

**PENGARUH LIKUIDITAS, TINGKAT HUTANG, PERPUTARAN AKTIVA
DAN PROFITABILITAS TERHADAP PENDAPATAN OBLIGASI SYARIAH
MUDHARABAH DAN IJARAH**
**(Studi Pada Perusahaan Penerbit Obligasi Syariah yang Terdaftar Di
Bursa Efek Indonesia 2013-2017)**

Desi Anggra Ningsih
(desianggra026@gmail.com)

Dwi Irawati
Mahendra Galih Prasaja
Universitas Muhammadiyah Purworejo

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh likuiditas, tingkat hutang, perputaran aktiva dan profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Likuiditas diukur dengan *Current Ratio* (CR), tingkat hutang diukur dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), perputaran aktiva (TATO), profitabilitas (ROA) dan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* (*revenue sharing*).

Populasi penelitian semua perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan *purposive sampling* yaitu sampel yang ditetapkan dengan kriteria tertentu. Berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dan diperoleh sampel sebanyak dua perusahaan dengan akad *mudharabah* dan dua perusahaan dengan akad *ijarah*. Jenis data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dengan cara mengunduh laporan keuangan pada *website* resmi perusahaan non keuangan penerbit obligasi syariah. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda. Penelitian ini menggunakan alat bantu SPSS version 19.0.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa likuiditas, tingkat hutang, perputaran aktiva berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* data triwulanan. Sedangkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*. Likuiditas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* data tahunan. Sedangkan tingkat hutang, perputaran aktiva dan profitabilitas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

Kata Kunci : obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*, likuiditas, tingkat hutang, perputaran aktiva, profitabilitas.

A. PENDAHULUAN

Di Indonesia pasar keuangan syariah termasuk obligasi syariah (*sukuk*) tumbuh dengan cepat, meskipun peminatnya masih sangat relatif kecil dibandingkan dengan

pasar konvensional (Direktorat Pasar modal Otoritas Jasa Keuangan, 2015). Seiring dengan meningkatnya pertumbuhan pasar keuangan syariah membuat masyarakat tertarik melakukan investasi pada obligasi syariah yang tidak mengandung unsur *riba* dan *maysir*. Berdasarkan *Islamic Commercial Law Report 2017*, Indonesia berada diposisi keempat negara dengan nilai obligasi syariah (*sukuk*) *outstanding* terbesar yaitu senilai USD24.741 juta. Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah sebagai sumber pendanaan. Salah satu peluang untuk berkembangnya obligasi syariah di Indonesia, yang populer saat ini obligasi menggunakan akad *mudharabah* dan *ijarah*.

Tabel 1
Data Laporan Keuangan Triwulanan Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah*

Kode Perusahaan	Tahun	Triwulan	Pendapatan Obligasi Syariah	Likuiditas (CR)	Tingkat Hutang (DER)	Perputaran Aktiva (TATO)	Profitabilitas (ROA)
ADHI	2013	TW I	0,02	1,41	5,29	0,16	0,14
		TW II	0,02	1,36	6,01	0,39	0,81
		TW III	0,02	1,35	5,84	0,62	0,19
	2014	TW I	0,02	1,34	5,47	0,15	0,17
		TW II	0,02	1,34	5,53	0,32	0,62
		TW III	0,02	1,32	5,25	0,54	0,10
	2015	TW I	0,02	1,30	5,46	0,11	0,98
		TW II	0,02	1,25	6,18	0,22	0,01
		TW III	0,02	1,56	2,24	0,32	0,02
	2016	TW I	0,02	1,51	2,18	0,08	0,65
		TW II	0,02	1,45	0,45	0,18	0,21
		TW III	0,02	1,34	2,55	0,30	0,06
	2017	TW I	0,02	1,27	2,56	0,12	0,50
		TW II	0,02	1,48	3,21	0,22	0,05
		TW III	0,02	1,43	3,40	0,35	0,08
SMRA	2013	TW I	0,11	1,08	1,72	0,01	2,83
		TW II	0,11	1,45	2,09	0,15	0,44
		TW III	0,11	1,28	1,93	0,22	0,64
	2014	TW I	0,12	1,30	2,21	0,09	0,16
		TW II	0,12	1,30	1,77	0,13	0,38
		TW III	0,12	1,14	1,57	0,25	0,61
	2015	TW I	0,12	1,29	1,51	0,58	0,14
		TW II	0,12	0,62	0,15	0,15	0,03
		TW III	0,12	1,10	0,14	0,24	0,53
	2016	TW I	0,12	1,30	0,15	0,05	0,42
		TW II	0,12	1,30	0,16	0,11	0,66
		TW III	0,12	1,32	0,15	0,18	0,12
	2017	TW I	0,12	1,43	0,15	0,05	0,50
		TW II	0,12	1,43	0,15	0,12	0,59
		TW III	0,12	1,39	0,15	0,19	1,13

Sumber : Data diolah dari laporan keuangan triwulanan berbagai tahun

Berdasarkan Tabel 1 likuiditas pada perusahaan Adhi Karya Tbk dengan akad *mudharabah* cenderung menurun, dikarenakan kewajiban lancar naik lebih cepat

daripada aktiva lancar. Kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek pada saat jatuh tempo menurun (Houston, 2018:128). Likuiditas yang turun menyebabkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* turun. Sementara likuiditas pada perusahaan Summarecon Agung Tbk, cenderung meningkat yang menggambarkan perusahaan dalam kondisi baik karena perusahaan mampu membayar kewajiban jangka pendek dan aktiva lancar yang tersedia mampu menutupi utang pada saat ditagih (Kasmir, 2016:134).

