

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Saham Syariah

Pengertian saham menurut (Fahmi, 2013) ialah bentuk kertas yang menjadi tanda bukti penyertaan kepemilikan modal atau dana pada suatu perusahaan yang tercantum didalamnya nilai nominal yang jelas, nama perusahaan, dan hak-kewajiban yang jelas pada setiap pemegang sahamnya. Adapun pengertian lain saham yaitu salah satu bentuk surat berharga yang digunakan pada perdagangan pasar modal yang sifatnya kepemilikan. Saham ini kemudian menjadi tanda penyertaan modal seseorang atau badan usaha dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas (Hermuningsih, 2012)

Saham syariah ialah sertifikat yg memberikan hasil aset di perusahaan yang telah diterbitkan dari emiten yang mana kegiatan bisnis atau pengelolaanya tidak melanggar dari prinsip syariah. Sesuai yang ditetapkan Bapepam beserta LK jenis yang aktivitas bisnis yang tidak bertentangan dengan fatwa dari DSN-MUI (Aziz, 2010).

- a. Kegiatan usaha yang termasuk judi/transaksi bisnis yang tidak boleh dilakukan.
- b. Usaha lembaga keuangan yang tergolong riba tak terkecuali perbankan serta iuran pertanggungan di lembaga keuangan
- c. Kegiatan usaha dengan membuat, menyalurkan, dan memperjual belikan hidangan yang haram.
- d. Kegiatan usaha dengan membuat, menyalurka serta menyajikan jasa/barang² yang membuat adah perilaku menjadi rusak dan merugikan

Sementara itu, kriteria saham yang dikategorikan syariah yaitu sebagai berikut :

- a. Melakukan kegiatan usaha selain yang disebutkan di atas.
- b. Melakukan jual-beli dengan penawaran dan permintaan serta pemberian barang atau jasa secara jujur.
- c. Tidak melampaui sebuah rasio keuangan perusahaan.

Ada 17 fatwa yang tercatat di MUI yang mana membahas dan berkaitan erat didalam pasar modal syariah, dan 3 fatwa diantara banyak fatwa yang menjadi pegangan dalam pasar modal yaitu :

1. Pedoman pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah yang tertulis di Fatwa DSN-MUI no 20/DSN-MUI/IV/2001
2. Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal yang tertulis di Fatwa DSN-MUI no 40/DSN-MUI/X/2003
3. Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa yang tertulis di Fatwa DSN-MUI no 80/DSN-MUI/III/201

Sebagai aturan, saham syariah dan konven adalah sama. Dengan kata lain, prinsip nya sama dan masih membuktikan kepemilikan perusahaan. Namun, saham syariah memiliki persyaratan yang lebih spesifik dari saham konven, seperti :

- a. Berinvestasii di perusahaan yang beroperasi berdasarkan prinsip syariah
 - b. Mekanisme transaksi syariah
 - c. Bagi hasil, jual-beli, leasing yang diatur meggunakan prinsip islam
 - d. Berorientasi pada keuntungan cocok untuk dunia ini dan akhirat
 - e. Hubungan investor dalam bentuk kemitraan
 - f. Memiliki dewan syariah
1. Saham Konvensional
 - a. Investasi pada perusahaan untuk semua aktivitas bisnis
 - b. Mekanisme transaksi konvensional
 - c. Perangkat suku bunga
 - d. Orientasi keuntungan umum
 - e. Hubungan dengan investor dalam bentuk kreditur-debitur
 - f. Tidak ada pengawas syariah

Saham-saham di Indonesia yang jenis dan operasional usahanya tergolong syariah tergabung dalam Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI). serta dijual-belikan di bursa efek. Proses alur perdagangan saham konvensional berbeda dengan syariah yang secara spesifik dikumpulkan pada ISSI dan penawarannya hanya ada di pasar perdana. Hal tersebut dilakukan supaya sikap insider trading dan unsur-unsur spekulasi hilang seperti selama ini terjadi di pasar sekunder.

