

**PENGARUH RASIO SOLVABILITAS, RASIO LIKUIDITAS  
DAN RASIO *LEVERAGE* TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI  
*SYARI'AH/SUKUK* (STUDI KASUS: OBLIGASI  
*SYARI'AH/SUKUK PERUSAHAAN TERDAFTAR DI BEI*  
PERIODE 2008, 2009 DAN 2010)**

**SISKA AYU CHRISTIANY  
8155072888**



**Skripsi ini Ditulis Sebagai Salah Satu Persyaratan Untuk Memperoleh Gelar  
Sarjana Pendidikan**

**PROGRAM STUDI PENDIDIKAN EKONOMI  
KONSENTRASI PENDIDIKAN AKUNTANSI  
JURUSAN EKONOMI DAN ADMINISTRASI  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2011**

***THE EFFECTS OF SOLVENCY RATIO, LIQUIDTY RATIO AND  
LEVERAGE RATIO ABOUT RATING OF ISLAMIC  
BONDS/SUKUK (CASE STUDY: CORPORATE ISLAMIC  
BONDS/SUKUK DATE OF LISTING IN IDX 2008, 2009 AND  
2010)***

**SISKA AYU CHRISTIANY  
8155072888**



**Skripsi is Written as Part of Bachelor Degree in Education Accomplishment**

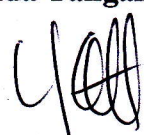



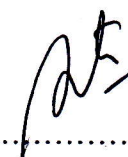
**STUDY PROGRAM OF PENDIDIKAN EKONOMI  
MAJOR/CONCENTRATION IN PENDIDIKAN AKUNTANSI  
DEPARTMENT OF EKONOMI AND ADMINISTRASI  
FACULTY OF ECONOMIC  
UNIVERSITAS NEGERI JAKARTA  
2011**

# LEMBAR PENGESAHAN SKRIPSI

**Penanggung Jawab  
Dekan Fakultas Ekonomi**



**Dra. Nurahma Hajat, M.Si  
NIP. 19531002 198503 2 001**

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
1. <u>M. Yasser Arafat, SE, Akt., MM</u> NIP. 19710413 200112 1 001	Ketua	 .....	26 Juli 2011 .....
2. <u>Ati Sumiati, M.Si</u> NIP. 19790610 200801 2 028	Sekretaris	 .....	26 Juli 2011 .....
3. <u>Dra. Sri Zulaihati, M.Si</u> NIP. 19610228 198602 2 001	Penguji Ahli	 .....	26 Juli 2011 .....
4. <u>Ratna Anggraini ZR, SE, Akt., M.Si</u> NIP. 19740417 200012 2 001	Pembimbing I	 .....	26 Juli 2011 .....
5. <u>Erika Takidah, M.Si</u> NIP. 19751111 200912 2 001	Pembimbing II	 .....	26 Juli 2011 .....

Tanggal Lulus: 21 Juli 2011

## PERNYATAAN ORISINALITAS

Dengan ini saya menyatakan bahwa:

1. Skripsi ini merupakan Karya asli dan belum pernah diajukan untuk mendapatkan gelar akademik sarjana, baik di Universitas Negeri Jakarta maupun di Perguruan Tinggi lain.
2. Skripsi ini belum dipublikasikan, kecuali secara tertulis dengan jelas dicantumkan sebagai acuan dalam naskah dengan disebutkan nama pengarang dan dicantumkan dalam daftar pustaka.
3. Pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya dan apabila dikemudian hari terdapat penyimpangan dan ketidakbenaran, maka saya bersedia menerima sanksi akademik berupa pencabutan gelar yang telah diperoleh, serta sanksi lainnya sesuai dengan norma yang berlaku di Universitas Negeri Jakarta.

Jakarta, *27 Juli 2011*  
Yang membuat pernyataan

  
  
*SILKA AYU CHRISTIAMY*  
No. Reg. 8155072888

## ABSTRAK

**SISKA AYU CHRISTIANY.** *Pengaruh Rasio Solvabilitas, Rasio Likuiditas dan Rasio Leverage Terhadap Peringkat Obligasi Syari'ah/Sukuk (Studi Kasus: Obligasi Syari'ah/Sukuk Perusahaan Terdaftar di BEI Periode 2008, 2009 dan 2010).* Skripsi. Jakarta. Program Studi Pendidikan Ekonomi, Konsentrasi Pendidikan Akuntansi, Jurusan Ekonomi dan Administrasi, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Jakarta, Juli 2011.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui ada atau tidaknya pengaruh antara rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio *leverage* dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* pada perusahaan terdaftar di BEI periode tahun 2008, 2009 dan 2010. Metode penelitian yang digunakan adalah metode *survey* dengan metode pengambilan sampel *expost facto*. Data yang digunakan didapat dari laporan keuangan perusahaan pada tahun 2007, 2008 dan 2009. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini *purposive sampling*. Populasi terjangkau dalam penelitian ini adalah 53 perusahaan dan sampel yang digunakan berdasarkan tabel isaac dan michael adalah 48 perusahaan.

Teknis analisis data dimulai dengan mencari persamaan dari regresi logistik dan hasilnya adalah  $\text{Ln} \frac{p}{1-p} = -4.883 + 14.062X_1 + 0.555X_2 - 0.916X_3$ . Itu berarti ada hubungan positif antara rasio solvabilitas dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, terdapat hubungan positif antara rasio likuiditas dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* dan hubungan negatif antara rasio *leverage* dengan peringkat obligasi *syari'ah*. Dari persamaan tersebut, uji persyaratan analisis dilakukan dengan uji model fit yaitu *Hosmer* dan *Lemeshow Test* dengan nilai signifikansi ( $0,897 > 0,05$ ). Hal itu berarti model fit dengan data. Untuk uji *Loglikelihood* didapat hasil nilai *Loglikelihood* yang turun. Hal itu berarti penelitian memiliki model regresi yang lebih baik. Untuk uji hipotesis menggunakan nilai *Nagelkerke R Square* dan uji signifikansi (uji wald). Untuk nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0.140. Berarti 14% peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* dapat dijelaskan oleh rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* sedangkan sisanya 86% dijelaskan oleh variabel lain di luar model. Untuk uji wald menunjukkan signifikansi solvabilitas sebesar  $0.125 > 0.005$ . Ini menunjukkan rasio solvabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. Uji wald menunjukkan signifikansi likuiditas  $0.492 > 0.05$  dan signifikansi *leverage* sebesar  $0,221 > 0,05$ . Ini menunjukkan rasio likuiditas dan *leverage* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. Nilai yang tidak signifikan diakibatkan resesi perekonomian yang terjadi saat krisis global tahun 2008. Hasil penelitian menyatakan tidak adanya pengaruh yang signifikan antara rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio *leverage* dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2008, 2009, 2010.

Kata kunci: Rasio Solvabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio *Leverage*, Peringkat Obligasi Syari'ah/Sukuk

## **ABSTRACT**

**SISKA AYU CHRISTIANY.** *The Effect of Solvency Ratio, Liquidity Ratio and Leverage Ratio About Rating of Islamic Bonds/Sukuk (Case Studi: Corporate Islamic Bonds/Sukuk Date of Listing in IDX 2008, 2009 and 2010). Skripsi. Jakarta. Study Program of Pendidikan Ekonomi, Major/ Concentration Pendidikan Akuntansi, Department of Ekonomi dan Administrasi, Faculty of Economy, Universitas Negeri Jakarta, Juli 2011.*

*This Research is done to knowing about there are or not effects of solvency ratio, liquidity ratio and leverage ratio concerning rating of Islamic Bonds/Sukuk, date of listing in IDX are 2008, 2009 and 2010. Research method using is survey method, method using to take sample is expost facto. Using data is came from annual report of corporate years 2007, 2008 and 2009. Take sample is using technical purposive sampling. Achievable population in this research as many 53 corporate and sample is based using by Isaac and Michael table as many 48 corporate.*

*Data analysis's technical began with seeking the similarity of logistic regression and its results by equals  $\text{Ln} \frac{p}{1-p} = -4.883 + 14.062X_1 + 0.555X_2 - 0.916X_3$ . It means the positive context between solvency ratio with rating of Islamic bonds/Sukuk, the positive context between liquidity ratio and rating of Islamic bonds/Sukuk and negative context between leverage ratio and rating of Islamic bonds/Sukuk. From this equals, the test of prerequisite analyze based on model fit test with Hosmer dan Lemeshow Test, the significant value nilai is (0,897 > 0,05). It means model is fit with data. For Loglikelihood test, got the output of Loglikelihood value is decline. It means the model is fit with data. Hypothesis test is using value of Nagelkerke R Square and significant test (wald's test). For value of Nagelkerke R Square as 0.140. It means 14% rating of Islamic Bonds/Sukuk can explained by solvency ratio, liquidity ratio and leverage ratio and residue of all as 86% are explained by another variable outside of this model. For test of wald, showed solvency signification about 0.125 > 0.005. it show of solvency ratio are not effect about rating of Islamic bonds/Sukuk. Wald's test is show of liquidity signification 0.492 > 0.05 and leverage signification as about 0,221 > 0,05. That shows liquidity ratio and leverage ratio are not effect about rating of Islamic bonds/Sukuk. The value is not significant is aftermath by recession of economy on global recession in 2008. The output of research shows these are not significant effects of solvency ratio, liquidity ratio and leverage ratio with rating of Islamic bonds/Sukuk of corporate, listing IDX in 2008, 2009 and 2010.*

*Key Word: Solvency Ratio, Liquidity Ratio, Leverage Ratio, Rating of Islamic Bonds/Sukuk*

“Hai orang-orang beriman apabila dikatakan kepadamu: "**Berlapang-lapanglah dalam majelis**", maka lapangkanlah **niscaya Allah akan memberi kelapangan untukmu.**

Dan apabila dikatakan: "Berdirilah kamu", maka berdirilah, **niscaya Allah akan meninggikan orang-orang yang beriman di antaramu dan orang-orang yang diberi ilmu pengetahuan beberapa derajat.** Dan Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.” \_Al Mujadilah : 11\_

*That's no one thing you can said "I can not do it" without do it, sure*  
Sungguh Alloh memberikan ujian sesuai dengan batas kemampuan hamba-Nya  
*So, never give up, until you see you could did it*

Kupersembahkan karya kecil ini  
Untuk Mama dan Papa tersayang...  
My lovely Mommy and Daddy

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirobbil ‘Alamin. Hanya kata ini yang pantas penulis ungkapkan atas segala rasa syukur yang sangat tidak sebanding dengan lautan nikmat-Nya. Termasuk salah satunya adalah nikmat menyelesaikan skripsi yang sangat sederhana ini dengan berbagai kemudahan yang telah Allah berikan. Setitik ilmu yang penulis paparkan tidak berarti sedikitpun dibanding ilmu yang Allah miliki. Sungguh Maha Benar Allah dengan setiap untaian firman-Nya:

*"Maha Suci Engkau, tidak ada yang kami ketahui selain dari apa yang telah Engkau ajarkan kepada kami; sesungguhnya Engkaulah Yang Maha Mengetahui lagi Maha Bijaksana." ( Al Baqoroh: 35)*

Sholawat serta salam senantiasa tercurah kepada Qudwah Hasanah, panglima perang terbaik, pemimpin yang sangat adil dan bijak, serta Nabi yang penuh kehormatan dan sangat menginspirasi, Muhammad Sholallahu a’laihiwassalam, semoga tapak-tapak beliau juga menjadi tapak kita semua hingga kita bertetangga di Syurga Allah. Amin.

Sekali lagi, takbir dan tahmid penulis getarkan dari sanubari, seiring dengan selesainya skripsi yang singkat ini. Perjalanan panjang, penuh ujian kesabaran, penuh perjuangan dan pengorbanan cukup tercurah dalam penyusunan karya kecil ini. Ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya penulis ucapkan kepada:

1. Ibu Ratna Anggraini (semoga saya tidak salah menulis nama ibu lagi) dan Ibu Erika Takidah sebagai dosen-dosen pembimbing yang sangat sabar dan perhatian dalam membimbing penelitian saya. Terimakasih



atas pengorbanan kalian, Jazakallahu Ahsanul Jaza..semoga Allah membalas kebaikan kalian, atas setiap pengorbanan yang telah diberikan, terimakasih ya bu..

2. Ibu Santi Susanti, semoga putri mungil ibu menjadi penyejuk mata kedua orangtuanya..Terimakasih bu atas bimbingannya, maaf saya sering mengganggu waktu istirahat ibu.
3. Bapak Sapar –Ketua Program Studi Pendidikan Ekonomi- terimakasih pa, atas waktu yang sudah bapak luangkan untuk kami..Mahasiswa pendidikan Akuntansi, terimakasih juga atas kesabaran kami yang ingin segera lulus di semester ini.
4. Ibu Sri Zulaihati, Pa Yaser dan Ibu Ati sebagai penguji penelitian kecil ini. Terima kasih banyak ibu atas kritik dan masukannya, insya Allah sangat membangun..terimakasih atas waktu dan ilmu yang telah diberikan.
5. Bapak Tresno terimakasih atas bimbingan SPSS yang telah bapak jelaskan. Sangat membantu Pak. Pa Ahmad Hisyam, terimakasih atas bimbingan gratisnya, semoga berkah usahanya ya pa..
6. Kedua orang tuaku tersayang, my lovely Mommy and Daddy, terimakasih banyak atas pengorbanan kalian secara materi dan support. Kupersembahkan karya kecil ini untuk Mommy and Daddy. Kakak-kakak dan adikku, trims ya atas support dan bantuannya. To little Khalid, my lovely nephew, ayo kita main bola lagi...Terimakasih untuk keluargaku tersayang ...

7. Ibu Yuyun terimakasih atas kesediaanya membantu penelitian saya di Pefindo, seluruh pihak PDPM IBii dan PRPM IDX, maaf sudah direpotkan.
8. Smart Dundelion, thank's Alloh, I have yours. Henny, Putri, Astuti, Atika, Ade, Diah, Pute, Qonita, Deti dan Ningsih, terimakasih untuk doa kalian. Belajar yang rajin ya, ditunggu lulus empat tahunnya, but not be study ahollic.
9. Akhwat Smart..terimakasih atas do'a dan dukungannya, sukses dan berkah untuk kita semua..semoga kita selalu solid, I love u all cz Alloh, really!
10. All of BSO-KSEI's strivers..dinanti skripsi syari'ah kalian, semoga kita bisa benar-benar men-syi'arkan ekonomi Islam di bumi Alloh ini. Teman-teman seperjuangan di KSEI, thanks to Riri atas support, jalan-jalan bareng ke TAZKIA, dan niasarnya, etc..kenangan manis untuk diingat... segera lulus ya ri. Teman-teman KSEI 2007, apa kabar kalian? Segera lulus ya...
11. Teman-teman FosSEI JaBoDeTaBek, yaya gimana kabar di SEBI?, Azizah, mba Reni FosSEI UnBraw, thanks a lot for all, materinya ngebantu banget..sukses dan berkah buat kita semua.
12. Untuk teman-teman 2007 yang kusayangi, uci, ria, gati, ida, ina, ai, eva, endang ayo jangan lupakan skripsi kalian, thanks Alloh, we had history together and I hope it will never end ☺...

13. Kaka-kaka KSEI, terimakasih atas supportnya. To ka bunayah dan ka ratu, makasih ya kaaa...walaupun sudah lulus, tapi silaturahmi jalan terus ya..
14. Teman-teman TAZKIA sentul, buat teman-teman FoSSEI, makasih atas bantuannya, benar-benar melayani tamu dengan baik. Salut buat kalian, sukses ya.. Terimakasih juga buat ka Fahrur Rosi, ur research made guider for me, Neng Sudharyanti,,thanks for sharings..don't give up..
15. Teman-teman pendidikan akuntansi 2007, Nisa, Nia, Njez, iben, dimas, dwi cis, ipi, ilda dan yang lainnya-maap ya ga bisa disebutin satu-satu, but we have the one in my heart..bersama kita bisa, solid terus ya kawan-kawan, sukses untuk kita semua. Buat Endang, ayo semangat buat skripsinya☺...
16. Terimakasih kepada seluruh pihak yang telah membantu penelitian ini dan tidak dapat penulis sebutkan satu persatu karena keterbatasan penulis. Terimakasih banyak atas bantuannya. Jazakumullahu Ahsanul Jaza..Amin.. Sukses dan berkah untuk kita semua...

Depok, 21 Juli 2011

Penulis

## DAFTAR ISI

LEMBAR PENGESAHAN SKRISPI .....	i
ABSTRAK .....	ii
KATA PENGANTAR.....	iv
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xi
DAFTAR GAMBAR.....	xii
DAFTAR LAMPIRAN .....	xiii
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
A. Latar Belakang Masalah.....	1
B. Identifikasi Masalah.....	6
C. Pembatasan Masalah.....	6
D. Perumusan Masalah .....	7
E. Kegunaan Penelitian.....	7
BAB II.PENYUSUNAN DESKRIPSI TEORITIS, KERANGKA BERPIKIR DAN PERUMUSAN HIPOTESIS.....	9
A. Deskripsi Teoritis.....	9
1. Peringkat Obligasi <i>Syari'ah/Sukuk</i> .....	9
2. Rasio Solvabilitas .....	22
3. Rasio Likuiditas .....	23
4. Rasio <i>Leverage</i> .....	26
B. Kerangka Berpikir.....	34
C. Perumusan Hipotesis.....	35
BAB III.    METODOLOGI PENELITIAN .....	36
A. Tujuan Penelitian .....	36
B. Waktu dan Tempat Penelitian .....	36
C. Metode Penelitian .....	37
D. Populasi dan Teknik Pengambilan Sampel .....	37
E. Teknik Pengumpulan Data/Instrumen Penelitian .....	39
F. Konstelasi Hubungan Antar Variabel/Desain Penelitian .....	43
G. Teknik Analisis Data .....	44
BAB IV.    HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	
A. Deskripsi Data.....	48
Distribusi Frekuensi .....	49
Statistik Deskriptif .....	54
1. Peringkat Obligasi <i>Syari'ah/Sukuk</i> (Variabel Y).....	54
2. Rasio Solvabilitas (Variabel $X_1$ ).....	55
3. Rasio Likuiditas (Variabel $X_2$ ) .....	56
4. Rasio <i>Leverage</i> (Variabel $X_3$ ).....	56

B.	Analisis Data.....	57
1.	Uji Normalitas.....	57
a.	One-Sample Kolmogorov Smirnov-Test.....	57
b.	Analisis Statistik.....	59
c.	Analisis Grafik Histogram.....	60
d.	Analisis Normal Q-Q Plot.....	62
C.	Interpretasi Hasil Penelitian.....	63
D.	Keterbatasan Penelitian.....	73
BAB V.	KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN	
A.	Kesimpulan.....	74
B.	Implikasi.....	75
C.	Saran.....	76
	DAFTAR PUSTAKA .....	77
	LAMPIRAN .....	81
	RIWAYAT HIDUP .....	xiv

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 <i>Moody's and Standard &amp; Poor's Bond Rating</i> .....	11
Tabel 2.2 Perbandingan Obligasi dan <i>Sukuk</i> .....	20
Tabel 3.1 Variabel Operasional .....	42
Tabel 4.1 Data Sampel .....	49
Tabel 4.2 <i>Statistic</i> .....	49
Tabel 4.3 <i>Descriptive Statistic</i> .....	58
Tabel 4.3 <i>Descriptive Statistic</i> .....	59
Tabel 4.4 <i>Case Processing Summary</i> .....	63
Tabel 4.5 <i>Dependent Variabel Encoding</i> .....	63
Tabel 4.6 <i>Classification Table</i> .....	64
Tabel 4.7 <i>Variable in the Equation</i> .....	64
Tabel 4.8 <i>Iteration History<sup>a,b,c</sup> (Block=0)</i> .....	65
Tabel 4.9 <i>Iteration History<sup>a,b,c,d</sup> (Block=1)</i> .....	66
Tabel 4.10 <i>Variables in the Equation</i> .....	67
Tabel 4.11 <i>Classification Table<sup>a</sup></i> .....	69
Tabel 4.12 <i>Model Summary</i> .....	70
Tabel 4.13 <i>Hosmer and Lemeshow Test</i> .....	71
Tabel 4.14 <i>Variables in the Equation</i> .....	72

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Teoritis .....	35
Gambar 3.1 Hubungan Antar Variabel Penelitian .....	43
Gambar 4.1 Diagram <i>Bar Chart</i> Solvabilitas .....	51
Gambar 4.2 Diagram <i>Bar Chart</i> Likuiditas .....	52
Gambar 4.3 Diagram <i>Bar Chart</i> Leverage .....	52
Gambar 4.4 Diagram <i>Bar Chart</i> Peringkat .....	53
Gambar 4.5 Grafik Histogram Peringkat <i>Sukuk</i> .....	60
Gambar 4.6 Grafik Histogram Solvabilitas.....	60
Gambar 4.7 Grafik Histogram Likuiditas .....	61
Gambar 4.8 Grafik Histogram <i>Leverage</i> .....	61

## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Tabel Data Sampel Penelitian .....	81
Lampiran 2	Tabel Statistik Deskriptif .....	83
Lampiran 3	Uji Normalitas <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test</i> .....	84
Lampiran 4	Uji Normalitas Analisis Statistik ( $Z_{Skewness}$ dan $Z_{Kurtosis}$ ) .....	88
Lampiran 5	Uji Normalitas Analisis Grafik Histogram .....	89
Lampiran 6	Perhitungan <i>Logistic Regression</i> .....	92
Lampiran 7	Distribusi Frekuensi .....	97
Lampiran 8	Standar <i>Rating</i> Menurut Pefindo .....	105
Lampiran 9	IBMD 2008 .....	106
Lampiran 10	IBMD 2009 .....	123
Lampiran 11	IBMD 2010 .....	149
Lampiran 12	<i>Annual Report</i> .....	173
Lampiran 13	<i>General Obligation (Corporate)&amp;Bond/MTN year 2010</i> (PT Pefindo).....	269
Lampiran 14	<i>General Obligation (Corporate)&amp;Bond/MTN year 2009</i> (PTPefindo).....	284
Lampiran 15	Laporan Kegiatan Bursa Efek Indonesia Tahun 2010 .....	298
Lampiran 16	Surat Izin Penelitian di PT Pefindo .....	299
Lampiran 18	Surat Keterangan Penelitian di PT Pefindo .....	300
Lampiran 19	Surat Izin Penelitian di PDPM-IBii .....	301
Lampiran 20	Surat Keterangan Penelitian di PDPM-IBii .....	302



# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang Masalah**

Pasar modal secara umum diidentifikasi sebagai tempat di mana modal diperdagangkan antara pihak yang memiliki kelebihan modal (*investor*) dengan orang atau badan yang membutuhkan modal (*issuer*) untuk mengembangkan investasi. Pasar modal di Indonesia sudah dikenal sejak jaman penjajahan Belanda dengan didirikannya *Vereniging voor de Effecten Handel* di Jakarta pada 14 Desember 1912. Efek yang diperjualbelikan pada saat itu adalah saham dan obligasi perusahaan. Undang-Undang no.8 tahun 1995 mendefinisikan kegiatan pasar modal sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga profesi yang berkaitan dengan Efek.<sup>1</sup>

Pasar modal juga memiliki arti penting bagi tumbuhnya perusahaan yang sehat dan menambah kokohnya perekonomian nasional, selain itu pasar modal juga berfungsi sebagai penggalangan dana serta mengarahkan dana masyarakat ke arah investasi yang produktif untuk kegiatan produksi barang dan jasa yang lebih banyak sehingga dicapai pertumbuhan ekonomi masyarakat. Hal ini terbukti dengan banyaknya perusahaan yang menggunakan institusi pasar modal sebagai media untuk menyerap investasi dan memperkuat posisi keuangannya.

---

<sup>1</sup> ----Kamus Ekonomi, p.17

Obligasi termasuk ke dalam salah satu komponen pasar modal. Siswantoro dan Ferdian<sup>2</sup> menyatakan bahwa obligasi merupakan suatu instrumen investasi yang biasa digunakan oleh beberapa perusahaan guna memenuhi kebutuhan *funding* perusahaan. Saat ini, jenis obligasi tidak hanya obligasi konvensional saja, beberapa perusahaan sudah menerbitkan obligasi *syari'ah/sukuk* yang sesuai dengan prinsip-prinsip *syari'ah*. Perbedaan paling mendasar antara obligasi *syari'ah* dengan obligasi konvensional adalah obligasi *syari'ah* tidak menggunakan kupon dengan *fixed interest rate* dan emiten penerbit *sukuk* tidak akan terkait dengan bisnis yang dilarang Islam, seperti bank konvensional, asuransi konvensional dan lembaga keuangan konvensional lainnya.

Sejarah penerbitan obligasi *syari'ah* dalam dunia internasional dicatat oleh *the Islamic Jurisprudence Council (IJC)* kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya *sukuk*. Hal ini mendorong Otoritas Moneter Bahrain (*BMA-Bahrain Monetary Agency*) untuk meluncurkan *salam sukuk* berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001. Kemudian Malaysia pada tahun yang sama meluncurkan *Global Corporate Sukuk* di pasar keuangan Islam internasional. Inilah *sukuk* global yang pertama kali muncul di pasar internasional<sup>3</sup>.

Sementara itu, di tahun 2002 perkembangan *sukuk* di seluruh dunia tercatat sebesar US\$ 4,9 miliar, pada tahun 2007 mengalami peningkatan mencapai lebih dari US\$ 30 miliar. Hingga tahun 2008, jumlah *outstanding* *sukuk* di seluruh

---

<sup>2</sup>Adler H. Manurung, et.al., *Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi* (www. Find-docs.com diakses pada 15 maret 2011)

<sup>3</sup>Muhammad Nur, "Prospek dan Kendala Penerbitan Islamic Bond (Sukuk) oleh Pemerintah Indonesia; Mencermati Pengamatan Negara Lain", *Jurnal Utang Luar Negeri-Bank Indonesia*, Vol.7, September 2004, p.18-21.

dunia mencapai US\$ 100 miliar. Tingginya pertumbuhan ini dilatarbelakangi oleh semakin tingginya minat para investor baik asing maupun lokal terhadap instrumen investasi *syari'ah*, termasuk *sukuk* di dalamnya. Fenomena inilah yang melatarbelakangi banyak negara untuk memperkuat basis ekonomi *syari'ahnya*, tidak hanya di negara muslim tetapi juga di negara nonmuslim, sekalipun untuk menarik dana dari Timur Tengah.<sup>4</sup>

Di Indonesia, kebutuhan sumber pendanaan pembangunan baik itu berasal dari pinjaman dalam negeri maupun luar negeri cukup tinggi. Oleh karena itu, penerbitan obligasi *syari'ah* berbentuk *International Islamic Bond (Sukuk)*, *Corporate Islamic Bond* dan *Government Islamic Bond* oleh pemerintah merupakan salah satu alternatif yang dipertimbangkan. Hal ini didasarkan pada beberapa pertimbangan, yaitu *potential market* untuk menjaring *selected market* yang terbatas pada transaksi yang menerapkan prinsip *syari'ah*, *risk management*, fluktuasi suku bunga dalam negeri dan luar negeri, dan kesempatan melakukan akses pasar serta reputasi. Sedangkan, menurut definisinya sendiri obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan (*refinancing*) baik bagi pemerintah maupun bagi perusahaan yang diperjualbelikan di pasar modal. *Sukuk* yang lazim dikenal sebagai bentuk obligasi yang sesuai prinsip *syari'ah*, diakui oleh berbagai kalangan karena faktor halal serta *return* yang lebih besar dibandingkan obligasi konvensional.

Peringkat obligasi harus diperhatikan oleh investor apabila akan membeli obligasi, karena peringkat obligasi dapat menunjukkan risiko obligasi. Risiko

---

<sup>4</sup>Rosi, Fahrur dan Sofie, "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Syari'ah (Sukuk)", *Jurnal Akuntansi Islam*, Vol. 01 No.1, 1 Juni 2010, pp 28-68.

obligasi terkait dengan kemampuan perusahaan yang mengeluarkan obligasi untuk membayar pokok pinjaman dan bunga pada saat jatuh tempo. Sebelum ditawarkan, obligasi harus diperingkat oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). Agen pemeringkat obligasi adalah lembaga independen yang memberikan informasi pemeringkatan skala risiko, dimana salah satunya adalah sekuritas obligasi sebagai petunjuk sejauh mana keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan tersebut ditunjukkan oleh kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan kewajiban melunasi pokok pinjamannya (namun, dalam obligasi *syari'ah* tidak menggunakan kupon dengan *fixed interest rate*). Sebagai pemodal, dapat menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Proses peringkat ini dilakukan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga *rating agency* dapat menyatakan layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan.

Begitu pula halnya dengan sukuk, harus memperhatikan peringkat dari *sukuk* tersebut. Mengetahui peringkat dari *sukuk* menjadi penting untuk mengukur probabilitas kegagalan utang dan risiko dari perusahaan (Maylia) dan (Andry). Peringkat dalam *sukuk* merupakan pengukuran tingkat risiko atas investasi dalam perusahaan. Kualitas suatu obligasi *syari'ah* dapat dimonitor dari peringkat obligasi *syari'ah* tersebut. Semakin baik peringkat yang dimiliki *sukuk* perusahaan, semakin rendah tingkat risiko gagal *sukuk* tersebut.

Sebelum diterbitkan, sukuk harus mendapatkan opini dengan disupervisi oleh Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) untuk mengevaluasi ketaatan terhadap aturan Islam, yakni *Shariah Compliance*

*Endorsement* (Pernyataan kesesuaian dengan syariah) yang di antaranya terdapat ketentuan bahwa emiten yang mengeluarkan sukuk harus terhindar dari transaksi yang dilarang *syari'ah* seperti *maysir*, *gharar* dan *riba*. Sebelum ditawarkan *sukuk* juga harus diperingkat oleh suatu lembaga agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). Sukuk harus memiliki rating yang tinggi, benar-benar *investment grade*. Hal itu ditandai dengan fundamental keuangan dan usaha yang kuat, serta memiliki citra yang baik di hadapan publik. Apabila hal ini dipenuhi emiten berhak mengeluarkan sukuk tersebut.”

Informasi dari pemeringkatan obligasi *syari'ah* tentu akan sangat bermanfaat bagi investor dalam melakukan investasi, khususnya investasi pada obligasi *syari'ah*. Pada obligasi *syari'ah*, *rating* dan resikonya didasarkan pada proyek atas obligasi *syari'ah/sukuk* tersebut, bukan didasarkan atas performa dari perusahaan kecuali untuk *refinancing* yang mungkin membuat investor bias, karena mereka tidak mengetahui performa dari proyek sukuk tersebut.

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat utang yang juga memberikan peringkat atas sukuk, yakni PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia (Moody's). Peringkat yang diberikan ini didasari oleh analisa laporan keuangan masing-masing emiten yang secara signifikan dipengaruhi oleh rasio solvabilitas<sup>5</sup>, likuiditas dan *leverage*<sup>6</sup> serta faktor non akuntansi lainnya seperti *maturity*, *secure*, *sinking fund* perusahaan.

## **B. Identifikasi Masalah**

---

<sup>5</sup>Michell Suherli, “Pengaruh Rasio-Rasio Keuangan dan Konservatisme Akuntansi Terhadap Pemeringkatan Obligasi”----.Vol.13 No.2, November 2008, p. 408-423.

