

## ABSTRAK

### Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia

(Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011)

Pasar modal merupakan salah satu elemen penting dan tolak ukur kemajuan perekonomian suatu negara. Salah satu ciri negara industri maju maupun negara industri baru adalah adanya pasar modal yang tumbuh dan berkembang dengan baik. Pengumuman penerbitan obligasi menjadi informasi menarik bagi investor (*good news*), karena dipersepsikan bahwa prospek perusahaan di masa yang akan datang bagus. Adanya penerbitan obligasi menunjukkan bahwa perusahaan akan melakukan ekspansi yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Informasi mengenai pengumuman penerbitan obligasi syariah akan direspon oleh investor. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*).

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti secara empirik mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar modal yang dilakukan penelitian terhadap perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdapat 31 sampel yang dijadikan tolak ukur penelitian. Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian *event study* yang merupakan *study* dalam melihat reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Teknik pengumpulan data dalam penelitian ini adalah menggunakan data sekunder, dan data yang digunakan penelitian ini adalah laporan keuangan, daftar harga saham harian, nilai penerbitan obligasi syariah, dan rating penerbitan obligasi syariah.

Untuk memberikan bukti adanya pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) penulis menggunakan pendekatan *micro* struktur, yaitu: *Sukuk Equity Ratio* dan konversi rating penerbitan obligasi syariah (sukuk). Dan untuk memberikan bukti reaksi pasar modal, penulis menggunakan perhitungan *cumulative abnormal return*. Penelitian ini menggunakan regresi linear berganda terhadap 31 sampel yang dijadikan sampel penelitian. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dibuktikan dengan besarnya pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal yaitu sebesar 11,8% sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian.

**Kata Kunci** : Obligasi Syariah, *Sukuk Equity Ratio*, *Cumulative Abnormal Return*

## **I. PENDAHULUAN**

Pasar modal merupakan salah satu elemen penting dan tolak ukur kemajuan perekonomian suatu negara. Salah satu ciri negara industri maju maupun negara industri baru adalah adanya pasar modal yang tumbuh dan berkembang dengan baik. Dari angka Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG), bisa diketahui perusahaan-perusahaan yang listing di Bursa Efek. IHSG juga dapat mencerminkan kondisi perekonomian suatu negara.

Pasar modal memiliki peran strategis bagi perekonomian nasional. Peran tersebut antara lain adalah sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan dan wahana investasi bagi masyarakat. Perusahaan yang membutuhkan dana mempunyai beberapa cara, antara lain dengan meminjam ke bank, menerbitkan saham atau obligasi.

Perkembangan pasar modal tidak bisa lepas dari kondisi lingkungan, baik lingkungan makro maupun lingkungan mikro. Pengaruh lingkungan mikro meliputi: kinerja perusahaan, pengumuman penerbitan obligasi syariah, pengumuman dividen, dan sebagainya. Sementara lingkungan makro meliputi: inflasi, kenaikan suku bunga, dan kurs valuta asing. Faktor-faktor ini sangat berpengaruh pada keputusan investasi di pasar modal. Pengaruh ini ditunjukkan oleh perubahan harga saham maupun aktivitas volume perdagangan saham.

Mengacu pada kondisi pasar dalam negeri Indonesia, industri perbankan dan keuangan syariah tumbuh dengan pesat. Data Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia 2009, menyatakan bahwa sepanjang tahun 2008 dan 2009 pemerintah telah menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)

sebanyak 4 kali dengan total akumulatif mencapai Rp 19,8 triliun. Awal tahun 2009 pemerintah menerbitkan Obligasi syariah (sukuk) ritel seri SR -001 dan Obligasi syariah (sukuk) global SNI 14. Untuk penerbitan obligasi syariah (sukuk) global sebesar 650 juta US dolar mengalami *over subscribed* hingga 7 kali lipatnya atau 4,7 miliar US dolar.

Kelebihan permintaan atas obligasi syariah (sukuk) global yang cukup besar ini menjadi sinyal prospek obligasi syariah (sukuk) sebagai alternatif sumber pembiayaan untuk membiayai pembangunan dalam negeri, khususnya pembangunan infrastruktur. Sedangkan penerbitan obligasi syariah (sukuk) korporasi tahun 2009 sebesar Rp 2,070 triliun. Naik 34,94 persen dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp 1,534 triliun (**Rama, 2009**).

Obligasi syariah atau sering disebut juga sukuk sudah dikenal dalam Islam sejak abad pertengahan, dimana umat islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. *Sukuk* merupakan bentuk jamak dari kata *sakk* yang berarti sertifikat atau *note*. Pada saat itu sukuk digunakan oleh para pedagang sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban financial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktiva komersial lainnya.