JII merupakan alat ukur suatu kinerja atas suatu investasi saham perusahaan yang menggunakan prinsip syariah. Dengan indeks tersebut, diharapkan bisa menambah kepercayaan investor dan investasi dalam ekuiti secara syariah yang bisa dikembangkan di pasar modal (Abdul Aziz, 2010)

Kriteria saham-saham emiten yang sudah ditetapkan dan sesuai syariah untuk komponen ISSI (Aziz, 2010) sebagai berikut :

- a. Pilih kelompok saham untuk jenis bisnis utama yang telah terdaftar setidaknya selama 3 bulan, sesuai dengan prinsip syariah (kecuali salah satu dari sepuluh istilah kapitalisasi teratas).
- b. Pilih saham dengan rasio kewajiban maksimum 90% terhadap aset berdasarkan laporan keuangan atau tenaga kerja tahun lalu.
- c. Pilih 60 saham dari beberapa pilihan saham yang berdasarkan tingkat likuiditas nilai median transaksi bisnis setahun terakhir di pasar reguler.

Setiap semester diadakan penilaian ulang dan komponen indeks ditentukan pada awal Januari dan Juli. Sementara itu, perubahan sifat bisnis emiten terus dipantau berdasarkan data umum yang telah ada di BEI.

Indeks saham adalah harga saham yang umumnya dianggap sebagai nomor indeks atau kode, indeks atau kode saham biasanya digunakan untuk analisis dan digunakan untuk menghindari efek negatif dari penggunaan harga saham dalam rupiah. Indeks saham merupakan kumpulan indeks yang menunjukkan pergerakan harga saham. Indikator juga memiliki fungsi parametrik untuk tren pasar, yang berarti pergerakan indikator dimana pergerakan ini bisa menggambarkan kondisi pasar saham saat aktif maupun saat lemah.

Adapun saham syariah yang masuk dalam perhitungan ISSI akan terus dinilai kepatuhannya terhadap prinsip syariah sesuai dengan fatwa DSN. Jika saham tersebut tidak lagi memenuhi prinsip syariah, otoritas akan mengeluarkan saham dari daftar ISSI dan posisinya akan digantikan oleh saham lain. Faktanya, masuk dan keluarnya saham dalam perhitungan ISSI terutama

karena melebihi batas atas rasio aset, median kapitalisasi pasar & rasio kewajiban terhadap likuiditas dari median nilai perdagangan normal.

Menurut Abdul Aziz (2010) Indeks harga saham di BEI memiliki enam jenis, diantaranya sebagai berikut :

- a. Indikator individu yang biasanya memakai harga dasar dari tiap-tiap saham di BEI yang tercatat.
- b. Indikator harga saham sektoral, biasanya memakai semua sektor seperti pertambangan, keuangan, pertanian, industri dasar, konsumsi, properti dan lainnya.
- c. Indikator yang semua saham tercatat di BEI sebagai perhitungan indeks atau biasa disebut dengan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan)
- d. Indeks yang hanya terdapat 45 saham terpilih yang berdasarkan 2 variabel antara lain likuiditas perdagangan dan kapitalisasi pasar. Biasanya dalam per semester terdapat seleksi saham yang bisa masuk atau keluar ke dalam 45 saham terpilih atau dikenal dengan indeks LQ-45
- e. Indeks syariah/JII adalah seluruh saham yang telah memenuhi standar dalam kriteria saham syariah dan terdapat 30 saham yang sering ditransaksikan di bursa efek Indonesia.
- f. Indeks papan utama dan pengembangan yaitu indeks saham yang masuk kedalam kelompok papan utama dan papan pengembang yang secara khusus berdasarkan kelompok yang tertulis di BEI

2.1.2 Sukuk (Obligasi Syariah)

a. Definisi Sukuk

Menurut Pontjowinoto, "obligasi syari'ah adalah suatu kontrak perjanjian tertulis yang bersifat jangka panjang untuk membayar kembali pada waktu tertentu seluruh kewajiban yang timbul akibat pembiayaan untuk kegiatan tertentu menurut syarat dan ketentuan serta membayar sejumlah manfaat secara periodik menurut akad."

Adapun pendapat lain dari Beik & Arsyianti, (2019) mengatakan "Sukuk merupakan surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip

islam, yang mana dikeluarkan oleh *emiten*/sekuritas kepada pemegang *sukuk*, dengan mewajibkan *emiten*/sekuritas untuk membayar pendapatan kepada pemegang *sukuk* berupa bagi hasil margin / *fee*, dan juga membayar kembali dana *sukuk* yang sudah jatuh tempo”.