<sup>6</sup>Fahrer Rosi, et.al., p.65

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan di muka, maka peneliti dapat mengidentifikasi beberapa faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi antara lain:

1. Rasio solvabilitas dan likuiditas yang semakin meningkat serta *leverage* yang semakin berkurang dalam laporan keuangan emiten
2. Penggunaan rasio laporan keuangan lainnya yang meningkatkan kualitas keuangan perusahaan
3. Konservatisme akuntansi perusahaan emiten tergantung dari tingkat konsistensi atau tidak konsisten perusahaan terhadap prinsip akuntansi
4. Semakin tinggi atau semakin rendah reputasi auditor terhadap hasil audit laporan keuangan perusahaan
5. Ketersediaan atau ketiadaan *sinking fund* perusahaan dalam membayar obligasi yang jatuh tempo
6. Umur obligasi/*maturity* obligasi *syari'ah/sukuk* dengan waktu jatuh tempo yang singkat atau semakin panjang
7. Jaminan/*Secure* atas obligasi *syari'ah/sukuk* dengan asset atau ekuitas perusahaan yang bernilai tinggi atau rendah

### C. Pembatasan Masalah

Dari berbagai masalah yang telah diidentifikasi di atas, maka peneliti membatasi permasalahan yang akan diteliti pada : *Pengaruh rasio solvabilitas, likuiditas dan leverage terhadap peringkat obligasi syari'ah (sukuk) perusahaan.* Rasio solvabilitas dalam penelitian ini dihitung dengan pembagian total utang terhadap aset (*Debt to Assets*), rasio likuiditas dihitung dengan rasio lancar (*Current Ratio*) dan *leverage* dihitung dengan pembagian total utang per total ekuitas (*Debt to Equity Ratio*). Peringkat obligasi syari'ah dalam penelitian ini adalah peringkat yang termasuk dalam "*Investment Grade*" (peringkat idAAA, idAA, idA dan idBBB) serta "*Non-Investment Grade*" (peringkat idBB dan idB).

#### D. Perumusan Masalah

Dari identifikasi dan pembatasan masalah di atas, maka diperoleh dasar berpikir bagi peneliti untuk fokus pada permasalahan: “Apakah terdapat pengaruh antara rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*?”

#### E. Kegunaan Penelitian

Penelitian ini berguna bagi:

##### 1. Peneliti

Secara teoritis:

Penelitian ini berguna untuk memperluas wawasan dan pengetahuan mengenai implementasi obligasi *syari'ah/sukuk* di Indonesia sebagai salah satu komponen akuntansi, serta faktor yang melatar belakangi peringkat obligasi *syari'ah* tersebut, khususnya rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage*.

Secara praktis:

Penelitian ini untuk mengetahui sistematika pemeringkatan sukuk di Indonesia.

##### 2. Masyarakat Umum

Secara teoritis:

Penelitian ini memberikan wawasan mengenai peringkat obligasi *syari'ah* yang halal dan terbebas dari unsur *maysir*, *gharar* dan *riba*. Sekaligus bagian dari pewacanaan obligasi *syari'ah*, benefit dan dampaknya untuk investor yang akan membeli obligasi *syari'ah* di bidang yang halal.

Secara praktis:

Penelitian ini berguna dalam memberikan konfirmasi kepada masyarakat khususnya entitas *enterprise*/perusahaan yang menerbitkan obligasi *syari'ah*, bahwa apakah rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* memiliki pengaruh terhadap pemeringkatan *sukuk* di Indonesia.

##### 3. Universitas Negeri Jakarta

Secara teoritis.

Penelitian ini berfungsi sebagai salah satu media referensi bagi mahasiswa Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta pada umumnya dan mahasiswa konsentrasi Pendidikan Akuntansi khususnya.

Secara praktis:

Penelitian ini menjadi bahan referensi bagi perpustakaan Fakultas Ekonomi dan Universitas Negeri Jakarta.



## BAB II

### PENYUSUNAN DESKRIPSI TEORETIS, KERANGKA TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

#### F. Deskripsi Teoritis

##### 1. Peringkat Obligasi *Syari'ah/Sukuk*

Nathif dan Abdulkader menyebutkan, “*Standard & Poor’s, Fitch ratings, Capital Intelligence and both Malaysian rating agencies-RAM and MARC-all rate Islamic debt instruments or sukuk. The initial issues of the Kingdom of Bahrain, Federation of Malaysia and State of Qatar all secured investment-grade ratings, as did the issuance of the IDB. Certain corporate and asset-backed issued secured investment-grade ratings as well. None of the rating agencies considers that Islamic prohibitions of riba or gharar pose any rating difficulties.*”<sup>7</sup>

Pemeringkat Efek Indonesia/Pefindo menyebutkan bahwa:

“Peringkat obligasi merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat waktu, sesuai dengan perjanjian yang disepakati.”<sup>8</sup>

Baker dan Mansi menyebutkan, “*A rating is designed to measure the debt quality of the firms.*”<sup>9</sup>

Foster menjelaskan peringkat obligasi merupakan sumber legal insurance bagi investor dalam mengurangi kemungkinan terjadinya *default risk* dengan cara melakukan investasi hanya pada obligasi yang memiliki peringkat tinggi, seperti peringkat BBB ke atas.<sup>10</sup>

---

<sup>7</sup> Nathif J. Adam, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk* (London: Euromoney Books, 2005), p.159

<sup>8</sup> www.Pefindo.com

<sup>9</sup> Zuhrotun, et.al, “*The Effect of Rating Announcemen?*”, *Jurnal Sosiosains*, Vol 19 No.1, Januari 2006, p.47

<sup>10</sup> Anna Purwaningsih, “*Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi*”, *KINERJA*, Vol.12 No.1, 2008, p.85-99

Sedangkan Galil menyebutkan, “a rating is an opinion on the creditworthiness of an obligor with respect to a particular debt.”<sup>11</sup>

Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston menjelaskan bahwa peringkat obligasi merupakan peringkat kualitas yang mencerminkan probabilitas kegagalannya.<sup>12</sup>

Fahrer Rozi dan Sofie menjelaskan bahwa sebelum ditawarkan, *sukuk* (obligasi *syari'ah*) juga harus diperingkat oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). *Sukuk* benar-benar harus memiliki rating yang tinggi, benar-benar *investment grade*.<sup>13</sup> Peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* yang ada di Indonesia, memiliki peringkat yang sama seperti dimiliki oleh obligasi konvensional dan sangat tergantung dari kondisi keuangan emiten (perusahaan penerbit)<sup>14</sup>.

Keown, Martin, Petty dan Scott Jr. menyatakan bahwa: pembuatan peringkat ini mencakup suatu penilaian tentang masa depan atas risiko dari sebuah obligasi yang mungkin terjadi, walaupun ini berhubungan dengan ekspektasi.<sup>15</sup> Sari juga memberi penjelasan bahwa peringkat obligasi (*bond rating*) memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan<sup>16</sup>.

Kelayakan instrumen keuangan yang diperdagangkan pada publik, seringkali dinilai berdasarkan peringkat kredit yang diberikan oleh agensi pemberi peringkat investasi. Agensi pemeringkat obligasi yang pertama adalah John *Moody's* yang membuat peringkat pada tahun 1909. *Standard*

---

<sup>11</sup> Zuhrotun, et.al, Loc.cit.

<sup>12</sup> Eugene F. et.al, *Manajemen Keuangan-Buku 1*, Edisi Kedelapan (Jakarta: Penerbit Erlangga, 1998), p.320

<sup>13</sup> Fahrer Rozi, et.al, “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Syari'ah (Sukuk)”, *Jurnal Akuntansi Islam*, Vol. 01 No.1, 1 Juni 2010, pp 28-68

<sup>14</sup> *Indonesian Bond Market Directory tahun 2008, 2009 dan 2010* (diakses melalui website [www.idx.com](http://www.idx.com) pada 12 April 2010)

<sup>15</sup> Keown, et.al, *Manajemen Keuangan-Prinsip-Prinsip dan Aplikasi- Edisi Kesembilan* (Jakarta: PT INDEKS, 2002), p.246

<sup>16</sup> Fahrer Rozi, et.al.,Op.cit., p.29

and Poor's dan Fitch Investor Services kemudian menggunakan peringkat tersebut.

Peringkat/ rating yang yang dikeluarkan oleh Moody's dan Standard and Poors disajikan dalam tabel berikut.

**Tabel 2.1**  
***Moody's and Standard & Poor's Bond Rating***

<i>Moody's</i>	<i>Interpretation</i>	<i>Standard &amp; Poor's</i>	<i>Interpretation</i>
Aaa	<i>Prime Quality</i>	AAA	<i>Bank Investment quality</i>
Aa	<i>High grade</i>	AA	
A	<i>Upper medium grade</i>	A	
Baa	<i>Medium grade</i>	BBB	
Ba	<i>Lower medium grade or speculative</i>	BB	<i>Speculative</i>
B	<i>Speculative</i>	B	
Caa	<i>From very speculative</i>	CCC	
Ca	<i>To near or in default</i>	CC	
C	<i>Lowest grade</i>	C	<i>Income Bond</i>
D	<i>Default</i>	D	<i>In Default</i>

<sup>17</sup>Sumber: *Principle of Managerial Finance*

Pembuatan peringkat ini mencakup suatu penilaian tentang masa depan atas risiko dari sebuah obligasi yang mungkin terjadi. Walaupun hal ini berhubungan dengan ekspektasi, namun historis tetap menentukan peran yang sangat penting pada penentuannya.

---

<sup>17</sup> Lawrence J.Gitman, *Principle of Managerial Finance-Tenth Edition* (New York: Addison Wesley, 2003),p.278

Keown menyebutkan bahwa peringkat obligasi secara umum dipengaruhi oleh:

1. Proporsi modal terhadap utang perusahaan.
2. Tingkat profitabilitas perusahaan.
3. Tingkat kepastian dalam menghasilkan pendapatan.
4. Besar kecilnya perusahaan.
5. Sedikit penggunaan utang subordinat.<sup>18</sup>

Di Indonesia, lembaga yang melakukan pemeringkat efek adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) yang berdiri sejak tahun 1994 dan PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia (sekarang menjadi *Moody's*) yang berdiri pada tahun 1997.

James C. Van Horne menyebutkan bahwa obligasi dengan peringkat AAA, AA, A dan BBB termasuk ke dalam obligasi yang dikenal dengan “*investment grade*”, sedangkan untuk obligasi dengan peringkat BB sampai dengan D dikenal dengan “*speculative grade*” atau *junk bonds*.<sup>19</sup> Peringkat/*rating* yang dikeluarkan oleh Pefindo disajikan dalam lampiran 8.

Perusahaan penerbit melakukan perjanjian dengan agensi untuk mengevaluasi kualitas obligasi yang diterbitkan dan juga memperbarui peringkat obligasi. Untuk jasa yang diterima ini, perusahaan penerbit menerima pembayaran. Di samping menerima bayaran dari perusahaan

---

<sup>18</sup> Keown, et.al, *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi* (---: PT INDEKS Kelompok GRAMEDIA, 2004), p.247

<sup>19</sup> James C. Van Horne, *Financial Management and Policy*-Twelfth Edition (New York: Prentice Hall, 2002), p.537

penerbit surat berharga, agensi juga membebankan biaya kepada pelanggan (pembaca) peringkat tersebut.

Dalam pemberian peringkat, agensi mengurutkan peringkat surat berharga berdasarkan kemungkinan kegagalan. Surat berharga dengan tingkat tertinggi, dinilai tidak memiliki resiko kegagalan, diberi peringkat AAA.

Pemberian peringkat kredit dalam empat kategori teratas dianggap sebagai kualitas “tingkat investasi/*investment grade*” sedangkan peringkat lainnya digolongkan sebagai “tingkat spekulatif/*non investment grade*”. Pemberian peringkat oleh kedua agensi dianggap sebagai alat ukur risiko kegagalan. Banyak investor mengandalkan pemberian peringkat tersebut tanpa melakukan penyelidikan lebih lanjut terhadap resiko kegagalan.<sup>20</sup>

Dalam dunia internasional, *John Moody* adalah lembaga yang pertama kali melakukan pemeringkatan atas obligasi, yaitu pada tahun 1909. Kemudian, selanjutnya perusahaan pemeringkat obligasi dilakukan oleh *Moody's*, *Standard&Poor's* dan *Fitch Investor* yang menyediakan jasa pemeringkat obligasi bagi para emiten. Peringkat yang dikeluarkan mencerminkan potensi resiko yang ditimbulkan oleh obligasi tersebut. Obligasi dengan peringkat *investment grade* lebih diminati oleh investor dalam pasar modal, karena peringkat obligasi mencerminkan manajemen keuangan perusahaan. Kondisi tersebut juga menunjukkan indikator resiko kegagalan pengembalian obligasi, saat obligasi tersebut jatuh tempo.

#### *Obligasi Syari'ah/Sukuk:*

Obligasi *syari'ah (sukuk)* sudah dikenal sejak abad pertengahan, di mana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional.

---

<sup>20</sup> James C. Van Home, et.al, *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan* (Jakarta: Salemba Empat, 1998), p.551

*Sukuk* merupakan bentuk jamak dari “*sakk*” yang berarti sama dengan sertifikat atau *note* yang sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Namun, sejumlah penulis barat yang memiliki *concern* terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab, menyatakan bahwa *sakk* inilah yang menjadi akar kata *cheque*<sup>21</sup>.

Fatwa DSN MUI/V/2007 juga mendefinisikan obligasi *syari'ah* sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip *syari'ah* yang dikeluarkan oleh emiten kepada *investor* (pemegang obligasi) yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo. Obligasi *syari'ah* bukan merupakan utang dengan bunga tetap, namun merupakan penyertaan dana dengan didasarkan prinsip bagi hasil.<sup>22</sup>

Septian Hario Seto menyatakan bahwa pada dasarnya definisi obligasi *syari'ah* akan sangat bergantung pada jenis dan karakteristik *akad* yang mendasarinya. Berbeda dengan definisi pada ekonomi konvensional yang menunjukkan obligasi sebagai surat utang, obligasi *syari'ah* bisa berarti sebagai bukti kepemilikan investasi<sup>23</sup>.

---

<sup>21</sup> Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk* (Jakarta: Sinar Grafika, 2008), p.95

<sup>22</sup> Rifqi Muhammad, *Akuntansi Keuangan Syari'ah-Konsep dan Implementasi PSAK Syari'ah* (Yogyakarta: P3EI, 2008), p.75

<sup>23</sup> Septian Hario Seto, “Menggagas Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur di Indonesia Melalui Obligasi Syari'ah”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Vol.2 No.1, Juli 2005, pp. 58-76

Beberapa syarat harus dipenuhi dalam penerbitan obligasi meliputi:

1. Aktivitas utama (*core business*) dari proyek emiten adalah kegiatan yang halal dan tidak bertentangan dengan substansi fatwa DSN MUI (perjudian, perdagangan yang dilarang, lembaga keuangan konvensional, serta kegiatan ekonomi baik jasa maupun dagang yang non halal).
2. Peringkat *investment grade* ditandai dengan memiliki fundamental usaha yang kuat, fundamental keuangan yang kuat dan citra yang baik bagi publik.<sup>24</sup>

*Landasan Dasar Obligasi Syari'ah:*

1. Al Qur'an Surat Al Baqarah: 275
2. Al Qur'an Surat Al Muzamil: 20
3. Hadist Nabi

“Tiga bentuk usaha yang di dalamnya mengandung barakah, yaitu jual-beli secara tangguh, mudharabah/kerja sama dalam bagi hasil dan mencampur gandum dengan kedelai (hasil keringat sendiri) untuk kepentingan keluarga, bukan untuk dijual. (HR. Ibnu Majah)

4. Fatwa DSN MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002, tentang obligasi *syari'ah*.<sup>25</sup>

Adrian Sutedi menjelaskan bahwa secara umum ketentuan mekanisme mengenai obligasi *syari'ah* adalah sebagai berikut<sup>26</sup>:

1. Obligasi *syari'ah* haruslah berdasarkan konsep *syari'ah* yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi dalam bentuk

---

<sup>24</sup> M. Nadrattuzaman Hosen, et.al, *Materi Dakwah Ekonomi Syariah* (Jakarta:PKES, 2008), p183-184.

<sup>25</sup> Ibid, p.185

<sup>26</sup> Adrian Sutedi, Op.cit., p.115

bagi hasil/*revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.

2. Obligasi *syari'ah mudharabah* yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari unsur nonhalal.
3. *Nisbah*/rasio bagi hasil harus ditentukan sesuai kesepakatan sebelum penerbitan obligasi tersebut.
4. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
5. Sistem pengawasan aspek *syari'ah* dilakukan oleh Dewan Pengawas *Syari'ah* oleh Tim Ahli *Syari'ah* yang ditunjuk oleh Dewan *Syari'ah* Nasional MUI.
6. Apabila perusahaan penerbit obligasi melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan pengembalian dana *investor* dan harus dibuat surat pengakuan utang.
7. Apabila emiten berbuat kelalaian atau cedera janji maka pihak *investor* dapat menarik dananya.
8. Hak kepemilikan obligasi *syari'ah mudharabah* dapat dipindahtangankan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian.

Beberapa jenis obligasi *syari'ah*, seperti yang terdapat dalam AAOIFI

(*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*)

adalah sebagai berikut<sup>27</sup>:

#### 1. Obligasi *Syari'ah Mudharabah*

Antonio mendefinisikan *mudharabah* sebagai akad kerjasama usaha antara dua pihak, dimana pihak pertama (*Shahibul maal*) menyediakan seluruhnya modal (100%), sementara pihak lainnya menjadi pengelola. Keuntungan usaha secara *mudharabah* dibagi menurut kesepakatan yang dituangkan dalam kontrak, sedangkan

---

<sup>27</sup> Fahrur Rozi, et.al, Op.cit., pp.30-31



apabila rugi ditanggung oleh pemilik modal selama kerugian itu bukan akibat kelalaian pengelola<sup>28</sup>.

Obligasi syari'ah *Mudharabah* ini berlandaskan pada *akad mudharabah*, yaitu *akad* bagi hasil pada saat pendapatan emiten telah diketahui dengan jelas. Dalam obligasi ini, emiten bertindak sebagai *mudharib*/pengelola dana sedangkan *investor* bertindak sebagai *shohibul mal*/pemilik modal. Keuntungan yang diperoleh *investor*, merupakan bagian proporsional keuntungan dari pengelolaan dana oleh *investor*. Hakim dalam Adrian Sutedi menjelaskan bahwa transaksi *mudharabah* dalam konteks obligasi syari'ah adalah transaksi *investment*, bukan utang piutang. Karena *investment* merupakan milik *shohibul mal*, maka ia dapat menjualnya kepada pihak lain. Prinsip inilah yang mendasari dibolehkannya adanya *secondary market* bagi obligasi *mudharabah*.<sup>29</sup>

## 2. Obligasi Syari'ah Ijarah

Akad Ijarah merupakan akad yang memfasilitasi transaksi pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu, melalui pembayaran sewa/upah tanpa diikuti pemindahan kepemilikan barang.<sup>30</sup>

Obligasi syari'ah ini diterbitkan atas perjanjian/*akad istishna*, di mana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan

---

<sup>28</sup> Rizal Yaya, et.al, *Akuntansi Perbankan Syari'ah Teori dan Praktik Kontemporer* (Jakarta: Salemba Empat, 2009), p.122.

<sup>29</sup> Adrian Sutedi, Op.cit, p.102

<sup>30</sup> Rizal Yaya, et.al, Op.cit., p.286

hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset itu sendiri.

### 3. Obligasi *Syari'ah Musyarakah*

IAI dalam PSAK 106 mendefinisikan *musyarakah* sebagai akad kerja sama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu dengan kondisi masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dibagi berdasarkan kesepakatan, sedangkan kerugian berdasarkan porsi kontribusi dana.<sup>31</sup>

Obligasi *syari'ah* yang diterbitkan atas dasar perjanjian/*akad musyarakah* ini, di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

### 4. Obligasi *Syari'ah Istishna*

*Bai'al Istishna'* atau dikenal dengan *istishna'* merupakan kontrak jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli, *mustashni'*) dan penjual (pembuat, *shani'*).<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Rizal Yaya, et.al, Op.cit., p.150

<sup>32</sup> Rizal Yaya, et.al, Op.cit., p.254

Obligasi *syari'ah* yang diterbitkan berdasarkan *akad istishna* ini merupakan *obligasi syari'ah* yang terjadi dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/ barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Obligasi *syari'ah* memiliki beberapa karakteristik yang membedakannya dengan obligasi konvensional. Karakteristik pertama adalah, obligasi *syari'ah* menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi *syari'ah* berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan *investor*.

Kedua, Dalam sistem pengawasannya, selain diawasi oleh pihak Wali Amanat maka mekanisme obligasi *Syari'ah* juga diawasi oleh Dewan Pengawas *Syari'ah* (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini, maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada *investor* obligasi *syari'ah* diharapkan lebih terjamin.

Ketiga, Jenis industri yang dikelola emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal. Adapun lembaga profesi pasar modal yang terkait dengan penerbitan obligasi *syari'ah* masih sama seperti obligasi biasa.

Obligasi *syari'ah/sukuk* berbeda dengan obligasi konvensional, berikut ini perbedaan antara keduanya.

**Tabel 2.2**  
**Perbandingan Obligasi dan Sukuk**

Kriteria	Obligasi	Sukuk
Penerbit/Emiten	-Pemerintah -Korporasi	-Pemerintah -Korporasi
Metode Penerbitan	-Lelang -Book Building -Private Placement	-Lelang -Book Building -Private Placement
Sifat Instrumen	Pengakuan utang	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu aset
Tipe <i>Investor</i>	Konvensional	-Konvensional - <i>Syari'ah</i>
Keuntungan Bagi <i>Investor</i>	Bunga/ <i>Coupon</i> , <i>Capital Gain</i>	Imbalan, Bagi hasil, <i>margin</i>
Dokumen yang diperlukan	Dokumen Pasar Modal	-Dokumen Pasar Modal -Dokumen <i>Syari'ah</i>
<i>Underlying Asset</i>	Tidak perlu	Perlu
Penggunaan Hasil Penjualan ( <i>Proceed</i> )	Bebas	Harus sesuai <i>syari'ah</i>
Lembaga Terkait	<i>Trustee</i> , Agen pembayar	SPV, <i>Trustee</i> , Agen Pembayar
<i>Syari'ah Endorsement</i>	Tidak Perlu	Perlu

<sup>33</sup> Sumber: Nurul Huda dan Edwin

### Rasio keuangan

*“ A Financial ratio expresses the relationship of one amount to another. Most users of financial statements find that certain ratios assist them in quickly evaluating the financial position, profitability, and future prospects of a bussiness. A comparison of key ratios for several successive years usually indicates whether the bussiness is becoming stronger or weaker. Ratio also provide a way to compare quickly the financial strength and profitability of different companies.”*<sup>34</sup>

Sedangkan menurut Horngren, Harrison, Bamber , rasio-rasio keuangan meliputi:

1. Pengukuran kemampuan untuk membayar kewajiban lancar

<sup>33</sup> Nurul Huda, et.al. *Investasi Pada Pasar Modal Syari'ah* (Jakarta: Kresna, 2007)

<sup>34</sup>Meigs, et.al. *Financial Accounting tenth edition*,(Mc Graw Hill-International Edition:Singapore,2000), p.575

2. Pengukuran kemampuan untuk menjual persediaan dan menagihkan piutang
3. Pengukuran kemampuan untuk membayar utang jangka panjang
4. Pengukuran tingkat profitabilitas
5. Menganalisis saham sebagai suatu investasi<sup>35</sup>

Sofyan Syafri Harahap mendefinisikan rasio keuangan adalah angka yang diperoleh dari hasil perbandingan dari satu pos laporan keuangan dengan pos lainnya yang mempunyai hubungan yang relevan dan signifikan.<sup>36</sup>

Rasio keuangan sangat penting dalam melakukan analisis terhadap kondisi keuangan perusahaan. Rasio keuangan merupakan bentuk penyederhanaan informasi yang menggambarkan hubungan antara pos tertentu dengan pos lainnya. Dengan penyederhanaan ini, kita dapat menilai secara cepat hubungan antara pos tadi dan dapat membandingkannya dengan rasio lain sehingga kita dapat memperoleh informasi dan memberikan penilaian.

Courties, melihat tiga aspek penting dalam menganalisis laporan keuangan, yaitu sebagai berikut:

1. Profitabilitas. Kemampuan perusahaan menghasilkan laba yang digambarkan oleh *Return On Investment* (ROI). Ia melihat ROI ini digambarkan lebih rinci lagi oleh Rasio *Profit Margin* dan *Capital Turn Over*.
2. *Management Performance* adalah rasio yang dapat menilai prestasi manajemen. Ia melihat dari segi kebijakan kredit, persediaan administrasi, dan struktur harta dan modal.

---

<sup>35</sup> Horngren, Harrison dan Bamber. *Akuntansi-Edisi ke-6 Jilid 2* (PT INDEKS, Jakarta:2007), p.217

<sup>36</sup>Sofyan Syafri Harahap. *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. (PT Raja Grafindo Persada: Jakarta, 2008), p.297

3. *Solvency*. Kemampuan perusahaan melunasi kewajibannya. *Solvency* ini digambarkan oleh arus kas, baik jangka pendek maupun jangka panjang.

Sofyan Syafri Harahap menyatakan bahwa rasio keuangan yang sering digunakan adalah:

1. Rasio likuiditas
2. Rasio solvabilitas
3. Rasio profitabilitas/rentabilitas
4. Rasio *leverage*
5. Rasio aktivitas
6. Rasio pertumbuhan
7. *Market based* (penilaian pasar)
8. Rasio produktivitas<sup>37</sup>

## 2. Rasio Solvabilitas

Sofyan Syafri Harahap menjelaskan bahwa rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajiban-kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi<sup>38</sup>. Rasio ini meliputi:

1. *Debt Service Ratio* (Rasio Pelunasan Utang)

$$= \frac{\text{Laba bersih} + \text{bunga} + \text{penyusutan} + \text{beban nonkas}}{\text{pembayaran bunga dan pinjaman}}$$

Rasio ini menggambarkan sejauhmana laba setelah dikurangi bunga dan penyusutan serta biaya nonkas dapat menutupi kewajiban bunga dan pinjaman. Semakin besar rasio ini, semakin besar kemampuan perusahaan menutupi utang-utangnya.

2. Rasio Utang atas Aktiva  $= \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$

---

<sup>37</sup> Ibid., p.301

<sup>38</sup> Ibid., p.303

Rasio ini menunjukkan sejauhmana utang dapat ditutupi oleh aktiva, lebih besar rasionya lebih aman (*solvable*). Dapat juga diartikan sebagai porsi utang terhadap aktiva.

Warren, Reeve dan Fess menjelaskan bahwa Analisis solvensi memusatkan perhatian pada kemampuan perusahaan untuk membayar atau memenuhi kewajiban lancar dan tidak lancar.<sup>39</sup>

Paul D.Kimmel , Weygandt dan Kieso mendefinisikan “*Solvency ratio measure the ability of the enterprise to survive a long period of time.*”<sup>40</sup>

A.S Sidiqi mendefinisikan, “*Solvency means the ability of the business to repay its outside liabilities. Categorized at short term liabilities and long term liabilities. Ratio concerning the short solvency (financial soundness) of the business have been discussed under liquidity ratio.*”<sup>41</sup>

### 3. Rasio likuiditas

Jae K.Shim mendefinisikan, “*Liquidity is a company’s ability to meet its maturing short-term obligations. Liquidity is essential to conducting business activity, particularly in time of adversity, such as when a business shut down by a strike or when operating losses ensue due to an economic recession or a steep rise in the price of a raw materials or part. If liquidity is insufficient to cushion such losses, serious financial difficulty may result. Poor liquidity is analogous to a person having fever-it is a symptom of a fundamental problem. Analyzing corporate liquidity is especially important to creditors. If a company has a poor liquidity position, it may be a poor credit risk, perhaps unable to make timely interest and principal payments. Liquidity ratio are static in nature as of year-end. Therefore, it is also important for management to look at expected future cash flows. If future cash outflows are expected to be high*

---

<sup>39</sup> Warren, et.al, *Accounting/Pengantar Akuntansi-buku 2* (Jakarta: Salemba Empat, 2006),p.306

<sup>40</sup> Paul D. Kimmel,et.al, *Financial Accounting Tools for Business Decision Making* (USA: John Wiley & Sons, Inc,2004), p.71

<sup>41</sup> S.A Siddiqui, *Comprehensive Financial Accountancy XII* (New Delhi: Laxmi Publication,---), p.896

*relative to inflows, the liquidity position of the company will deteriorate.”<sup>42</sup>*

James C. Van Horne dalam bukunya menyebutkan: *“Liquidity are judge a firm’s ability to meet short-term obligations. From them, much insight can be obtained into the present cash solvency of a company and its ability to remain solvent in the event of adversities. Essentially, we wish to compare short-term obligations with the short-term resources available to meet these obligation.”<sup>43</sup>*

William R. Lasher juga mendefinisikan, *“Liquidity ratio are of particular concern to lenders and suppliers who provide products and services to the firm on credit. They want to be sure the company has ability to pay its debt”.*<sup>44</sup>

Sofyan Syafri Harahap menjelaskan bahwa rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan untuk menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya.

Rasio likuiditas meliputi <sup>45</sup>:

1. Rasio Lancar/*current ratio* = 
$$\frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Utang lancar}}$$

Rasio ini menunjukkan sejauh mana aktiva lancar menutupi kewajiban-kewajiban lancar. Semakin besar rasionya, semakin tinggi kemampuan perusahaan menutupi kemampuan jangka pendeknya.

Rasio ini biasanya dalam bentuk persentase, jika melebihi 100% maka rasio lancarnya lebih aman<sup>46</sup>.

Selanjutnya Jae K.Shim menyebutkan bahwa *current ratio which is subject to seasonal fluctuations, is used to measure the ability of an enterprise to meets its current liabilities out of current assets. A high*

---

<sup>42</sup> Jae K.Shim, et.al, *Theory and Problems of Financial Management* (New York: Schaum’s Outline Series, 1998), p.22

<sup>43</sup> James C.Van Horne, Op.cit., p.351

<sup>44</sup> William L.Lasher, *Practical Financial Management* (-----), p.73

<sup>45</sup> Sofyan Syafri Harahap, Op.cit., p.301

<sup>46</sup> Ibid., p.301



ratio is needed when the firm has difficulty borrowing on short notice. A limitation of this ratio is that it may rise just prior to financial distress because of a company's desire to improve its cash position by, for example selling fixed assets. Such disposition have a detrimental effect upon productive capacity.<sup>47</sup>

Menurut Clyde P.Stickney, Roman dan Katherine,  
*“Current ratio equals current assets divided by current liabilities. Current assets comprise cash and assets that a firm expects to turn into cash or sell or consume within approximately one year of the balance sheet date (current liabilities include obligations that will require cash for the rendering or services) within approximately one year. Thus, the current ratio indicates a firm's ability to meet its short-term obligations. Analysis prefer a current ratio that at least exceeds 1.0.”*<sup>48</sup>

$$2. \text{ Rasio Cepat} = \frac{\text{Aktiva lancar} - (\text{persediaan} + \text{prepaid expense})}{\text{Utang lancar}}$$

Rasio ini menunjukkan kemampuan aktiva lancar yang paling likuid mampu menutupi utang lancar. Semakin besar rasionya semakin baik.

Rasio ini disebut juga *Acid Test Ratio*<sup>49</sup>.

$$3. \text{ Rasio Kas atas Aktiva Lancar} = \frac{\text{Kas}}{\text{aktiva lancar}}$$

Rasio ini menunjukkan porsi jumlah kas atas aktiva lancar<sup>50</sup>.

$$4. \text{ Rasio Kas atas Utang Lancar} = \frac{\text{Kas}}{\text{Utang Lancar}}$$

Rasio ini menunjukkan porsi jumlah kas yang dapat menutupi utang lancar<sup>51</sup>.

$$5. \text{ Rasio Aktiva Lancar dan Total Aktiva} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Total Aktiva}}$$

---

<sup>47</sup> Jae K.Shim, et.al, Loc.cit

<sup>48</sup> Clyde P.Stickney, et.al, *Financial Accounting: An Introduction to Concepts, Methods and Uses* (Australia: CENGAGE Learning, ---), p.266

<sup>49</sup> Sofyan Syafri Harahap, Op.cit., p.302

<sup>50</sup> Ibid., p.302

<sup>51</sup> Ibid., p.302

Rasio tersebut menunjukkan porsi aktiva lancar atas total aktiva<sup>52</sup>.

$$6. \text{ Aktiva Lancar dan Total Utang} = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Total utang j.panjang}}$$

Rasio ini menunjukkan porsi aktiva lancar atas total kewajiban perusahaan<sup>53</sup>.

