

PENGARUH NILAI PENERBITAN, RATING PENERBITAN, UMUR OBLIGASI SYARIAH TERHADAP REAKSI PASAR MODAL

Putri Wijyaningtyas

putriwjy@yahoo.com

Wahidahwati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research is meant to analyze the influence of issuance value, issuance rating, and the age of Islamic bonds (sukuk) to the reaction of capital market which is measured by using cumulative abnormal return. The population is all companies who have issued their Islamic bonds and have been listed in Indonesia Stock Exchange in 2003-2014 periods. The sample collection technique has been done by using purposive sampling method and based on the determined criteria, 43 Islamic bonds of 18 Islamic bonds issuance companies which have met the criteria. The analysis technique has been done by using multiple linear analyses. Based on the result of multiple linear regressions analysis, the significance level is 5%. The result of this research shows that the Islamic bonds (sukuk) issuance value variable has significant and negative influence to the reaction of capital market, the Islamic bonds (sukuk) issuance rating does not have any significant and negative direction influence to the reaction of capital market, and the age of Islamic bonds (sukuk) variable does not have any significant influence to the reaction of capital market with negative direction.

Keywords: Sukuk Issuance value, Sukuk Issuance Rating, Sukuk Age, Reaction of Capital Market

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh nilai penerbitan, *rating* penerbitan, dan umur obligasi syariah (*sukuk*) terhadap reaksi pasar modal yang diukur dengan *cumulative abnormal return*. Populasi pada penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan tercatat di Bursa Efek Indonesia tahun 2003-2014. Teknik pengambilan sampel yang dilakukan dalam penelitian yaitu menggunakan metode *purposive sampling* dan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan diperoleh 43 obligasi syariah dari 18 perusahaan penerbit obligasi syariah yang memenuhi kriteria. Teknik analisis yang digunakan yaitu analisis regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda dengan tingkat signifikansi 5% maka hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai penerbitan *sukuk* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, variabel *rating* penerbitan *sukuk* tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif, dan variabel umur *sukuk* tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif.

Kata Kunci: Nilai Penerbitan *Sukuk*, *Rating* Penerbitan *Sukuk*, Umur *Sukuk*, Reaksi Pasar Modal

PENDAHULUAN

Keberadaan pasar modal dalam aktifitas perekonomian sebuah negara sangat penting sebagai media investasi dan wadah penyediaan modal bagi perusahaan untuk membesarkan aktivitas perdagangannya. Pasar modal juga berfungsi sebagai tempat pencairan kepemilikan saham sebuah perusahaan dengan menjualnya. Dengan demikian, pentingnya peranan pasar modal adalah dalam rangka memobilisasi dana dari masyarakat dan dapat juga dijadikan sebagai indikator perekonomian negara (Muhammad, 2004:147)

Instrumen investasi tidak hanya instrumen investasi konvensional namun juga instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah, misalnya reksadana syariah, obligasi syariah, dan saham syariah. Fenomena ini merupakan kabar baik bagi investor atas kinerja suatu perusahaan. Pasar modal syariah sebenarnya telah bermunculan di berbagai negara Islam

ataupun Barat, seperti Amerika Serikat, Malaysia, Bahrain, Qatar, Pakistan, dan Brunei Darussalam. Keberadaan pasar modal syariah merupakan suatu usaha positif untuk mempertemukan perusahaan yang bergerak di bidang usaha dan sesuai dengan prinsip syariah serta investor muslim yang ingin menanamkan modalnya di pasar saham. Meskipun diakui proses berlansungnya pasar modal syariah sekarang belum sepenuhnya berjalan sesuai dengan ajaran-ajaran ekonomi yang ditetapkan Islam karena masih terdapat beberapa kendala.