Tingkat Hutang pada perusahaan Adhi Karya Tbk mengalami kenaikan, dimana aktiva perusahaan dibiayai oleh utang dan penggunaan hutang semakin besar akan mengakibatkan risiko keuangan semakin besar. Tingkat hutang yang tinggi menyebabkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* turun. Sementara tingkat hutang pada perusahaan Summarecon Agung Tbk mengalami penurunan, yang akan berdampak timbulnya risiko rendah.

Perputaran aktiva pada perusahaan Adhi Karya Tbk cenderung meningkat, artinya perusahaan mampu memaksimalkan aktiva yang dimiliki dengan tingkat penjualan yang tinggi pula, maka laba yang diperoleh juga ikut tinggi (Kasmir, 2016:185). Perputaran aktiva tinggi, pendapatan obligasi syariah *mudharabah* rendah. Dan perputaran aktiva pada perusahaan Summarecon Agung Tbk mengalami kenaikan, maka aktivitas perusahaan semakin efektif, dan laba yang akan diperoleh semakin besar.

Profitabilitas perusahaan Adhi Karya Tbk mengalami peningkatan, menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi baik, hal tersebut menggambarkan tingginya kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan (Fahmi, 2014:80). Profitabilitas yang tinggi, menyebabkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* turun. Sementara profitabilitas pada perusahaan Summarecon Agung Tbk yang mengalami penurunan, kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba rendah, dan manajemen perusahaan dalam pengelolaan kurang baik.

Terdapat perbedaan antara pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*. Pendapatan obligasi syariah *mudharabah*, pengusaha bertindak sebagai wakil pemilik modal, dan jika memperoleh keuntungan maka pengusaha bertindak sebagai rekan pemilik modal, keuntungan tersebut harus dibagikan sesuai dengan prinsip syariah yaitu *musyarakah*. Sedangkan *return* pada obligasi syariah *ijarah*

yakni menggunakan sistem sewa, sehingga besar *return* yang diberikan sama sepanjang waktu atau tetap selama obligasi masih berlaku.

Tabel 2
Data Laporan Keuangan Tahunan Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah*

Kode Perusahaan	Tahun	Pendapatan Obligasi Syariah	Likuiditas (CR)	Tingkat Hutang (DER)	Perputaran Aktiva (TATO)	Profitabilitas (ROA)
MYOR	2013	0,02	2,40	1,49	1,23	0,10
	2014	0,02	2,09	1,53	1,37	0,03
	2015	0,02	2,37	1,18	1,30	0,11
	2016	0,02	2,25	1,06	1,42	0,10
	2017	0,02	2,39	1,03	1,39	0,10
AISA	2013	0,14	1,75	1,13	0,80	0,06
	2014	0,14	2,66	1,06	0,69	0,05
	2015	0,14	1,62	1,28	0,66	0,04
	2016	0,14	2,38	1,17	0,70	0,07
	2017	0,14	1,16	1,28	0,56	0,09

Sumber: data diolah laporan keuangan tahunan

Berdasarkan Tabel 2 likuiditas pada perusahaan Mayora Indah Tbk mengalami penurunan, artinya perusahaan kurang modal untuk membayar kewajiban. Likuiditas yang turun menyebabkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi. Tingkat likuiditas yang rendah akan dikompensasi oleh emiten dengan menjanjikan imbal hasil atau pendapatan yang lebih tinggi (Fabozzi, 2010:116). Dan likuiditas pada perusahaan Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk cenderung menurun, umumnya dikarenakan kewajiban lancar naik lebih cepat daripada aktiva lancar yang selanjutnya menyebabkan penurunan kemampuan perusahaan membayar kewajiban jangka pendek pada saat jatuh tempo (Houston, 2018:128). Likuiditas yang turun mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *ijarah* tinggi.

Tingkat hutang perusahaan Mayora Indah Tbk menurun, artinya akan berdampak timbulnya risiko rendah. Dimana perusahaan mampu membayar kewajiban jangka panjangnya pada saat jatuh tempo, yang dibiayai oleh hutang. Semakin rendah tingkat hutang mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* yang diterima investor tinggi dengan harga obligasi syariah stabil (Marcus, 2014:480). Sementara tingkat hutang perusahaan Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk tinggi, artinya aktiva perusahaan dibiayai oleh utang dan penggunaan hutang semakin besar akan mengakibatkan risiko keuangan semakin besar. Semakin tinggi tingkat hutang semakin rendah kemampuan modal untuk menutupi hutang.

Perputaran aktiva pada perusahaan Mayora Indah Tbk dan Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk mengalami penurunan, artinya perusahaan belum mampu memaksimalkan

aktiva yang dimiliki dengan tingkat penjualan yang rendah, maka laba yang diperoleh juga ikut rendah (Kasmir, 2016:185). Perputaran aktiva yang turun mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi.