#### 4. Rasio *Leverage*

J.Gittman dan Lawrence mendefinisikan, *“financial leverage is the magnification of risk and return introduced through the use of fixed-cost financing, such as debt and preferred stock. The more fixed-cost debt a firm uses, the greater will be its expected risk and return.”*<sup>54</sup>

Menurut Charles dan Donald, *“Leverage is the magnification of the rate of return (positive or negative) on a position or investment of own funds in the cash market. Leverage is of concern because (1) by definition it creates and enhances the risk of default by market participants; and (2) increases the potential for rapid deleveraging-the unwinding of leverage positions-which can cause the major disruptions in financial markets by exaggerating market movements.”*<sup>55</sup>

Sementara itu, Sofyan Syafri Harahap mengatakan rasio ini menggambarkan hubungan antara utang perusahaan terhadap modal maupun aset. Rasio ini menunjukkan seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh utang

---

<sup>52</sup> Ibid., p.302

<sup>53</sup> Ibid., p.303

<sup>54</sup> Lawrence J.Gitman, *Principle of Managerial Finance-eight edition* (Singapore: Addison –Wesley Pte.Ltd, 1997), p.62

<sup>55</sup> Charles Adam, et.al, *International Capital Market: development, prospects and key policy issues* (International Monetary Fund, 1999), p. 84

atau pihak luar dengan kemampuan yang digambarkan oleh modal/*equity*.

Berikut ini bagian dari rasio *leverage*<sup>56</sup>:

$$1. \text{Leverage} = \frac{\text{Utang}}{\text{Modal}} \times 100\%$$

Warren dalam bukunya menjelaskan bahwa:

“Klaim terhadap total aktiva suatu perusahaan dapat dibagi menjadi dua kelompok (a) klaim kreditor dan (b) klaim pemilik. Hubungan antara klaim kreditor dengan pemilik-**rasio kewajiban terhadap ekuitas pemegang saham** (*ratio of liabilities to stockholder's equity*) adalah ukuran solvensi yang menunjukkan margin pengamanan bagi kreditor. Rasio ini juga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk bertahan dalam menghadapi kondisi bisnis yang memburuk. Jika klaim kreditor cukup besar terhadap ekuitas pemegang saham, maka umumnya telah terjadi bunga yang signifikan yang menambah jumlah kewajiban. Jika pendapatan berkurang sampai suatu titik di mana perusahaan tidak dapat melakukan pembayaran bunga, maka perusahaan tersebut dapat diambil alih oleh kreditor.”<sup>57</sup>

$$2. \text{Capital Adequacy Ratio/CAR} = \frac{\text{Stock Holders Equity}}{\text{Total Risk Weighted Assets (ATMR)}}$$

Rasio ini menggambarkan kecukupan modal yang ditetapkan lembaga pengatur yang khusus berlaku bagi industri-industri yang berada di bawah pengawasan pemerintah, seperti bank dan asuransi. Tujuannya adalah menilai keamanan dan kesehatan perusahaan dari sisi modal pemiliknya<sup>58</sup>.

$$3. \text{Capital Formation} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Rata-rata Modal Pemilik}}$$

Rasio ini mengukur tingkat pertumbuhan suatu perusahaan (khususnya usaha bank) sehingga dapat bertahan tanpa merusak *Capital Adequacy Ratio*. Semakin besar rasionya, semakin kuat posisi modal<sup>59</sup>.

---

<sup>56</sup>Sofyan Syafri Harahap, Op.cit., p.306

<sup>57</sup> Warren, et.al, Op.cit., p.312

<sup>58</sup> Sofyan Syafri Harahap, Op.cit., p.307

<sup>59</sup> Ibid., p.307

Obligasi yang diterbitkan oleh masing-masing emiten harus terlebih dahulu diperingkat. Di Indonesia, *rating agency* adalah Pemingkat Efek Indonesia (Pefindo) dan Moody's. Beberapa pertimbangan yang dijadikan dasar dalam pemeringkatan tersebut berasal dari faktor akuntansi dan non akuntansi<sup>60</sup>.

Rasio likuiditas seperti yang dijelaskan oleh Jae K.Shim berikut, "*Liquidity is a company's ability to meet its maturing short-term obligations. Liquidity is conducting business activity, particularly in time of adversity, such as when a business is shut down by a strike or when operating losses ensue due to an economic recession or a steep rise in the price of raw material or part. If liquidity is insufficient to cushion such losses, serious financial difficulty may result. Poor liquidity is analogous to a person having a fever –it is a symptom of a fundamental problem*"<sup>61</sup>.

Paul D. Kimmel juga berpendapat bahwa, "*Liquidity ratios measure the short-term ability of the enterprise to pay its maturing obligations and to meet unexpected needs for cash.*"<sup>62</sup>

Selanjutnya William R.Lasher dalam bukunya yang berjudul *Practical Financial Management* mengungkapkan sebagai berikut.

*Liquidity ratios are the particular concern to lenders and suppliers who provide products and services to the firm on credit. They want to be sure the company has the ability to pay its debt.*

***The current ratio is the primary measure of a company's liquidity, that is, its ability to meet its financial obligations in the near future. The calculation is:***

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}}^{63}$$

Petter dan Frank juga menyebutkan, "*Liquidity ratios are used to judge a firm's ability to meet short-term obligations. One of the most general and most frequently used of these ratios is the current ratio.*"<sup>64</sup>

---

<sup>60</sup> Fahrro Rozi, et.al, p.35

<sup>61</sup> Jae K.Shim, et.al, *Loc.cit*

<sup>62</sup> Paul D. Kimmel,et.al, *Op.cit*,p.70

<sup>63</sup> William L.Lasher, *Loc.cit*

<sup>64</sup> Peter K. Nevitt, et.al., *Project Financing- Seventh Edition* (London: Euromoney Books, 2000),

Di dalam buku yang sama Paul D. Kimmel, menyebutkan:

*“Solvency ratio measure the ability of the enterprise to survive over a long period of time. The debt to total assets ratio is one source of information about long-term debt-paying ability.*

*Debt to total asset ratio, measures the percentage of assets financed by creditors rather than stockholders. Debt financing is more risky than equity financing because debt must be repaid at specific points in time, whether the company is performing well or not. Thus, the higher the percentage of debt financing, the riskier the company.”<sup>65</sup>*

*“Solvency ratios indicate the risk inherent in the assisted living facility as a result of its debt. A good financial analyst will use solvency ratios to keep tabs of the forecasts made in financial modeling exercise on debt accumulation to ensure that they are realistic and prudent. A good financial analyst will also use solvency ratio to assess the debt profile of company from its financial statements, and analyze whether the company needs to undergo debt restructuring exercises (such as a mortgage refinancing, debt consolidation, etc).”<sup>66</sup>*

Pernyataan tersebut diperkuat pula oleh Lukas Setia Atmaja bahwa faktor-faktor yang mempengaruhi keputusan hutang jangka panjang (dalam hal ini obligasi) salah satunya dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan untuk berutang dalam jumlah yang relatif besar bilamana ia memiliki aktiva yang cukup banyak untuk digunakan sebagai jaminan utang.<sup>67</sup>

OECD (*Organization for Economic Co-Operation and Development*) dalam buku yang berjudul *Latin American Economic Outlook 2010*, menyatakan bahwa peringkat obligasi dipengaruhi oleh rasio solvabilitas.<sup>68</sup>

Selain itu Stephen A. Ross menyatakan pula:

*“Long-term solvency ratios are intended to address the firm’s long-run ability to meet its obligations, or more generally, its financial leverage. These are sometimes called financial leverage ratios or just leverage ratios.”<sup>69</sup>*

Kemudian pada halaman selanjutnya dikatakan:

---

<sup>65</sup> Paul D. Kimmel, et.al, Op.cit., p.71

<sup>66</sup> Eugene F. Brigham, et.al, Op.cit., p. 234

<sup>67</sup> Lukas Setia Atmaja, *Manajemen Keuangan* (Yogyakarta: Andi Yogyakarta, 1999), p.311

<sup>68</sup> OECD, *Latin American Outlook 2010* (USA, ---), p.181

<sup>69</sup> Stephen A.Ross, et.al, *Fundamental of Corporate Finance* (USA:Mc Graw Hill, 2000),p.60

*“If management so desired, a firm could issue some bonds and use the proceeds to buy back some stock, thereby increasing the **debt-equity ratio**. Alternatively, it could issue some stock and use the money to pay off some debt, thereby reducing the debt-equity ratio.”<sup>70</sup>*

Berdasarkan pernyataan diatas, maka dapatlah disimpulkan bahwa peringkat obligasi ditentukan oleh kondisi *financial risk* yang digambarkan oleh rasio *leverage*. sedangkan rasio *leverage* sendiri ditunjukkan oleh perhitungan  $\frac{\text{total liabilities}}{\text{stockholder's equity}}$  atau  $\frac{\text{total utang}}{\text{total modal}}$ .

Keown, Martin, Petty dan Scott Jr, menjelaskan bahwa *current ratio* menunjukkan likuiditas perusahaan yang diukur dengan membandingkan antara aktiva lancar dengan utang lancar.<sup>71</sup>

Selanjutnya, Jae K.Shim menyatakan: *“Leverage (Solvency, Long-Term Debt) Ratios. Solvency is a company’s ability to meet its long-term obligations as they become due. An analysis of solvency concentrates on the long-term financial and operating structure of the business. The degree of long-term debt in the capital structure is also considered. Further, solvency is dependent upon profitability since in the long run a firm will not be able to meet its debts unless it is profitable. When debt is excessive, additional financing should be obtained primarily from equity sources. Management might also consider lengthening the maturity of the debt and staggering the debt repayment dates”<sup>72</sup>*.

Rasio *leverage* dalam penelitian menggunakan perhitungan total hutang per total modal (*total liabilities divided by stockholder’s equity*). Pernyataan ini sesuai dengan pendapat Jae K.Shim , bahwa:

*“Debt/Equity Ratio is significant measure of leverage since a high degree of debt in the capital structure may make it difficult for the company to meet interest charges and principal payments at maturity. Further, with a high debt positioning comes the risk of running out of cash under conditions of adversity. Also, excessive debt will result in less financial flexibility since the company will have greater difficulty obtaining funds during a tight money market. The debt/equity ratio is computed as:*

---

<sup>70</sup> Stephen A.Ross, et.al, Op.cit., p.485

<sup>71</sup> Keown, et.al, Op.cit., p.72

<sup>72</sup> Jae K.Shim, et.al,Op.cit., p.25

$$\text{Debt Equity Ratio} = \frac{\text{total liabilities}}{\text{stockholder's equity}}^{73}$$

Selain itu Ciaran Walsh, mengatakan hal sebagai berikut:

“Rasio hutang terhadap ekuitas merupakan salah satu ukuran paling mendasar dalam keuangan perusahaan. Rasio ini merupakan pengujian yang baik bagi kekuatan keuangan perusahaan...terdapat sejumlah kecil rasio keuangan independen yang fundamental secara absolut, rasio ini adalah salah satunya”<sup>74</sup>

Selain itu, Eugene F.Brigham dan Joel F.Houston, dalam bukunya *Fundamental of Financial Management* menjelaskan bahwa *total debt/total capital* mempengaruhi kualitas *rating* obligasi<sup>75</sup>.

Maureen, Reynold dan Bruce juga menyatakan, “*The leverage ratio is the ratio of the firm’s debt relative to its equity. Other things being equal, the higher the leverage ratio, the greater the risk to bondholders and the higher the risk premium will be. The reason is that if a highly leveraged firm experiences a substantial decline in earnings, it may default on its debt obligation and be forced and bankruptcy.*”<sup>76</sup>

Petter dan Frank menjelaskan, “*Leverage ratio..an analysis of this type is a far more realistic gauge than a simple interest coverage ratio in determining whether a firm has the ability to meet its long-term obligations.*”<sup>77</sup>

Robert N. Anthony, David F. Hawkins dan Kenneth A. Merchant memberikan penjelasan:

“*Organization such as Standard & Poor’s and Moody’s provide rating on bonds to indicate their probability of going into default. A number of factors are considered in rating a corporation’s bonds, including various*

---

<sup>73</sup> Jae K.Shim, et.al,Op.cit., p.26

<sup>74</sup>Ciaran Walsh, *Key Management Ratio/Rasio-Rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis* (Jakarta: Erlangga, 2003), p.118

<sup>75</sup> Eugene F. Brigham, et.al, *Fundamental of Financial Management* (South-Western: CENGAGE Learning,2009), p.217

<sup>76</sup> Mureen Burton, et.al., *An Introduction to Financial Market and Institutions* ( New York, M.E Sharpe, Inc, 2010), p.287

<sup>77</sup> Peter K.Nevitt, et.al, Op.cit., p.53

*financial ratio and evaluation of the prospects of the company's industry and the company's market position in that industry.*"<sup>78</sup>

Berdasarkan pengertian di atas maka peringkat obligasi ditentukan oleh perhitungan rasio keuangan. Semakin baik kondisi rasio atas laporan keuangannya (termasuk di dalamnya rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage*), maka rating obligasi akan semakin baik pula. Hal ini sejalan pula dengan pendapat Lawrence J. Gitman bahwa "*Independent agencies such as Moody's and Standard&Poor assess the riskiness of publicly traded bond issues. These agencies derive the rating by using financial ratio and cash flow analyses to assess the likely payment of bond interest and principal*"<sup>79</sup>

Keown dalam *Financial Management* menyatakan bahwa "*Bond rating are favorably affected by (1) a greater reliance on equity as opposed to debt in financing the firm, (2) profitable operations, (3) a low variability in past earnings, (4) large firm size, and (5) little use subordinated debt.*"<sup>80</sup>

Selanjutnya disebutkan pula, "*The level and trend of the issuer's financial ratio have an important bearing on bond ratings. The key ratios used are:*

- *Coverage ratio such as times-interest-earned ratio and fixed charge coverage ratio*
- *Leverage ratio such as debt-equity*
- *Liquidity ratios such as current ratio and quick ratio*
- *Profitability ratios such as return on capital employed as return on capital employed and return on equity*
- *Cash flow to debt ratio.*"<sup>81</sup>

Eugene F. Brigham dan Joel F. Houston menyatakan bahwa kriteria peringkat obligasi didasarkan baik atas faktor kualitas maupun kuantitas, di mana beberapa di antaranya dijelaskan sebagai berikut.

---

<sup>78</sup> Robert N. Anthony, et.al, *ACCOUNTING-Text & Cases-Eleventh Edition* (Singapore: Mc Graw Hill, 2004), p.241

<sup>79</sup> Lawrence J. Gitman, *Op.cit*, p.278

<sup>80</sup> Keown, et.al, *Financial Management Principles and Applications* (New Jearsy: Prentice Hall, 2002), p.218

<sup>81</sup> Prasanna Chandra, *Investment Analysis 3/E* (New Delhi, Tata Mc Graw Hill, 2008), p.330



1. Berbagai rasio, termasuk rasio utang, rasio TIE, rasio *fixed charge coverege* dan rasio lancar. Semakin baik rasio, semakin tinggi peringkat obligasi.
2. Provisi hipotik. Apakah obligasi tersebut dijamin oleh hipotik? Jika ya, dan jika properti memiliki nilai yang tinggi dalam hubungannya dengan jumlah utang, maka peringkat obligasi akan semakin tinggi.
3. Provisi Subordinasi. Apakah obligasi itu berada di bawah utang lainnya? Jika ya, maka obligasi ini memiliki paling tidak satu peringkat di bawah jika dibandingkan dengan obligasi non subordinasi<sup>82</sup>.

Jae K. Shim menyatakan bahwa, "*Financial advisory services (e.g., Standard and Poor's and Moody's) rate publicly traded bonds according to risk in terms of the receipt of principal and interest. An inverse relationship exist between the quality of a bond issue and its yield. That is, low-quality bonds will have a higher yield than high-quality bonds. Thus, a risk return trade off exists for the bondholder. Bond ratings are important to financial management because they influence marketability and the cost associated with the bond issue.*"<sup>83</sup>

Sedangkan financial risk sendiri dijelaskan oleh Stephen A. Ross sebagai berikut:

*"As the firm begins to rely debt financing, the required return on equity rises. This occurs because the debt financing increases the risks borne by the stockholders. This extra risk that arises from the use of debt financing is called **the financial risk** of the firm's equity."*<sup>84</sup>

Selain itu, *Bonds are assigned quality ratings that reflect the probability of their going into default. Higher rating mean lower default*

---

<sup>82</sup> Eugene F. Brigham, et.al., Loc.cit

<sup>83</sup> Jae K. Shim, et.al, Op.cit., p.357

<sup>84</sup> Stephen A. Ross, et.al, Op.cit., p.486

*probability...a mortogage bond backed by real estate will always be stronger than an unsecured debenture issued by by the same company. The process of rating a bond begins with a financial (ratio) analysis of the issuing firm. Bond rating are not precise in the sense of being the result of a mathematical formula. Although they rely heavily on standard numerical (ratio) analyses, they also include qualitative judgement made by rating agencies.*<sup>85</sup>

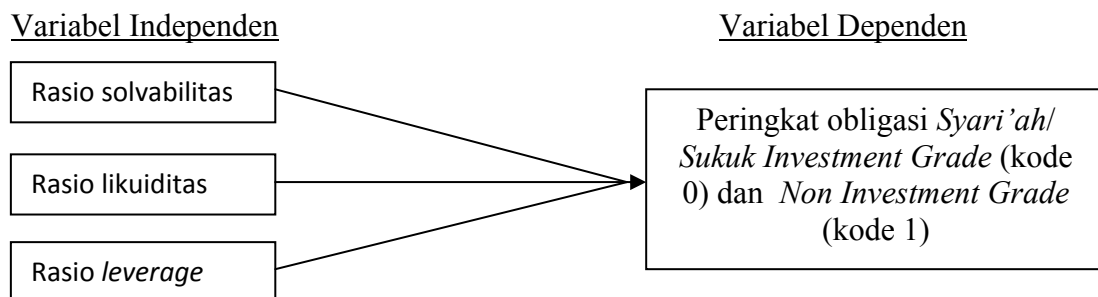
## **G. Kerangka Berpikir**

Peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* yang dimiliki oleh emiten sangat berguna bagi perusahaan maupun investor. Bagi perusahaan, *rating* ini mencerminkan baik/buruknya, sehat/tidaknya kinerja dan kondisi perusahaan. Penilaian atas kinerja tersebut dilakukan oleh lembaga pemeringkat yang nantinya akan dihasilkan *rating* atas efek yang dikeluarkan emiten. Bagi *investor*, peringkat surat utang penting untuk diketahui karena peringkat memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan indikator tingkat probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan.

Perubahan atas peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* tidak terlepas dari kinerja perusahaan, yang meliputi faktor akuntansi. Hal ini dapat dilihat dari rasio-rasio laporan keuangan yang meliputi rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio *leverage*. Uraian tersebut merupakan kerangka berpikir penulis. Berdasarkan pemaparan kerangka berpikir yang telah disebutkan, maka dibuat kerangka teoritis dalam bentuk diagram sistematik sebagai berikut.

---

<sup>85</sup> William R.Lasher, Op.cit., p.199



Gambar 2.1: **Kerangka Teoritis**

## H. Perumusan Hipotesis

1. Pengaruh rasio solvabilitas terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*

$H_{a1}$  :Rasio solvabilitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.

2. Pengaruh rasio likuiditas terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*

$H_{a2}$  :Rasio likuiditas berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.

3. Pengaruh rasio *leverage* terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*

$H_{a3}$  :Rasio *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.

## **BAB III**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **A. Tujuan Penelitian**

Tujuan Penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio *leverage* terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, baik secara terpisah maupun secara bersama-sama pada obligasi *syari'ah corporate* yang terdaftar dalam laporan aktivitas BEI tahun 2008, 2009 dan 2010.

#### **B. Waktu dan tempat Penelitian**

Penelitian ini akan dilaksanakan pada bulan Mei-Juni 2011. Adapun tempat penelitian berlokasi di Pusat Referensi Pasar Modal/*Indonesian Development Exchange* yang diakses melalui *website* [www.idx.com](http://www.idx.com), Pusat Data Pasar Modal (PDPM) IBii dengan alamat Jalan Yos Sudarso kav.84, Jakarta dan PT Pefindo dengan alamat di Jalan Asia Afrika-Menara Panin Lt.17, Senayan-Jakarta. Alasan peneliti memilih tempat tersebut karena Pusat Referensi Pasar Modal dan PDPM menyajikan data mengenai daftar obligasi *syari'ah* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia beserta *annual report* masing-masing emiten sedangkan PT Pefindo merupakan rujukan lembaga pemeringkat efek dalam penelitian ini

adalah obligasi *syari'ah/sukuk* di Indonesia yang terdaftar dalam laporan kegiatan BEI tahun 2008-2010.

### C. Metode Penelitian

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *survey* dengan metode pengambilan sampel *expost facto* dengan pendekatan analisis regresi logistik/ *logistic regression*. Dokumen yang digunakan dalam penelitian ini adalah dokumen resmi<sup>86</sup>. Sedangkan statistik deskriptif adalah statistik yang berfungsi untuk mendeskripsikan atau memberi gambaran terhadap obyek yang diteliti melalui data sampel atau populasi sebagaimana adanya, tanpa melakukan analisis dan membuat kesimpulan yang berlaku untuk umum<sup>87</sup>. *Logistic regression* umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dapat dipenuhi karena variabel dependen berbentuk satu atau beberapa variabel kontinu atau binari dan variabel independen yang berbentuk variabel dikotom.<sup>88</sup>

Data yang digunakan merupakan data terdokumentasi yang berasal dari *Indonesian Bond Market Directory, annual report* dan peringkat obligasi *syariah* yang dikeluarkan oleh PT Pefindo.

### D. Populasi dan teknik Pengambilan Sampel

Sugiyono menyatakan populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri dari obyek atau subyek yang memiliki kualitas dan karakteristik

---

<sup>86</sup> Ibid., p.145

<sup>87</sup> Sugiyono, *Statistika untuk Penelitian* (Bandung: Alfabeta, 2007), p.29

<sup>88</sup> Zarni Amri, et.al, *Pengenalan Multivariate, ANOVA Two Way, Logistik Regresi* (Universitas Indonesia, 2008) diakses melalui [www. Google.com](http://www.Google.com), tgl 20 Juni 2011.

tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya<sup>89</sup>. Sedangkan sampel adalah bagian dari jumlah dan karakteristik yang dimiliki oleh populasi tersebut<sup>90</sup>.

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan penerbit obligasi *syari'ah/sukuk (emitten)* yang terdaftar dalam laporan kegiatan Bursa Efek Indonesia tahun 2008, 2009 dan 2010 serta diperingkat oleh lembaga pemeringkat obligasi yaitu Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia) atau PT *Kasnic Credit Rating Indonesia* (Moody's), selain itu obligasi *syariah/sukuk* merupakan sukuk yang terdokumentasi di *Indonesian Bond Market Directory* pada tahun 2008, 2009 dan 2010. Jumlah populasi dalam penelitian ini sebanyak 56 emiten. Populasi terjangkau dalam penelitian ini sebanyak 53 obligasi syari'ah/sukuk. Sedangkan sampel yang akan diteliti menggunakan *purposive random sampling* sebanyak 51 sampel. Berdasarkan tabel Isaac dan Michael dengan taraf kesalahan sebesar 5%, maka sampel dalam penelitian ini adalah 48 obligasi syari'ah/sukuk.

Teknik dalam pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive random sampling*, yaitu teknik yang digunakan jika peneliti mempunyai pertimbangan tertentu di dalam pengambilan sampelnya atau penentuan sampel dengan kriteria tertentu<sup>91</sup>.

---

<sup>89</sup> Sugiyono, op.cit., p. 61

<sup>90</sup> Ibid., p.62

<sup>91</sup>Ibid, p.68

Adapun kriteria dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

- a. *Obligasi Syari'ah/Sukuk* perusahaan yang diperingkat oleh lembaga pemeringkat efek, dalam hal ini pemeringkat obligasi, yakni PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) atau PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia (*Moody's*) yang meliputi peringkat "*investment grade*" dan "*non investment grade.*"
- b. *Obligasi Syari'ah/Sukuk* yang tercatat dalam *Indonesian Bond Mareket Directory* tahun 2008, 2009 dan 2010.
- c. Memiliki periode laporan keuangan/*annual report* yang sudah diaudit per 31 Desember.
- d. Menggunakan mata uang rupiah dalam penyajian laporan keuangan perusahaan.
- e. Emiten mempunyai informasi lengkap yang berhubungan dengan penelitian populasi dan teknik pengambilan sampel yang tercantum dalam *Indonesian Bond Market Diirectory* atau prospektus obligasi.

Sampel yang digunakan berjumlah 48 emiten atas sukuk dengan rentang peringkat antara AAA, AA, A dan BBB yang tergolong dalam kelompok "*Investment Grade*" dan BB serta B yang tergolong kedalam kelompok "*Non Investment Grade*".

#### **E. Teknik Pengumpulan Data / Instrumen Penelitian**

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder adalah data yang diperoleh dari sumber kedua atau sumber

sekunder dari data yang kita butuhkan<sup>92</sup>. Data sekunder dalam penelitian ini diperoleh dari Bursa Efek Indonesia/ *Indonesian Development Exchange* (BEI), *Annual Report* perusahaan penerbit obligasi *syari'ah/sukuk* untuk tahun yang bersangkutan saat diterbitkannya peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, data peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* yang dikeluarkan oleh Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) dan PT *Kasnic Credit Rating Indonesia* (Moody's) untuk obligasi *syari'ah/sukuk* yang terkait, *Indonesian Bond Market Directory* (IBMD) yang terdaftar dalam laporan kegiatan Bursa Efek Indonesia (*listing*) pada tahun 2008, 2009 dan 2010.

#### **a. Peringkat Obligasi *Syari'ah***

##### **1. Definisi Konseptual**

Peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* adalah peringkat kualitas atas gambaran utang perusahaan penerbit obligasi *syari'ah/sukuk* (emiten) terhadap kemungkinan *default risk*-nya.

##### **2. Definisi Operasional**

Peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* dalam penelitian ini adalah keseluruhan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* yang dikeluarkan oleh Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT *Kasnic Credit Rating Indonesia* (Moody's) serta terdaftar dalam *Indonesian Bond Market Directory* tahun 2008, 2009 dan 2010, yang terdiri dari peringkat idAAA, idAA, idA dan idBBB (tergolong dalam *investment grade*) serta peringkat idBB dan idB (tergolong dalam *non investment grade*).

---

<sup>92</sup> Burhan Bungin, Op.Cit., p.122



## **b. Rasio solvabilitas**

### **1. Definisi Konseptual**

Rasio solvabilitas adalah perbandingan antara dana yang berasal dari pemilik dan dana yang berasal dari investor. Rasio ini bermanfaat bagi *investor* yang akan menanamkan dananya pada obligasi *syari'ah/sukuk* sebagai tingkat pengaman investasinya.

Rasio Solvabilitas menurut Paul D.Kimmel dirumuskan sebagai

berikut: 
$$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

### **2. Definisi Operasional**

Rasio solvabilitas dalam penelitian ini dihitung dengan rumus:

$$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$$

## **c. Rasio likuiditas**

### **1. Definisi Konseptual**

Burton dalam Fahrrozi dan Sofie menyatakan tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Rasio likuiditas menurut William R.Lasher dihitung dengan persamaan berikut:

$$\text{Rasio lancar/Current ratio} = \frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Utang Lancar}}$$

### **2. Definisi Operasional**

Rasio likuiditas dalam penelitian ini dihitung dengan rumus:

$$\text{Rasio likuiditas} = \frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Utang Lancar}}$$

#### d. Rasio *leverage*

##### 1. Definisi Konseptual

Rasio *leverage* menurut Stephen A. Ross didefinisikan sebagai

$$\text{berikut: } \textit{Leverage} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

*Leverage ratio* yang terlalu tinggi mengindikasikan hutang yang berlebihan, hal ini menandakan kemungkinan perusahaan akan tidak dapat membayar sesuai dengan kewajiban obligasinya (Darmawan).

##### 2. Definisi Operasional

Rasio *leverage* dalam penelitian ini dihitung dengan persamaan

$$\text{berikut: Rasio } \textit{leverage} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$$

Penjelasan mengenai variabel operasional dalam penelitian disajikan dalam tabel berikut.

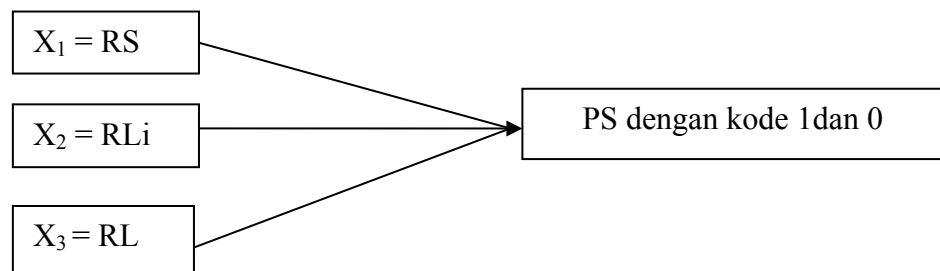
**Tabel 3.1**  
**Variabel Operasional**

No	Jenis Variabel	Keterangan	Ukuran (Proksi)	Jenis Data
1	Dependen	Peringkat obligasi <i>syari'ah/sukuk</i>	Sukuk dengan kode 1 yaitu kelompok " <i>Investment Grade</i> " (peringkat idAAA, idAA, idA, 4 idBBB).	Kategorial
2			Sukuk dengan kode 0 yaitu kelompok " <i>Non Investment Grade</i> " (peringkat : idBB, idB).	
3	Independen	Rasio solvabilitas	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Aktiva}}$	Rasio
4		Rasio likuiditas	$\frac{\text{Total Aktiva Lancar}}{\text{Total Utang Lancar}}$	Rasio
5		Rasio <i>leverage</i>	$\frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Modal}}$	Rasio

## F. Konstelasi Hubungan Antar Variabel/Desain Penelitian

Variabel penelitian ini terdiri dari tiga variabel bebas (rasio solvabilitas (RS), rasio likuiditas (RLi) dan rasio *leverage* (RL) dan satu variabel terikat peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*-disimbolkan dengan PS dengan dua kategori (kode 1 dan kode 0).

Sesuai dengan hipotesis yang diajukan bahwa terdapat pengaruh variabel RS, RLi dan RL terhadap PS (dengan kode 1 dan 0) adalah sebagai berikut.



Gambar 3.1: Hubungan Antar Variabel Penelitian

Keterangan:

Variabel independen :

(RS) : Rasio Solvabilitas

(RLi) : Rasio Likuiditas

(RL) : Rasio Leverage

Variabel dependen :

PS dengan kode 1 : Peringkat Obligasi Syari'ah/Sukuk kelompok *Investment Grade* (peringkat idAAA, idAA, idA dan idBBB)

PS dengan kode 0 : Peringkat Obligasi Syari'ah/Sukuk kelompok *Non Investment Grade* (peringkat idBB dan idB)

—————> : Menunjukkan arah pengaruh

## **G. Teknik Analisis Data**

Teknik Analisis Data dalam penelitian ini menggunakan software pengolah data SPSS (*Statistical Package for Social Science*) versi 17.0.

### **1. Statistik Deskriptif**

Statistik deskriptif memberikan gambaran atau deskripsi suatu data yang dilihat dari distribusi frekuensi, nilai rata-rata (mean), standar deviasi, varian maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis dan skewness (kemencengan distribusi)<sup>93</sup>. Output tampilan SPSS menunjukkan jumlah sampel (N), varian maksimum dan minimum nilai rata-rata. Kurtosis dan skewness merupakan ukuran untuk melihat apakah data terdistribusi secara normal atau tidak. Skewness mengukur kemencengan dari data sedangkan kurtosis mengukur puncak dari distribusi data. Data yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai skewness dan kurtosis mendekati nol<sup>94</sup>.

### **2. Uji Normalitas**

#### **Uji One-Sample Kolmogorov Smirnov-Test**

Imam Ghozali menjelaskan bahwa uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki

---

<sup>93</sup> Imam Ghozali, *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS* (Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2009), p.21

<sup>94</sup> Imam Ghozali, *Op.cit.*, p.21

distribusi normal<sup>95</sup>. Dalam penelitian ini, untuk menguji apakah residual berdistribusi normal atau tidak dilakukan dengan uji statistik. Uji statistik dalam penelitian ini dilakukan dengan uji statistik *Kolmogorov-Smirnov* (K-S).