Di Indonesia, sejarah pasar modal syariah dimulai dengan diterbitkannya Reksa Dana Syariah oleh PT Danareksa Investment Management pada 3 Juli 1997. Selanjutnya, penerbitan obligasi syariah di Indonesia dipelopori oleh PT Indonesian Satellite Corporation Tbk, (Indosat). Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) telah mengeluarkan fatwa mengenai mekanisme beroperasinya pasar modal syariah, objek yang diperdagangkan, dan syarat-syarat yang harus dipenuhi oleh suatu emiten yang terlibat didalamnya. Salah satu fatwa yang dikeluarkan oleh Dewan Syariah Nasional-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 yaitu tentang obligasi syariah. Fatwa DSN mengartikan obligasi syariah sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah, yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Jenis obligasi syariah yang digunakan hingga saat ini di Indonesia adalah obligasi *mudharabah* dan obligasi *ijarah*, dan MUI sudah mengeluarkan fatwa untuk kedua jenis obligasi syariah tersebut.

Banyaknya penerbitan obligasi syariah ini disebabkan karena *sukuk* mempunyai prospek yang menjanjikan, hal yang ada pada obligasi syariah telah menarik minat investor untuk berinvestasi, serta telah mempunyai legitimasi dari Dewan Syariah Nasional (DSN) akan kehalalannya dengan keluarnya fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002. Berdasarkan kajian Bapepam (dalam Kurniawati, 2013) yang menjelaskan bahwa perkembangan jumlah kumulatif penerbitan emisi *sukuk* korporasi mengalami peningkatan yang signifikan dari tahun ke tahun. Namun tidak diikuti dengan volume perdagangan di pasar sekunder yang padahal dikatakan *sukuk* adalah investasi yang menjanjikan. Selain itu, berdasarkan penjelasan sebelumnya dikatakan Indonesia termasuk lambat dalam merespon peluang *sukuk* dibandingkan dengan negara lain. Minimnya minat korporasi menerbitkan *sukuk* karena banyak kendala dalam menerbitkan *sukuk* antara lain pemahaman manajemen terhadap *sukuk* dan proses penerbitan *sukuk*. Investor juga kurang meminati *sukuk* korporasi karena tidak likuid. Biaya dana atau *cost of fund* untuk penerbitan *sukuk* lebih besar dibandingkan dengan ongkos menerbitkan surat utang konvensional sehingga investor akan meminta *risk premium* lebih tinggi daripada konvensional karena pasar *sukuk* belum likuid.

Sebelum memutuskan untuk berinvestasi terlebih dahulu investor menilai kinerja perusahaan yang menerbitkan *sukuk*. Investor yang berinvestasi melalui obligasi syariah tentunya akan memperoleh keuntungan sehingga keputusan investor dalam menilai tingkat *leverage* yang dimiliki perusahaan menjadi pertimbangan yang menentukan apakah perusahaan dapat mengandalkan modal eksternal yaitu hutang (obligasi). Preferensi investor ini juga didukung oleh alasan adanya *rating* yang dimiliki oleh setiap emiten untuk menarik investor. Peran peringkat obligasi menjadi penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang perubahan harga sekuritas dengan hutang perusahaan. Sama halnya dengan umur obligasi atau jangka waktu tempo adalah waktu dimana emiten yang mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar.

Abnormal return merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya dibandingkan dengan *return* ekspektasi (Hartono, 2010). Terjadinya peningkatan *return* merupakan reaksi

positif dari pasar yang ditunjukkan dengan perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Apabila pengumuman tersebut mengandung informasi, maka pasar akan menunjukkan perubahan harga, reaksi pasar yang menunjukkan perubahan harga tersebut dapat diukur dengan *abnormal return* saham (Budiman, 2009). Dengan menerbitkan obligasi syariah diharapkan bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan diperkirakan perkembangannya dimasa mendatang karena menerbitkan *sukuk* akan meningkatkan hutang jangka panjang perusahaan dan struktur modalpun akan mengalami perubahan. Bagi investor lain atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti positif atau negatif. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam mengambil keputusan investasinya, maka pengumuman penerbitan obligasi syariah akan berdampak pada perubahan harga saham melalui *abnormal return* saham. Ataupun sebaliknya, tidak akan berdampak pada perubahan harga saham karena perusahaan dengan tingkat hutang yang tinggi akan mempunyai risiko yang tinggi pula sehingga ketertarikan investor relatif rendah untuk berinvestasi (Kusniati dan Ekawati, 2005).