Profitabilitas PT Mayora Indah Tbk turun, menunjukkan bahwa perusahaan dalam kondisi kurang baik, sehingga peluang perusahaan untuk memperoleh keuntungan menurun (Tandelilin, 2010:372). Semakin rendah profitabilitas mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi. Sementara profitabilitas PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk mengalami kenaikan, artinya memiliki kesempatan sumber dana yang lebih besar baik dalam bentuk pinjaman maupun modal dari pemegang dari obligasi syariah untuk di investasikan kembali (Hanafi, 2004:42). Profitabilitas yang tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *ijarah* tinggi.

Jika dilihat dari beberapa penelitian terdahulu, terdapat perbedaan hasil penelitian yang berkaitan dengan pengaruh likuiditas, tingkat hutang, perputaran aktiva dan profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* (studi pada perusahaan non keuangan penerbit obligasi syariah yang terdaftar di bursa efek indonesia 2013-2017). Berdasarkan hal tersebut, maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Pengaruh Likuiditas, Tingkat Hutang, Perputaran Aktiva dan Profitabilitas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah* (Studi Pada Perusahaan Non Keuangan Penerbit Obligasi Syariah yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia 2013-2017)”**.

B. RUMUSAN MASALAH

1. Apakah pengaruh likuiditas terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* triwulanan dan tahunan?
2. Apakah pengaruh likuiditas terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* triwulanan dan tahunan?
3. Apakah pengaruh tingkat hutang terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* triwulanan dan tahunan?
4. Apakah pengaruh tingkat hutang terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* triwulanan dan tahunan?

5. Apakah pengaruh perputaran aktiva terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* triwulanan dan tahunan ?
6. Apakah pengaruh perputaran aktiva terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* triwulanan dan tahunan?
7. Apakah pengaruh profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* triwulanan dan tahunan ?
8. Apakah pengaruh profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* triwulanan dan tahunan ?

C. KAJIAN TEORI DAN KERANGKA PEMIKIRAN

1. Kajian Teori

a. Obligasi Syariah

Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institution (AAOIFI) mendefinisikan *sukuk* sebagai surat berharga bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang dibagikan atas suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu. Menurut Rahardjo (2003:141) pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap satu tahun).

b. Keuntungan (Pendapatan)

Hal utama yang melekat dalam obligasi syariah adalah pendapatan yang dihitung berdasarkan sistem bagi hasil. Menurut Nafik (2009:116) ada empat model bagi hasil yaitu sistem bagi hasil berdasarkan pendapatan (*Revenue Sharing*), sistem bagi hasil laba kotor (*Gross Profit Sharing System*), sistem bagi hasil berdasarkan laba operasi bersih (*Operating Profit Sharing system*), dan sistem bagi hasil berdasarkan laba bersih (*Net Profit Sharing System*). Investor *sukuk* akan menghitung seberapa besar pendapatan investasi atas dana yang dibelikan *sukuk* tersebut dengan menggunakan alat ukur imbal hasil.

c. Likuiditas

Menurut Zubir (2012:8) semakin likuid perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut, maka semakin kecil risiko gagal bayarnya. Likuiditas yang tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi (Sartono, 2010:116). Likuiditas yang tinggi juga meningkatkan pendapatan

obligasi syariah *ijarah* berdasarkan imbalan yang sudah disepakati pada awal penerbitan oleh investor yang dibayarkan secara periodik. imbalan tersebut berupa *fee* yang sifatnya tetap (Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004).

d. Tingkat Hutang

Menurut Houston (2018:135) perusahaan yang memiliki rasio utang tinggi akan cenderung memiliki risiko yang tinggi dalam pengembalian investasi. Tingkat hutang yang semakin tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* meningkat. Sehingga pembagian pendapatan dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan, dengan ketentuan pada saat jatuh tempo diperhitungkan secara keseluruhan. Dimana emiten membayar kembali modal kepada investor sebesar nilai *sukuk* pada saat penerbitan (Prospektus Penawaran Umum Sukuk Emitan, 2011).

e. Perputaran aktiva

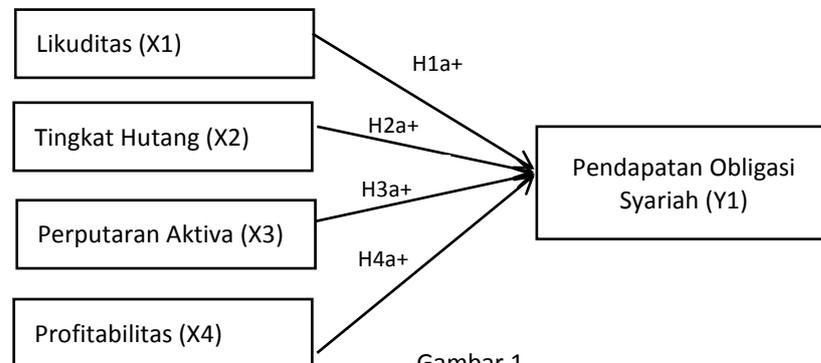
Harahap (2008:309) mengatakan bahwa semakin tinggi perputaran aktiva mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* juga tinggi. Perputaran aktiva yang tinggi juga meningkatkan pendapatan syariah *ijarah*. Penurunan *fee* karena perubahan maka kurs akan semakin besar dan *issuer* (penerbit) akan dirugikan. Kerugian *issuer* terjadi karena *issuer* membayarkan kupon lebih tinggi dari harga obligasi di pasar (Samsul, 2006:245).