Uji Kolmogorov-Smirnov dilakukan dengan menggunakan nilai asymp. sig. 2-tailed dari variabel penelitian. Jika nilai asymp.sig 2-tailed > 0.05 data dinyatakan terdistribusi normal sedangkan jika nilai asymp. sig. 2-tailed < 0.05 maka data tidak terdistribusi normal.

Uji K-S dilakukan dengan membuat hipotesis:

H<sub>0</sub> : Data residual berdistribusi normal

H<sub>A</sub> : Data residual tidak berdistribusi normal

### **Analisis Statistik**

Secara statistik ada dua komponen normalitas, yaitu *skewness* dan *kurtosis*. *Skewness* berhubungan dengan simetri distribusi. *Skewed* variabel (variabel menceng) adalah variabel yang nilai *meannya* tidak ditengah-tengah distribusi. Sedangkan *kurtosis* berhubungan dengan puncak dari suatu distribusi. Jika variabel terdistribusi secara normal, maka nilai *skewness* dan *kurtosis* sama dengan nol. Terdapat uji signifikansi *skewness* dan *kurtosis* dengan cara:<sup>96</sup>

$$a. Z_{skewness} = \frac{Skewness}{Std.error}$$

$$b. Z_{kurtosis} = \frac{Kurtosis}{Std.error}$$

---

<sup>95</sup> Imam Ghozali, Op.cit., p.147

<sup>96</sup> Imam Ghozali. Op.Cit., p.28

Apabila *Zskewness* dan *Zkurtosis* terletak di antara -2 dan 2 berarti distribusi data normal.<sup>97</sup>

### **Analisis Histogram**

Analisis ini dilakukan dengan melakukan pengamatan terhadap grafik histogram yang menyatakan distribusi data.

### **Analisis Grafik Normal Q-Q Plot**

Data yang terdistribusi normal akan berpecah disekitar garis melintang.

## **3. Uji Hipotesis**

### **a. Logistic Regression (Regresi Logistik)**

Regresi logistik berguna untuk mengukur hubungan fungsi antara satu variabel dependen yang berjenis kualitatif dikotomi dengan variabel-variabel independen. Variabel independen bisa berupa kualitatif maupun kuantitatif, dapat berupa ordinal maupun interval. Model parameter diduga menggunakan kaedah “*maksimum likelihood method*”<sup>98</sup>, yang dirumuskan dengan persamaan regresi logistik berikut:

$$\ln \frac{p}{1-p} = a + b_1 X_1 + b_2 X_2 + b_3 X_3 + \dots + b_n X_n$$

Hasil output SPSS 17.0 pada tabel *Case Processing Summary* menerangkan ringkasan data, apakah terdapat kasus yang terlewat. Tabel *Dependent Variable Encoding* menerangkan arti kode pada variabel dependen. Tabel *Categorical Variables Codings* menerangkan tentang

---

<sup>97</sup> Santoso, Singgih, *Buku Latihan SPSS Statistik Parametrik* (Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2000), p.53

<sup>98</sup> Arif Pratisto, *Statistik Menjadi Mudah dengan SPSS 17* (Jakarta: PT Elex Media Komputindo, 2010), p.192

variabel bebas. Langkah selanjutnya dalam interpretasi *output* regresi logit adalah menilai model fit, hipotesis model fit adalah:

$H_0$  : Model yang dihipotesiskan fit dengan data

$H_1$  : Model yang dihipotesiskan tidak fit dengan data

Model dikatakan fit dengan data dan  $H_0$  tidak dapat ditolak apabila nilai  $-2\text{Log likelihood}$  lebih besar dari nilai alpha 5%<sup>99</sup>. *Cox dan Snell's R square* merupakan ukuran yang mencoba meniru ukuran  $R^2$  pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari satu sehingga sulit diinterpretasikan<sup>100</sup>. Nagelkerke's R Square merupakan modifikasi dari koefisien Cox dan Snell untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 hingga 1. Nilai ini menjelaskan kemampuan variabel independen terhadap variabel dependennya.<sup>101</sup>

---

<sup>99</sup> Imam Ghazali, Op.cit., p.269

<sup>100</sup> Imam Ghazali, Ibid.

<sup>101</sup> Imam Ghazali, Ibid.

## **BAB IV**

### **HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN**

#### **A. Deskripsi Data**

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan penerbit obligasi syari'ah/sukuk (*emitten*) selama 3 tahun, yaitu tahun 2008, 2009 dan 2010 berjumlah 56 *emitten*, populasi terjangkau berdasarkan metode *Purposive Random Sampling* sebanyak 53 *emitten*. Adapun kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut:

- f. *Obligasi Syari'ah/Sukuk* perusahaan yang diperingkat oleh lembaga pemeringkat efek, dalam hal ini pemeringkat obligasi, yakni PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) atau PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia (*Moody's*). Peringkat terdiri dari kelompok "*investment grade*" dan "*non investment grade*" pada tahun 2008, 2009 dan 2010.
- g. *Obligasi Syari'ah/Sukuk* yang tercatat dalam aktivitas kegiatan Bursa Efek Indonesia Tahun 2008, 2009 dan 2010.
- h. Memiliki periode laporan keuangan/*annual report* yang sudah diaudit per 31 Desember (*Annual Report*).
- i. Menggunakan mata uang rupiah dalam penyajian laporan keuangan perusahaan.



j. Emiten yang mempunyai informasi lengkap yang berhubungan dengan penelitian populasi dan teknik pengambilan sampel yang tercantum dalam *Indonesian Bond Market Directory* tahun 2008, 2009 dan 2010.

Kemudian berdasarkan tabel *Isaac and Michael* dengan taraf kesalahan sebesar 5%, maka sampel dalam penelitian ini sebanyak 48 emiten selama 3 tahun. Berikut ini disajikan tabel data sampel yang digunakan dalam penelitian, sedangkan rincian sampel yang diteliti terdapat pada lampiran 1.

**Tabel 4.1**  
**Data Sampel**

Sukuk Terdaftar Tahun 2008	19 <i>emitten</i>
Sukuk Terdaftar Tahun 2009	20 <i>emitten</i>
Sukuk Terdaftar Tahun 2010	17 <i>emitten</i>
Jumlah <i>emitten</i> sukuk tahun 2008-2010	56 <i>emitten</i>
Jumlah populasi terjangkau	53 <i>emitten</i>
<b>Jumlah sampel berdasarkan tabel <i>Isaac &amp; Michael</i>, dengan taraf kesalahan 5%</b>	<b>48 <i>emitten</i></b>
<b>Jumlah sampel tahun 2008</b>	<b>16 <i>emitten</i></b>
<b>Jumlah Sampel Tahun 2009</b>	<b>17 <i>emitten</i></b>
<b>Jumlah Sampel Tahun 2010</b>	<b>15 <i>emitten</i></b>

Sumber: *IBMD* tahun 2008, 2009 dan 2010

#### Distribusi Frekuensi

**Tabel 4.2**  
***Statistics***

		Solvabilitas	Likuiditas	Leverage	Peringkat
N	Valid	48	48	48	48
	Missing	0	0	0	0

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

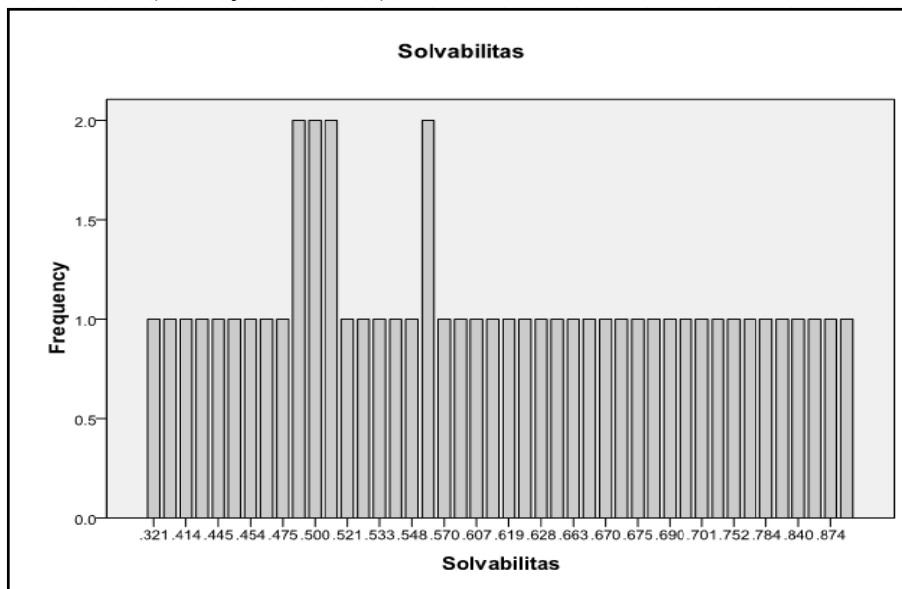
Tabel statistik digunakan untuk mengetahui apakah terdapat data yang terlewat dalam perhitungan penelitian ini. Berdasarkan data di atas, diketahui tidak terdapat *missing value*, artinya dalam output SPSS 17 tidak ada data yang

terlewatkan. Hal tersebut dapat dilihat dari *row Missing* yang menunjukkan angka 0 pada seluruh kolom variabel. Perhitungan menggunakan SPSS terdapat di Lampiran 7. Tabel Solvabilitas menjelaskan bahwa dari 48 solvabilitas perusahaan penerbit/*emitten* sukuk, terdapat 1 kali solvabilitas senilai 0.321, 0.376, 0.414, 0.415, 0.445, 0.453, 0.454, 0.470, 0.475, 0.521, 0.522, 0.533, 0.544, 0.548, 0.570, 0.586, 0.607, 0.617, 0.619, 0.621, 0.628, 0.658, 0.663, 0.668, 0.670, 0.674, 0.675, 0.682, 0.690, 0.700, 0.701, 0.705, 0.752, 0.764, 0.784, 0.808, 0.840, 0.868, 0.874, dan 9.580. Setiap nilai solvabilitas yang memiliki frekuensi sebanyak 1 kali memiliki nilai persentase sebesar 2.1% yang berpartisipasi dalam penelitian. Nilai solvabilitas sejumlah 2 kali terletak pada nilai 0.498, 0.500, 0.501 dan 0.563. Sedangkan setiap nilai solvabilitas yang memiliki frekuensi sebanyak 2 kali memiliki nilai persentase sebesar 4.2% yang berpartisipasi dalam penelitian.

Tabel likuiditas menjelaskan banyaknya nilai likuiditas perusahaan penerbit/*emitten* sukuk selama tahun 2008, 2009 dan 2010 sebesar 48 nilai likuiditas. Frekuensi nilai likuiditas sebanyak 1 kali dengan persentase partisipasi dalam penelitian sebesar 2.1% dimiliki oleh likuiditas senilai 0.128, 0.546, 0.560, 0.697, 0.714, 0.759, 0.764, 0.815, 0.858, 0.905, 0.926, 0.981, 1.073, 1.099, 1.122, 1.168, 1.176, 1.196, 1.240, 1.260, 1.280, 1.300, 1.307, 1.311, 1.314, 1.403, 1.431, 1.449, 1.493, 1.542, 1.611, 1.630, 1.631, 1.789, 1.896, 1.942, 2.189, 2.248, 2.290, 2.361, 2.409, 2.598, 2.931, 5.585, 9.328 dan 9.816. Sedangkan nilai likuiditas yang memiliki frekuensi sebanyak 2 kali dengan persentase partisipasi sebesar 4.2% adalah 1.336.

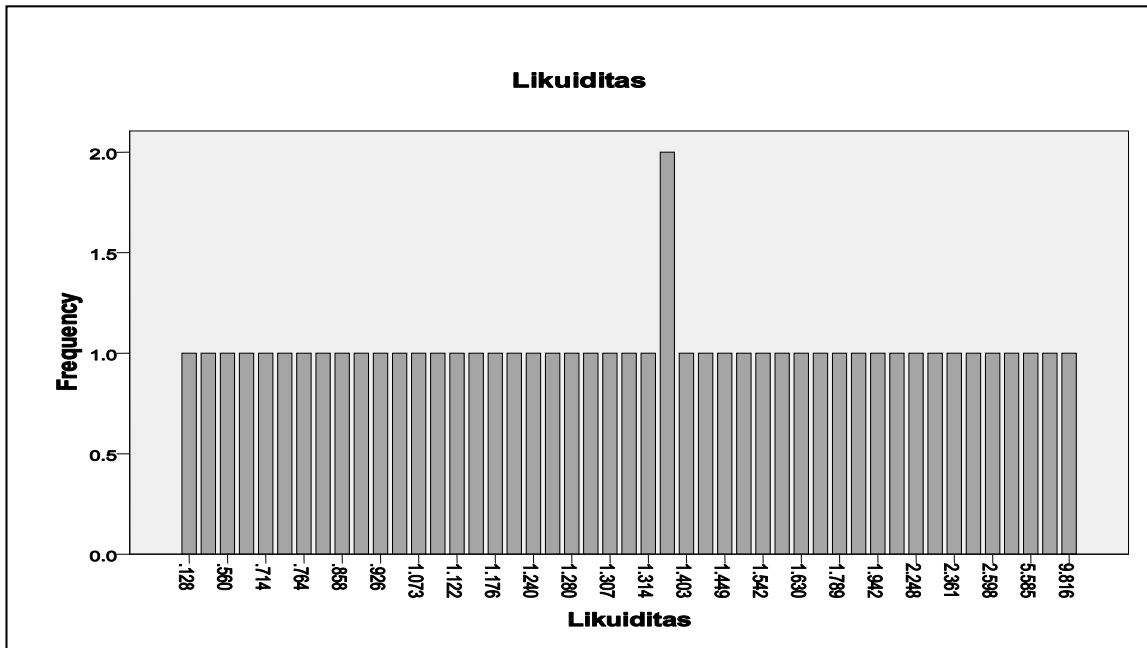
Tabel *leverage* menjelaskan nilai *leverage* yang dimiliki oleh setiap *emitten* selama tahun 2008, 2009 dan 2010 sebanyak 48 nilai *leverage*. Frekuensi nilai *leverage* sebanyak 1 kali dengan persentase partisipasi dalam penelitian sebesar 2.1% dimiliki oleh nilai *leverage* sebesar 0.484, 0.695, 0.714, 0.726, 0.823, 0.828, 0.840, 0.901, 0.916, 0.994, 1.002, 1.005, 1.009, 1.026, 1.089, 1.210, 1.248, 1.272, 1.289, 1.323, 1.346, 1.363, 1.399, 1.416, 1.571, 1.624, 1.642, 1.720, 1.953, 2.019, 2.041, 2.047, 2.117, 2.226, 2.228, 2.241, 2.335, 2.418, 2.446, 2.740, 2.882, 3.040, 3.235, 4.482, 5.234, 6.686, 7.130 dan 7.745.

Tabel peringkat dalam bentuk dummy (kode 0= *non investment grade* dan 1=*investment grade*), menunjukkan frekuensi 0 sebanyak 4 kali dengan persentase nilai partisipasi dalam penelitian sebesar 8.3%, sedangkan frekuensi 1 sebanyak 44 kali dengan persentase sebesar 91.7%. Total keseluruhan peringkat dalam penelitian ini sebanyak 48 yang dihitung dari tahun 2008, 2009 dan 2010 (sebanyak 3 tahun).



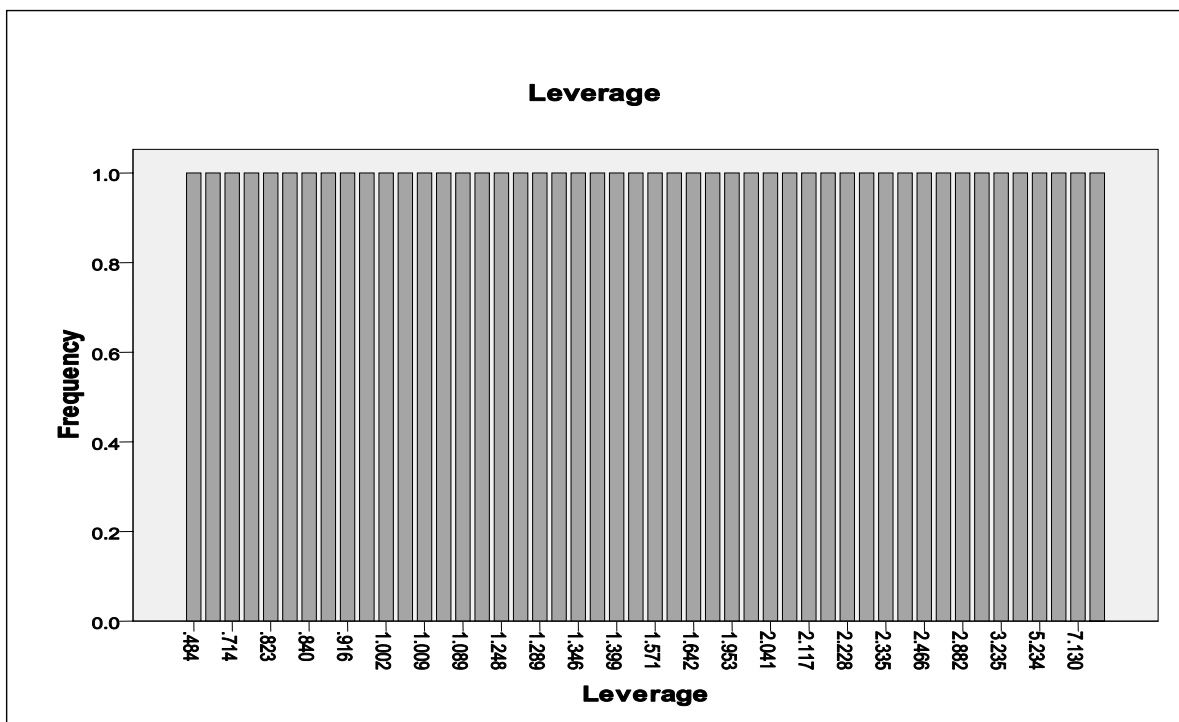
**Gambar 4.1 : Diagram *Bar Chart* Solvabilitas**

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010



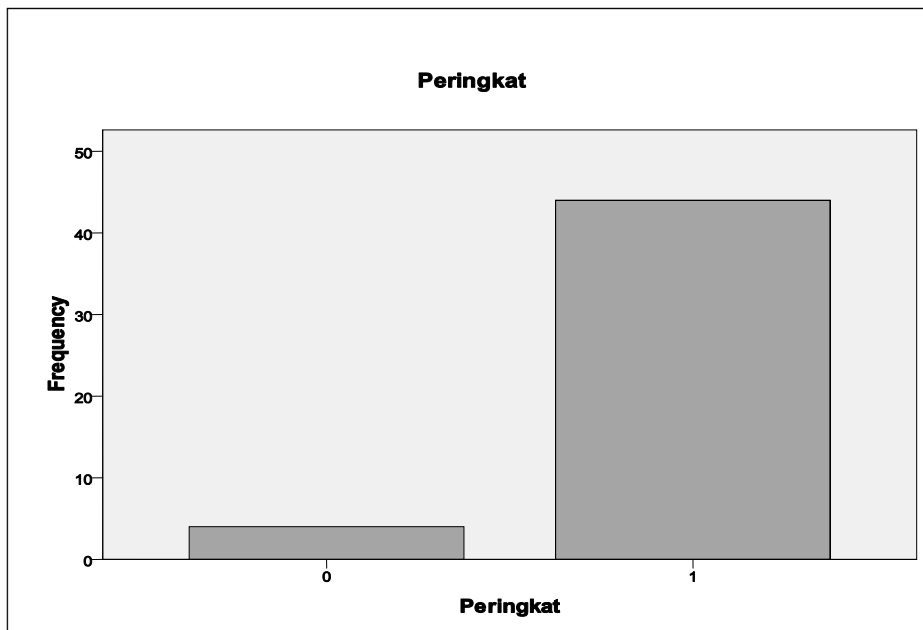
**Gambar 4.2 : Diagram *Bar Chart* Likuiditas**

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010



**Gambar 4.3: Diagram *Bar Chart* Leverage**

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010



**Gambar 4.4 : Diagram *Bar Chart* Peringkat**

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

### **Statistik Deskriptif**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah solvabilitas (variabel  $X_1$ ), likuiditas (variabel  $X_2$ ) dan *leverage* (variabel  $X_3$ ) sebagai variabel independen serta peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* (variabel  $Y$ ) sebagai variabel dependen. Berikut ini akan dijelaskan variabel peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* dan masing-masing variabel independen (solvabilitas, likuiditas dan *leverage*) masing-masing perusahaan yang memiliki obligasi *syari'ah* terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008, 2009 dan 2010. Deskripsi setiap variabel dependen dan independen dalam penelitian ini meliputi jumlah sampel penelitian yang mencakup masing-masing variabel, nilai minimum, nilai maksimum, *mean*, standar deviasi, *variance*, *range*, *skewnes*, *kurtosis* dan nilai *sum* yang diolah dengan menggunakan *software Statistical Packaging for Social Science* (SPSS) versi 17. Sumber perhitungan berasal dari Lampiran 2.

## 1. Peringkat Obligasi Syari'ah/Sukuk (Variabel Y)

Dalam penelitian ini, variabel obligasi syari'ah/sukuk merupakan variabel kategorial dengan bentuk *dummy* yaitu 1 untuk kelompok *Investment Grade* (peringkat AAA, AA, A dan BBB), serta 0 untuk kelompok *Non Investment Grade* (peringkat BB dan B). Output perhitungan SPSS 17 menunjukkan peringkat obligasi syari'ah dalam output SPSS terdapat 48 *emitten* (N) yang menjadi sampel penelitian (dengan jangka waktu 3 tahun, yaitu 2008, 2009 dan 2010). Nilai peringkat terkecil (*Minimum*) dalam penelitian ini adalah 0 sedangkan nilai peringkat terbesar (*Maximum*) adalah 1. Rata-rata (*Mean*) peringkat dari 48 sampel tersebut adalah 0.92 dengan standar deviasi sebesar 0.279. Skewness sebesar -3.113 dan Kurtosis sebesar 8.025. Data yang terdistribusi secara normal mempunyai nilai skewness dan kurtosis mendekati 0. Berdasarkan selisih nilai Skewness dan Kurtosis sebesar 4.912 maka dapat disimpulkan bahwa data peringkat tidak terdistribusi secara normal. Nilai range pada likuiditas merupakan selisih antara nilai maksimum dengan nilai minimumnya yaitu sebesar 1. Serta nilai sum merupakan penjumlahan atas seluruh peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* dari 48 emiten yaitu sebesar 44 dan varians sebesar 8.025.

## 2. Rasio Solvabilitas (Variabel X<sub>1</sub>)

Rasio Solvabilitas dalam penelitian ini dihitung berdasarkan total utang dibagi total aktiva (*Liabilities/Assets*). Output tampilan SPSS 17 menunjukkan jumlah solvabilitas emiten dalam penelitian ini (N) sebanyak 48 perusahaan (dengan jangka waktu 3 tahun, yaitu tahun 2008, 2009 dan

2010). Dari 48 emiten ini nilai solvabilitas terkecil (*Minimum*) adalah 0.321 dan nilai solvabilitas terbesar (*Maximum*) adalah 9.580. Rata-rata (*Mean*) nilai solvabilitas dari 48 emiten tersebut adalah 0.78373 dengan standar deviasi sebesar 0.1303113. *Skewness* dan *kurtosis* merupakan ukuran untuk melihat apakah data solvabilitas terdistribusi secara normal atau tidak. *Output* tampilan SPSS 17 menunjukkan nilai *skewness* dan *kurtosis* masing-masing sebesar 6.821 dan 46.993. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data solvabilitas tidak terdistribusi secara normal, karena selisih antara *kurtosis* dan *skewness* sebesar 40.172, tidak mendekati 0. Nilai *range* pada solvabilitas merupakan selisih nilai maksimum dan minimum yaitu sebesar 9.259 dan nilai *sum* merupakan penjumlahan solvabilitas dari 48 emiten yaitu sebesar 37.619. Nilai *variance* atas solvabilitas sebesar 1.698.

### **3. Rasio Likuiditas (Variabel X<sub>2</sub>)**

Rasio Likuiditas dalam penelitian ini dihitung atas aktiva lancar per utang lancar (*current asset/current liabilities*). Nilai Likuiditas dalam *output* SPSS 17 menunjukkan terdapat 48 emiten dengan rasio likuiditas (N) yang menjadi sampel penelitian (dengan jangka waktu 3 tahun, yaitu 2008, 2009 dan 2010). Nilai likuiditas terkecil (*Minimum*) dalam penelitian ini adalah 0.128 sedangkan nilai likuiditas terbesar (*Maximum*) adalah 9.816. Rata-rata (*Mean*) likuiditas dari 48 sampel tersebut adalah 1.80715 dengan standar deviasi sebesar 1.8370. *Skewness* sebesar 3.491 dan Kurtosis sebesar 12.812. Berdasarkan nilai *Skewness* dan *Kurtosis* yang memiliki selisih sebesar 9.321, maka dapat disimpulkan bahwa nilai likuiditas tidak

terdistribusi secara normal, karena tidak mendekati 0. Nilai *range* pada likuiditas merupakan selisih antara nilai maksimum dengan nilai minimumnya yaitu sebesar 9.688. Serta nilai *sum* merupakan penjumlahan atas seluruh likuiditas dari 48 emiten yaitu sebesar 86.743 dan *varians* sebesar 3.375.

#### 4. Rasio *Leverage* (Variabel X<sub>3</sub>)

Nilai *Leverage* dalam output SPSS 17 menunjukkan terdapat 48 emiten dengan rasio *leverage* (N) yang menjadi sampel penelitian. *Leverage* dalam penelitian ini dihitung berdasarkan total utang dibagi total modal (*Liability/Equity*). Nilai *leverage* terkecil (*Minimum*) dalam penelitian ini adalah 0.484 sedangkan nilai *leverage* terbesar (*Maximum*) adalah 7.745. Rata-rata (*Mean*) dari *leverage* atas 48 sampel tersebut adalah 2.05708 dengan standar deviasi sebesar 1.641460. *Skewness* sebesar 2.175 dan *Kurtosis* sebesar 4.605. Berdasarkan nilai *Skewness* dan *Kurtosis* maka dapat disimpulkan bahwa nilai *leverage* tidak terdistribusi secara normal, karena selisih antara *Kurtosis* dengan *Skewness* sebesar 2.43, tidak mendekati 0. Nilai *range* pada *leverage* merupakan selisih antara nilai maksimum dengan nilai minimumnya yaitu sebesar 7.261. Serta nilai *sum* yang merupakan penjumlahan atas seluruh *leverage* dari 48 emiten yaitu sebesar 98.740 dan *varians* sebesar 2.694.



## B. Analisis Data

### 1. Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Pengujian normalitas dalam penelitian ini menggunakan uji statistik *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*, Analisis Statistik dan Grafik Histogram.

#### a. *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test*

Interpretasi hasil pengujian *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada lampiran 3 menunjukkan data sebagai berikut:

1. Variabel dependen peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. N menunjukkan jumlah sampel, yaitu 48 sampel. Distribusi *Poisson* hanya diindikasikan melalui nilai rata-rata (*mean*). Rata-rata peringkat selama tiga tahun (tahun 2008, 2009 dan 2010) adalah 0.92 kali. *Most Extreme Differences* menyatakan nilai perbedaan terbesar positif maupun negatif dari fungsi distribusi kumulatif. *Absolute* adalah nilai *absolute* dari perbedaan terbesar, baik positif maupun negatif. Karena perbedaan negatif yaitu sebesar 0.583 lebih besar dari perbedaan positif 0.383, maka nilai absolut berasal dari perbedaan negatif, yaitu sebesar 0.583. *Kolmogorov-Smirnov Z* merupakan hasil akar kuadrat jumlah sampel dikalikan dengan nilai absolut. *Asymp. Sig. (2-tailed)* bernilai  $0.000 < 0.05$  maka data tidak berdistribusi secara normal.<sup>102</sup>
2. Variabel independen solvabilitas memiliki nilai sig. (*p-value*) *kolmogorov-smirnov* dan *shapiro-wilk* masing-masing sebesar 0.000. Uji Statistik *one-*

---

<sup>102</sup> Imam Ghozali. Op.Cit., p.32

*sample kolmogorov-smirnov* dan *shapiro-wilk* menyatakan jika nilai signifikansi value (p-value) > 0.05 maka distribusi normal<sup>103</sup>. Berdasarkan nilai *sig. (p-value)*, menunjukkan bahwa distribusi variabel solvabilitas tidak normal.

3. Variabel independen likuiditas memiliki nilai *sig. (p-value) kolmogorov-smirnov* dan *shapiro-wilk* sebesar 0.000 dan 0.000. Karena nilai *p-value* kurang dari 0.05, maka dapat disimpulkan bahwa variabel likuiditas tidak terdistribusi secara normal.
4. Variabel independen *leverage* memiliki nilai *sig.(p-value) kolmogorov – smirnov* dan *shapiro-wilk* masing-masing sebesar 0.000. Nilai tersebut kurang dari 0.05, maka disimpulkan bahwa variabel *leverage* tidak terdistribusi secara normal.

#### **b. Analisis Statistik**

Rasio *skewness* dan rasio *kurtosis* dapat dijadikan petunjuk apakah suatu data berdistribusi normal atau tidak. Rasio *Skewness* adalah nilai *skewness* dibagi dengan *standard error* skewness, sedang rasio kurtosis adalah nilai kurtosis dibagi dengan *standard error* kurtosis. Sebagai pedoman bila rasio kurtosis dan skewness berada di antara -2 hingga +2, maka distribusi data adalah normal.<sup>104</sup>

---

<sup>103</sup> Sofyan Yamin, et.al., *Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*. (Jakarta: Salemba Infotek, 2009), p.20

<sup>105</sup> Santoso, Singgih. Op.Cit., p.50

**Tabel 4.3**

***Descriptive Statistics***

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Unstandardized Residual	48	-3.068	.343	7.843	.674
Valid N (listwise)	48				

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009, 2010 (Lampiran 4)

Nilai Zskewness dan Zkurtosis dihitung dengan rumus:

$$b. Zskewness = \frac{Skewness}{Std.error}$$

$$b. Zkurtosis = \frac{Kurtosis}{Std.error}$$

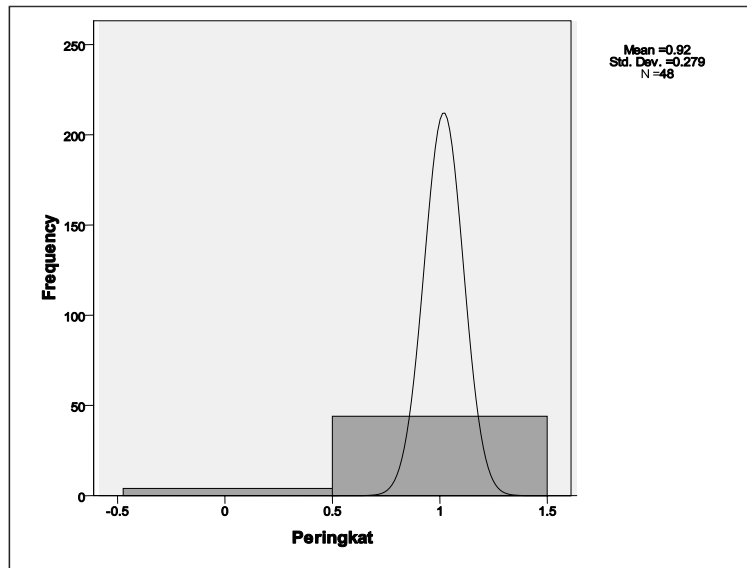
$$Zskewness = \frac{-3.068}{0.343} = -8.944$$

$$Zkurtosis = \frac{7.843}{0.674} = 11.636$$

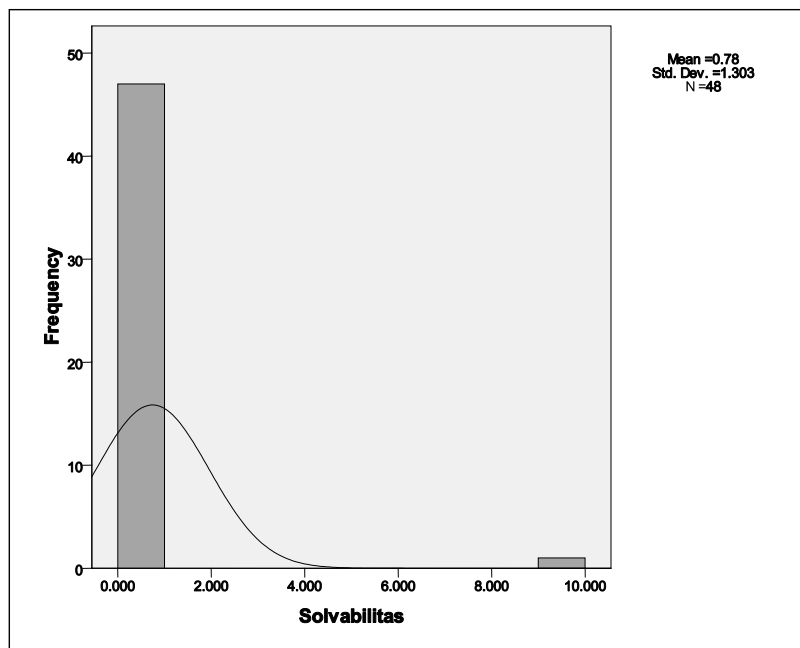
Hasil perhitungan nilai Zskewness dan Zkurtosis sebesar -8.944 dan 11.636 tidak terletak di antara -2 dan 2 maka dapat disimpulkan bahwa data tidak terdistribusi secara normal.