Berdasarkan penjelasan diatas maka penulis tertarik untuk mengetahui dengan menguji pengaruh nilai penerbitan, *rating* penerbitan, dan umur obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal. Penelitian akan mengambil sampel terhadap perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh terhadap reaksi pasar modal; (2) mengetahui *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh terhadap reaksi pasar modal; dan (3) mengetahui umur obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh terhadap reaksi pasar modal.

TINJAUAN TEORITIS DAN HIPOTESIS

Signaling Theory

Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena melalui informasi dasarnya dapat menyajikan keterangan dan gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan pihak yang terkait, serta merupakan media komunikasi antara perusahaan dengan pihak tertentu atas perkembangan perusahaan. Informasi yang lengkap, akurat, relevan, dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Menurut Hartono (2010), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga saham atau dengan menggunakan *abnormal return*. Pada waktu diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, terlebih dahulu pelaku pasar mengintrepretasikan dan menganalisis informasi yang diperoleh sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai sinyal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam harga dari sekuritas yang bersangkutan ataupun sebaliknya.

Oleh karena itu, *signaling theory* yang digunakan pada penelitian ini lebih menunjukkan kepada suatu tanda yang dapat ditangkap oleh para investor mengenai berbagai informasi yang lengkap, akurat, dan relevan yang masuk kedalam pasar modal misalnya melalui penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Tanda tersebut dapat berarti positif maupun negatif. Jika positif, maka investor akan makin tertarik untuk berinvestasi didalam pasar modal tersebut, atau sebaliknya tanda yang negatif dapat membuat investor beralih kepada investasi lain yang lebih menguntungkan.

Obligasi Syariah

Fatwa DSN mendefinisikan obligasi syariah sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah, yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Dalam menerbitkan obligasi syariah, emiten dapat menggunakan berbagai *akad* yang sesuai dengan syariah, seperti *mudharabah*, *murabahah*, *musyarakah*, *salam*, *istishna'*, dan *ijarah*. Oleh sebab itu, dasar syariah yang digunakan dalam obligasi syariah tidak dapat lepas dari dasar syariah untuk masing-masing jenis *akad* tersebut.

Jenis obligasi syariah yang digunakan hingga saat ini di Indonesia adalah obligasi syariah *mudharabah* dan obligasi syariah *ijarah*, dan MUI sudah mengeluarkan fatwa untuk kedua jenis obligasi syariah tersebut yaitu obligasi syariah *mudharabah* dan obligasi syariah *ijarah* yang sesuai dengan keputusan Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia dalam Fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah* yaitu obligasi syariah yang menggunakan *akad* bagi hasil, sehingga pendapatan yang diperoleh investor atas obligasi tersebut tergantung pada pendapatan tertentu dari emiten (sesuai dengan penggunaan dana dari penerbitan obligasi syariah) dan Fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah* yaitu obligasi syariah yang menggunakan *akad* sewa sehingga pendapatannya bersifat tetap berupa *fee ijarah*/pendapatan sewa, yang besarnya sudah diketahui sejak awal obligasi diterbitkan. Pemegang obligasi syariah merupakan pemilik aset yang menyewakannya kepada pihak lain melalui emiten sebagai wakil. Emiten dalam kedudukannya sebagai wakil dari pemegang obligasi syariah *ijarah* dapat menyewa untuk dirinya sendiri atau menyewakan kepada pihak lain.