Adapun fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) tentang *sukuk*, yaitu Fatwa No. 32/DSNMUI/IX/2002. Dan Fatwa No.33/DSNMUI/IX/2002 tentang *Sukuk Mudharabah*. Keduanya diterbitkan pada 14 September. Fatwa menjelaskan bahwa *sukuk* adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan syariat syariah yang diterbitkan oleh penerbit kepada pemegang *sukuk* syariah yang mewajibkan penerbit untuk membayar pendapatan pemegang *sukuk* pada saat jatuh tempo. Disisi lain, pengembalian investasi yang didistribusikan penerbit kepada pemegang *sukuk* tidak boleh memiliki komponen yang dilarang/ tidak halal. Mengenai pembagian keuntungan antara penerbit dan pemegang *sukuk*, terdapat aturan bahwa tingkat pengembalian *sukuk mudharabah* ditentukan sesuai dengan kesepakatan dengan syarat pada saat jatuh tempo dan dihitung secara keseluruhan (Kurniawan, 2014).

a. Beberapa Jenis Sukuk

Terdapat 5 jenis *Sukuk* didalam buku Manajemen Investasi Syariah Abdul Aziz (2010) sebagai berikut:

1) *Sukuk Ijarah*

Sukuk Ijarah merupakan surat berharga yang dibuat melalui akad *ijarah* dimana pemegang *sukuk* nya berperan sebagai penyewa dan juga pemberi sewa, hal tersebut tercantum dalam fatwa DSN-MUI No. 41/DSN-MUI/III/24. Selama ada kesepakatan bersama dalam akad, kepemilikan *sukuk* bisa berpindah tangan ke pihak lain. Ada dua macam *sukuk ijarah* yaitu *ijarah Headlease* dan *Sublase* dan *ijarah Al-Muntahiya Bittamlik*.

2) *Sukuk Mudharabah*

Sukuk mudharabah merupakan surat berharga yang dibuat berdasarkan akad *mudharabah* dimana satu pihak menyediakan modal sementara dan

satu pihak lain menyediakan keahlian atau jasa yang nantinya keuntungan akan dibagi berdasarkan kesepakatan sebelumnya dan kerugian sepenuhnya akan ditanggung oleh penyedia modal. *Sukuk* merupakan instrumen dalam investasi yang dapat meningkatkan masyarakat untuk ikut berpartisipasi didalamnya.

3) *Sukuk Musyarakah*

Sukuk musyarakah dibuat berdasarkan akad *musyarakah* dimana kerja sama ini dilakukan oleh dua pihak atau lebih dengan menggabungkan modal untuk digunakan dalam membangun suatu proyek baru, memperluas dan mengembangkan proyek yang sudah ada, atau untuk membiayai operasional usaha. Keuntungan dan kerugian dalam *sukuk* ini akan ditanggung bersama tergantung kontribusi modal masing-masing pihak yang bersangkutan.

4) *Sukuk Murabahah*

Dalam perjanjian atau kesepakatan *sukuk* ini, Sebagian biaya atau seluruh harga pembelian komoditi akan ditanggung oleh investor sesuai kesepakatan sebelumnya dengan penerbit. Sedangkan keuntungan dari investor sendiri didapat dari selisih harga beli dari produsen dengan harga jual kepada penerbit.

5) *Sukuk Istishna'*

Sukuk Istishna' adalah akad untuk produk yang kemungkinan waktu produksi atau pengirimannya selesai dalam jangka waktu panjang (masa depan) tetapi pembayarannya sudah dari awal dibawah kontrak tertentu. Contohnya dalam pembiayaan untuk pembangunan rumah, jembatan, jalan tol, dan pabrik.

b. Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Konvensional

Menurut Beik & Arsyianti (2019) perbedaan antara *sukuk* dan obligasi konvensional terletak pada dua hal mendasar, yaitu :

1) Perbedaan akad

Perbedaan yang utama yaitu pada kontrak digunakan, dalam surat hutang perusahaan murni dan hanya utang. Sedangkan dalam *sukuk* memakai perjanjian yang harus berdasarkan dengan prinsip syariah seperti *ijarah* dan

mudharabah.