**c. Analisis Grafik Histogram**

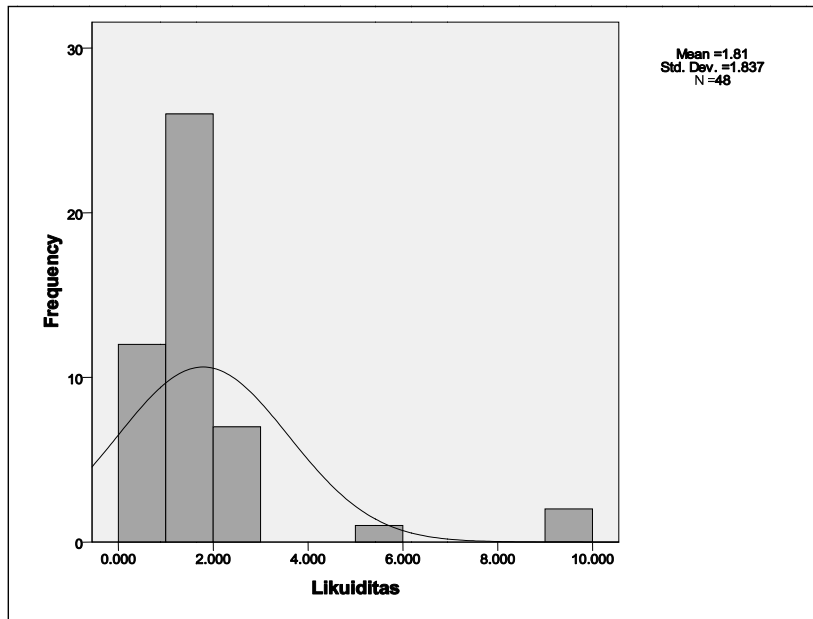
Analisis grafik menggunakan SPSS 17 secara lengkap terdapat dalam lampiran 5.



**Gambar 4.5 : Grafik Histogram Peringkat Sukuk**  
 Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009, 2010

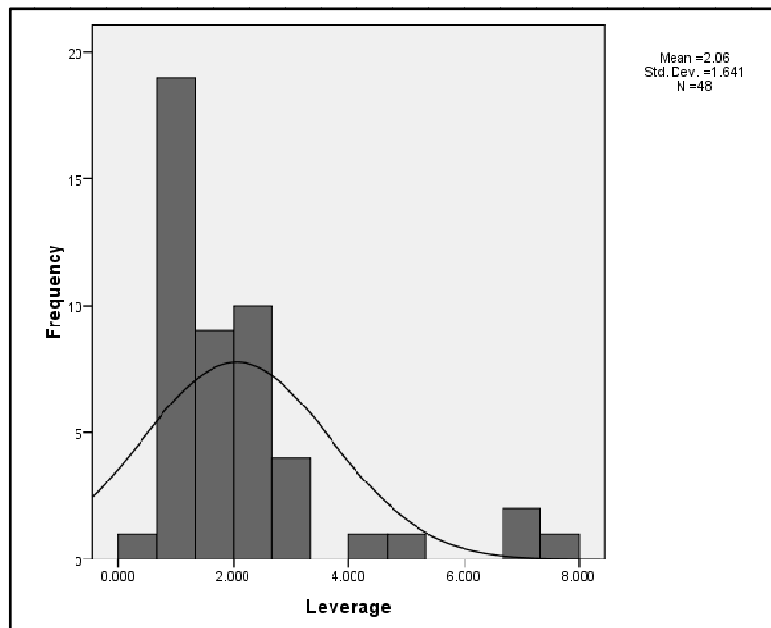


**Gambar 4.6 : Grafik Histogram Solvabilitas**  
 Sumber : Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010



**Gambar 4.7 : Grafik Histogram Likuiditas**

Sumber : Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010



**Gambar 4.8 : Grafik Histogram Leverage**

Sumber : Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

#### d. Analisis Grafik Normal Q-Q Plot

Seluruh grafik ditampilkan pada lampiran 3 sesudah perhitungan *one-sample kolmogorv-smirnov test*. Pencaran data pada grafik normal Q-Q plot untuk variabel peringkat sukuk tidak berada di sekitar garis melintang, namun menjauhi. Begitu juga dengan grafik normal Q-Q plot variabel solvabilitas, likuiditas dan *leverage*, sehingga dapat disimpulkan bahwa keempat variabel tersebut tidak berdistribusi secara normal.<sup>105</sup>

Berdasarkan uji normalitas *one-sample kolmogorov-smirnov*, analisis statistik, analisis grafik histogram dan analisis grafik norma Q-Q plot yang telah ditampilkan, maka keempat variabel yaitu variabel peringkat sukuk, solvabilitas, likuiditas dan *leverage* tidak terdistribusi secara normal. Menurut Sugiyono, bila data tidak normal maka teknik statistik parametris tidak dapat digunakan untuk alat analisis. Sebagai gantinya digunakan teknik statistik lain yang tidak harus berasumsi bahwa data berdistribusi normal. Teknik statistika itu adalah statistik nonparametris<sup>106</sup>. Karena data tidak terdistribusi secara normal, maka asumsi *multivariate normal distribution* tidak dapat dipenuhi, selain itu diakibatkan oleh variabel penelitian merupakan campuran antara variabel metrik (rasio) dan non-metrik (kategori). Oleh karena itu, analisis selanjutnya adalah *logistic regression*, karena tidak perlu asumsi normalitas

---

<sup>105</sup> Sofyan Yamin, et.al., loc.cit

<sup>106</sup> Sugiyono, Op.cit., p.75

pada variabel dependennya. Jadi *logistic distribution* umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak terpenuhi.<sup>107</sup>

### C. Interpretasi Hasil Penelitian

#### *Logistic Regression*

Hasil output SPSS 17 dengan metode enter dihitung dalam lampiran 6 menggunakan SPSS 17 serta menunjukkan data sebagai berikut

**Tabel 4.4**  
***Case Processing Summary***

<i>Unweighted Cases<sup>a</sup></i>	N	Percent
<i>Selected Cases</i> <i>Included in Analysis</i>	48	100.0
<i>Missing Cases</i>	0	.0
Total	48	100.0
<i>Unselected Cases</i>	0	.0
Total	48	100.0

Sumber: Data diolah menggunakan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Tabel ini menerangkan ringkasan data. Jumlah sampel yang diteliti sebanyak 48 sampel yang terdiri dari peringkat, solvabilitas, likuiditas dan leverage perusahaan, semuanya valid dan ikut diproses, serta tidak terdapat data yang terlewat.

**Tabel 4.5**  
***Dependent Variable Encoding***

Original Value	Internal Value
0	0
1	1

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

<sup>107</sup> Imam Ghozali, Op.cit., p.261

Tabel *Dependent Variable Encoding* menerangkan arti kode pada variabel terikat/dependen yaitu peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, angka 0 untuk peringkat yang termasuk kategori *non investment grade*, serta angka 1 menandakan peringkat yang termasuk kategori *investment grade*.

**Tabel 4.6**  
***Classification Table<sup>a,b</sup>***

Observed			Predicted		Percentage Correct
			Peringkat		
			0	1	
Step 0	Peringkat	0	0	4	.0
		1	0	44	100.0
Overall Percentage					91.7

Sumber: Diolah menggunakan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Step 0 pada *Classification Table* memprediksikan bahwa setiap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* selama 3 tahun yang merupakan peringkat *non Investment Grade* muncul sebanyak 4 sukuk. Sedangkan obligasi *syari'ah/sukuk* dengan peringkat *Investment Grade* adalah sebanyak 44 sukuk. Ketepatan prediksi dalam penelitian ini adalah sebesar 91.7%.

**Tabel 4.7**  
***Variables in the Equation***

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	2.398	.522	21.083	1	.000	11.000

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Berdasarkan tabel di atas, nilai signifikansi adalah 0.000. Nilai ini kurang dari 0.05 yang berarti model tidak signifikan, maka  $H_0$  diterima.



**Tabel 4.8**  
***Iteration History<sup>a,b,c</sup> (Block=0)***

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
			Constant
Step 0	1	29.942	1.667
	2	27.642	2.232
	3	27.537	2.387
	4	27.536	2.398
	5	27.536	2.398

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Selanjutnya adalah menilai *model fit*. Langkah pertama yang dilakukan adalah menilai *overall fit model* terhadap data. Beberapa *test statistic* diberikan untuk menilai hal ini. Hipotesis untuk menilai model fit adalah:

$H_0$  : Model yang dihipotesakan fit dengan data

$H_A$  : Model yang dihipotesakan tidak fit dengan data<sup>108</sup>

Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, L ditransformasikan menjadi -2LogL. Statistik -2LogL seringkali disebut *likelihood ratio  $x^2$  statistic*,  $x^2$  *statistic* distribusi dengan *degree of freedom* n-q, di mana q adalah jumlah parameter dalam model<sup>109</sup>.

Output SPSS 17 memberikan nilai -2LogL yaitu satu untuk model yang hanya memasukan konstanta sebesar 29.942 yang memiliki distribusi  $x^2$  dengan df 47 (48-1), walaupun tidak tampak dalam output SPSS nilai -2LogL 20.942 ini signifikan pada alpha 5% dan hipotesis nol ditolak yang berarti model hanya dengan konstanta saja tidak fit dengan data. -2LogL yang kedua adalah model yang dengan konstanta dan variabel bebas solvabilitas, likuiditas

<sup>108</sup> Imam Ghozali, Op.Cit., p. 268

<sup>109</sup> Ibid., 269

dan *leverage* dengan nilai  $-2\text{LogL}$  sebesar 27.536 atau memiliki distribusi  $\chi^2$  dengan df 44 (48-4).  $-2\text{LogL}$  untuk model dengan konstanta dan variabel bebas Solvabilitas, Likuiditas dan *Leverage* ternyata tidak signifikan pada alpha 5% yang berarti hipotesis nol tidak dapat ditolak dan *model fit* dengan data.

**Tabel 4.9**

***Iteration History<sup>a,b,c,d</sup> (Block=1)***

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients			
		Constant	Solvabilitas	Likuiditas	Leverage
Step 1 1	29.751	1.487	.024	.044	.040
2	27.212	1.793	.080	.111	.092
3	26.930	1.666	.229	.186	.131
4	26.741	1.378	.720	.227	.104
5	24.781	-2.960	10.011	.396	-.661
6	24.514	-4.638	13.569	.518	-.884
7	24.508	-4.872	14.045	.552	-.915
8	24.508	-4.883	14.062	.555	-.916
9	24.508	-4.883	14.062	.555	-.916

a. Method: Enter

b. Constant is included in the model.

c. Initial -2 Log Likelihood: 27.536

d. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

Angka  $-2\text{LogL}$  sebesar 24.508 yang berada pada *Block Number* = 1 dan pada *Block Number* = 0 sebesar 29.942 , artinya nilai  $-2\text{likelihood}$  pada *Block Number* 0 dan nilai  $-2\text{likelihood}$  pada *Block number* 1 mengalami penurunan

sehingga dapat disimpulkan bahwa model pada persamaan logistik dalam penelitian ini merupakan model regresi yang lebih baik<sup>110</sup>.

**Tabel 4.10**  
*Variables in the Equation*

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup>	Solvabilitas	14.062	9.166	2.354	1	.125	1279556.947
	Likuiditas	.555	.806	.473	1	.492	1.742
	Leverage	-.916	.748	1.501	1	.221	.400
	Constant	-4.883	4.558	1.148	1	.284	.008

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Tabel *Variables in The Equation* berfungsi untuk membuat persamaan.

Konstanta : -4.883

Konstanta untuk solvabilitas : 14.062

Konstanta untuk likuiditas : 0.555

Konstanta untuk *leverage* : -0.916

Persamaannya adalah:

$$\ln \frac{p}{1-p} = -4.883 + 14.062 X_1 + 0.555 X_2 - 0.916 X_3$$

$$\ln \frac{p}{1-p} = -4.883 + 14.062 (\text{Solvabilitas}) + 0.555 (\text{Likuiditas}) - 0.916 (\text{Leverage})$$

Variabel independen solvabilitas signifikan pada probabilitas 0.125, variabel likuiditas signifikan pada probabilitas 0.492 dan variabel *leverage* signifikan pada probabilitas 0.221. Berdasarkan persamaan *logistic regression*, dapat dilihat bahwa log of odds peringkat obligasi syari'ah/*sukuk* berhubungan secara positif dengan variabel solvabilitas dan likuiditas, hubungan negatif terjadi terhadap rasio *leverage*.

<sup>110</sup> Ibid., p.269

Hubungan antara odds dengan variabel bebas dapat dijelaskan yaitu jika rasio solvabilitas dianggap konstan, maka odds peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* akan meningkat dengan faktor 1279556.947 ( $e^{14.062}$ ) terhadap peringkat *investment grade*. Jika rasio likuiditas dianggap konstan maka odds peringkat obligasi *syari'ah* akan meningkat dengan faktor 1.742 ( $e^{-0.555}$ ) terhadap peringkat *investment grade*. Sedangkan jika rasio *leverage* dianggap konstan, maka odds peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* akan menurun dengan faktor 0.221 ( $e^{-0.916}$ ) terhadap peringkat *investment grade*. Sedangkan dilihat dari matrik klasifikasi dengan *cutoff* 50%, hasil *overall classification rate* sebesar 91.7%.

**Tabel 4.11**  
**Classification Table<sup>a</sup>**

Observed	Predicted		
	Peringkat		Percentage Correct
	0	1	
Step 1 Peringkat 0	0	4	.0
1	0	44	100.0
Overall Percentage			91.7

Sumber : Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Dalam tabel di atas dapat dilihat bahwa kebenaran prediksi dari masing-masing variabel untuk memprediksi peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. Dimana obligasi *syari'ah/sukuk* yang termasuk ke dalam kelompok *investment grade* memiliki kekuatan prediksi sebesar 100% sedangkan obligasi *syari'ah/sukuk* yang termasuk kelompok *non investment grade* memiliki kekuatan prediksi 0%. Dengan demikian kekuatan prediksi dapat dilihat secara sempurna bahwa

obligasi syariah/sukuk termasuk ke dalam kelompok *investmesnt grade*. Kebenaran prediksi dalam penelitian ini adalah 91.7%. Model prediksi ini dalam memprediksi *non investment grade* sudah menggunakan seluruh sukuk yang terdaftar selama 3 tahun (2008, 2009 dan 2010), seharusnya ada beberapa peringkat sukuk *non Investment grade* yang terdaftar pada tahun-tahun sebelumnya, sehingga dalam penelitian selanjutnya dapat menambahkan variabel lain yang dapat memperbaiki model sehingga tingkat prediksi *non investment grade* menjadi lebih tinggi

**Tabel 4.12**  
***Model Summary***

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	24.508 <sup>a</sup>	.061	.140

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

*Cox dan Snell's R Square* merupakan ukuran yang mencoba meniru ukuran  $R^2$  pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 sehingga sulit untuk diinterpretasikan. *Nagelkerke R Square* merupakan modifikasi dari koefisien *Cox dan Snell's* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 (nol) hingga 1 (satu). Hal ini dilakukan dengan cara membagi nilai *Cox dan Snell's R<sup>2</sup>* dengan nilai maksimumnya. Nilai *Nagelkerke R<sup>2</sup>* dapat diinterpretasikan seperti nilai  $R^2$  pada *multiple regression*. Dilihat dari output SPSS 17, nilai *Cox Snell's R Square* sebesar 0.061 dan nilai *Nagelkerke R<sup>2</sup>* adalah 0.140, yang berarti kemampuan variabel independen yaitu solvabilitas, likuiditas dan *leverage* sebesar untuk menjelaskan variabel peringkat sukuk (dependen) adalah 14%.

Sedangkan sisanya sebesar 86% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model seperti *maturity*, *size* perusahaan, opini auditor dan rasio produktivitas.<sup>111</sup>

**Tabel 4.13**  
***Hosmer and Lemeshow Test***

Step	Chi-square	df	Sig.
1	3.532	8	.897

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

*Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test* sama dengan atau kurang dari 0.05, maka  $H_0$  ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya, sehingga *Goodness fit* model tidak baik karena model tidak dapat memprediksi nilai observasinya. Jika nilai *statistic Hosmer and Lemeshow's Goodness fit test* lebih besar dari 0.05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena sesuai dengan data observasinya<sup>112</sup>. Tampilan output SPSS 17 menunjukkan bahwa besarnya nilai *Hosmer and Lemeshow's of Fit Test* adalah 3.532 dengan probabilitas signifikan 0.897 yang nilainya jauh di atas 0.05. Dengan demikian dapat disimpulkan model dapat diterima, artinya tidak ada perbedaan antara model dengan nilai observasinya.

---

<sup>111</sup> Fahrur Rosi et.al, Op.cit., p.60

<sup>112</sup> Ibid., p.269

**Tabel 4.14**

*Variables in the Equation*

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup> Solvabilitas	14.062	9.166	2.354	1	.125	1279556.947
Likuiditas	.555	.806	.473	1	.492	1.742
Leverage	-.916	.748	1.501	1	.221	.400
Constant	-4.883	4.558	1.148	1	.284	.008

Sumber: Data olahan SPSS 17 tahun 2008, 2009 dan 2010

Berikut ini akan diuraikan pengujian hipotesis untuk masing-masing variabel bebas berdasarkan output SPSS 17 dengan menggunakan *Logistic Regression*:

1. Rasio Solvabilitas yang merupakan pembagian total utang dengan total aktiva, berdasarkan tabel *Variabel in The Equation* diperoleh koefisien solvabilitas dengan nilai signifikansi sebesar 0.125. Nilai ini di atas  $p$  value 0.05, maka dapat dikatakan bahwa rasio solvabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syari'ah/sukuk. Namun, terjadi hubungan yang positif antara rasio solvabilitas dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.
2. Rasio Likuiditas yang merupakan pembagian aktiva lancar dengan utang lancar, berdasarkan tabel *Variabel in The Equation* diperoleh nilai taraf signifikan sebesar 0.492 dengan koefisien likuiditas sebesar 0.555. Nilai ini di atas  $p$  value 0.05 yang berarti rasio likuiditas tidak mempengaruhi peringkat obligasi syar'iah/sukuk. Namun, terjadi hubungan yang positif antara rasio likuiditas dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.

3. Rasio *Leverage* yang merupakan pembagian antara total utang dengan total ekuitas, berdasarkan tabel *Variabel in The Equation* diperoleh nilai taraf signifikan sebesar 0.221 serta nilai koefisien *leverage* sebesar -0.916. hal ini menandakan bahwa rasio *leverage* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syari'ah/sukuk. Namun, terjadi hubungan yang negatif antara rasio *leverage* dengan peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*.

Dalam penelitian ini dapat diketahui bahwa terdapat variabel bebas yang terdiri dari rasio solvabilitas, rasio likuiditas dan rasio *leverage* yang tidak mempengaruhi peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* pada obligasi *syari'ah/sukuk* perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2008, 2009 dan 2010. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Fahrur Rosi (menyatakan rasio *leverage* dan likuiditas berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*), dan tidak sesuai dengan penelitian terhadap peringkat obligasi oleh Michell Suherli , Anna Purwaningsih dan Luciana Spica Almilia dan Vieka Devi yang menyatakan bahwa rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Variabel solvabilitas, likuiditas dan *leverage* menjadi tidak berpengaruh, diakibatkan karena dampak *subprime mortgage* krisis global yang terjadi di tahun 2008.<sup>113</sup> Hampir seluruh perusahaan yang menjadi sampel penelitian di tahun 2008 memiliki kondisi kinerja perusahaan yang semakin memburuk, inilah yang mengakibatkan ketiga rasio tersebut menjadi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syari'ah/sukuk selama pengamatan tahun 2008 dan 2009.

---

<sup>113</sup> ----, *IDX Watch 2009-2010*-ninth edition (Jakarta:---, 2009), p.405



#### **D. Keterbatasan Penelitian**

Peneliti menyadari terdapat banyak kekurangan dan keterbatasan yang menyebabkan tingkat keakuratan dalam penelitian ini tidaklah mutlak, sehingga tidak menutup kemungkinan diadakannya penelitian lanjutan. Adapun keterbatasan-keterbatasan yang peneliti alami dalam meneliti pengaruh rasio-rasio keuangan (solvabilitas, likuiditas dan *leverage*) terhadap peringkat obligasi syariah/sukuk adalah sebagai berikut.

1. Model penelitian ini hanya meneliti tiga variabel independen yaitu solvabilitas, likuiditas dan *leverage* pengaruhnya terhadap peringkat obligasi syariah/sukuk.
2. Jangka waktu hanya tiga tahun dari tahun 2008, 2009 dan 2010.
3. Sedikitnya jumlah sukuk dengan peringkat *non investment grade*, sehingga model prediksi peringkat sukuk dengan peringkat *non investment grade* menjadi kurang baik.
4. Model penelitian ini hanya mengukur pengaruh peringkat obligasi syariah dari sisi faktor akuntansi saja, tanpa memperhatikan faktor non akuntansi seperti *sinking fund*, *secure* dan *maturity*.
5. Data penelitian yang diperoleh merupakan data perusahaan yang terjadi di tahun 2008 (pada tahun tersebut terjadi krisis global dan di tahun tersebut banyak perusahaan yang kondisi keuangannya tidak stabil) akibatnya hipotesis dalam penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis pada penelitian sebelumnya, yaitu Fahrur Rosi, Michell Suherli, Anna Purwaningsih dan Luciana Spika Amalia.

## **BAB V**

### **KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN SARAN**

#### **A. Kesimpulan**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh rasio keuangan yang signifikan terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, yaitu solvabilitas, likuiditas dan *leverage* berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. Penelitian ini meneliti sampel sebanyak 48 perusahaan/emiten yang terdaftar dalam laporan kegiatan Bursa Efek Indonesia tahun 2008, 2009 dan 2010. Berdasarkan hasil analisis pada bab terdahulu, hasil hipotesis menunjukkan:

1. Hipotesis satu menunjukkan rasio solvabilitas yang merupakan pembagian antara total utang dengan total aktiva, tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk* untuk, namun memiliki hubungan positif.
2. Hipotesis dua menunjukkan rasio likuiditas yang merupakan pembagian antara aktiva lancar dengan utang lancar, tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, namun memiliki hubungan positif.
3. Hipotesis tiga menunjukkan rasio *leverage* yang merupakan pembagian antara total utang dengan total ekuitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, namun memiliki hubungan yang negatif.
4. Rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* secara bersama tidak mempengaruhi peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*. Namun model penelitian ini menunjukkan bahwa penelitian memiliki model yang semakin baik.

5. Nilai rasio solvabilitas, likuiditas dan *leverage* menjadi tidak signifikan terhadap peringkat obligasi syaria' h akibat resesi perekonomian yang terjadi pada tahun 2008. Akibat dari krisis global juga dirasakan oleh sejumlah perusahaan *go public* di Indonesia.

## B. Implikasi

Model penelitian ini hanya meneliti 48 emiten yang terdaftar dalam laporan kegiatan Bursa Efek Indonesia tahun 2008, 2009 dan 2010 yang tercantum dalam *Indonesian Bond Market Directory*. Variabel yang diteliti hanya solvabilitas, likuiditas dan *leverage*. Peringkat obligasi syariah dapat dipengaruhi oleh faktor akuntansi dan non akuntansi lainnya (Fahrer Rosi)<sup>115</sup> seperti reputasi auditor, size perusahaan dan opini auditor. Juga dalam penelitian Luciana dan Vieka<sup>116</sup>, peringkat obligasi dipengaruhi oleh *maturity* obligasi.

## C. Saran

Berdasarkan kesimpulan dan keterbatasan di atas, maka peneliti memberikan saran-saran yang dapat bermanfaat bagi peneliti selanjutnya diantaranya:

1. Pada penelitian berikutnya dapat menambahkan variabel lain terkait dengan faktor akuntansi dan non akuntansi yang dapat diperkirakan dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi *syari'ah/sukuk*, sehingga dapat memperbaiki ketepatan prediksi model penelitian.
2. Variabel solvabilitas dapat dihitung juga dengan pembagian lainnya seperti *debt service ratio*.

---

<sup>114</sup> -----*IDX Watch 2009-2010*, Op.cit., p. 407

<sup>115</sup> Fahrer Rosi, Op.Cit., p.67

<sup>116</sup> Luciana Spica Almilia, et.al, "*Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*", Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART, 3 November 2007., p.21

3. Variabel likuiditas dapat dihitung juga dengan rasio pembagi lainnya seperti *quick ratio*, rasio kas atas aktiva lancar, rasio kas atas utang lancar dan rasio aktiva lancar terhadap total aktiva.
4. Variabel *leverage* dapat dihitung dengan rasio lain seperti *capital adequacy ratio* dan *capital formation*.
5. Untuk penelitian selanjutnya dapat menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang, sehingga jumlah emiten dengan peringkat *non investment grade* memiliki model penelitian yang lebih baik lagi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Charles., Donald J.Mathieson, International Monetary Fund, Garry J.Schinasi. *International Capital Markets: Development, Prospect and key policy issues.*---:International Monetary Fund. 1999
- Atmaja, Lukas Setia. *Manajemen Keuangan (Edisi Revisi Dilengkapi Soal Jawab)*.Yogyakarta: Andi Yogyakarta. 1999
- A.El-Gamal, Mahmoud. *ISLAMIC FINANCE-Law, Economics and Practice*. British: Cambridge University Press. 2009.
- A.Ross, Stephen, Randolph W.Westerfield, Bradford D. Jordan, *Fundamental of Corporate Finance*. USA: Mc Graw Hill. 2000.
- Burton, Maureen., Reynold Nesiba, Bruce Brown. *An Introduction to Financial Markets and Institutions*. New York: M.E Sharpe Inc. 2010.
- C.Van Horne, James dan John M.Wachowics. *Prinsip-Prinsip Manajemen Keuangan*-Edisi kesembilan. Jakarta: Salemba Empat. 1998.
- C. Van Horne, James. *Financial Management And Policy-twelfth edition*. New York: Prentice Hall. 2002.
- Chandra, Prasanna. *Investment Analysis and Portofolio Management*. New Delhi: Tata Graw-Hill. 2009.
- D. Kimmel, Paul, Jerry J.Weygandt, Donald E.Kieso. *Financial Accounting Tools for Business Decision Making*. USA: John Wiley & Sons.2004.
- Darmadji, Tjiptono dan M. Fakhruddin, Hendy. *Pasar Modal Di Indonesia-Pendekatan Tanya Jawab*.Jakarta: Salemba Empat. 2001.
- F.Brigham, Eugene., Joel F. Houston. *Manajemen Keuangan Buku-1* (edisi 8). Jakarta: Erlangga. 1998.
- F.Brigham, Eugene., Joel F. Houston. *Fundamental of Financial Management*. South Western: CENGAGE Learning.2009.
- Fess, Warren, Reeve. *Accounting-Pengantar Akuntansi-Buku Dua* (edisi 21). Jakarta:Salemba Empat. 2008.
- Ghozali, Imam. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS-Cetakan IV*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.2009.
- Graham, John.,Scott B. Smart, William L.Megginson. *Corporate Finance : Linking Theory To What Companies Do*.South-Western. Cengage Learning. 2010.
- Harahap, S. *Menuju Perumusan Teori Akuntansi Islam*. ---:Pustaka Quantum. 2001.
- Hario Seto, Septian, “Menggagas Pembiayaan Pembangunan Infrastruktur di Indonesia melalui Obligasi Syari’ah”, *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, Juli 2005, 2, hal, 58-76.
- Harvard University, Cambridge, Massachusetss. *Proceeding of The Third Harvard University Forum on Islamic Finance –Local Challenges*.USA: Global University. 1999.
- J.Adam, Nathif., Abdulkader. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books. 2005.
- J.Gitman, Lawrence. *Principles of Managerial Finance,Tenth Edition* (International Edition).New York: Addison Wesley. 2003.