Karakteristik Sukuk

Ada beberapa prosedur yang harus dilaksanakan dalam proses penerbitan *sukuk* yang tidak jauh berbeda dengan prosedur penerbitan obligasi secara umum. Karakteristik obligasi syariah menurut Rahardjo (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) adalah (1) Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (*coupon*) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor; (2) Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (dibawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin; dan (3) Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal.

Jenis-jenis Sukuk

Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI) atau Organisasi Akuntan dan Auditing Institusi Keuangan Islam mengakui beberapa tipe *sukuk* yang berbeda menurut Iqbal dan Mirakhor (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) adalah (1) Sertifikat kepemilikan aset yang disewakan (obligasi syariah *ijarah*); (2) Sertifikat kepemilikan hak guna: a. Aset yang ada; b. Aset masa depan yang telah dideskripsikan; c. Layanan pihak tertentu; dan d. Layanan dimasa depan yang telah dideskripsikan; (3) Sertifikat *salam*; (4) Sertifikat *istisna*; (5) Sertifikat *murabahah*; (6) Sertifikat *musharakah*; (7) Sertifikat *mudharabah*; (8) Sertifikat *muzaraah* (bagi hasil panen); (9) Sertifikat *musaqah* (irigasi); dan (10) Sertifikat *mugharasa* (pertanian).

Syarat Penerbitan Sukuk

Dari banyaknya jumlah perusahaan yang bisa menjadi emiten, tidak semua emiten dapat menerbitkan *sukuk*. Ada beberapa syarat yang harus dipenuhi emiten agar dapat menerbitkan *sukuk*. Beberapa syarat penerbitan *sukuk* menurut Burhanuddin (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) adalah (1) Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah misalnya: a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; b. Usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; c. Usaha yang memproduksi makanan dan minuman haram; d. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudharat*; (2) Peringkat *investment grade*: a. Memiliki fundamental usaha yang kuat; b. Keuangan yang kuat; c. Memiliki reputasi yang baik dalam masyarakat; dan (3) Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index/JII.

Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Beberapa pihak yang saling terkait pasti akan terlibat dalam penerbitan *sukuk*, pihak-pihak tersebut menurut Sunarsih (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) adalah (1) *Obligor*. *Obligor* adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal *sukuk* yang diterbitkan sampai dengan *sukuk*/obligasi syariah jatuh tempo. Dalam hal *sovereign sukuk*, *obligor*-nya adalah pemerintah; (2) Investor. Investor adalah pemegang *sukuk* yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai nominal *sukuk* sesuai partisipasi masing-masing. Investor yang dimaksud disini bisa *islamic investor* ataupun investor konvensional; (3) *Special Purpose Vehicle (SPV)*. *Special Purpose Vehicle (SPV)* adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan *sukuk*. *Special Purpose Vehicle (SPV)* berfungsi: a. Sebagai penerbit *sukuk*; b. Menjadi counterpart pemerintah atau *corporate* dalam transaksi pengalihan asset; c. Bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor; (4) *Trustee*, bisa *Principle Trustee* atau *Co Trustee*. *Trustee* mewakili kepentingan pembeli obligasi, *trustee* melakukan semacam penilaian terhadap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi, untuk meminimalkan resiko yang akan ditanggung *obligor*; (5) *Appraiser*. *Appraiser* adalah perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan yang akan melakukan emisi, untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar; (6) *Custody*. *Custody* menyelenggarakan kegiatan penitipan, bertanggung jawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening. Kustodian bisa berupa Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Perusahaan Efek, dan Bank Umum yang telah memperoleh persetujuan Bapepam; (7) *Shariah Advisor*. Penerbitan *sukuk* (obligasi syariah) harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk meyakinkan investor bahwa *sukuk* (obligasi syariah) telah distruktur sesuai syariah; dan (8) *Arranger* atau manajer investasi. Manajer investasi merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan investor untuk diinvestasikan di pasar modal.