2) Konektivitas terhadap sektor riil

Semua produk sukuk secara otomatis terkoneksi dengan sektor riil (sehingga dampaknya pada sektor ini bisa lebih besa) karena perlu ada aset setiap transaksi yang dilakukannya (*underlying asset*).

c. Landasan Obligasi Syariah (*Sukuk*)

1) Landasan Obligasi Syariah (*Sukuk*) berlandaskan Al-Qur'an (Ala'uddin, 2020).

a) QS. Al-Baqarah: 275

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ
الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ
اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ
وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا
خَالِدُونَ

“Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukkan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapatan), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.”

b) QS. Al-Maidah: 01

يَأَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الْأَنْعَامِ
 إِلَّا مَا يَتْلَىٰ عَلَيْكُمْ غَيْرِ مُحِلِّي الصَّيْدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا
 يُرِيدُ

“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya”

2.1.3 Pecking Order Theory

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan lebih suka pendanaan internal dibandingkan pendanaan eksternal, utang yang aman dibandingkan utang yang berisiko serta yang terakhir adalah saham biasa (Myers, 1984). *Pecking order theory* yang dikemukakan oleh Myers (1984) menggunakan dasar pemikiran bahwa tidak ada suatu target *debt to equity ratio* tertentu dimana hanya ada tentang hirarkhi sumber dana yang paling disukai oleh perusahaan. Esensi teori ini adalah adanya dua jenis modal *external financing* dan *internal financing*. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan yang *profitable* umumnya menggunakan utang dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan disebabkan karena perusahaan mempunyai target *debt ratio* yang rendah, tetapi karena mereka memerlukan *external financing* yang sedikit. Perusahaan yang kurang *profitable* akan cenderung menggunakan utang yang lebih besar karena dua alasan, yaitu; (1) dana internal tidak mencukupi, dan (2) utang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Maka dari itu, teori *pecking order* ini membuat hirarkhi sumber dana, yaitu dari internal (laba ditahan), dan eksternal (utang dan saham). Ada juga pendapat dari Myers (1984) bahwa pemilihan sumber eksternal disebabkan karena adanya asimetri informasi antara manajemen dan pemegang saham. Asimetri informasi terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemegang saham.

2.2 Kajian Empiris

2.2.1 Hubungan Saham Syariah dengan Sukuk

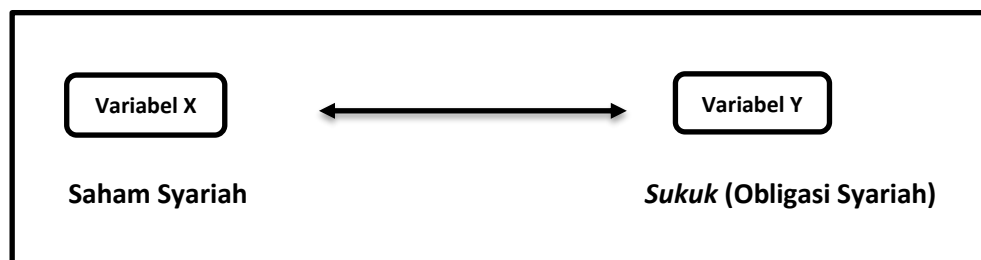
Obligasi dan ekuitas (saham) merupakan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal yang dapat diperjual-belikan di pasar modal. Fama dan French, (1998) berpendapat bahwa didalam pasar modal yang sempurna dan mengasumsikan bahwa perusahaan akan memaksimalkan kekayaan *stockholders* dan *bondholders*, keputusan pendanaan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai pasarnya sehingga investor bersifat *indifferent* terhadap pendanaan perusahaan dengan menerbitkan obligasi ataupun saham. Pendapat tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller, (1963) yang menyimpulkan bahwa dengan adanya asumsi pembayaran pajak, keputusan pendanaan dan struktur modal perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Lebih jauh lagi, Gebhardt et al., (2005) menemukan bahwa kinerja instrumen investasi saham dan obligasi di pasar modal dipengaruhi oleh fundamental dan arus kas operasi perusahaan yang sama sehingga terdapat hubungan antara pergerakan yang terjadi pasar obligasi dan harga di pasar saham. Selain itu, pasar obligasi dan pasar saham terbukti memiliki ketergantungan di jangka pendek dan jangka panjang yang bervariasi dari waktu ke waktu yang dipicu oleh faktor fundamental ekonomi (Lin et al., 2017). Penelitian lain dari Lewis et al., (1999) menyimpulkan bahwa aksi korporasi seringkali menjadi pemicu terjadinya aktivitas perdagangan saham perusahaan. Dengan demikian, terdapat hubungan yang saling mempengaruhi antara perilaku yang terjadi di pasar obligasi dan pasar saham yang disebabkan oleh perilaku pendanaan perusahaan.