- J.Gitman, Lawrence. *Principles of Managerial Finance* (International Edition).New York: Addison Wesley. 2006.
- J. Fabozzi, Frank. *Bond Portofolio Management*. Canad: John Willey & Sons, Inc., 2001.
- K.Shim, Jae., Joel G.Siegel. *Financial Management-Second Edition*. New York: Schaum's Out Lines-Mc Graw Hill. 1998.
- K.Nevitt,Peter., Frank J. Fabozzi. *Project Financing*. London: Euromoney Books. 2000.
- Keown, Martin, Petty, Scott JR. *Financial Management Principles and Application*-Ninth Edition. New Jearsey: Prentice Hall. 2002.
- Keown, Martin, Petty, Scott.JR. *Manajemen Keuangan: Prinsip-Prinsip dan Aplikasi*. --: PT INDEKS Kelompok GRAMEDIA. 2004.
- Magreta, Poppy Nurmayanti. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi". *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.11 No.3, 2009, hal 143-154.
- Meigs, Williams, Hakka, Bettner. *Financial Accounting*. Singapore:Mc Graw Hill. 2000.
- Mursyidi. *Akuntansi Dasar*. Bandung: Ghalia Indonesia anggota IKAPI. 2010.
- Muhammad, Rifqi. *Akuntansi Keuangan Syariah-Konsep dan Implementasi PSAK Syariah*. Yogyakarta: P3EI. 2008.
- N. Anthony, Robert; F.Hawkins and David. *Accounting text & Cases : International Edition*. Singapore: Mc Graw Hill Company. 2004.
- Nur, Muhammad. "Prospek dan Kendala Penerbitan Islamic Bond (Sukuk) oleh Pemerintah Indonesia; Mencermati Pengamatan Negara Lain", *Jurnal Utang Luar Negeri-Bank Indonesia*, Vol.7, September 2004, hal 18-21.
- Niswonger, Rollin C.,Warren, Reeve dan Fess. *Prinsip-Prinsip Akuntansi-Jilid 2, Edisi 19.Accounting, Nineteenth Edition*.Jakarta: Erlangga. 2000.
- OECD (Organisation for Economic Co-operation and Development. *Latin American Economic Outlook 2010*. ---:OECD.---
- P.Stickney, Clyde., Roman L.Weil, Katherine Schipper. *Financial Accouting: An Introdusction to Concepts, Methods and Uses*, South Western: CENGAGE Learning.---
- Pratisto, Arif. *Statistik Menjadi Mudah dengan SPSS 17*. Jakarta: Elex Media Computindo. 2010.
- Purwaningsih, Anna. "Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi : Studi pada Perusahaan Manufaktur yang terdaftar di BEJ", *KINERJA*,Vol.12 No.1, 2008, hal 85-99.
- Qardhawi, Yusuf. *Peran Nilai dan Moral dalam Perekonomian Islam*. ---Robbani Press. 1999.
- R.Lasher, William. *Practical Financial Management*.-----
- Rosi, Fahrora., Sofie. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Sukuk", *Jurnal Akuntansi Islam*, Volume 01.Juni 2010, 1, hal 28-66.
- Siddiqui, S.A, *Comprehensive Financial Accountancy XII*. New Delhi: Laxmi Publications (P) Ltd. ----

- Spica Almilia, Luciana., Vieka Devi. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", *Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART*, November 2007, 3, hal 1-23.
- Syafri Harahap, Sofyan. *Analisis Kritis Atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Raja Grafindo Perkasa. 2009.
- Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN. 2000.
- Sutedi, Adrian. *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*. Jakarta: Sinar Grafika. 2008.
- Sugiyono. *Statistika Untuk Penelitian-Cetakan Keduabelas*. Bandung: Alfabeta. 2007.
- Suharli, Michell. "Pengaruh Rasio Keuangan dan Konservatisme Akuntansi Terhadap Peningkatan Obligasi."---, Vol.13 No.2, 2008, hal 428-423.
- Umar, Husein. *Desain Penelitian MSDM dan Perilaku Karyawan-Paradigma Positivistik dan Berbasis Pemecahan Masalah*. Jakarta: PT Raja Grafindo Perkasa. 2009.
- Walsh, Ciaran. *Key Management Ratio/Rasio-Rasio Manajemen Penting Penggerak dan Pengendali Bisnis*. Jakarta: Erlangga. 2003.
- Wahana Komputer. *Pengolahan Data Statistik dengan SPSS 16.0*. Jakarta: Salemba Infotek. 2009.
- Yaya, Rizal., Aji Erlangga M., Ahim Abdurahim. *Akuntansi Perbankan Syari'ah-Teori dan Praktik Kontemporer*. Jakarta: Salemba Empat. 2009.
- Yamin, Sofyan., Heri Kurniawan. *SPSS Complete-Teknik Analisis Statistik Terlengkap dengan Software SPSS*. Jakarta: Salemba Indotek. 2009.
- Yee-Melichar, Darlene., Andrea Renwanz Boyle, Christina Flores. *Assisted Living Administration and Management: Effective Practices and Model*. New York: Springer Publishing Company. 2011.
- Zuhrotun, Zaki Baridwan. "The Effect of Ratings Announcement on Bond Performance", *SOSIOSAINS*, 19(1), Januari, 2006, hal 45-57.

[www.pefindo.com](http://www.pefindo.com) (diakses terakhir tanggal 23 Juni 2011)

[www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (diakses terakhir tanggal 20 Juni 2011)



# **LAMPIRAN-LAMPIRAN**

## Lampiran 1

### Tabel Sampel Penelitian

Tahun 2008						
No	<i>Emiten</i>	Solvabilitas	Likuiditas	<i>Leverage</i>	Peringkat (Y)	Kode Dummy
1	PT Indosat	0.628	0.926	1.720	IdAA+	1
2	PT Aneka Gas dan Industri	0.701	1.176	2.466	A3	1
3	Metrodata Electronic Tbk	0.705	1.280	2.882	A3	1
4	PT Mayora Indah Tbk	0.415	2.931	0.726	idA+	1
5	PT Summarecon Agung Tbk	0.501	9.816	1.009	idA-	1
6	PT Berlian Laju Tanker	0.840	0.697	5.234	idA+	1
7	Perusahaan Listrik Negara (Persero)	0.501	1.073	1.005	Aa2.id	1
8	Adhi Karya (Persero) Tbk	0.874	1.314	7.130	idA-	1
9	PT Apexindo Pratama Duta	0.521	2.598	1.089	idA+	1
10	PT Berlina Tbk	0.544	2.409	1.346	Baa3.id	1
11	PT Humpuss Intermoda Transportasi	0.321	1.896	0.484	A1.id	1
12	PT CSM Corporatama	0.808	0.560	4.482	Ba1.id	0
13	PT Ricky Putra Globalindo	0.414	1.942	0.714	Baa1.id	0
14	PT Matahari Putra Prima	0.607	2.248	1.571	idA+	1
15	Perkebunan Nusantara VII	0.586	1.300	1.416	idA	1
16	PT Sona Topas Tourism	0.690	1.168	2.228	A1.id	1

Tahun 2009						
No	<i>Emitten</i>	Solvabilitas	Likuiditas	<i>Leverage</i>	Peringkat (Y)	Kode Dummy
1	Adhi Karya (Persero) Tbk	9.580	1.260	7.745	idA-	1
2	PT Aneka Gas dan Industri	0.670	1.311	2.241	A3.id	1
3	PT Bakrieland Development	0.376	9.328	0.695	idBBB+	1
4	PT Berlian Laju Tanker	0.764	0.714	3.235	idA+	1
5	PT Indosat	0.658	0.905	1.953	idAA+	1
6	PT Matahari Putra Prima	0.675	1.122	2.117	idA+	1
7	PT Mayora Indah Tbk	0.563	2.189	1.323	idA+	1
8	Metrodata Electronic Tbk	0.674	1.336	2.740	A3.id	1
9	PT Mitra Adiperkasa Tbk	0.700	1.403	2.335	idA+	1
10	Perusahaan Listrik Negara (Persero)	0.563	0.764	1.289	Aa2.id	1
11	PT Pupuk Kaltim	0.470	1.431	0.901	idAA-	1
12	PT Apexindo Pratama Duta	0.453	1.336	0.828	idA+	1
13	PT Berlina Tbk	0.533	2.361	1.272	Baa3.id	1
14	PT Humpuss Intermoda Transportasi	0.445	0.815	0.823	A1.id	1
15	PT Ricky Putra Globalindo	0.498	1.631	1.002	Baa1.id	0
16	PT Salim Ivomas pratama	0.784	1.099	2.226	idAA-	1
17	Perkebunan Nusantara VII	0.621	1.240	1.642	idAA-	1

Tahun 2010						
No	<i>Emitten</i>	Solvabilitas	Likuiditas	<i>Leverage</i>	Peringkat (Y)	Kode Dummy
1	Adhi Karya (Persero) Tbk	0.868	1.196	6.686	idA-	1
2	PT Aneka Gas dan Industri	0.682	0.128	2.418	A3.id	1
3	PT Bakrieland Development	0.500	5.585	1.248	idBBB+	1
4	PT Berlian Laju Tanker	0.752	0.759	3.040	idA+	1
5	PT Indosat	0.668	0.546	2.047	idAA+	1
6	PT Matahari Putra Prima	0.663	1.611	2.019	idA+	1
7	PT Mayora Indah Tbk	0.500	2.290	1.026	idA+	1
8	Metrodata Electronic Tbk	0.617	1.493	2.041	A3.id	1
9	PT Mitra Adiperkasa Tbk	0.619	1.449	1.624	idA+	1
10	Perusahaan Listrik Negara (Persero)	0.570	0.981	1.363	Aa2.id	1
11	PT Pupuk Kaltim	0.475	1.630	0.916	idAA-	1
12	PT Titan Petrokimia	0.548	0.858	1.210	A+	1
13	PT Apexindo Pratama Duta	0.498	1.542	0.994	idA+	1
14	PT Ricky Putra Globalindo	0.454	1.789	0.840	Baa1.id	0
15	PT Salim Ivomas pratama	0.522	1.307	1.399	idAA-	1

### Lampiran 3

#### Uji Normalitas *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* Dan Normal Q-Q Plot

##### *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test (Variabel Peringkat)*

		Peringkat
N		48
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.92
	Std. Deviation	.279
Most Extreme Differences	Absolute	.534
	Positive	.383
	Negative	-.534
Kolmogorov-Smirnov Z		3.699
Asymp. Sig. (2-tailed)		.000

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

##### *Tests of Normality (Variabel Solvabilitas)*

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Solvabilitas	.452	48	.000	.202	48	.000

a. Lilliefors Significance Correction

##### *Tests of Normality (Variabel Likuiditas)*

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Likuiditas	.267	48	.000	.550	48	.000

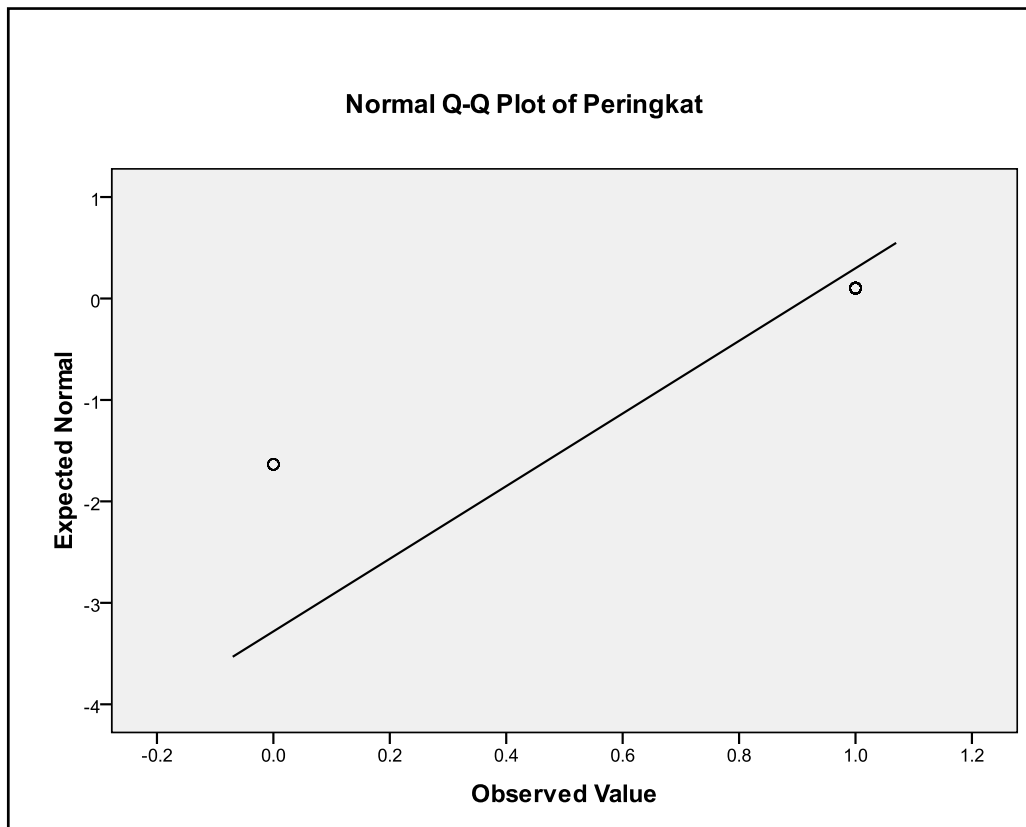
a. Lilliefors Significance Correction

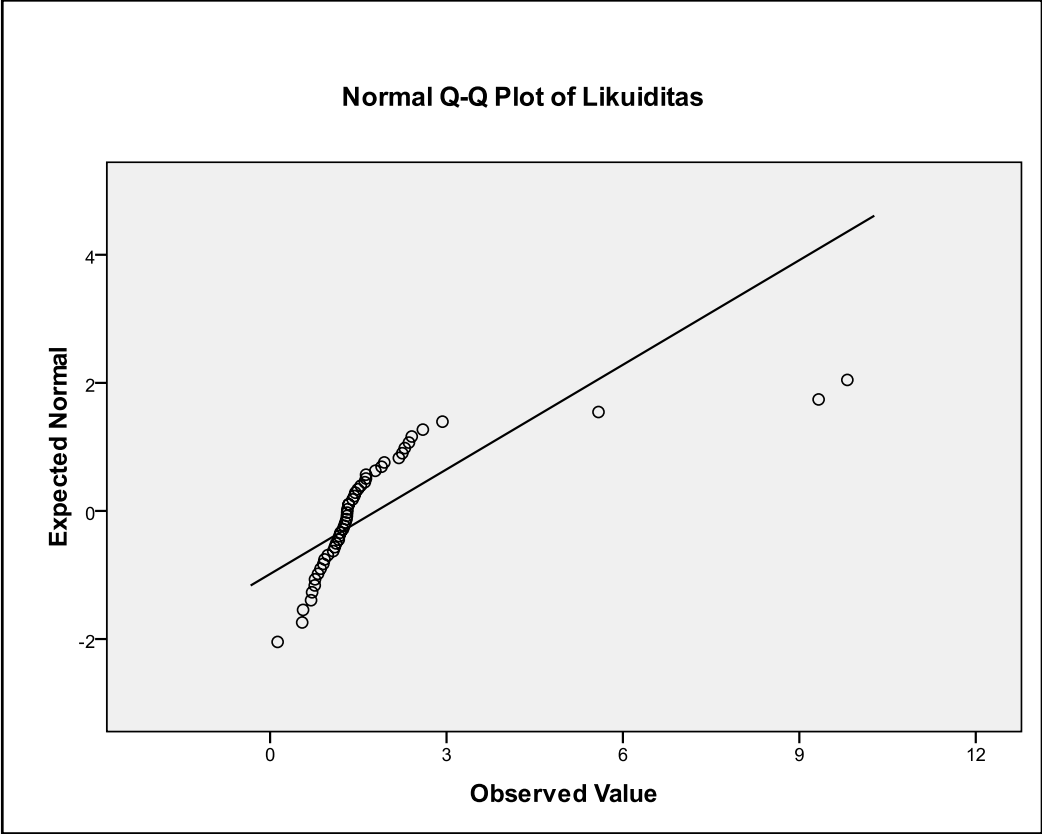
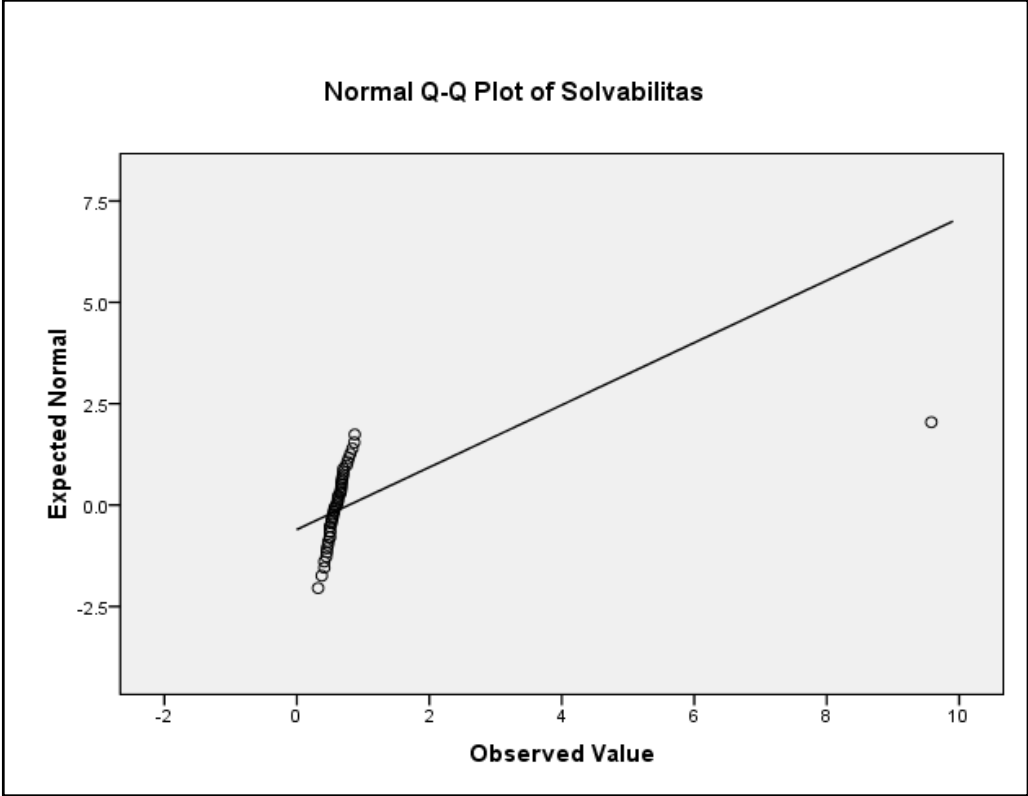
**Tests of Normality(Variabel Leverage)**

	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
Leverage	.214	48	.000	.731	48	.000

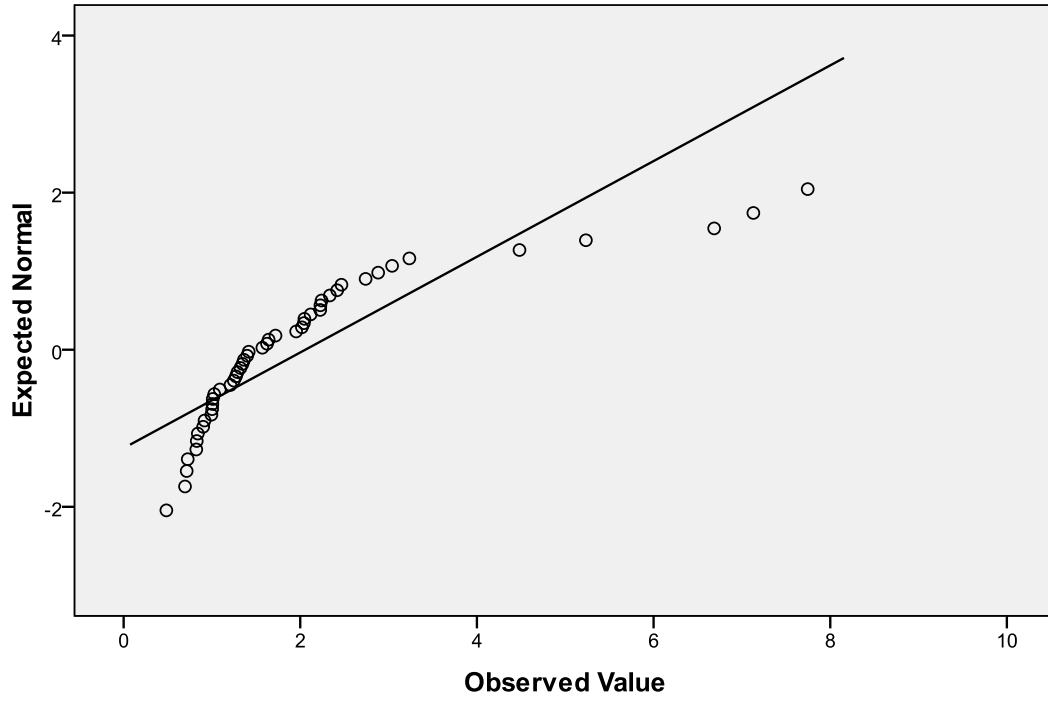
a. Lilliefors Significance Correction

**Grafik Normal Q-Q Plot**





Normal Q-Q Plot of Leverage



## Lampiran 4

### Uji Normalitas Analisis Statistik ( $Z_{\text{Skewness}}$ dan $Z_{\text{Kurtosis}}$ )

#### Descriptive Statistics

	N	Skewness		Kurtosis	
	Statistic	Statistic	Std. Error	Statistic	Std. Error
Solvabilitas	48	6.821	.343	46.993	.674
Likuiditas	48	3.491	.343	12.812	.674
Leverage	48	2.175	.343	4.605	.674
Peringkat	48	-3.113	.343	8.025	.674
Valid N (listwise)	48				

DESCRIPTIVES VARIABLES=Solvabilitas Likuiditas Leverage

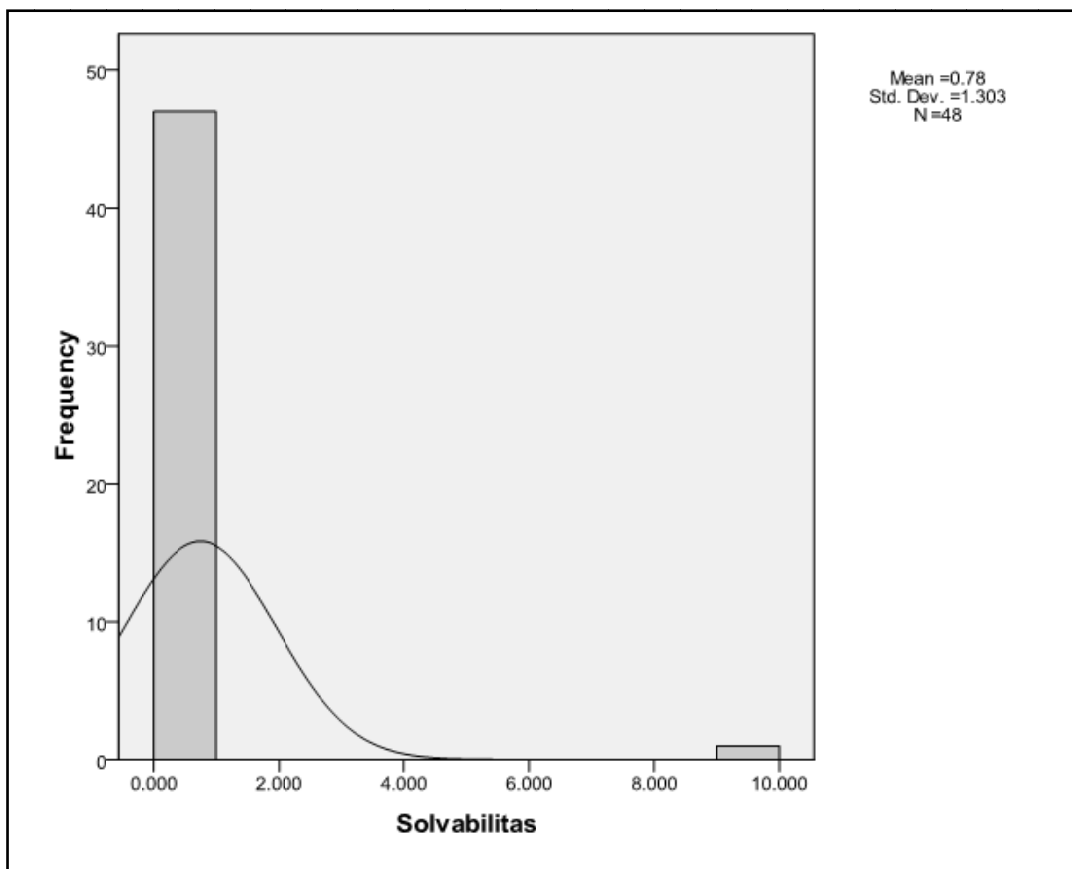
Peringkat /STATISTICS=KURTOSIS SKEWNESS.



## Lampiran 5

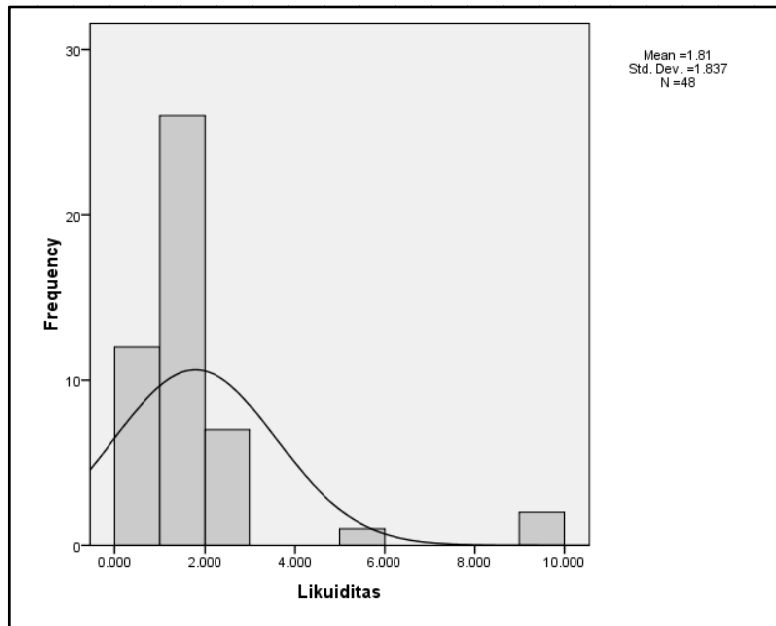
### Uji Normalitas Analisis Grafik Histogram

#### Grafik Histogram Solvabilitas



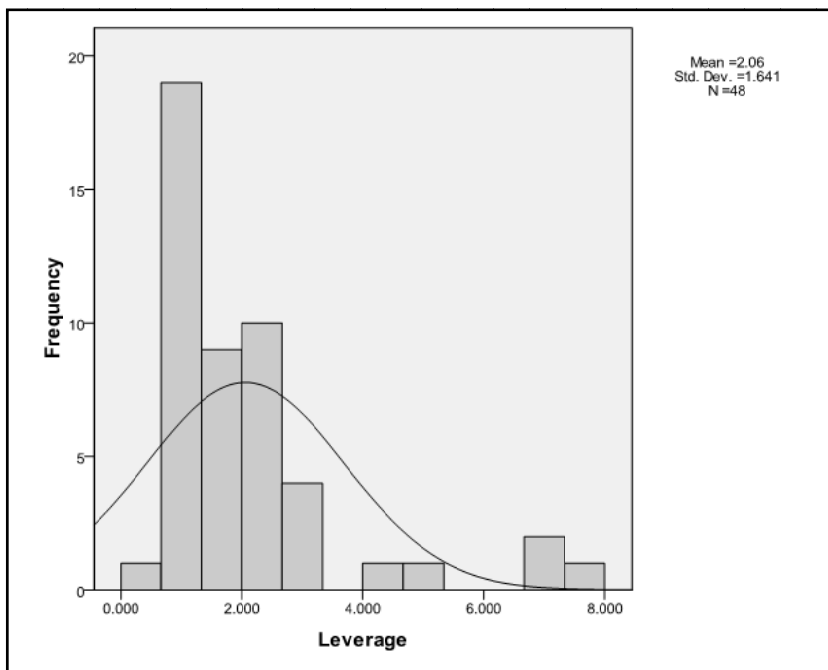
GRAPH /HISTOGRAM(NORMAL)=Solvabilitas.

### Grafik Histogram Likuiditas



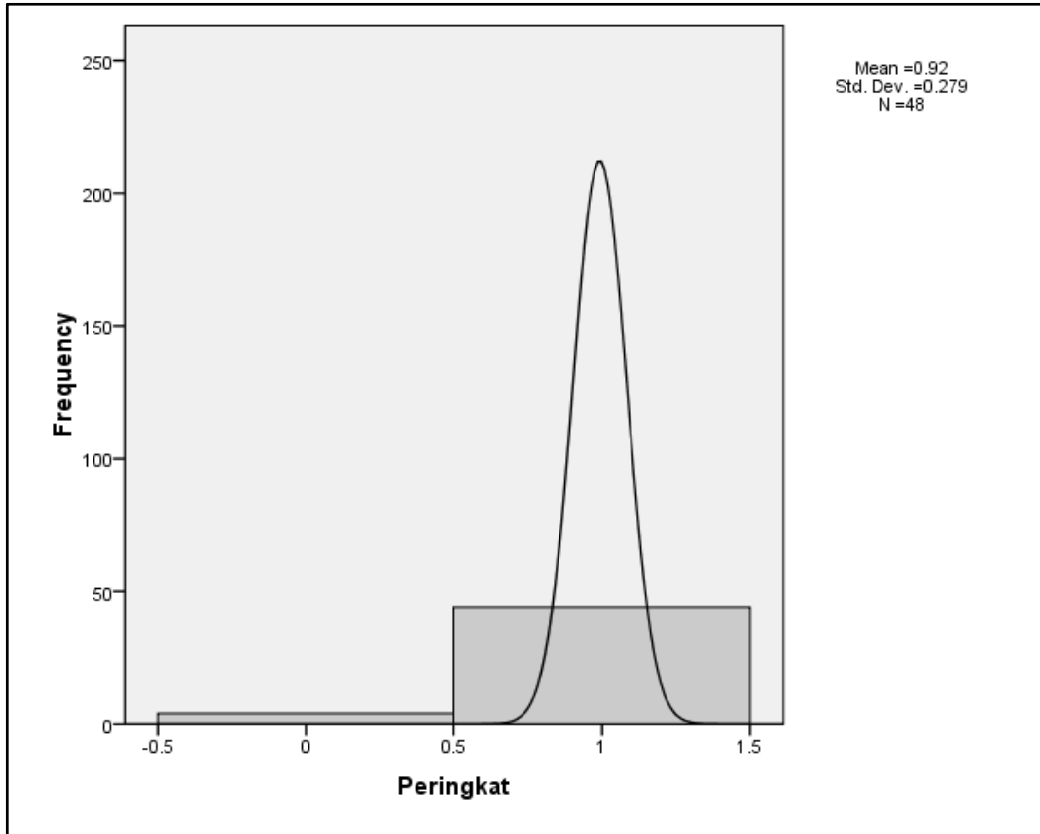
GRAPH /HISTOGRAM(NORMAL)=Likuiditas.

### Grafik Histogram Leverage



GRAPH /HISTOGRAM (NORMAL) =Leverage.

### Grafik Histogram Peringkat



GRAPH /HISTOGRAM (NORMAL) =Peringkat.

## Lampiran 6

### Perhitungan *Logistic Regression*

#### Logistic Regression

##### Case Processing Summary

Unweighted Cases <sup>a</sup>		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	48	100.0
	Missing Cases	0	.0
	Total	48	100.0
Unselected Cases		0	.0
Total		48	100.0

a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

##### Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
Non Investment	0
Investment	1

#### Block 0: Beginning Block

##### Iteration History<sup>a,b,c</sup>

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients	
			Constant	
Step 0	1	29.942	1.667	
	2	27.642	2.232	
	3	27.537	2.387	
	4	27.536	2.398	
	5	27.536	2.398	

- a. Constant is included in the model.
- b. Initial -2 Log Likelihood: 27.536
- c. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

**Classification Table<sup>a,b</sup>**

Observed	Predicted		
	Peringkat		Percentage Correct
	0	1	
Step 0 Peringkat 0	0	4	.0
1	0	44	100.0
Overall Percentage			91.7

- a. Constant is included in the model.
- b. The cut value is .500

**Variables in the Equation**

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0 Constant	2.398	.522	21.083	1	.000	11.000

**Variables not in the Equation**

	Score	df	Sig.
Step 0 Variables Solvabilitas	.151	1	.697
Likuiditas	.141	1	.707
Leverage	.146	1	.702
Overall Statistics	.419	3	.936

**Block 1: Method = Enter**

**Iteration History<sup>a,b,c,d</sup>**

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients			
		Constant	Solvabilitas	Likuiditas	Leverage
Step 1 1	29.751	1.487	.024	.044	.040
2	27.212	1.793	.080	.111	.092
3	26.930	1.666	.229	.186	.131
4	26.741	1.378	.720	.227	.104
5	24.781	-2.960	10.011	.396	-.661
6	24.514	-4.638	13.569	.518	-.884
7	24.508	-4.872	14.045	.552	-.915
8	24.508	-4.883	14.062	.555	-.916
9	24.508	-4.883	14.062	.555	-.916

a. Method: Enter

b. Constant is included in the model.

c. Initial -2 Log Likelihood: 27.536

d. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

**Model Summary**

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	24.508 <sup>a</sup>	.061	.140

a. Estimation terminated at iteration number 9 because parameter estimates changed by less than .001.

**Hosmer and Lemeshow Test**

Step	Chi-square	df	Sig.
1	3.532	8	.897

**Contingency Table for Hosmer and Lemeshow Test**

	Peringkat = 0		Peringkat = 1		Total
	Observed	Expected	Observed	Expected	
Step 1 1	1	1.253	4	3.747	5
2	1	.713	4	4.287	5
3	1	.580	4	4.420	5
4	0	.397	5	4.603	5
5	1	.298	4	4.702	5
6	0	.255	5	4.745	5
7	0	.213	5	4.787	5
8	0	.171	5	4.829	5
9	0	.112	5	4.888	5
10	0	.008	3	2.992	3

**Classification Table<sup>a</sup>**

Observed	Predicted		
	Peringkat		Percentage Correct
	0	1	
Step 1 Peringkat 0	0	4	.0
1	0	44	100.0
Overall Percentage			91.7

a. The cut value is .500

### Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 <sup>a</sup> Solvabilitas	14.062	9.166	2.354	1	.125	1279556.947
Likuiditas	.555	.806	.473	1	.492	1.742
Leverage	-.916	.748	1.501	1	.221	.400
Constant	-4.883	4.558	1.148	1	.284	.008

a. Variable(s) entered on step 1: Solvabilitas, Likuiditas, Leverage.