Nilai obligasi syariah (sukuk)

Pertumbuhan pesat *sukuk* pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limited supply* terhadap *sukuk*. Pertumbuhan *sukuk* tidak hanya terjadi di negara dengan mayoritas muslim namun juga menjadi fenomena global di negara lain seperti Amerika, Inggris, Prancis, Korea dan Jepang.

Untuk di Indonesia yang notabene adalah negara dengan mayoritas beragama Islam, keberadaan *sukuk* layaknya seperti angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur *riba* dalam prosesnya. *Sukuk* meniadakan

penghasilan atas bunga dan menggantinya dengan *profit* dan *loss sharing*. Nilai *sukuk* dapat ditentukan dengan mengukur nilai *sukuk to equity ratio*. Dengan cara menghitung nilai nominal *sukuk* dibagi dengan total ekuitas perusahaan.

Nilai *sukuk* yang diterbitkan di Indonesia meskipun telah mengalami pertumbuhan yang pesat, nyatanya masih jauh berada dibawah obligasi konvensional. Hal ini disebabkan karena dalam menerbitkan *sukuk* korporasi terdapat proses yang lebih rumit dan panjang dibandingkan penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan diri dengan prinsip syariah.

Peringkat obligasi

Salah satu indikator penting untuk mengetahui reaksi pasar yang dihadapi oleh perusahaan penerbit obligasi, tercermin dalam peringkat obligasinya. Rating *sukuk* adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh Lembaga pemeringkat terkemuka *sukuk* yang mencerminkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan mereka untuk membayar bagi hasil dan pembayaran pokok sesuai jadwal. Badan-badan ini menggunakan alat kuantitatif dan penilaian kualitatif untuk mengevaluasi kelayakan kredit dari penerbit. Secara umum, hanya obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan terbesar dan terkuat yang menunjukkan kredit relatif tinggi.

Peringkat obligasi penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas default hutang perusahaan. Peringkat hutang juga berfungsi membantu kebijakan publik untuk membatasi investasi spekulatif para investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun. Kualitas suatu obligasi dapat dimonitor dari informasi peringkatnya (Purwaningsih, 2013).

Dengan melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen dan bisnis fundamentalnya, setiap investor akan dapat menilai kelayakan bisnis usaha emiten tersebut. Selain itu, investor akan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi obligasi tersebut. Menurut Rahardjo (dalam Septianingtyas, 2012) beberapa manfaat *rating* bagi investor adalah sebagai berikut: (1) Informasi risiko investasi. Tujuan utama investasi adalah untuk meminimalkan risiko serta mendapatkan keuntungan yang maksimal. Oleh karena itu, dengan adanya peringkat obligasi diharapkan informasi risiko dapat diketahui lebih jelas posisinya; (2) Rekomendasi investasi. Investor akan dengan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil peringkat kinerja emiten obligasi tersebut. Dengan demikian investor dapat melakukan strategi investasi akan membeli atau menjual sesuai perencanaannya; dan (3) Perbandingan. Hasil peringkat akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi yang satu dengan yang lain, serta membandingkan struktur yang lain seperti suku bunga dan metode penjaminannya.

Investor yang berminat untuk membeli obligasi akan memperhatikan kualitas kredit yang diprosikan dalam peringkat obligasi. Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan.

Umur obligasi

Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal dimana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang dibuat sebelumnya).

Almilia dan Devi (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) berpendapat bahwa terdapat hubungan antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih

panjang karena resiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Sehingga umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi *investment grade*.

Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Kesimpulannya, semakin tinggi kupon atau bunganya, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi. Obligasi yang memiliki jatuh tempo selama 1 tahun akan lebih mudah untuk diprediksi dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun karena semakin kecil umur obligasi maka memiliki risiko yang lebih kecil.