f. Profitabilitas

Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi berarti mampu memberikan laba operasi yang besar dan dapat memenuhi kewajiban membayar nisbah atas utang-utangnya dikarenakan profitabilitas menggambarkan tingkat penghasilan yang diperoleh emiten yaitu melihat dengan tingkat penjualan (Zubir, 2012:8). Horne (2005:226) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi sering kali mencerminkan penerimaan perusahaan atas peluang investasi yang baik dan manajemen biaya yang efektif. Ketika pengembalian atas modal adalah rendah maka tingkat *return* (hasil) *sukuk* yang akan diberikan kepada investor rendah karena perusahaan berkewajiban membayar kepada investor dan sebaliknya.

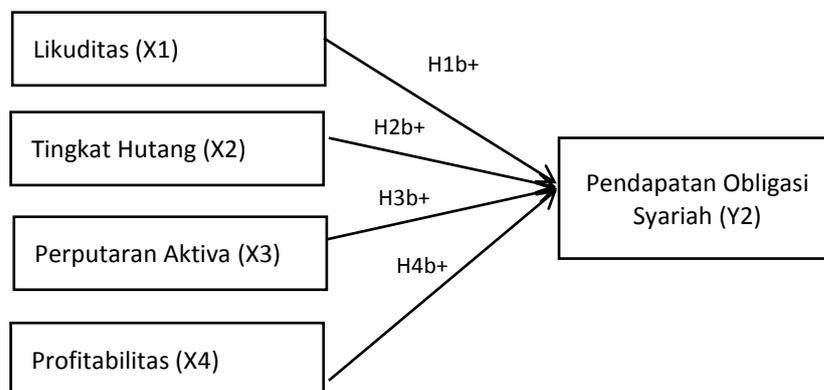
2. Kerangka Pemikiran

- a. Hubungan variabel pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.



Gambar 1
Kerangka Pemikiran

- b. Hubungan variabel pendapatan obligasi syariah *ijarah*.



Gambar 2
Kerangka Pemikiran

Keterangan

→ : Pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial.

C. HIPOTESIS

1. Likuiditas dan pengaruhnya terhadap pendapatan obligasi syariah

Menurut Zubir (2012:8) semakin likuid perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut, maka semakin kecil risiko gagal bayarnya. Likuiditas yang tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi (Sartono, 2010:116). Dimana pendapatan diperoleh investor berdasarkan bagi hasil berupa nisbah yang sudah ditentukan pada awal akad sesuai perjanjian dari kedua belah pihak (Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/IX/2002). Likuiditas yang tinggi juga meningkatkan pendapatan obligasi syariah *ijarah* berdasarkan imbalan yang sudah disepakati pada awal penerbitan oleh investor yang dibayarkan

secara periodik. imbalan tersebut berupa *fee* yang sifatnya tetap (Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004).Dari uraian tersebut, maka hipotesis dari penelitian ini adalah:

H1_a : Likuiditas berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H1_b : Likuiditas berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

2. Tingkat hutang dan pengaruhnya terhadap pendapatan obligasi syariah

Houston (2018:135) mengatakan bahwa kreditor lebih menyukai rasio utang yang lebih rendah angka rasionya, sehingga semakin kecil tingkat kerugian yang dialami perusahaan jika terjadi likuidasi dengan risiko yang akan ditanggung oleh perusahaan. Hal ini dikarenakan jika perusahaan memiliki rasio utang yang tinggi akan cenderung memiliki risiko yang tinggi dalam pengembalian investasi. Tingkat hutang yang semakin tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* meningkat. Sehingga pembagian pendapatan dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan, dengan ketentuan pada saat jatuh tempo diperhitungkan secara keseluruhan. Dimana emiten membayar kembali modal kepada investor sebesar nilai *sukuk* pada saat penerbitan (Prospektus Penawaran Umum Sukuk Emitan, 2011).Maka hiptesis dari penelitian ini adalah:

H2_a :Tingkat hutang berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H2_b :Tingkat hutang berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

3. Perputaran aktiva dan pengaruhnya terhadap pendapatan obligasi syariah

Menurut Harahap (2008:309) bahwa semakin tinggi perputaran aktiva mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* juga tinggi. Perputaran aktiva yang tinggi juga meningkatkan pendapatan syariah *ijarah*. Hal ini dilihat dari faktor makro ekonomi yaitu kurs yang mana berimbas pada pendapatan obligasi syariah. Jika terjadi penurunan *fee* maka kurs akan melonjak dan *issuer* (penerbit) akan dirugikan. Kerugian *issuer* terjadi karena *issuer* membayarkan kupon lebih tinggi dari harga obligasi di pasar (Samsul, 2006:245). Maka hipotesis dari penelitian ini adalah:

H3_a : Perputaran aktiva berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*.