### Correlation Matrix

	Constant	Solvabilitas	Likuiditas	Leverage
Step 1 Constant	1.000	-.945	-.602	.761
Solvabilitas	-.945	1.000	.363	-.899
Likuiditas	-.602	.363	1.000	-.212
Leverage	.761	-.899	-.212	1.000



## Lampiran 7

### Distribusi Frekuensi

#### Frequencies

#### Solvabilitas

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	.321	1	2.1	2.1	2.1
	.376	1	2.1	2.1	4.2
	.414	1	2.1	2.1	6.3
	.415	1	2.1	2.1	8.3
	.445	1	2.1	2.1	10.4
	.453	1	2.1	2.1	12.5
	.454	1	2.1	2.1	14.6
	.470	1	2.1	2.1	16.7
	.475	1	2.1	2.1	18.8
	.498	2	4.2	4.2	22.9
	.500	2	4.2	4.2	27.1
	.501	2	4.2	4.2	31.3
	.521	1	2.1	2.1	33.3
	.522	1	2.1	2.1	35.4
	.533	1	2.1	2.1	37.5
	.544	1	2.1	2.1	39.6
	.548	1	2.1	2.1	41.7
	.563	2	4.2	4.2	45.8
	.570	1	2.1	2.1	47.9
	.586	1	2.1	2.1	50.0
	.607	1	2.1	2.1	52.1
	.617	1	2.1	2.1	54.2
	.619	1	2.1	2.1	56.3
	.621	1	2.1	2.1	58.3
	.628	1	2.1	2.1	60.4
	.658	1	2.1	2.1	62.5

.663	1	2.1	2.1	64.6
.668	1	2.1	2.1	66.7
.670	1	2.1	2.1	68.8
.674	1	2.1	2.1	70.8
.675	1	2.1	2.1	72.9
.682	1	2.1	2.1	75.0
.690	1	2.1	2.1	77.1
.700	1	2.1	2.1	79.2
.701	1	2.1	2.1	81.3
.705	1	2.1	2.1	83.3
.752	1	2.1	2.1	85.4
.764	1	2.1	2.1	87.5
.784	1	2.1	2.1	89.6
.808	1	2.1	2.1	91.7
.840	1	2.1	2.1	93.8
.868	1	2.1	2.1	95.8
.874	1	2.1	2.1	97.9
9.580	1	2.1	2.1	100.0
Total	48	100.0	100.0	

### Likuiditas

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid .128	1	2.1	2.1	2.1
.546	1	2.1	2.1	4.2
.560	1	2.1	2.1	6.3
.697	1	2.1	2.1	8.3
.714	1	2.1	2.1	10.4
.759	1	2.1	2.1	12.5
.764	1	2.1	2.1	14.6
.815	1	2.1	2.1	16.7
.858	1	2.1	2.1	18.8

.905	1	2.1	2.1	20.8
.926	1	2.1	2.1	22.9
.981	1	2.1	2.1	25.0
1.073	1	2.1	2.1	27.1
1.099	1	2.1	2.1	29.2
1.122	1	2.1	2.1	31.3
1.168	1	2.1	2.1	33.3
1.176	1	2.1	2.1	35.4
1.196	1	2.1	2.1	37.5
1.240	1	2.1	2.1	39.6
1.260	1	2.1	2.1	41.7
1.280	1	2.1	2.1	43.8
1.300	1	2.1	2.1	45.8
1.307	1	2.1	2.1	47.9
1.311	1	2.1	2.1	50.0
1.314	1	2.1	2.1	52.1
1.336	2	4.2	4.2	56.3
1.403	1	2.1	2.1	58.3
1.431	1	2.1	2.1	60.4
1.449	1	2.1	2.1	62.5
1.493	1	2.1	2.1	64.6
1.542	1	2.1	2.1	66.7
1.611	1	2.1	2.1	68.8
1.630	1	2.1	2.1	70.8
1.631	1	2.1	2.1	72.9
1.789	1	2.1	2.1	75.0
1.896	1	2.1	2.1	77.1
1.942	1	2.1	2.1	79.2
2.189	1	2.1	2.1	81.3
2.248	1	2.1	2.1	83.3

2.290	1	2.1	2.1	85.4
2.361	1	2.1	2.1	87.5
2.409	1	2.1	2.1	89.6
2.598	1	2.1	2.1	91.7
2.931	1	2.1	2.1	93.8
5.585	1	2.1	2.1	95.8
9.328	1	2.1	2.1	97.9
9.816	1	2.1	2.1	100.0
Total	48	100.0	100.0	

#### Leverage

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid .484	1	2.1	2.1	2.1
.695	1	2.1	2.1	4.2
.714	1	2.1	2.1	6.3
.726	1	2.1	2.1	8.3
.823	1	2.1	2.1	10.4
.828	1	2.1	2.1	12.5
.840	1	2.1	2.1	14.6
.901	1	2.1	2.1	16.7
.916	1	2.1	2.1	18.8
.994	1	2.1	2.1	20.8
1.002	1	2.1	2.1	22.9
1.005	1	2.1	2.1	25.0
1.009	1	2.1	2.1	27.1
1.026	1	2.1	2.1	29.2
1.089	1	2.1	2.1	31.3
1.210	1	2.1	2.1	33.3

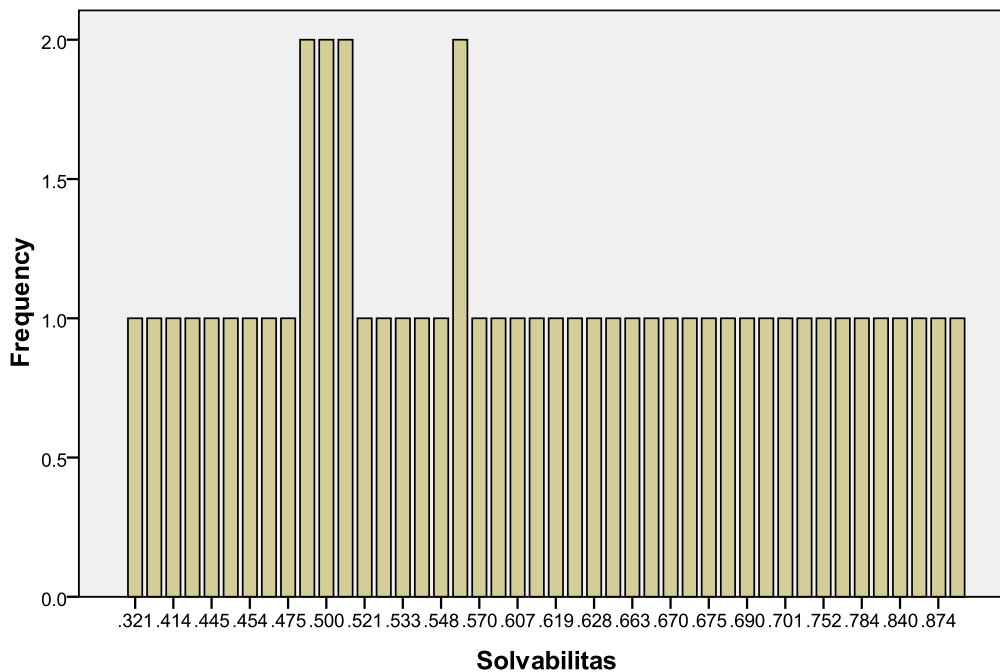
1.248	1	2.1	2.1	35.4
1.272	1	2.1	2.1	37.5
1.289	1	2.1	2.1	39.6
1.323	1	2.1	2.1	41.7
1.346	1	2.1	2.1	43.8
1.363	1	2.1	2.1	45.8
1.399	1	2.1	2.1	47.9
1.416	1	2.1	2.1	50.0
1.571	1	2.1	2.1	52.1
1.624	1	2.1	2.1	54.2
1.642	1	2.1	2.1	56.3
1.720	1	2.1	2.1	58.3
1.953	1	2.1	2.1	60.4
2.019	1	2.1	2.1	62.5
2.041	1	2.1	2.1	64.6
2.047	1	2.1	2.1	66.7
2.117	1	2.1	2.1	68.8
2.226	1	2.1	2.1	70.8
2.228	1	2.1	2.1	72.9
2.241	1	2.1	2.1	75.0
2.335	1	2.1	2.1	77.1
2.418	1	2.1	2.1	79.2
2.466	1	2.1	2.1	81.3
2.740	1	2.1	2.1	83.3
2.882	1	2.1	2.1	85.4
3.040	1	2.1	2.1	87.5
3.235	1	2.1	2.1	89.6
4.482	1	2.1	2.1	91.7
5.234	1	2.1	2.1	93.8
6.686	1	2.1	2.1	95.8

7.130	1	2.1	2.1	97.9
7.745	1	2.1	2.1	100.0
Total	48	100.0	100.0	

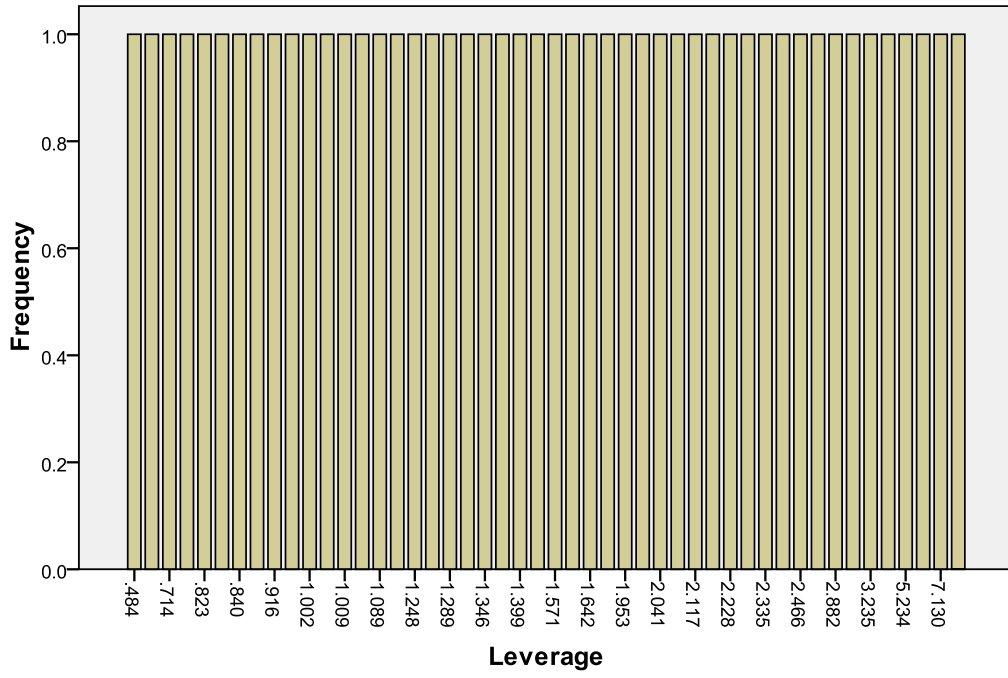
### Peringkat

	Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid 0	4	8.3	8.3	8.3
1	44	91.7	91.7	100.0
Total	48	100.0	100.0	

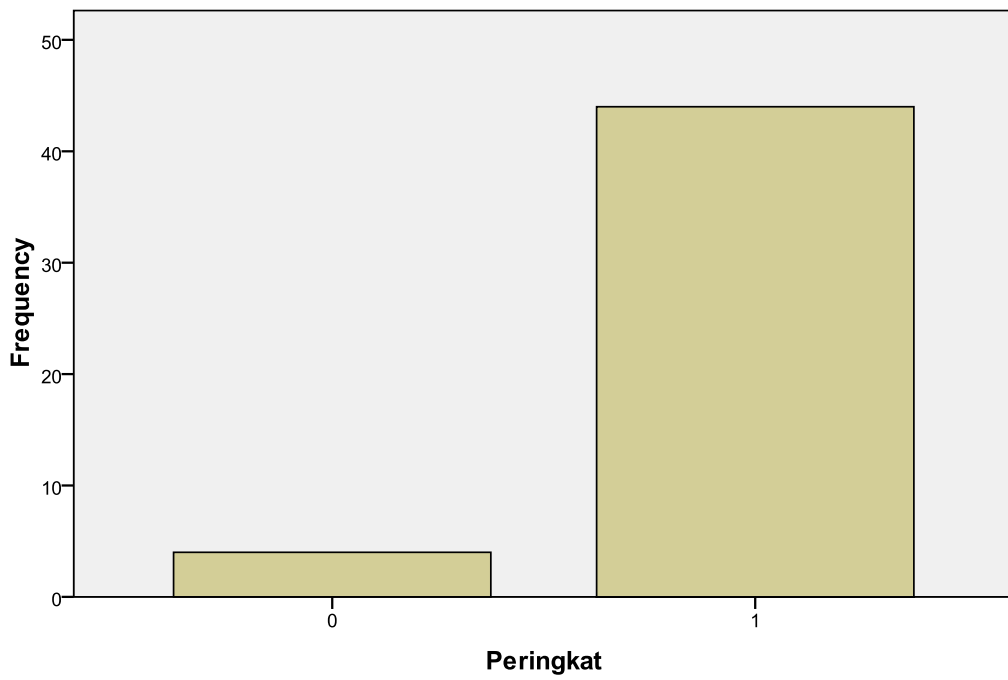
### Solvabilitas



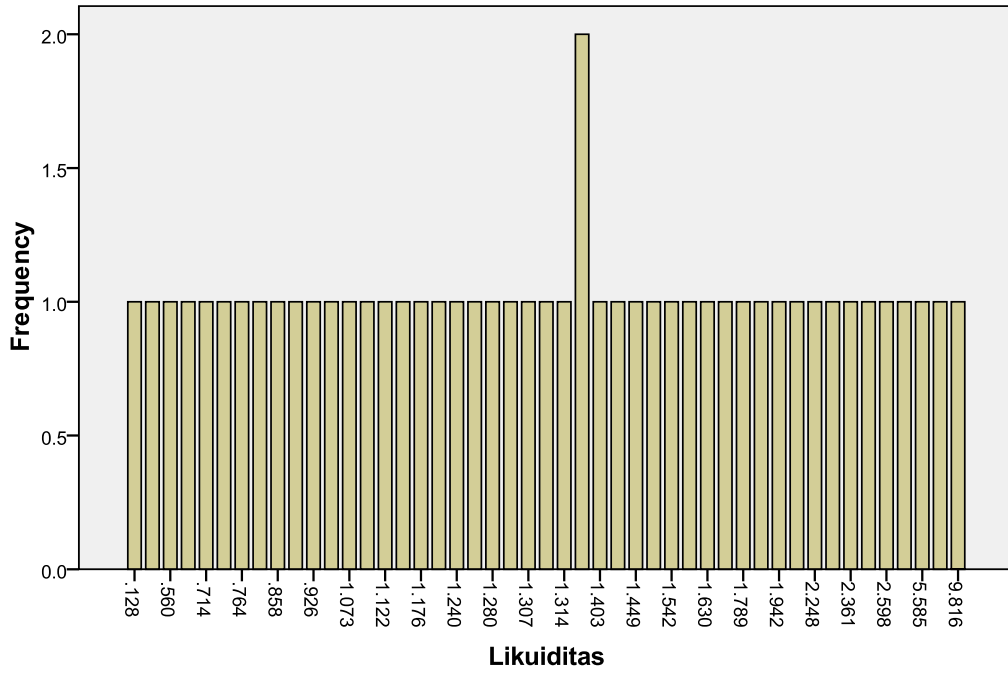
### Leverage



### Peringkat



### Likuiditas





**Lampiran 8**  
**Standar Rating Menurut Pefindo**

idAAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idAA	Hanya berbeda tipis dengan idAAA, tingkat idAA berarti memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idA	Memiliki kapasitas kuat dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek yang pasif dan perubahan situasi dan kondisi ekonomi.
idBBB	Memiliki kapasitas cukup/memadai dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun, kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan akan memperlemah kapasitas obligor.
idBB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai.
idB	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long-term financial commitments</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi akan merusak kapasitas obligor.
idCCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitments</i> .
idSD	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitments</i> .
idD	Gagal

Sumber: Jurnal Akuntansi Islam

**LAMPIRAN 9**

**IBMD (*INDONESIAN BOND MARKET***  
***DIRECTORY*) 2008**

# ADHI ADHI KARYA (PERSERO) TBK

Company Rating : idA-  
 Business Sector : Building Construction  
 Website : www.adhi-karya.com  
 Corporate Sec. : Kurnadi Gularso  
 Trustee : Bank Mega Tbk

ADDRESS  
 Jl. Raya Pasar Minggu KM 18  
 Jakarta - 12510  
 Phone : (021) 797-5312  
 Fax : (021) 797-5311

## PROFILE

The name Adhi Karya mentioned for the first time in the Decree of the Minister of Public Works and Labor dated 11th of March 1960. Later on, based on the Government Regulation No. 65 year 1961, the name was changed to become Perusahaan Negara Adhi Karya. In the same year and based on the same regulation, the formerly Dutch owned company but then nationalized, Associatie NV merged with the Company. In 1974, based on Act No. 1 dated June 1, 1974 juncto Amendment Act No. 2 dated December 3, 1974 both by Kartini Mulyadi, SH, Notaries in Jakarta, PT Adhi Karya (Persero) was established.

The Company's Statutes undergone several amendments. The last one was based on the Deed of Minutes of Meeting of Extraordinary General Meeting of Shareholders of Limited Liability Company PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dated 19-6-2008 (nineteen day of June two thousand and eighth) number 39, which made before Dr. A. Partomuan Pohan, S.H., LL.M, Notary Public in Jakarta.

Currently, ADHI has three lines of business which are:

### 1. Construction Service

Undertaking projects divided mainly into:

#### a. Infrastructure

Major public works and infrastructure projects i.e. roads and bridges, irrigations, power plants, ports, etc.

#### b. Buildings

High-rise buildings; public facility buildings; commercial buildings; residential buildings; industrial and manufacturing buildings; mechanical and electrical works, power transmission and main stations, building automation, air system and sound system, radio, telecommunication and instrumentation, etc.

### 2. Engineering Procurement Construction (EPC)

ADHI undertakes designing, planning and procurement prior to actual construction of the project. Since by its nature EPC projects offer a higher profit margin than simple construction projects, ADHI aims to develop and secure more EPC projects in the future.

### 3. Investment

Investment constitutes a new line of business that is altogether different from the construction business. ADHI will undertake selectively and focus more on infrastructure-related investments.

Now, ADHI has extended its projects to several Middle Eastern countries. This has strengthen its position to become a true champion in the construction service business and a choice in the EPC as well as investment in the field of infrastructure in Indonesia and several selected countries.

## FINANCIAL HIGHLIGHT Million Rp except Par Value

BALANCE SHEETS	Dec-2006	Dec-2007	Change %
Cash & Cash Equivalents	174,005	784,298	350.73 ▲
Receivables	813,264	1,091,047	34.16 ▲
Inventories	179,041	264,231	47.58 ▲
Investments	65,092	149,585	129.81 ▲
Fixed Assets	126,437	147,233	16.45 ▲
Other Assets	38,839	6,468	-83.35 ▼
<b>Total Assets</b>	<b>2,869,948</b>	<b>4,333,167</b>	<b>50.98 ▲</b>
Trade Payables	973,154	1,627,765	67.27 ▲
<b>Total Liabilities</b>	<b>2,425,550</b>	<b>3,787,812</b>	<b>56.16 ▲</b>
Minority Interests	3,737	14,121	277.82 ▲
Authorized Capital	544,000	544,000	-
Paid up Capital	180,132	180,132	-
Paid up Capital (Shares)	1,801	1,801	-
Par Value	100	100	-
Retained Earnings	240,481	331,055	37.66 ▲
<b>Total Equity</b>	<b>440,661</b>	<b>531,235</b>	<b>20.55 ▲</b>

## INCOME STATEMENTS

<b>Total Revenues</b>	<b>4,328,860</b>	<b>4,973,867</b>	<b>14.90 ▲</b>
Expenses	3,926,033	4,516,924	15.05 ▲
Gross Profit	436,987	495,456	13.38 ▲
Operating Expenses	185,287	204,362	10.29 ▲
<b>Operating Profit</b>	<b>251,700</b>	<b>291,094</b>	<b>15.65 ▲</b>
Other Income (Expenses)	-122,793	-137,257	-11.78 ▼
Income before Tax	128,906	153,838	19.34 ▲
Tax	33,036	40,927	23.88 ▲
Minority Interests	-289	-1,310	-352.92 ▼
<b>Net Income</b>	<b>95,581</b>	<b>111,601</b>	<b>16.76 ▲</b>

## FINANCIAL RATIOS

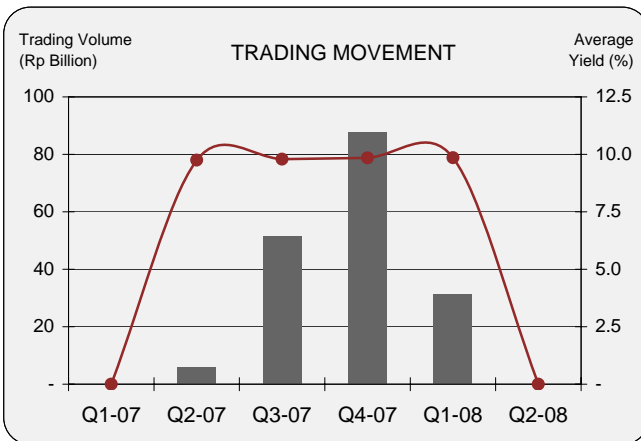
DER (X)	5.50	7.13	29.54 ▲
ROA (%)	3.33	2.58	-22.67 ▼
NPM (%)	2.21	2.24	1.62 ▲
OPM (%)	5.81	5.85	0.65 ▲

## AS OF JUNE 2008

No.	Code	Series Name	Outstanding (Rp Million)	Listing Date	Maturity Date	Issue Term	Coupon Structure	Coupon Payment Date	Rating
1.	ADHI04	IV Tahun 2007	375,000	09-Jul-07	06-Jul-12	5 Years	Fixed: 11.00%	06-Oct-07 06-Jan-08 06-Apr-08 06-Jul-08	idA-
2.	SMKADHI01	Sukuk Mudharabah I Tahun 2007	125,000	09-Jul-07	06-Jul-12	5 Years	Nisbah of Revenue Sharing: 76.39%	06-Oct-07 06-Jan-08 06-Apr-08 06-Jul-08	idA-(sy)

## TRADING HIGHLIGHT

### ADHI04



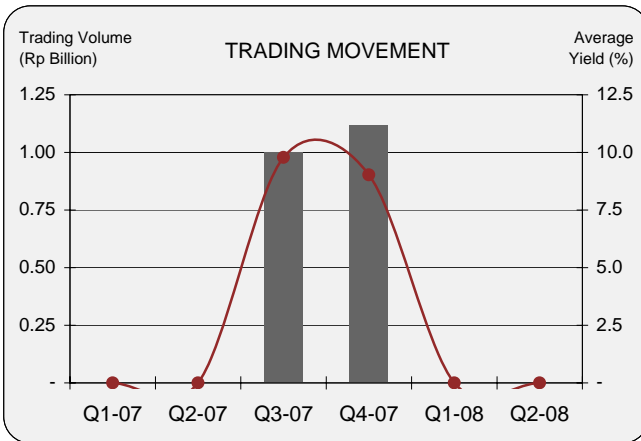
Executed Yield (%)	YEAR 2007				Q1-Q2 2008	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	N/A	9.763	9.698	9.749	9.844	-
Date	N/A	29-Jun	27-Sep	13-Dec	27-Mar	-
High	N/A	9.763	9.791	9.888	9.885	-
Low	N/A	9.743	9.652	9.737	9.778	-
WA <sup>1</sup>	N/A	9.753	9.791	9.845	9.854	-
Volume <sup>2</sup>	N/A	6.03	51.47	87.53	31.42	-
Turnover <sup>3</sup>	N/A	6.4%	54.9%	93.4%	33.5%	-

Modified Duration (Yrs): 5.938

<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp (4 X Volume)

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{\text{Trading Volume}}{\text{Outstanding}}$

### SMKADHI01



Executed Yield (%)	YEAR 2007				Q1-Q2 2008	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	N/A	N/A	9.787	9.025	-	-
Date	N/A	N/A	05-Jul	02-Oct	-	-
High	N/A	N/A	9.787	9.025	-	-
Low	N/A	N/A	9.787	9.025	-	-
WA <sup>1</sup>	N/A	N/A	9.787	9.025	-	-
Volume <sup>2</sup>	N/A	N/A	1.00	1.12	-	-
Turnover <sup>3</sup>	N/A	N/A	3.2%	3.6%	-	-

Modified Duration (Yrs): 3.657

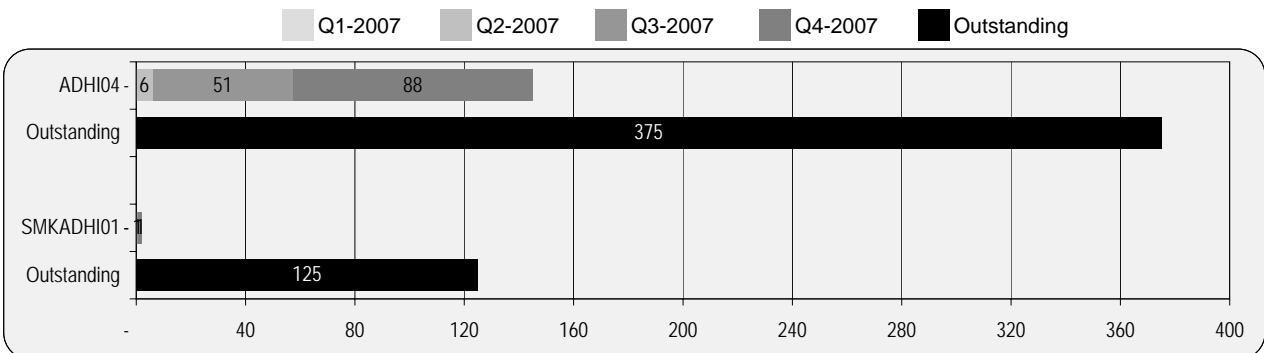
<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp (4 X Volume)

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{\text{Trading Volume}}{\text{Outstanding}}$

### TRADING STATISTICS 2007

No.	Code	Executed Yield (%)		Weighted Avg. Executed Yield (%)	TRADING VOLUME		Turnover Ratio (%)	Modified Duration (Yrs) End of Year
		Low	High		(Billion Rp)	% of Total		
1.	ADHI04	9.652	9.888	9.845	145	0.279	38.67%	5.938
2.	SMKADHI01	9.025	9.787	9.025	2	0.004	1.70%	3.657
TOTAL					147	0.283		

### TRADING VOLUME BY SERIES - YEAR 2007 (IN BILLION RP)



**LAMPIRAN 10**

**IBMD (*INDONESIAN BOND MARKET***

***DIRECTORY*) 2009**

Company Rating : A3.id  
 Business Sector : Crude, Petroleum & Natural Gas Production  
 Website : <http://www.anekagas.com>  
 Corporate Sec. : Rachmat Harsono  
 Trustee : Bank Mega Tbk

ADDRESS  
 Menara Anugrah 6th Floor, Kantor Taman E.3.3  
 Jl. Mega Kuningan Lot 8.6 - 8.7, Kawasan Mega Kuningan, Jakarta  
 Phone : (021) 5794-8880  
 Fax : (021) 5794-8881

**PROFILE**

PT Aneka Gas Industri, which better known as Aneka Gas is an industrial gases company with the largest network in Indonesia. Aneka Gas also is the first industrial gases company in Indonesia. Founded by the government under the Dutch colonization in 1916, Aneka Gas was going through several changes in ownership. Following the Indonesia independence, Aneka Gas was formally established by Indonesian Government on the 21th September 1971. In 1996, a German based multinational industrial gases company acquired majority shares of Aneka Gas. And finally in 2004, Aneka Gas has become a privately owned by a domestic investor and become a company funded through domestic capital.

The core business of Aneka Gas is to produce and supply industrial gases such as Oxygen, Nitrogen, Argon, Nitrous Oxide, Carbondioxide, and many other gases that has been used and serve to almost every industry such as metallurgy, chemical processes and petrochemical industry, electronic and electrical industry, medical and pharmaceutical industry, food and beverage industry, drinking water treatment, waste water treatment, agribusiness, mining, oil and gases, etc.