Prinsip obligasi syariah pada dasarnya berbeda dengan obligasi konvensional. Semenjak ada konvergensi pendapat fiqh bahwa bunga diharamkan dalam Islam karena merupakan salah satu bentuk dari riba, maka muncul pertanyaan-pertanyaan tentang diskonto dalam evaluasi investasi. Maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga (*interest-bearing instrument*) ini keluar dari daftar investasi halal. Seperti halnya perusahaan

yang menjamin dana melalui alat utang jangka panjang seperti obligasi konvensional pasti memberikan pendapatan kepada investor berupa bunga atau kupon (**Huda & Nasution, 2007**). Obligasi konvensional pun merupakan salah satu produk pendanaan utang yang tidak halal. Kemudian muncul alternatif yang dinamakan Obligasi syariah (sukuk).

Perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) merupakan salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Karena obligasi sendiri merupakan *Fixed Claim* yang berarti berapa pun laba yang dihasilkan perusahaan, mereka hanya akan menerima penghasilan berupa pembayaran bunga dan pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.

Informasi mengenai pengumuman penerbitan obligasi syariah akan direspon oleh investor. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*). Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh **Mujahid (2010)** yang meneliti analisis pengaruh penerbitan obligasi syariah yang diwakilkan oleh nilai dan rating penerbitan obligasi

syariah (sukuk) terhadap *cumulative abnormal return* saham di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2009. Hasilnya bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return* saham.

Karena itu, penelitian ini dilakukan untuk menguji apakah terdapat pengaruh antara penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili oleh total nilai emisi sukuk dan total jumlah emisi sukuk terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## II. TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Undang-Undang Pasar Modal No. 8 tahun 1995 tentang Pasar Modal mendefinisikan pasar modal sebagai berikut : *"Kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan Efek, Perusahaan publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek"*.

Sedangkan menurut **Husnan (2001)**, pasar modal didefinisikan sebagai Instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah maupun perusahaan swasta.

Menurut Bursa Efek Indonesia :

*"Obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut"*.

Sedangkan **Hartono (2008)** mendefinisikan obligasi sebagai hutang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Dari definisi ini dapat dimengerti bahwa obligasi adalah suatu hutang atau kewajiban jangka panjang (*bond*), sedangkan hutang jangka pendek disebut *bill*. Nilai hutang dari obligasi akan dibayarkan pada saat jatuh temponya. Nilai hutang dari obligasi ini dinyatakan di dalam surat hutangnya. Obligasi mempunyai jatuh tempo, berarti mempunyai lama waktu pelunasannya yang sudah ditentukan. Bunga dari obligasi adalah tetap (misalnya 14% setahun) jika ada dan sudah ditentukan. Karena obligasi membayar bunga yang besarnya tetap, maka obligasi dikenal juga sebagai sekuritas pendapatan tetap (*fixed claim*). Walaupun kebanyakan obligasi memberikan bunga tetap, ada juga obligasi yang tidak membayar bunga (*zero coupon bonds*).

Setiap perusahaan memerlukan modal untuk melakukan kegiatan operasionalnya. Modal ini didapat dari ekuitas atau dari hutang. Ekuitas adalah modal sendiri yang terdiri atas saham, *retained earnings*, dan agio saham. Namun, dari tiga jenis ekuitas itu, yang bisa diperoleh dari masyarakat adalah saham dan agio saham. Jika pemilik perusahaan bersedia berbagi kepemilikan dan menginginkan penggalan dana yang tidak terbatas, maka perusahaan bisa menjual saham kepada masyarakat melalui pasar modal. Sedangkan dana yang berasal dari hutang adalah berupa obligasi. Obligasi yang diterbitkan di pasar modal tidak memerlukan jaminan aset karena sudah dijamin oleh penjamin emisi. Selanjutnya, hutang demikian memiliki jatuh tempo yang panjang karena

memang obligasi didesain sebagai hutang jangka panjang. Jumlahnya tidaknya terbatas karena dana digali dari masyarakat luas. Sepanjang masyarakat masih memiliki dana dan percaya kepada pasar modal, maka dana ini akan terus tersedia (**Widoatmodjo, 2009**). Upaya perusahaan untuk mendapatkan dan menambah modal ini menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan berinvestasi terutama di pasar modal.