H3_b : Perputaran aktiva berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

4. Profitabilitas dan pengaruhnya terhadap pendapatan obligasi syariah

Profitabilitas melihat sejauh mana investasi yang telah ditanamkan mampu memberikan pengembalian keuntungan sesuai dengan yang diharapkan (Fahmi, 2014:80). Perusahaan yang mempunyai profitabilitas tinggi berarti mampu memberikan laba operasi yang besar dan dapat memenuhi kewajiban membayar nisbah atas utang-utangnya dikarenakan profitabilitas menggambarkan tingkat penghasilan yang diperoleh emiten yaitu melihat dengan tingkat penjualan (Zubir, 2012:8).

Horne (2005:226) menyatakan bahwa profitabilitas yang tinggi sering kali mencerminkan penerimaan perusahaan atas peluang investasi yang baik dan manajemen biaya yang efektif. Ketika pengembalian atas modal adalah rendah maka tingkat *return* (hasil) *sukuk* yang akan diberikan kepada investor rendah karena perusahaan berkewajiban membayar kepada investor dan sebaliknya. Maka hipotesisnya adalah:

H4_a : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*

H4_b : Profitabilitas berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

D. METODE PENELITIAN

1. Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

a. Pendapatan obligasi syariah

- 1) Berdasarkan pada Fatwa DSN No.33/DSN-MUI/XI/2002 terkait dengan obligasi syariah *mudharabah*. Dimana bagi hasil tersebut berupa nisbah.
- 2) Berdasarkan Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 bahwa perhitungan imbalan sudah ditetapkan. Dimana imbalan yang berupa *fee*.

b. Likuiditas

Kasmir (2016:128) bahwa likuiditas menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban (hutang) jangka pendek. Penelitian ini likuiditas diprosikan dengan *current ratio*.

c. Tingkat Hutang

Tingkat hutang menurut Kasmir (2016:151) bahwa rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Penelitian ini tingkat hutang diprosikan dengan rasio *debt to equity ratio*.

d. Perputaran Aktiva

Kasmir (2016:172) mengatakan bahwa perputaran aktiva untuk mengukur tingkat efisiensi pemanfaatan sumber daya perusahaan atau menilai kemampuan perusahaan dalam melaksanakan aktivitas sehari-hari. Penelitian ini perputaran aktiva diprosikan dengan rasio *total asset turnover*.

e. Profitabilitas

Kasmir (2016:196) mengatakan bahwa profitabilitas memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh perusahaan. Profitabilitas diprosikan dengan *return on asset*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Penelitian

a. Uji Asumsi Klasik

Uji asumsi klasik pada penelitian ini yaitu uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas. Pada uji normalitas menggunakan metode *Kolmogorov-Smirnov Test*, dengan data triwulanan menghasilkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,778 dengan *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,580. Dan data tahunan menunjukkan nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,684 dengan *Asymp. Sig. (2-tailed)* sebesar 0,737. Hasil tersebut menunjukkan bahwa variabel pengganggu atau residual dalam model persamaan regresi dari data yang digunakan telah berdistribusi normal, karena nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* dari uji normalitas lebih besar dari alpha.

Pada uji multikolonieritas data triwulanan menunjukkan tidak terdapat korelasi antar variabel independen karena likuiditas sebesar 0,667, tingkat hutang sebesar 0,748, perputaran aktiva sebesar 0,560 dan profitabilitas sebesar 0,707 semua nilai tolearance ($> 0,10$) dan memiliki nilai VIF likuiditas sebesar 1,500, tingkat hutang sebesar 1,337, perputaran aktiva sebesar 1,787 dan profitabilitas sebesar 1,414 (< 10). Dan data tahunan menunjukkan likuiditas

sebesar 0,667, tingkat hutang sebesar 0,748, perputaran aktiva sebesar 0,560 dan profitabilitas sebesar 0,707 semua nilai tolerance ($> 0,10$) dan memiliki nilai VIF likuiditas sebesar 1,500, tingkat hutang sebesar 1,337, perputaran aktiva sebesar 1,787 dan profitabilitas sebesar 1,414 (< 10), sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolonieritas pada kedua variabel independen tersebut.

Kemudian uji Autokorelasi data triwulanan menunjukkan Nilai DW sebesar 0,743, nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel menggunakan nilai 5 %, jumlah sampel 20 (n), dan jumlah variabel independen 4 (k). Data tahunan menunjukkan Nilai DW sebesar 0,2957 nilai ini akan dibandingkan dengan nilai tabel menggunakan nilai 5 %, jumlah sampel 10 (n), dan jumlah variabel independen 4 (k). Maka nilai DW lebih kecil dari batas atas (dU) dan kurang dari batas bawah (dL). Artinya tidak ada autokorelasi positif dan negatif.

Pada uji Heteroskedastisitas menggunakan uji glejser pada data triwulanan dan tahunan menunjukkan bahwa nilai probabilitas signifikansi untuk semua variabel lebih besar dari 5% ($> 0,05$), sehingga dapat disimpulkan bahwa model regresi tidak terjadi heteroskedastisitas.

b. Regresi linear berganda.