**FINANCIAL HIGHLIGHT** Million Rp except Par Value

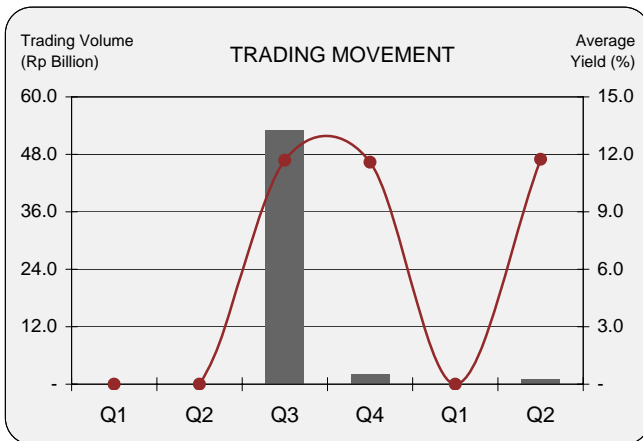
BALANCE SHEET	Dec-2007	Dec-2008	Change %
Cash & Cash Equivalents	17,673	79,776	351.40 ▲
Receivables	43,306	128,983	197.84 ▲
Inventories	23,572	34,525	46.46 ▲
Current Assets	123,294	191,078	54.98 ▲
Fixed Assets	336,901	458,657	36.14 ▲
Other Assets	7,835	11,195	42.88 ▲
<b>Total Assets</b>	<b>469,160</b>	<b>661,944</b>	<b>41.09 ▲</b>
Current Liabilities	109,124	145,793	33.60 ▲
Long Term Liabilities	219,723	297,524	35.41 ▲
<b>Total Liabilities</b>	<b>328,846</b>	<b>443,318</b>	<b>34.81 ▲</b>
Minority Interests	6,980	20,772	197.60 ▲
Authorized Capital	100,000	500,000	400.00 ▲
Paid up Capital	75,094	125,000	66.46 ▲
Paid up Capital (Shares)	0.1	0.1	66.46 ▲
Par Value	1	1	-
Retained Earnings	37,259	51,874	39.23 ▲
<b>Total Equity</b>	<b>133,334</b>	<b>197,855</b>	<b>48.39 ▲</b>
<b>INCOME STATEMENTS</b>			
<b>Total Revenues</b>	<b>303,770</b>	<b>366,729</b>	<b>20.73 ▲</b>
Expenses	181,176	204,560	12.91 ▲
Gross Profit	122,594	162,169	32.28 ▲
Operating Expenses	84,642	110,685	30.77 ▲
<b>Operating Profit</b>	<b>37,952</b>	<b>51,484</b>	<b>35.65 ▲</b>
Other Income (Expenses)	-23,842	-27,750	-16.39 ▼
Income before Tax	14,110	23,734	68.20 ▲
Tax	2,948	7,952	169.75 ▲
Minority Interests	-666	-1,167	-75.18 ▼
<b>Net Income</b>	<b>10,496</b>	<b>14,615</b>	<b>39.24 ▲</b>
<b>FINANCIAL RATIOS</b>			
DER (X)	2.47	2.24	-9.15 ▼
ROA (%)	2.24	2.21	-1.31 ▼
NPM (%)	3.46	3.99	15.33 ▲
OPM (%)	12.49	14.04	12.36 ▲

**AS OF JUNE 2009**

No.	Bond Code	Issue Name	Outstanding (Rp Million)	Listing Date	Maturity Date	Issue Term	Coupon Structure	Coupon Payment Date	Rating Result
1.	AGII01	I Tahun 2008	80,000	09-Jul-08	08-Jul-13	5 Years	Fixed: 14.5%	08-Oct-08 08-Jan-09 08-Apr-09 08-Jul-09	A3.id
2.	SIKAGII01	Sukuk Ijarah I Tahun 2008	160,000	09-Jul-08	08-Jul-13	5 Years	Nisbah: 14.50%	08-Oct-08 08-Jan-09 08-Apr-09 08-Jul-09	A3.id

## TRADING HIGHLIGHT

### AGII01



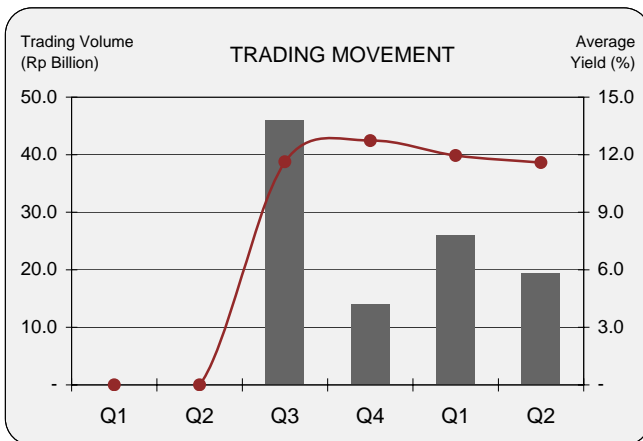
Executed Yield (%)	YEAR 2008				Q1-Q2 2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	N/A	N/A	11.640	11.590	-	11.741
Date	N/A	N/A	23-Sep	13-Oct	-	27-May
High	N/A	N/A	11.757	11.593	-	11.741
Low	N/A	N/A	11.635	11.590	-	11.741
WA <sup>1</sup>	N/A	N/A	11.689	11.592	-	11.741
Volume <sup>2</sup>	N/A	N/A	53.00	2.00	-	1.00
Turnover <sup>3</sup>	N/A	N/A	265.0%	10.0%	-	5.0%

At the end of Year, Modified Duration (Yrs): 7.366

<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{(4 \times \text{Trading Volume})}{\text{Out Standing end of period}}$

### SIKAGII01



Executed Yield (%)	YEAR 2008				Q1-Q2 2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	N/A	N/A	11.019	12.823	11.843	11.552
Date	N/A	N/A	25-Sep	05-Dec	30-Mar	15-Jun
High	N/A	N/A	12.091	13.521	12.129	11.827
Low	N/A	N/A	11.019	11.434	11.556	11.154
WA <sup>1</sup>	N/A	N/A	11.632	12.729	11.956	11.585
Volume <sup>2</sup>	N/A	N/A	46.00	14.00	26.00	19.40
Turnover <sup>3</sup>	N/A	N/A	115.0%	35.0%	65.0%	48.5%

At the end of Year, Modified Duration (Yrs): 5.792

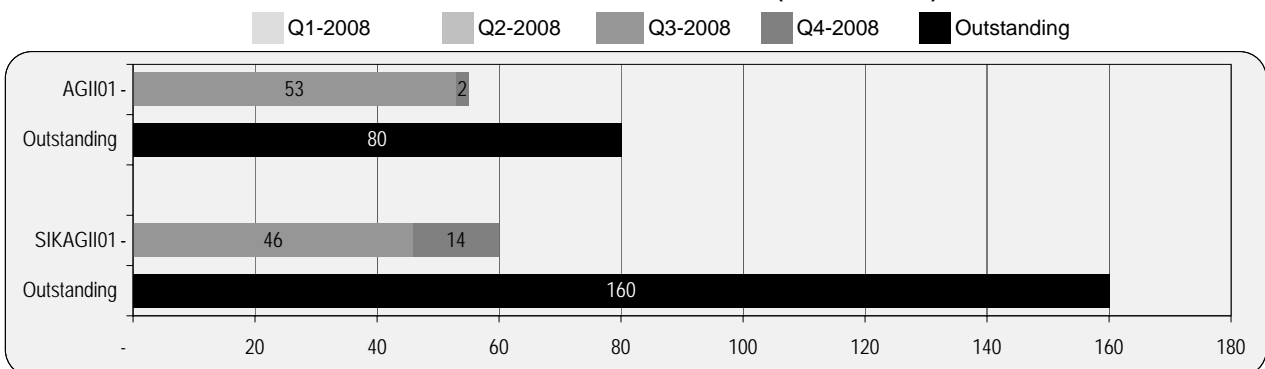
<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{(4 \times \text{Trading Volume})}{\text{Out Standing end of period}}$

### TRADING STATISTICS 2008

No.	Bond Code	Executed Yield (%)		Weighted Avg. Executed Yield (%)	TRADING VOLUME		Turnover Ratio (%)	Modified Duration (Yrs) End of Year
		Low	High		(Billion Rp)	% of Total		
1.	AGII01	11.590	11.757	11.592	55	0.17	68.75%	7.366
2.	SIKAGII01	11.019	13.521	12.729	60	0.19	37.50%	5.792
TOTAL					115	0.36		

### TRADING VOLUME BY ISSUE - YEAR 2008 (IN BILLION RP)



# AIRJ THAMES PAM JAYA (QQ. AETRA AIR JAKARTA)

Company Rating : A-(idn)  
 Business Sector : Water utilities  
 Website : -  
 Corporate Sec. : Yosua Lusopatia Tobing  
 Trustee : Bank Niaga Tbk

ADDRESS  
 Sampoerna Strategic Square, South Tower 28th Fl.  
 Jl. Jend. Sudirman Kav. 45-46, Jakarta 12930  
 Phone : (021) 577-2030  
 Fax : (021) 577-2041

## PROFILE

The company is a drinking water provider with 25 years concession under cooperation agreement with PDAM DKI Jakarta (PAM JAYA).

Scopes of the cooperation are management, operation and maintenance, as well as investment of optimizing, expanding and improving drinking water service for community within eastern part of DKI Jakarta with Ciliwung River as operational area boundary, comprising some part of Central Jakarta, North Jakarta and the whole area of East Jakarta.

## FINANCIAL HIGHLIGHT

Million Rp except Par Value

### BALANCE SHEETS

	Dec-2007	Dec-2008	Change %
Cash & Cash Equivalents	145,872	119,617	-18.00 ▼
Receivables	117,000	120,784	3.23 ▲
Inventories	19,100	22,779	19.26 ▲
Current Assets	294,585	309,798	5.16 ▲
Fixed Assets	479,588	543,739	13.38 ▲
Other Assets	1,331	-	-100.00 ▼
<b>Total Assets</b>	<b>1,003,361</b>	<b>1,007,774</b>	<b>0.44 ▲</b>
Current Liabilities	85,838	135,102	57.39 ▲
Long Term Liabilities	713,803	643,135	-9.90 ▼
<b>Total Liabilities</b>	<b>799,641</b>	<b>778,237</b>	<b>-2.68 ▼</b>
Minority Interests	-	-	N/A
Authorized Capital	176,500	176,500	-
Paid up Capital	87,191	100,756	15.56 ▲
Paid up Capital (Shares)	25	27	9.08 ▲
Par Value	3,530	3,530	-
Retained Earnings	-65,107	-39,290	39.65 ▲
<b>Total Equity</b>	<b>203,720</b>	<b>229,537</b>	<b>12.67 ▲</b>

### INCOME STATEMENTS

	Dec-2007	Dec-2008	Change %
<b>Total Revenues</b>	<b>626,735</b>	<b>703,632</b>	<b>12.27 ▲</b>
Expenses	267,582	301,458	12.66 ▲
Gross Profit	359,153	402,174	11.98 ▲
Operating Expenses	189,032	220,067	16.42 ▲
<b>Operating Profit</b>	<b>170,121</b>	<b>182,107</b>	<b>7.05 ▲</b>
Other Income (Expenses)	-64,716	12,037	N/A ▲
Income before Tax	105,405	194,144	84.19 ▲
Tax	42,557	58,477	37.41 ▲
Minority Interests	-	-	N/A
<b>Net Income</b>	<b>62,848</b>	<b>135,667</b>	<b>115.87 ▲</b>

### FINANCIAL RATIOS

	Dec-2007	Dec-2008	Change %
DER (X)	3.93	3.39	-13.62 ▼
ROA (%)	6.26	13.46	114.92 ▲
NPM (%)	10.03	19.28	92.27 ▲
OPM (%)	27.14	25.88	-4.65 ▼

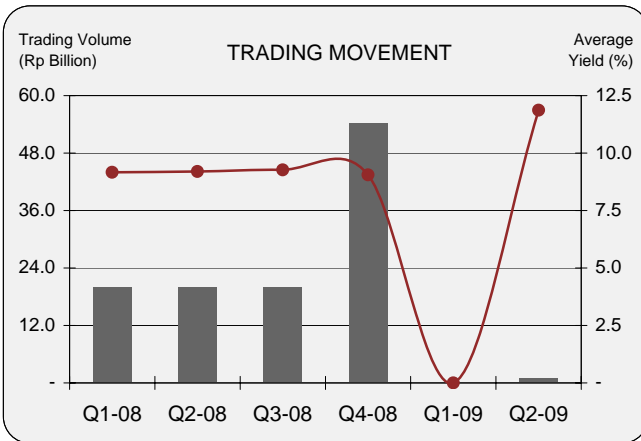


**AS OF JUNE 2009**

No.	Code	Series Name	Outstanding (Rp Million)	Listing Date	Maturity Date	Issue Term	Coupon Structure	Coupon Payment Date	Rating
1.	AIRJ01A	I Tahun 2008 Seri A	97,000	14-Mar-08	13-Mar-11	3 Years	Fixed: 11.30%	13-Jun-08 13-Sep-08 13-Dec-08 13-Mar-09	A-(idn)
2.	AIRJ01B	I Tahun 2008 Seri B	149,500	14-Mar-08	13-Mar-13	5 Years	Fixed: 12.50%	13-Jun-08 13-Sep-08 13-Dec-08 13-Mar-09	A-(idn)
3.	AIRJ01C	I Tahun 2008 Seri C	368,000	14-Mar-08	13-Mar-15	7 Years	Fixed: 13.25%	13-Jun-08 13-Sep-08 13-Dec-08 13-Mar-09	A-(idn)

**TRADING HIGHLIGHT**

**AIRJ01A**



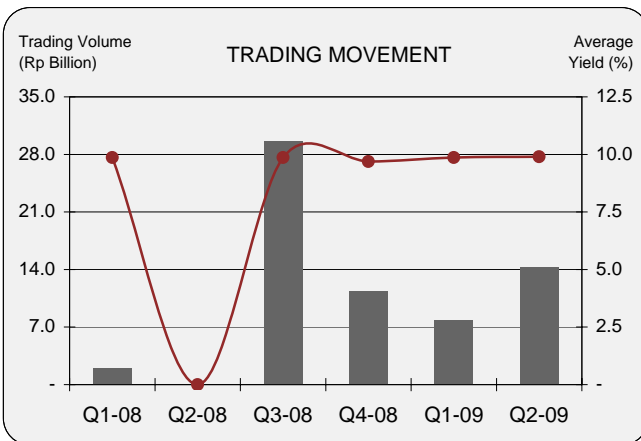
Executed Yield (%)	YEAR 2008				Q1-Q2 2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	9.162	9.202	9.307	8.903	-	11.864
Date	31-Mar	11-Apr	26-Sep	24-Dec	-	05-May
High	9.163	9.203	9.307	10.655	-	11.864
Low	9.162	9.202	9.237	8.468	-	11.864
WA <sup>1</sup>	9.163	9.203	9.272	9.050	-	11.864
Volume <sup>2</sup>	20.00	20.00	20.00	54.26	-	1.00
Turnover <sup>3</sup>	82.5%	82.5%	82.5%	223.8%	-	4.1%

Modified Duration (Yrs): 9.410

<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp

$$^3 \text{ Turnover Ratio (Annualized)} = \frac{(4 \times \text{Volume})}{\text{Outstanding}}$$

**AIRJ01B**



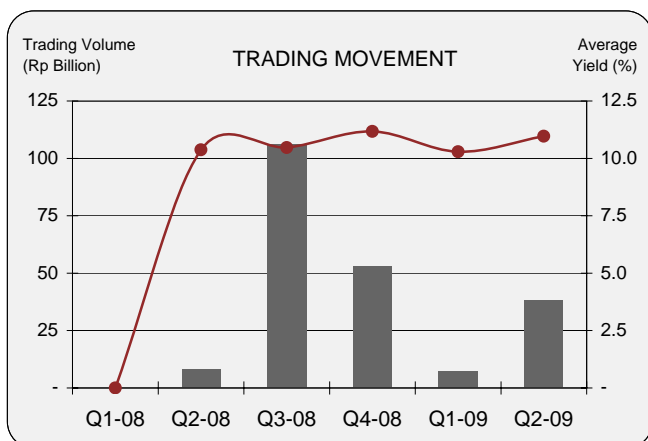
Executed Yield (%)	YEAR 2008				Q1-Q2 2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	9.863	-	9.870	9.863	9.863	10.248
Date	26-Mar	-	01-Sep	03-Dec	11-Mar	24-Jun
High	9.863	-	10.025	9.863	9.863	10.248
Low	9.863	-	9.575	9.467	9.863	9.628
WA <sup>1</sup>	9.863	-	9.864	9.690	9.863	9.902
Volume <sup>2</sup>	2.00	-	29.60	11.40	7.90	14.35
Turnover <sup>3</sup>	5.4%	-	79.2%	30.5%	21.1%	38.4%

Modified Duration (Yrs): 3.597

<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp

$$^3 \text{ Turnover Ratio (Annualized)} = \frac{(4 \times \text{Volume})}{\text{Outstanding}}$$

### AIRJ01C



Executed Yield (%)	YEAR 2008				Q1-Q2 2009	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	-	10.386	10.586	10.419	10.291	10.889
Date	-	24-Jun	09-Sep	18-Nov	08-Aug	26-Jun
High	-	10.397	10.586	11.608	10.291	11.388
Low	-	10.342	10.342	10.417	10.280	10.566
WA <sup>1</sup>	-	10.376	10.469	11.176	10.288	10.969
Volume <sup>2</sup>	-	8.00	106.00	53.00	7.00	38.00
Turnover <sup>3</sup>	-	8.7%	115.2%	57.6%	7.6%	41.3%

Modified Duration (Yrs): 5.139

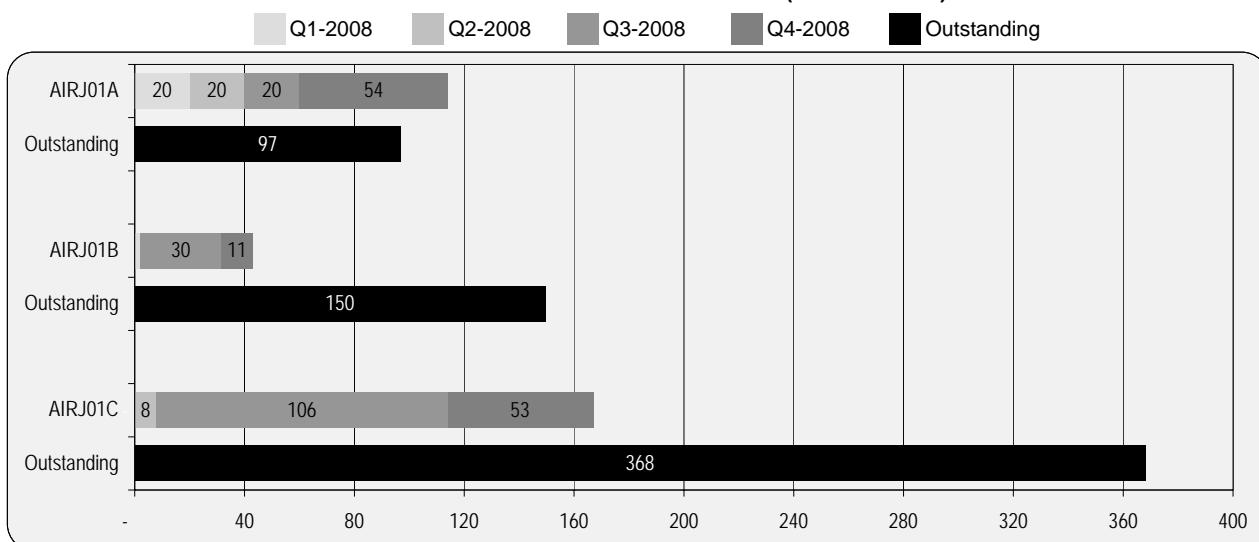
<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp (4 X Volume)

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{4 \times \text{Volume}}{\text{Outstanding}}$

### TRADING STATISTICS 2008

No.	Code	Executed Yield (%)		Weighted Avg. Executed Yield (%)	TRADING VOLUME		Turnover Ratio (%)	Modified Duration (Yrs) End of Year
		Low	High		(Billion Rp)	% of Total		
1.	AIRJ01A	8.468	10.655	9.050	114	0.36	117.79%	9.410
2.	AIRJ01B	9.467	10.025	9.690	43	0.13	28.76%	3.597
3.	AIRJ01C	10.342	11.608	11.176	167	0.52	45.38%	5.139
TOTAL					324	1.02		

### TRADING VOLUME BY SERIES - YEAR 2008 (IN BILLION RP)



This page is intentionally right blank

**LAMPIRAN 11**

**IBMD (*INDONESIAN BOND MARKET***

***DIRECTORY*) 2010**

Company Rating : idA-  
 Business Sector : Building Construction  
 Website : www.adhi.co.id  
 Corporate Sec. : Kurnadi Gularso  
 Trustee : Bank Mega Tbk.

ADDRESS  
 Jln. Raya Pasar Minggu KM 18  
 Jakarta - 12510  
 Phone : (021) 797-5312  
 Fax : (021) 797-5311

#### PROFILE

The name Adhi Karya mentioned for the first time in the Decree of the Minister of Public Works and Labor dated 11th of March 1960. Later on, based on the Government Regulation No. 65 year 1961, the name was changed to become Perusahaan Negara Adhi Karya. In the same year and based on the same regulation, the formerly Dutch owned company but then nationalized, Associatie NV merged with the Company. In 1974, based on Act No. 1 dated June 1, 1974 juncto Amendment Act No. 2 dated December 3, 1974 both by Kartini Muljadi, SH, Notaries in Jakarta, PT Adhi Karya (Persero) was established.

The Company's Statutes has been undergone for several amendments. The last one was based on the Deed of Minutes of Meeting of Extraordinary General Meeting of Shareholders of Limited Liability Company PT Adhi Karya (Persero) Tbk. dated 19-6-2008 (nineteen day of June two thousand and eight) number 39, which made before Dr. A. Partomuan Pohan, S.H., LL.M, Notary Public in Jakarta.

Currently, ADHI has three lines of business which are:

1. Construction Service  
 Undertaking projects divided mainly into:
  - a. Infrastructure  
 Major public works and infrastructure projects i.e. roads and bridges, irrigations, power plants, ports, etc.
  - b. Buildings  
 High-rise buildings; public facility buildings; commercial buildings; residential buildings; industrial and manufacturing buildings; mechanical and electrical works, power transmission and main stations, building automation, air system and sound system, radio, telecommunication and instrumentation, etc.
2. Engineering Procurement Construction (EPC)  
 ADHI undertakes designing, planning and procurement prior to actual construction of the project. Since by its nature EPC projects offer a higher profit margin than simple construction projects, ADHI aims to develop and secure more EPC projects in the future.
3. Investment  
 Investment constitutes a new line of business that is altogether different from the construction business. ADHI will undertake selectively and focus more on infrastructure-related investments.

Now, ADHI has extended its projects to several Middle Eastern countries. This has strengthen its position to become a true champion in the construction service business and a choice in the EPC as well as investment in the field of infrastructure in Indonesia and several selected countries.

#### FINANCIAL HIGHLIGHT

Million Rp except Par Value

BALANCE SHEETS	Dec-2008	Dec-2009	Change %
Cash & Cash Equivalents	364,904	306,902	-15.90 ▼
Receivables	1,476,694	1,789,279	21.17 ▲
Inventories	580,234	510,174	-12.07 ▼
Investments	143,708	180,132	25.35 ▲
Fixed Assets	166,810	80,870	-51.52 ▼
Other Assets	1,987	1,951	-1.85 ▼
<b>Total Assets</b>	<b>5,125,369</b>	<b>5,629,454</b>	<b>9.84 ▲</b>
Trade Payables	2,355,605	2,849,719	20.98 ▲
<b>Total Liabilities</b>	<b>4,525,469</b>	<b>4,888,581</b>	<b>8.02 ▲</b>
Minority Interests	15,620	9,673	-38.07 ▼
Authorized Capital	544,000	544,000	-
Paid up Capital	180,132	180,132	-
Paid up Capital (Shares)	1,801	1,801	-
Par Value	100	100	-
Retained Earnings	384,320	528,868	37.61 ▲
<b>Total Equity</b>	<b>584,279</b>	<b>731,200</b>	<b>25.15 ▲</b>

#### INCOME STATEMENTS

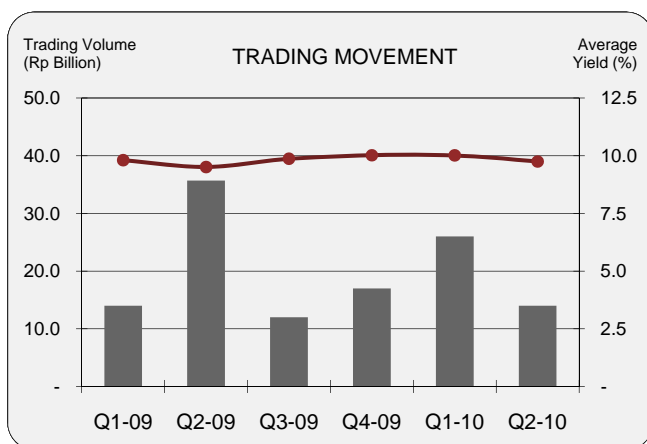
<b>Total Revenues</b>	<b>6,639,942</b>	<b>7,714,614</b>	<b>16.18 ▲</b>
Expenses	6,095,669	7,059,135	15.81 ▲
Gross Profit	572,521	751,880	31.33 ▲
Operating Expenses	204,613	215,061	5.11 ▲
<b>Operating Profit</b>	<b>367,908</b>	<b>536,819</b>	<b>45.91 ▲</b>
Other Income (Expenses)	-245,369	-205,046	16.43 ▲
Income before Tax	122,539	331,773	170.75 ▲
Tax	39,545	168,850	326.98 ▲
Minority Interests	-1,512	2,606	N/A ▲
<b>Net Income</b>	<b>81,482</b>	<b>165,530</b>	<b>103.15 ▲</b>

#### FINANCIAL RATIOS

DER (X)	7.75	6.69	-13.68 ▼
ROA (%)	1.59	2.94	84.96 ▲
NPM (%)	1.23	2.15	74.85 ▲
OPM (%)	5.54	6.96	25.59 ▲

**AS OF JUNE 2010**

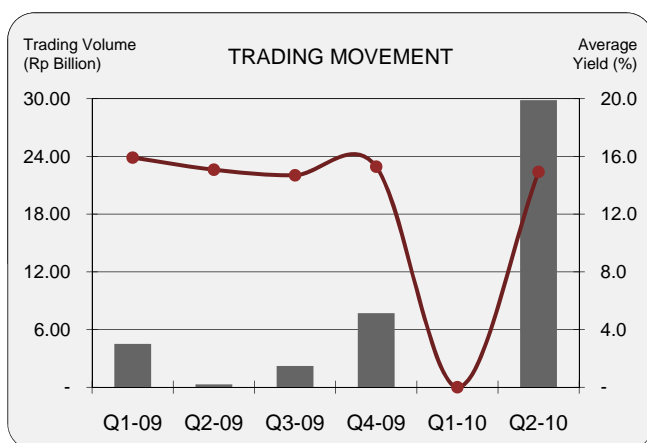
No.	Code	Series Name	Outstanding (Rp Million)	Listing Date	Maturity Date	Issue Term	Coupon Structure	Coupon Payment Date	Rating
1.	ADHI04	IV Tahun 2007	375,000	09-Jul-07	06-Jul-12	5 Years	Fixed 11.00%	06-Jul-10 06-Oct-10 06-Jan-11 06-Apr-11	idA-stable
2.	SMKADHI01	Sukuk Mudharabah I Tahun 2007	125,000	09-Jul-07	06-Jul-12	5 Years	Nisbah of Revenue Sharing: 76.39%	06-Jul-10 06-Oct-10 06-Jan-11 06-Apr-11	idA-(sy) stable

**TRADING HIGHLIGHT**
**ADHI04**


Executed Yield (%)	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	10.483	9.931	9.787	9.948	9.844	9.959
Date	16-Mar	30-Jun	13-Aug	23-Dec	26-Mar	21-May
High	10.708	10.215	9.898	10.178	10.094	9.960
Low	9.588	9.320	9.771	9.733	9.844	9.678
WA <sup>1</sup>	9.810	9.510	9.871	10.020	10.016	9.750
Volume <sup>2</sup>	14.00	35.70	12.00	17.00	26.00	14.00
Turnover <sup>3</sup>	14.9%	38.1%	12.8%	18.1%	27.7%	14.9%

Modified Duration (Yrs): 4.617

<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp (4 X Volume)

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{4 \times \text{Volume}}{\text{Outstanding}}$ 
**SMKADHI01**


Executed Yield (%)	2009				2010	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
Last	15.615	15.083	14.541	15.292	-	14.947
Date	13-Mar	10-Jun	30-Sep	16-Dec	-	24-Jun
High	16.223	15.088	14.894	15.414	-	14.954
Low	15.615	15.083	14.522	15.093	-	14.791
WA <sup>1</sup>	15.922	15.085	14.698	15.293	-	14.934
Volume <sup>2</sup>	4.50	0.30	2.20	7.70	-	29.85
Turnover <sup>3</sup>	14.4%	1.0%	7.0%	24.6%	-	95.5%

Modified Duration (Yrs): 3.545

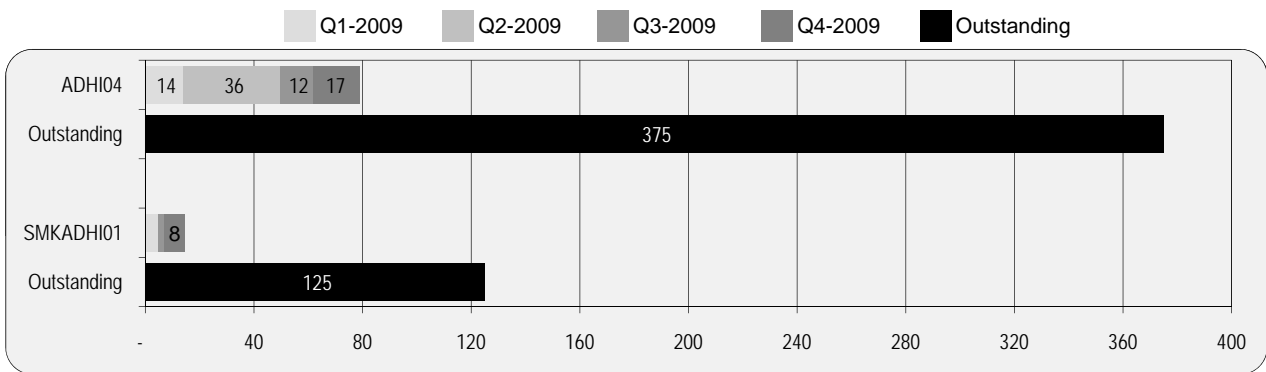
<sup>1</sup> Weighted Average; <sup>2</sup> Trading Volume in Billion Rp (4 X Volume)

<sup>3</sup> Turnover Ratio (Annualized) =  $\frac{4 \times \text{Volume}}{\text{Outstanding}}$

**TRADING STATISTICS 2009**

No.	Code	Executed Yield (%)		Weighted Avg. Executed Yield (%)	TRADING VOLUME		Turnover Ratio (%)	Modified Duration (Yrs) End of Year
		Low	High		(Billion Rp)	% of Total		
1.	ADHI04	9.320	10.708	10.020	79	0.28	20.99%	4.617
2.	SMKADHI01	14.522	16.223	15.293	15	0.05	11.76%	3.545
TOTAL					93	0.33		

**TRADING VOLUME BY SERIES (IN BILLION RP) - YEAR 2009**





**PEFINDO** CREDIT RATING INDONESIA

## SURAT KETERANGAN

Saya, yang bertanda tangan dibawah ini:

Titus Purwakusuma, Jabatan *Vice President - Head, Marketing & Business Development*,  
menerangkan bahwa mahasiswi Universitas Negeri Jakarta, Fakultas Ekonomi sbb:

Nama : Siska Ayu Christianty  
No. Registrasi : 8155072888  
Program Studi : Pendidikan Akuntansi

Telah mengadakan penelitian di PEFINDO, yang diantaranya diberikan *rating announcement*  
untuk tahun 2008 - 2010.

Demikian surat keterangan ini, untuk digunakan sebaiknya.

Jakarta, 20 Juli 2011

  
PEFINDO

**Titus Purwakusuma**  
*Vice President - Head, Marketing & Business Development*

/y/d



## RIWAYAT HIDUP

**Siska Ayu Christiany.** Nama panggilan Siska. Lahir di Jakarta 9 Januari 1988 adalah putri pertama dari tiga bersaudara pasangan Aluih Sudjaka dan Roswanti. Penulis beralamat di Jalan Bungur III No 60 kecamatan Pancoran Mas kelurahan Depok Jaya, kota Depok, Jawa Barat, Kode Pos 16432.



Penulis mengawali pendidikan di TK Aisiyah Bustanul Atfhal IV-Depok, SD PSKD Kwitang VIII-Depok, SMP N 2 Depok, SMA N 1 Depok dan merupakan mahasiswa konsentrasi Pendidikan Akuntansi, jurusan Ekonomi dan Administrasi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Jakarta yang masuk melalui jalur Reguler SPMB pada bulan Juli tahun 2007.

Pengalaman organisasi penulis dimulai semenjak duduk di bangku SMA, yaitu sebagai wakil ketua divisi Akademik ROHIS SMA N 1 Depok, ketua Komisi H MPK/OSIS SMA N 1 Depok, Bendahara Umum Forum Alumni SMAN 1 Depok Angkatan 2006. Kemudian ketika memasuki dunia kuliah, penulis aktif sebagai staf Departemen Kajian BSO-KSEI (Kelompok Studi Ekonomi Islam) tahun 2007, Ketua Departemen HRD BSO-KSEI tahun 2008, Bendahara Regional FoSSEI (Forum Silaturahmi Studi Ekonomi Islam) komisariat Jakarta Timur tahun 2008, Bendahara Umum BSO-KSEI tahun 2009, staf Departemen HRD FoSSEI regional JaBoDeTaBek tahun 2009, Dewan Penasehat Organisasi Departemen HRD BSO-KSEI tahun 2010-2011 dan staf Departemen Fundraising LAZ-UNJ (Lembaga Amil Zakat) tahun 2010-2011.

Penulis pernah mengikuti kegiatan Praktik Kerja Lapangan (PKL) di departemen Accounting PT Citra Van Titipan Kilat (TIKI) pusat, praktik magang sebagai akuntan pajak PT Kayris Media Cipta Kreasindo tahun 2010 dan akuntan di PT Elang Iskandar tahun 2011. Penulis juga aktif dalam Praktik Pengalaman Lapangan (PPL) di SMK N 8 Jakarta sebagai guru di kelas XII Akuntansi 1, 2 dan 3 mengajar program Accounting-MYOB versi 17 tahun 2010.

Penulis juga aktif dalam beberapa karya ilmiah dan perlombaan yang dimulai sejak SMA yaitu sebagai finalis karya tulis yang diadakan oleh LBPP Bahasa Indonesia tahun 2005, juara 1 kompetisi Bahasa Indonesia yang diadakan oleh FIB UI tahun 2006, juara 1 kompetisi debat PASCAL SMA N 1 Depok, penulis terbaik jurusan Akuntansi pada MPA FE UNJ 2007, juara 3 kompetisi Debat FE UNJ tahun 2009.