Menurut **Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002:**

*“surat berharga syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.”*

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur dengan *cumulative abnormal return* (**Hartono, 2008**). Dalam penelitian ini peneliti menggunakan ukuran *cumulative abnormal return* saham karena penerbitan obligasi syariah (sukuk) memiliki kandungan informasi yang memengaruhi perilaku pasar dan harga sekuritas. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) akan berdampak pada semakin tersedianya jumlah dana yang dapat digunakan perusahaan untuk menjalankan kegiatan investasi dan operasionalnya. Meningkatnya aktivitas investasi dan operasi perusahaan akan menciptakan produksi dan distribusi barang dan jasa akan meningkat pula. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan roda

ekonomi. Tercukupinya *supply* barang dan jasa akan mendorong pergerakan *demand* dari konsumen. Keseimbangan harga yang tercapai dari aktivitas ekonomi ini akan turut menciptakan tingkat keuntungan yang optimal, sehingga *net income* perusahaan akan semakin meningkat. Semakin besar *net income* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, sehingga kinerja keuangan perusahaan pun semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan maka hal ini berdampak positif terhadap *cumulative abnormal return* saham. Dalam penelitian ini, peneliti memfokuskan *return* atas investasi penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini melalui *cumulative abnormal return* yang diperoleh dengan cara mengakumulasi *abnormal return* saham yang terjadi.

Karena itu, hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* saham. Penelitian ini dilakukan untuk meneliti pengaruh variabel independen X (total nilai dan rating penerbitan obligasi syariah) terhadap variabel Y (reaksi pasar terhadap *cumulative abnormal return* saham). Maka hipotesis yang ditetapkan peneliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Ho1 :  $\beta = 0$ , Total nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) **tidak mempunyai pengaruh signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)



Ha1 :  $\beta \neq 0$ , Total nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

Ho2 :  $\beta = 0$ , Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) **tidak mempunyai pengaruh signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

Ha2 :  $\beta \neq 0$ , Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) **mempunyai pengaruh signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

### III. METODOLOGI PENELITIAN

Pemilihan sampel dalam penelitian ini diambil dengan menggunakan *purposive sampling method* yaitu pemilihan sampel yaitu pemilihan sample atas dasar kesesuaian antara karakteristik sampel dengan kriteria perumusan masalah. Metode *purposive sampling* digunakan dalam penarikan sampel, dengan alasan metode ini dianggap paling tepat untuk penelitian ini karena dari populasi yang dipilih pada akhirnya harus tersaring untuk dijadikan sampel didasarkan pada penerbitan obligasi syariah (sukuk) dan saham. *Purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2012). Misalnya akan melakukan penelitian tentang musik, maka sampel sumber datanya adalah orang yang ahli di bidang musik. Menurut (Sekaran, 2006), penarikan atau pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu melibatkan pemilihan subjek yang berada ditempat

paling menguntungkan atau dalam posisi terbaik untuk memberikan informasi yang diperlukan.

Pemilihan sampel berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut:

1. Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011.
2. Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk).

Berdasarkan kriteria-kriteria di atas, maka diperoleh sampel sebanyak 31 perusahaan untuk tahun 2011. Adapun penentuan sampel dapat dilihat dalam tabel:

#### **Sampel Penelitian**

<b>Kriteria</b>	<b>Jumlah</b>
Total perusahaan yang telah menerbitkan saham (lisitng di BEI) per 31 Desember 2011	<b>442</b>
Total perusahaan yang telah menerbitkan obligasi per 31 Desember 2011	<b>105</b>
Total perusahaan yang tidak menerbitkan obligasi syariah (sukuk) per 31 Desember 2011	<b>74</b>
Total perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) per 31 Desember 2011	<b>31</b>
<b>Jumlah sampel</b>	<b>31</b>

**Sumber: [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)**

Sebagaimana terlihat pada tabel di atas, dari perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia terdapat 31 perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) sekaligus menerbitkan saham dengan

total 31 obligasi syariah (sukuk) yang memenuhi syarat untuk menjadi sampel pada penelitian ini.

Variabel independen (X) dalam penelitian ini adalah nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan ( $X_1$ ), yang dinilai sebesar perbandingan nilai nominal penerbitan dengan total ekuitas perusahaan dan rating penerbitan obligasi syariah ( $X_2$ ) yang dikonversikan ke dalam bentuk interval dari bentuk huruf yang dikeluarkan oleh PT Pefindo. Sedangkan variabel dependen (Y) adalah *cumulative abnormal return* saham harian perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) tersebut, yang merupakan hasil akumulasi *abnormal return* saham selama 2 hari (satu hari sebelum dan pada saat hari penerbitan obligasi syariah (sukuk)) dari 31 perusahaan yang termasuk kedalam sampel penelitian. Variabel Y yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data harian. Pertimbangan utama digunakannya data harian adalah karena harga saham senantiasa berfluktuasi setiap harinya, dan perubahan harga tersebut menimbulkan efek-efek tertentu, salah satunya adalah reaksi dari investor yang berinvestasi di pasar modal Indonesia.