Abnormal Return

Menurut Hartono (2010) menjelaskan bahwa *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian *abnormal return* (*return* tidak normal) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Dalam bahasa matematis digambarkan dengan:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = *Return* sesungguhnya yang terjadi pada sekuritas ke-i pada periode ke-t

$E[R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i

Return Sesungguhnya

Return sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. *Return* saham ($R_{i,t}$) sesungguhnya diperoleh dari harga saham harian sekuritas i pada periode t ($P_{i,t}$) dikurangi harga saham harian sekuritas i pada periode t-1 ($P_{i,t-1}$), dibagi harga saham harian sekuritas i pada periode t-1 ($P_{i,t-1}$), lebih jelasnya dapat diformulasikan, sebagai berikut (Hartono, 2010):

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}}$$

Keterangan:

$P_{i,t}$ = Harga saham sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke t-1

Expected Return

Expected Return merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilan keputusan investasi. *Expected Return* penting jika dibandingkan dengan *return* historis karena *expected return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Hartono, 2010). Menurut Brown dan Warner (dalam Hartono, 2010) terdapat tiga model dalam mengestimasi *expected return*, yaitu sebagai berikut:

a. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*Mean-adjusted Model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi yang bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*):

$$E[R_{i,t}] = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{i,j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$ = *Expected Return* sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$R_{i,j}$ = *Return* Realisasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

T = Lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

b. *Market Model*

Perhitungan *expected return* dengan model pasar (*Market Model*) dilakukan dengan dua tahap, yaitu pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan kedua menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *expected return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i \cdot RM_j + e_{i,j}$$

Keterangan:

- $R_{i,j}$ = *Return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j
 α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i
 β_i = Koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i
 RM_j = *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j
 $e_{i,j}$ = Kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

c. *Market-adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*Market-adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

$$E[R_{i,t}] = R_{m,t}$$

Dimana,

$$R_{m,t} = \frac{IHSgt - IHSgt-1}{IHSgt-1}$$

Keterangan:

- $R_{m,t}$ = *Actual return* pasar yang terjadi pada periode peristiwa ke- t.
 $IHSgt$ = Indeks harga saham gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke-t.
 $IHSgt-1$ = Indeks harga saham gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke- t

Akumulasi *return* taknormal (ARTN)

Akumulasi *return* taknormal (ARTN) atau *cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan *return* taknormal hari sebelumnya didalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut :

$$ARTN_{i,t} = \sum RTN_{i,a}$$

Notasi :

$ARTN_{i,t}$ = Akumulasi *return* taknormal saham perusahaan i pada periode t yang diakumulasi dari *abnormal return* saham perusahaan i.

Pengembangan Hipotesis**Pengaruh nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap reaksi pasar modal.**

Penerbitan obligasi syariah merupakan salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada perubahan struktur modal perusahaan. Keberadaan obligasi syariah dapat direspon positif maupun negatif. Penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan leverage. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang akan menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang ditimbulkan dari adanya penggunaan hutang. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham dipasar modal (Afaf, 2007). Investor *sukuk* juga bisa mendapatkan risiko gagal bayar atau risiko kebangkrutan.

Hasil penelitian Ashhari *et al.* (2009) dan Alam *et al.* (2013) menunjukkan bahwa ukuran penawaran (nilai penerbitan) sukuk bereaksi negatif signifikan terhadap *cumulative average abnormal return*. Tondoyekti (2012) menyimpulkan bahwa terdapat reaksi investor terhadap pengumuman penerbitan obligasi konvensional yaitu berupa reaksi negatif. Sedangkan, menurut Martel dan Padron (2006) bahwa *Spanish Stock Market* bereaksi positif dan signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi yang terjadi. Menurut Trisnawati dan Wahidahwati (2013) bahwa semakin tinggi arus kas pendanaan perusahaan maka semakin tinggi kepercayaan investor pada perusahaan tersebut, sehingga semakin besar pula nilai *expected return* saham dan sebaliknya. Berdasarkan paparan diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₁ : Nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal.

Pengaruh *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap reaksi pasar modal.