Tabel 3
Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah* data triwulanan
Hasil Uji Linear Berganda

Variabel Dependen: Pendapatan Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i> dan <i>ijarah</i>	<i>Coefficient</i>	Sig.	Keterangan
<i>Constant</i>	0,008	0,843	Tidak Signifikansi
Likuiditas	0,064	0,056	Signifikansi
Tingkat Hutang	-0,018	0,000	Signifikansi
Perputaran Aktiva	0,062	0,048	Signifikansi
Profitabilitas	0,014	0,172	Tidak Signifikansi

Sumber: Output SPSS, 2019 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 3 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y_1 = 0,008 + 0,064LIK - 0,018TH + 0,062PA + 0,014PROFIT$$

- 1) Nilai koefisien regresi variabel likuiditas bernilai positif (0,064) dengan nilai signifikansi 0,056 ($< 0,10$). Artinya likuiditas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

- 2) Nilai koefisien regresi variabel tingkat hutang bernilai negatif (-0,018) dengan nilai signifikansi 0,000 (<0,05). Artinya tingkat hutang berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
- 3) Nilai koefisien regresi variabel perputaran aktiva bernilai positif (0,062) dengan nilai signifikansi 0,048 (<0,10). Artinya perputaran aktiva berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
- 4) Nilai koefisien regresi variabel profitabilitas bernilai positif (0,014) dengan nilai signifikansi 0,172 (<0,05). Artinya profitabilitas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

Tabel 4
Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah* data tahunan
Hasil Uji Linear Berganda

Variabel Dependen: Pendapatan Obligasi Syariah <i>mudharabah</i> dan <i>Ijarah</i>	<i>Coefficient</i>	Sig.	Keterangan
<i>Constant</i>	0,359	0,000	Signifikansi
Likuiditas	-0,005	0,545	Tidak Signifikansi
Tingkat Hutang	-0,068	0,018	Signifikansi
Perputaran Aktiva	-0,154	0,000	Signifikansi
Profitabilitas	-0,377	0,028	Signifikansi

Sumber: Output SPSS, 2019 (data diolah)

Berdasarkan Tabel 4 diperoleh persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y_2 = 0,359 - 0,005LIK - 0,068TH - 0,154PA - 0,377PROFIT$$

- 1) Nilai koefisien regresi variabel likuiditas bernilai negatif (-0,005) dengan nilai signifikansi 0,545 (<0,05). Artinya likuiditas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
- 2) Nilai koefisien regresi variabel tingkat hutang bernilai negatif (-0,068) dengan nilai signifikansi 0,018 (<0,05). Artinya tingkat hutang berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
- 3) Nilai koefisien regresi variabel perputaran aktiva bernilai negatif (-0,154) dengan nilai signifikansi 0,000 (<0,05). Artinya perputaran aktiva berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
- 4) Nilai koefisien regresi variabel profitabilitas bernilai negatif (-0,377) dengan nilai signifikansi 0,028 (<0,05). Artinya profitabilitas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

2. Pembahasan

a. Pengaruh likuiditas terhadap pendapatan obligasi syariah data triwulanan dan tahunan

Hubungan likuiditas pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* dengan data triwulanan menunjukkan hasil likuiditas berpengaruh positif signifikan. Artinya, seorang investor akan memilih untuk menanamkan investasinya pada perusahaan yang memiliki likuiditas yang tinggi, karena akan lebih cepat dalam membayarkan kewajibannya pada saat jatuh tempo. Likuiditas yang tinggi mengakibatkan pendapatan obligasi syariah *mudharabah* tinggi (Sartono, 2010:116). Dalam Fatwa DSN No.41/DSN-MUI/III/2004 likuiditas yang tinggi juga meningkatkan pendapatan obligasi syariah *ijarah* yang didasarkan pada imbalan yang berupa *fee*. Pendapatan obligasi syariah *mudharabah* yang diterima oleh investor berdasarkan pendapatan bagihasil yang berupa nisbah yang sudah ditetapkan pada awal perjanjian dari kedua belah pihak (Burhanuddin, 2009:63). likuiditas yang menggunakan data tahunan, bahwa likuiditas berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah. Artinya likuiditas rendah maka manajer cenderung melakukan manajemen laba agar perusahaan tersebut dinilai baik karena dapat mengembalikan hutangnya dengan aktiva lancarnya. Pendapatan obligasi syariah melihat tingkat keuntungan yang diterima investor berdasarkan bagihasil yang berupa nisbah atau *fee* dan bersifat *fixed return* yang harus dibayarkan secara periodik, maka emiten wajib membayar dalam jumlah dan waktu yang sesuai dengan hasil kesepakatan (Burhanuddin, 2009:66). Sehingga tinggi atau rendah tidak mempengaruhi pendapatan obligasi syariah.