Tingkat signifikansi (*level of significance*) adalah besarnya risiko kekeliruan, yaitu kekeliruan menerima hipotesis alternatif ( $H_a$ ) padahal yang seharusnya hipotesis nol ( $H_0$ ) yang seharusnya diterima. Pengujian hipotesis akan dilakukan dengan menggunakan tingkat signifikansi sebesar 0,05 ( $\alpha = 0$ ) atau tingkat keyakinan sebesar 0,95 dan sebesar 0,10 ( $\alpha = 0$ ) atau tingkat keyakinan sebesar 0,90 karena tingkat signifikansi itu yang umum digunakan

pada penelitian ilmu-ilmu sosial dan dianggap cukup tepat untuk mewakili hubungan antar-variabel yang diteliti Nazir (2006).

#### IV. PEMBAHASAN DAN HASIL PENELITIAN

Hasil pengujian regresi menunjukkan sebagai berikut:

**Tabel 4.8**  
**Hasil Koefisien Regresi**  
**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,115	,068		1,690	,102
	NILAI	,052	,116	,080	,447	,658
	RATING	-,014	,008	-,322	-1,788	,085

a. Dependent Variable: CAR

Dari tabel 4.8 di atas menunjukkan koefisien regresi dan konstanta regresi yang kemudian akan membentuk persamaan regresi linear dengan nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan sebagai variabel bebas dan *cumulative abnormal return* saham sebagai variabel terikat.

Koefisien regresi X1 bertanda positif menunjukkan setiap kenaikan satu satuan SER maka *cumulative abnormal return* saham akan naik sebesar 0,52. Koefisien regresi X2 bertanda negatif sebesar -0,014 menunjukkan setiap kenaikan satu satuan RAT maka *cumulative abnormal return* saham akan turun sebesar 0,014. Konstanta yang bernilai 0,115 mengindikasikan bahwa apabila peningkatan atau

penurunan nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) sama dengan 0, maka *cumulative abnormal return* saham akan bernilai 0,115.

### Uji t

Uji statistik t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghazali, 2006). Berikut ini adalah hasil perhitungan koefisien regresi dan konstanta yang diperoleh.

**Tabel 4.9**  
**Hasil Uji t**

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,115	,068		1,690	,102
	NILAI	,052	,116	,080	,447	,658
	RATING	-,014	,008	-,322	-1,788	,085

a. Dependent Variable: CAR

Dari tabel di atas dapat diperoleh:

1. t hitung untuk variabel nilai penerbitan obligasi syariah sebesar 0,447
2. t hitung untuk variabel rating penerbitan obligasi syariah sebesar – 1,788

Lalu langkah selanjutnya adalah menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  dengan membandingkan antara t hitung

dengan t tabel. Adapun kriteria yang digunakan untuk menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  adalah:

$H_0$  ditolak bila  $t_{hitung} > t_{tabel}$  atau  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$

$H_0$  tidak berhasil ditolak bila  $-t_{tabel} \leq t_{hitung} \leq t_{tabel}$

Nilai t tabel ditentukan oleh:

1. *Degree of freedom (df)* :  $n-k-1 = 31-2-1 = 28$   
 $n$  = jumlah observasi  
 $k$  = jumlah variabel tidak termasuk konstanta
2.  $\alpha = 0,05$
3.  $\alpha = 0,10$
4. Uji dua pihak

Berdasarkan daftar nilai t tabel,  $df = 28$ , dengan tingkat signifikansi 0,05 dan 0,10, akan diperoleh t tabel sebesar  $\pm 2,048$  untuk tingkat signifikansi 0,05 dan  $\pm 1,701$  untuk tingkat signifikansi 0,10. Nilai t hitung pada tabel 4.8, hasil Koefisien Regresi menunjukkan bahwa:

1. Variabel nilai penerbitan obligasi syariah :  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$  pada tingkat signifikansi 0,05 adalah  $(-0,447 < -2,048)$  sehingga  $H_0$  tidak berhasil ditolak. Sedangkan pada tingkat signifikansi 0,10 adalah  $(-0,447 < -1,701)$ , sehingga  $H_0$  tidak berhasil ditolak.
2. Variabel rating penerbitan obligasi syariah :  $-t_{hitung} < -t_{tabel}$  pada tingkat signifikansi 0,05 adalah  $(-1,788 < -2,048)$  sehingga  $H_0$  tidak

berhasil ditolak. Sedangkan pada tingkat signifikansi 0,10 adalah ( $1,788 > 1,701$ ), sehingga  $H_0$  ditolak.