Menurut Venkateshwarly dan Ramesh (2011:93), mengkaji pergerakan bunga obligasi dan saham merupakan hal penting bagi investor instansi maupun investasi pribadi dalam mengatur portofolio investasi mereka. Dengan berfokus pada risiko dan keuntungan dan mengasumsikan hubungan diantara aset keuangan bersifat tetap/konstan, maka ketika investor khawatir atas suatu resiko, investor akan mengatasinya dengan memilih aset keuangan yang aman dala portofolio investasinya. Dengan demikian, ketika pasar saham mengalami kejatuhan, investor akan memilih mengalokasikan investasinya pada obligasi. Permintaan obligasi

menjadi meningkat sehingga harganya pun ikut meningkat. Peningkatan harga ini yang akan membuat yield obligasi mejadi turun. Maka dapat disimpulkan bahwa kinerja saham yang tercermin pada nilai indeks saham memiliki pengaruh yang positif terhadap yeild obligasi.

2.3 Kerangka Konseptual dan Hasil Penelitian Terdahulu



Gambar 1.1 Kerangka Konseptual

2.3.1 Hasil-hasil Penelitian Terdahulu

Yukofani, dkk (2021) dalam penelitiannya menyatakan hasil bahwa terdapat kausalitas satu arah dari variabel sukuk terhadap variabel indeks saham syariah Indonesia pada tahun yang diteliti yaitu 2014-2019.

Adapula hasil dari Iskandar dan ridwan (2019) tentang penelitian pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar memberikan hasil bahwa nilai penerbitan sukuk dan rating penerbitan sukuk secara bersamaan berpengaruh terhadap return saham. Dwiana, M. (2020) juga menyatakan hasil yang sama atas penelitiannya terkait penerbitan sukuk terhadap return saham yang dimana hasil penelitiannya yaitu penerbitan sukuk berpengaruh signifikan terhadap return saham.

Berbeda dengan penelitian yang dilakukan Primadani,R (2013) dimana hasil analisis dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan oblihgasi syariah. Kenaikan kapitalisasi ISSI pada tahun 2015-2017 berpengaruh positif signifikan terhadap outstanding sukuk yang mengakibatkan outstanding sukuk meningkat (Indari, 2018).

Penerbitan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan akan merubah struktur modal perusahaan. Hal ini dapat menjadi pertimbangan investor untuk menilai kinerja dan kondisi perusahaan tersebut. Dengan perusahaan menerbitkan sukuk, investor akan menilai apakah akan berdampak positif atau negatif, apakah menambah nilai

perusahaan atau tidak. Dengan demikian apabila penerbitan sukuk oleh perusahaan direspon baik di pasar modal akan membawa keuntungan bagi perusahaan dan bagi pemegang saham yang akan tercermin dalam perubahan harga saham dan return saham perusahaan. (Vita Fatimatuzzahra, 2014 : 364- 365)

Perbedaan Penelitian ini dengan Penelitian sebelumnya adalah Yukofani,dkk dan yang terletak pada variabel penelitian, dan rentang waktu. Rentang waktu yang digunakan yukofani yaitu dari tahun 2014 hingga 2019. Sedangkan dalam peneliti ini variabel yang diteliti adalah saham syariah dan obligasi syariah (sukuk) dan rentang waktu yang digunakan adalah pada tahun 2013.I-2021.IV dan tempat penelitian di Indonesia