Hal tersebut, mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yuliana (2008), Mulyati (2016) bahwa likuiditas berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*. Kemudian penelitian yang dilakukan Rahayu (2013) bahwa likuiditas berpengaruh terhadap bagihasil investor obligasi *mudharabah* dan penelitian yang dilakukan Yuliana (2010) likuiditas berpengaruh terhadap tingkat sewa *ijarah*. Tetapi tidak mendukung penelitian Hamida (2017) bahwa likuiditas tidak berpengaruh terhadap yeild *sukuk*

b. Pengaruh tingkat hutang terhadap pendapatan obligasi syariah data triwulanan dan tahunan

Hubungan tingkat hutang pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* dengan data triwulanan dan tahunan menunjukkan bahwa tingkat hutang berpengaruh negatif signifikan. Sebuah perusahaan yang memiliki tingkat rasio hutang yang rendah, maka perusahaan tersebut memiliki risiko yang rendah pula, dan dikhawatirkan akan berdampak pada kemampuan pembayaran hutang (Kasmir, 2016:157). Rasio hutang juga menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menginvestasikan dananya. Maka tingkat hutang yang rendah meningkatkan pendapatan obligasi syariah (Marcus, 2014:480). Nisbah atau *fee* yang diterima investor bersifat tetap selama *sukuk* tersebut masih berlaku. Sehingga tinggi atau rendah rasio hutang berdampak pada pendapatan obligasi syariah.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yuliana (2008) bahwa tingkat hutang berpengaruh positif terhadap *return* obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*. Penelitian Mulyati (2016) bahwa tingkat hutang berpengaruh positif terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Namun tidak mendukung penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Melati (2013) tingkat hutang tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa *sukuk*.

c. Pengaruh perputaran aktiva terhadap pendapatan obligasi syariah data triwulanan dan tahunan.

Hubungan perputaran aktiva pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* dengan data triwulanan menunjukkan perputaran aktiva berpengaruh positif signifikan terhadap pendapatan obligasi syariah. Artinya, pendapatan obligasi syariah yang harus dibayarkan dengan prinsip bagi hasil yang sudah disepakati oleh kedua belah pihak. Perputaran aktiva mengukur perputaran dari seluruh aktiva perusahaan yang dihitung dengan membagi penjualan dengan total aset. Perputaran aktiva menunjukkan bagaimana efektivitas perusahaan menggunakan seluruh aktiva untuk menciptakan penjualan dan mendapatkan laba yang ditentukan oleh perputaran elemen aktiva itu sendiri (Sartono, 2010:120). Perputaran aktiva yang semakin tinggi, maka aktivitas perusahaan semakin efektif. Hal ini dikarenakan indikator keberhasilan perusahaan dalam

mengoptimalkan aktiva dengan membandingkan hasil penjualan terhadap jumlah aktiva untuk mempengaruhi manajemen dalam menentukan pendapatan obligasi syariah yang ditawarkan pada investor. Karena investor memiliki karakteristik untuk menilai kinerja perusahaan dengan cara melihat sinyal hutang dan penawaran *rate* pengembalian investasi. Sedangkan perputaran aktiva menggunakan data tahunan menunjukkan bahwa perputaran aktiva berpengaruh negatif signifikan. Artinya, Perputaran aktiva perusahaan yang mengalami penurunan belum mampu memaksimalkan aktiva yang dimiliki dengan tingkat penjualan yang rendah, maka laba yang diperoleh rendah dan perusahaan harus meningkatkan penjualannya, menjual beberapa aset, atau melakukan kombinasi dari keduanya (Houston, 2006:100). Pendapatan obligasi syariah dibagikan berdasarkan pendapatan yang dihasilkan emiten dari aktiva yang didanai oleh obligasi tersebut (Ghufron, 2005:17). Sehingga perputaran aktiva yang rendah mengakibatkan pendapatan obligasi syariah meningkat.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan Mulyati (2016) bahwa perputaran aktiva berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah*. Tetapi tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah*.

d. Pengaruh profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah data triwulanan dan tahunan

Hubungan profitabilitas pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* dengan data triwulanan menunjukkan berpengaruh positif tidak signifikan. Artinya, profitabilitas perusahaan merupakan indikator yang sering digunakan oleh investor dalam pengambilan keputusan untuk memutuskan investasi pada sebuah perusahaan. Sementara pendapatan obligasi syariah didasarkan pada penghasilan yang diperoleh emiten. Tingkat pendapatan obligasi syariah tidak cukup untuk menilai profitabilitas perusahaan (Ratih dan Nur Cahyono, 2014). Karena tingkat profitabilitas yang menggambarkan penghasilan yang diperoleh emiten adalah dengan melihat tingkat penjualan. Dimana berinvestasi dengan risiko yang rendah serta keamanan dalam berinvestasi lebih terjamin, semakin investor merasa aman dalam menanamkan modalnya maka investor cenderung tidak mengharapkan pendapatan obligasi

syariah yang tinggi. Sedangkan dengan data tahunan profitabilitas menunjukkan berpengaruh negative signifikan. Artinya, Profitabilitas yang rendah menunjukkan dari total aktiva yang dipergunakan perusahaan mendapatkan kerugian, karena perusahaan tidak memberikan laba dan akan menghambat pertumbuhan modal sendiri. Perusahaan yang menghasilkan laba cenderung akan melakukan *disclosure* yang lebih luas. Hal ini disebabkan karena manajemen perusahaan ingin menyakinkan bahwa perusahaan dalam posisi persaingan yang kuat dan memperlihatkan bahwa kinerja perusahaan juga bagus. Selain itu perusahaan juga ingin investor yakin bahwa perusahaan dalam kondisi persaingan manajemen operasional dan efektif, maka pendapatan obligasi syariah akan tetap meningkat. Menurut konsep teori signaling (*theory signal*), bahwa investor memiliki ketertarikan untuk menilai perusahaan berdasarkan *feed back rate* dan prospek investasi yang dibiayai oleh hutang, maka nilai profitabilitas (ROA) tidak cukup mewakili untuk penentuan pendapatan obligasi syariah pada perusahaan. Selain itu, komponen profitabilitas hasil dari laba bersih setelah perusahaan membayar kewajibannya, pendapatan obligasi syariah merupakan kewajiban yang harus dibayarkan. Tinggi rendah profitabilitas berdampak pada pendapatan obligasi syariah.

Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mulyati (2016) bahwa profitabilitas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *ijarah* pada data triwulanan. Selanjutnya pada data tahunan penelitian ini tidak mendukung penelitian Mulyati (2016). Dan mendukung penelitian yang dilakukan oleh Yuliana (2008), Rahayu (2013) dan Pratiwi (2014).

E. SIMPULAN

1. Likuiditas, tingkat hutang, perputaran aktiva berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* data triwulanan. Sedangkan profitabilitas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.
2. Likuiditas tidak berpengaruh terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah* pada data tahunan. Sedangkan tingkat hutang, perputaran aktiva dan profitabilitas terhadap pendapatan obligasi syariah *mudharabah* dan *ijarah*.

DAFTAR PUSTAKA

- Bodie, Zvi, Kane, Alex dan Marcus, Alan J. 2006. *Investasi*. Edisi 6. Buku 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Brigham, EF dan Houston, JF. 2018. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Penerjemahan: Ali Akbar Yulianto. Jakarta: Salemba Empat.
- Burhanuddin. 2009. *Pasar modal syariah*. Yogyakarta: UII press Yogyakarta.
- Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan. *Roadmap Pasar Modal Syariah*. Artikel diakses tanggal 2 April 2019, dari http://www.ojk.go.id/Files/box/roadmap-pms_2015-2019.pdf.
- Fabozzi, Frank J. 2010. *Manajemen Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah.
- Fahmi, Irham. 2014. *Analisis Kinerja Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Ghufron, Sofiniyah. 2005. *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Hanafi, Mamduh. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE.
- Hamida, Laely. 2017. Pengaruh Likuiditas dan *Leverage* Terhadap *Yield* Sukuk dengan Peringkat Sukuk sebagai Variabel *Intervening* Pada perusahaan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia. *EKOBIS*, 18 (1): 71-78.
- Harahap, Sofyan Syafri. 2008. *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Horne, James C.V and John. M Wachorciuc. 2005. *Fundamental of Financial Management*. Edisi ke duabelas, penerjemahan: Dewi Fitri Sari dan Deny Arnos. Jakarta: Salemba Empat.
- Kasmir. 2016. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Rajawali Press.
- Melati, Arum. 2013. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Ijarah. *Accounting Analysis Journal* ISSN 2252-6765. Universitas Negeri Semarang.
- Muhammad Nafik. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta : PT Serambi Ilmu Semesta.

- Mulyati, Putri, Fatimah. 2016. Analisis Pengaruh Imbal Hasil Sertifikat Bank Indonesia, Likuiditas, *Leverage*, *Asset Turnover*, dan Profitabilitas Terhadap Pendapatan Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah* (Studi Kasus pada perusahaan penerbit obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesian periode 2010-2014). *Jurnal Dimensia*, 13 (1): 58-82. STIE Sutaatmadja Subang.
- Pratiwi, Wahyu. 2014. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Sewa *Sukuk*. *Accounting Analysis Journal* ISSN 2252-6765. Universitas Negeri Semarang.
- Prospektus Penawaran Umum Sukuk Emiten. Artikel diakses pada tanggal 26 Mei 2019 dari, <https://ubico.id/wp-content/uploads/2019/02/Himpunan-Skema-Sukuk.pdf>
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Rahayu, Fadah, Puspitasari. 2013. Analisis Pengaruh Faktor Internal Emiten Terhadap Bagi Hasil Investor Pada Obligasi Syariah *Mudharabah* Di Indonesia. *Jurnal JEAM*, 12 (1): 31-38. Universitas Jember.
- Sartono, Agus. 2010. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Keempat. Yogyakarta: BPFE.
- Sudana, I Made. 2011. *Manajemen Keuangan Teori dan Praktik*. Surabaya: Airlangga University Press.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*. Edisi Pertama, Cetakan Kedua. Jogjakarta: BPFE.
- Yuliana, Indah. 2008. Analisis Pengaruh Variabel Makro (Inflasi dan Suku Bunga BI) dan Kinerja Keuangan (*Leverage*, Likuiditas, Profitabilitas dan Rasio Aktivitas) Terhadap *Return* Obligasi Syariah *Mudharabah* dan *Ijarah* di Indonesia. *Jurnal ulul Albab*, 9: 121-141. UIN Maliki Malang.
- Yuliana, Indah. 2010. Pengaruh Kinerja Keuangan Terhadap Penetapan Tingkat Sewa Obligasi Syariah *Ijarah* di Indonesia. *Jurnal manajemen keuangan*, 1-19. UIN Maliki Malang.
- Zubir, zalmi. 2012. *Portofolio Obligasi*. Jakarta: Salemba Empat.