Hal ini diperkuat dengan dengan nilai *Sig.* untuk masing-masing variabel yang dapat dilihat pada Tabel 4.9 dimana:

1. Variabel  $X_1 - Y$  :  $Sig > \alpha$  ( $0,658 > 0,05$ )
2. Variabel  $X_2 - Y$  :  $Sig < \alpha$  ( $0,085 < 0,10$ )

Dari uji hipotesis yang dilakukan , maka dapat ditarik kesimpulan:

1. Dengan tingkat signifikansi 0,05 dan 0,10, nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar modal (*cumulative abnormal return*) saham.
2. Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan pada tingkat signifikansi 0,05, namun **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar modal (*cumulative abnormal return*) saham pada tingkat  $\alpha = 10\%$  atau 0,10.

### Uji F

Pengujian hipotesis yang dilakukan pada tahap ini adalah uji parameter  $\rho$  (uji regresi) dengan menggunakan uji statistik F. Hal ini dilakukan untuk membuktikan ada atau tidaknya pengaruh variabel X (independen) terhadap variabel Y (dependen). Dan hasilnya adalah sebagai berikut:

**Tabel 4.10**  
**Hasil Uji F**

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,009	2	,004	1,881	,171 <sup>a</sup>
	Residual	,065	28	,002		
	Total	,074	30			

a. Predictors: (Constant), RATING, NILAI

b. Dependent Variable: CAR

Berdasarkan hasil perhitungan di atas, diperoleh nilai F hitung sebesar 1,881. Setelah itu langkah selanjutnya adalah menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  dengan membandingkan antara nilai F hitung dengan F tabel. Adapun criteria yang digunakan untuk menentukan daerah penerimaan dan daerah penolakan sebagai berikut:

Ho ditolak : F hitung > F tabel

Ho diterima : F hitung < F tabel

Nilai F tabel ditentukan oleh:

1. *Degree of freedom (V1)* pembilang :  $k = 2$

*Degree of freedom (V2)* penyebut:

$$n-k-1 = 31-2-1 = 28$$

2.  $\alpha = 0,05$

$$\alpha = 0,10$$

3. Uji dua pihak

Berdasarkan data F tabel yang diperoleh dari tabel distribusi, maka diperoleh nilai F tabel adalah 2,16 untuk tingkat signifikansi 0,05 dan 1,82



untuk tingkat signifikansi 0,10. Dengan demikian,  $F_{hitung} < F_{tabel}$  untuk tingkat signifikansi 0,05 adalah ( $1,881 < 2,16$ ). Dimana nilai *Sig.*  $0,171 > 0,05$ . Maka  $H_0$  tidak berhasil ditolak. Sedangkan  $F_{hitung} > F_{tabel}$  untuk tingkat signifikansi 0,10 adalah ( $1,881 > 1,82$ ). Dimana nilai *Sig.*  $0,171 > 0,10$ . Maka  $H_0$  ditolak.

Dari hasil pengujian di atas, dapat disimpulkan bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili dengan nilai penerbitan obligasi syariah pada tingkat signifikansi 0,05 dan 0,10 serta untuk rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) pada tingkat signifikansi 0,05 **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) saham. Namun untuk rating penerbitan obligasi pada tingkat signifikansi 0,10 **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) saham.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh **Spiess dan John (2002)**, yang meneliti kinerja saham dalam jangka panjang setelah penawaran obligasi. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja *cumulative abnormal return* saham dalam jangka panjang adalah *underperformance*, baik obligasi biasa maupun *convertible bond*. Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian **Cheng et al. (2005)** yang menyatakan bahwa *cumulative abnormal return* tidak berpengaruh positif pada pengumuman *convertible bond* di pasar modal Jepang. Penelitian tersebut juga menyatakan bahwa tidak ada bukti yang cukup untuk menjelaskan adanya hubungan asosiasi antara *leverage* dan *abnormal return*.

Di sisi lain, koefisien variabel X<sub>2</sub>, rating penerbitan obligasi syariah bernilai negatif atau tidak berpengaruh signifikan, yaitu sebesar -0,014. Hal ini menunjukkan hubungan yang negatif atau berlawanan arah antara *cumulative abnormal return* saham perusahaan dengan nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk). Di mana apabila terjadi peningkatan satu satuan pada rating penerbitan obligasi syariah, maka *cumulative abnormal return* saham perusahaan sampel akan turun sebesar 0,014. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang pernah dilakukan **Murdiati (2007)** yang menyatakan bahwa pengumuman *bond rating* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham baik sebelum maupun sesudah pengumuman *bond rating* tersebut. **Sumardi (2007)** juga menyatakan hal serupa dalam penelitiannya, bahwa rating obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return saham*. Untuk kasus perubahan *bond rating* terhadap return saham juga hasilnya tidak berbeda.

Perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka akan tercermin dalam perubahan harga

saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* sesungguhnya. Oleh karena itu, dampak dari nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan (mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional) yang saat ini sedang berkembang di pasar modal tak luput dari perhatian investor, walaupun sampai saat ini pengaruhnya masih belum signifikan dan relatif kecil.

Untuk kasus penelitian yang dilakukan peneliti saat ini, arah hubungan negatif antara nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan sebagai hasil penelitian ini dapat terjadi karena harga saham perusahaan yang mengalami penurunan *cumulative abnormal return* tersebut mendominasi perusahaan lainnya. Oleh karena itu, secara agregat pengaruhnya akan negatif. Selain itu, rendahnya kemampuan variabel independen, yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dalam menjelaskan *cumulative abnormal return* saham sebagai variabel dependen ini dapat juga dikarenakan masih begitu banyak faktor eksternal dan internal perusahaan lainnya yang turut berpengaruh terhadap nilai *cumulative abnormal return* saham harian perusahaan. Seperti halnya yang diungkapkan oleh **Suharli (2004)** yang melakukan penelitian dalam 2 tahap. Tahap pertama dengan menggunakan regresi *time series* yang hasilnya menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, yaitu:

1. Tingkat inflasi
2. Perbedaan antara tingkat suku bunga jangka pendek dan jangka panjang

3. Perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang berisiko tinggi dan rendah
4. Tingkat kegiatan dalam industri

**Suharli (2004)** melanjutkan penelitian **Chen et al. (1986)** yang hasilnya menyatakan terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap *return* suatu saham. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian negara umumnya, dan perusahaan khususnya. Walaupun begitu, nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini bisa saja akan berdampak pada harga saham perusahaan dalam beberapa waktu kedepan.

Pengujian hipotesis juga menghasilkan perhitungan koefisien determinasi ( $R^2$ ) yang menunjukkan angka sebesar 0,118 atau 11,8%. Hal ini berarti 11,8% variasi *cumulative abnormal return* saham perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen dan nilai rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan, sedangkan sisanya 88,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lainnya.

## V. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini menguji pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap *cumulative abnormal return* saham pada perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2011, dimana jumlah sampel yang diteliti terdapat 31 sampel yang menjadi target penelitian. Dari penelitian yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

### 1. Total Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap *Cumulative Abnormal Return* Saham

Hasil yang diperoleh dari uji t untuk variabel nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari variabel nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap variabel *cumulative abnormal return* saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) tidak memiliki kandungan informasi yang cukup terhadap keputusan yang diambil oleh investor. Informasi nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) secara tersendiri tidak dijadikan pertimbangan utama oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

### 2. Rating Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap *Cumulative Abnormal Return* Saham

Hasil yang diperoleh dari uji t untuk variabel rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) adalah dapat dinyatakan bahwa tidak terdapat pengaruh

yang signifikan dari variabel rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap variabel *cumulative abnormal return* saham. Penelitian ini menunjukkan bahwa rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tidak memiliki kandungan informasi yang cukup terhadap keputusan yang diambil oleh investor. Berdasarkan hasil tersebut, dapat dikatakan bahwa rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tidak mampu mempengaruhi investor dalam pengambilan keputusan investasi seperti yang terjadi juga pada variabel nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk). Namun pada tingkat signifikansi 10% atau 0,10 rating penerbitan obligasi syariah mempunyai pengaruh yang signifikan.

3. Hasil yang diperoleh dari uji F menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap variabel *cumulative abnormal return* saham. Namun demikian, bukan berarti informasi nilai dan rating obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak memberikan informasi apapun terhadap keputusan yang akan diambil oleh investor, karena nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) bisa menunjukkan tingkat likuiditas dan solvabilitas perusahaan dalam perusahaan dalam jangka pendek maupun jangka panjang yang bisa berguna bagi investor. Walaupun dalam hal ini pengaruhnya sangat kecil atau bahkan bisa diabaikan.

Penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak mempengaruhi *cumulative abnormal return* saham perusahaan bisa juga dikarenakan pasar modal Indonesia masih sangat besar dipengaruhi oleh aktivitas pasar global

dimana faktor-faktor makroekonomi masih cukup dominan mempengaruhi pasar dibandingkan dengan penerbitan obligasi syariah (sukuk) oleh perusahaan.

## **5.2 Saran**

Dari hasil penelitian, peneliti mencoba untuk memberikan saran-saran yang diharapkan dapat menjadi masukan yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan.

### **5.2.1 Saran Bagi Investor**

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi dengan melihat kegunaan atas suatu informasi keuangan yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) dari suatu perusahaan. Bagi investor yang akan berinvestasi di pasar modal dan memiliki orientasi jangka pendek, faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh kondisi keuangan global. Oleh karena itu, dalam mengambil keputusan investasi seorang investor harus juga peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan dengan perusahaan atau industri tersebut.

### **5.2.2 Saran Bagi Penelitian Selanjutnya**

Saran untuk peneliti-peneliti selanjutnya antara lain:

- Memperluas populasi yang digunakan dan memperpanjang periode waktu penelitian
- Variabel yang digunakan dalam penelitian akan datang diharapkan lebih lengkap dan bervariasi dengan menambah variabel independen lain di luar variabel yang digunakan peneliti saat ini.
- Melakukan penelitian dengan topik yang sama, namun menggunakan variabel independen dan dependen yang berbeda dari penelitian yang telah peneliti lakukan saat ini.



## DAFTAR PUSTAKA

- Afaf, Nafiah. 2008. *Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta*. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan.
- Barron, M. J., A. D. Clare and S. H. Thomas. 2003. “*The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Return*”. *Journal of Business and Accounting*, Vol. 24, No 3, pp.497-509.
- Bird, Rebecca Bliege and Smith, Eric Alden. 2005. *Signalling Theory, Strategic Interaction, and Symbolic Capital*. *Current Anthropology* Volume 46, number 2. The Wenner-Gren Foundation for Anthropological Research. United States of America.
- Cheng, Wei., Visaltanachoti, N., and Kesayan, P. 2005. “*A Stock Reaction Following Convertible Bond Issuance : Evidence from Japan*”. *International Journal of Business*, 10 (4) 2005.
- Fischer, Donald E. and Ronald J. Jordan. 1996. *Security Analysis and Portfolio Management*. Sixth Edition. Prentice Hall of India.
- Francis, Jack Clark. 1988. *Management of Investment*. McGraw-Hill International Edition: United States of America.
- Ghazali, Imam. 2007. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Dipenogoro: Semarang.
- Ghoniayah, N., Mutaminah., dan Widayati, J. 2008. “*Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah*”. *Simposium Nasional Akuntansi XI*.
- Gitman, Lawrence. 2006. *Principles of Managerial Finance*. Pearson Addison-Weasley.
- Hartono, J. M. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2008. BPFE. Yogyakarta.
- Hirschey, Mark. 2001. *Investment Theory and Applications*. Harcourt College Publisher: United States of America.
- Huda, Nurul dan Nasution, Mustafa Edwin. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Kencana Prenada Media Group: Jakarta.
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. UMP AMP YKPN: Yogyakarta.

- Indriantoro, Nur. 2002. *Metode Penelitian Bisnis untuk Akuntansi & Manajemen*. BPFE: Yogyakarta.
- Jones, Charles Parker. 2000. *Investment Analysis and Management*. John Wiley & Sons, Inc: New York.
- Kieso, Donald E., Weygandt, Jerry J., Warfield, Terry D. 2008. *Intermediate Accounting Volume 1 IFRS Edition*. John Wiley & Sons: New Jersey United States.
- Mamduh. M, Hanafi. 2006. *Valuation of Syariah Bond*. Jurnal Asy-Syir'ah Fakultas UIN Sunan Kalijaga. Vol. 40.No II.
- Mujahid., Fitrijanti, T. 2010. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan terhadap Reaksi Pasar : Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2009". Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto.
- Murdiati, Prita. 2007. *Dampak Pengumuman Bond Rating terhadap Return Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi yang tidak dipublikasikan. Universitas Negeri Semarang.
- Nachrowi D. Nachrowi dan Hardius Usman. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri*. PT Raja Grafindo Persada: Jakarta.
- Nafik, Muhamad. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Sinar Grafika: Jakarta.
- Nazir, Mochammad. 2005. *Metode Penelitian*. Ghalia Indonesia: Jakarta.
- Prasetya, Devi. 2008. *Analisis Perbedaan Kinerja Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional*. Universitas Indonesia.
- Procianoy, Jairo Laser. 2006. *A New Signalling More Complete Explanation Investor Behavior to Corporate Announcements*. Brazil.
- Rama, Ali. 2009. *Islamic Banking/Islamic Economics*. Syarif Hidayatullah State Islamic University. Jakarta.
- Reilly, et al. 2003. *Investment Analysis & Portfolio Management*. Thomson: South Western.
- Samsul, Muhammad. 2006. *Pasar Modal & Manajemen Portofolio*. Erlangga: Jakarta.
- Sekaran, Uma. 2009. *Business Research Method*. Salemba Empat: Jakarta.

- Sugiyono. 2012. *Statistika untuk Metode Penelitian*. CV Alfabeta: Bandung.
- Suharli, Michelle. 2004. *Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang mempengaruhi Return Saham pada Industri Food&Beverages di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Katolik Indonesia Atmajaya.
- Suharyadi. 2009. *Statistika: untuk Akuntansi dan Keuangan Modern*. Salemba Empat: Jakarta.
- Sumardi, Lucy. 2007. *Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta : Periode 2000-2006*". Tesis yang tidak dipublikasikan. Universitas Indonesia.
- Sunarsih. 2008. *Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia*. Jurnal Asy-Syir'ah Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga. Vol. 42 No. I.
- Spiess, D. Katherine and Affleck-Graves, John. 1999. "The Long-Run Performance of Common Stock Following Debt Offering". *Journal of Financial Economics*, 54 (1999),p.45-73.
- Wafa, M. A Khoirul. 2010. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I: Periode Maret 2009-Juni 2010*. Jurnal Ekonomi Islam La-Riba Vol IV No 2.
- Watson, J. Fred and Bringham, Eugene F.. 1993. *Essentials of Managerial Finance*. The Dryen Press Harcourt Brace College Publishing.
- Widoatmodjo, Sawidji. 2009. *Pasar Modal Indonesia Pengantar dan Studi Kasus*. Ghalia Indonesia: Bogor.

*Indonesian Capital Market Directory*. 2010.

<http://www.bapepam-lk.go.id/> Siaran Pers BAPEPAM-LK Departemen Keuangan Republik Indonesia 31 Desember 2010 dan 31 Desember 2011 diakses pada 14 Agustus 2012

<http://www.idx.co.id/MainMenu/Education/WhatisBond/tabid/89/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx> diakses pada 14 Agustus 2012

<http://www.idx.co.id/MainMenu/Announcement/Bonds/Announcement/tabid/301/lang/id-ID/language/id-ID/Default.aspx> diakses pada 14 Agustus 2012

<http://new.pefindo.com/> diakses pada 27 Oktober 2012

[http://new.pefindo.com/r\\_release.php](http://new.pefindo.com/r_release.php) diakses pada 27 Oktober 2012

<http://www.ibpa.co.id/BondMarketData/BondMaster/IDRCorpBondSukuks/tabid/80/language/en-US/Default.aspx> diakses pada 27 Oktober 2012

[http://www.isefid.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=495:refleksi-ekonomi-syariah-2009-dan-outlook-2010&catid=27:opini&Itemid=18](http://www.isefid.org/index.php?option=com_content&view=article&id=495:refleksi-ekonomi-syariah-2009-dan-outlook-2010&catid=27:opini&Itemid=18) diakses pada 27 Oktober 2012

[http://www.isefid.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=496:sukuk-success-stories-in-indonesia-and-beyond&catid=27:opini&Itemid=18](http://www.isefid.org/index.php?option=com_content&view=article&id=496:sukuk-success-stories-in-indonesia-and-beyond&catid=27:opini&Itemid=18) diakses pada 27 Oktober 2012

[http://www.isefid.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=500:krisis-dubai-dan-sukuk-default&catid=27:opini&Itemid=18](http://www.isefid.org/index.php?option=com_content&view=article&id=500:krisis-dubai-dan-sukuk-default&catid=27:opini&Itemid=18) diakses pada 27 Oktober 2012

[http://finance.yahoo.com/education/bond/article/101190/Corporate\\_Bonds\\_Explained](http://finance.yahoo.com/education/bond/article/101190/Corporate_Bonds_Explained) diakses pada 4 November 2012

<http://finance.yahoo.com/q/hp?s=^JKSE+Historical+Prices> diakses pada 4 November 2012