Setiap investor dapat menilai tingkat kelayakan bisnis usaha sebuah emiten dan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi sebuah obligasi dengan melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen dan bisnis fundamentalnya salah satunya melalui peringkat obligasi. Pada umumnya perusahaan yang memiliki pertumbuhan yang cukup baik akan memberikan peringkat *sukuk investment grade*. Ketika investor memilih instrumen investasi terhadap obligasi syariah, investor akan memperhatikan perkembangan perusahaan, jika perkembangan perusahaan dinilai baik maka perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah akan memiliki *bond rating* yang cukup baik. Dengan kata lain akan mempengaruhi reaksi pasar modal yang diukur dengan *abnormal return* saham perusahaan sehingga investor dapat membandingkan dengan perusahaan lain yang nantinya akan dipilih sebagai wadah investasi bagi investor.

Afaf (2007) dan Septianingtyas (2012) yang menyatakan bahwa variabel peringkat obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Sedangkan, penelitian Sumardi (2007) bahwa peringkat obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* saham. Mujahid dan Fitrijanti (2010) dan Pratama (2013) juga menyatakan hal yang serupa bahwa tidak terdapat hasil yang signifikan peringkat penerbitan terhadap *cumulative abnormal return*. Berdasarkan paparan di atas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H₂ : *Rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal.

Umur obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal.

Almilia dan Devi (dalam Sudaryanti *et al.*, 2011) berpendapat bahwa terdapat hubungan antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar sehingga umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi *investment grade* yang dapat berpengaruh relatif terhadap reaksi pasar modal yang dapat diukur melalui *abnormal return*.

Menurut Tondoyekti (2012) hasil penelitian membuktikan bahwa lamanya jatuh tempo (*tenor*) obligasi konvensional berpengaruh terhadap reaksi investor. Semakin pendek jangka waktu jatuh tempo obligasi yang diterbitkan akan semakin baik bagi investor, sehingga dapat dijadikan pertimbangan bagi perusahaan dalam menerbitkan obligasi konvensional. Sedangkan pada penelitian Afaf (2007) bahwa *dummy* tahun tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR. Serta, Ashhari *et al.* (2009) pada penelitiannya bahwa koefisien variabel *maturity* tidak signifikan terhadap CAAR dengan arah negatif. Oleh karena itu maka hipotesis yang dirumuskan adalah:

H₃: Umur obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal.

METODE PENELITIAN

Teknik Pengambilan Sampel

Pengambilan sampel pada penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel yang dilakukan sesuai dengan tujuan penelitian yang telah ditentukan. Pengambilan sampel jenis ini terbatas pada jenis sampel tertentu yang dapat memberi informasi yang dibutuhkan dalam penelitian ini. Beberapa kriteria yang dijadikan sampel adalah sebagai berikut: (1) Obligasi syariah (*sukuk*) yang diterbitkan oleh perusahaan periode 2003 sampai 2014; dan (2) Obligasi syariah (*sukuk*) yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan menerbitkan saham *public* harian sebelumnya.

Dengan *purposive sampling* dari kriteria diatas diperoleh 43 obligasi syariah dari 18 perusahaan penerbit obligasi syariah yang mempunyai data penelitian selama kurun waktu 2003 sampai 2014.

Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan adalah dokumentasi karena menggunakan arsip laporan keuangan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, nilai nominal *sukuk* pada data statistik penerbitan *sukuk*, data *rating* penerbitan oleh PT Pefindo, data *Jakarta Islamic index* dari Data Bursa Efek Indonesia, dan data harga saham harian yang diperoleh dari *yahoo finance*.

Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Variable terikat yang akan dibahas pada penelitian ini adalah *cumulative abnormal return* yaitu penjumlahan return taknormal hari sebelumnya didalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Cara menghitung *cumulative abnormal return* terdapat beberapa langkah yaitu:

Return sesungguhnya

Yaitu *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya dengan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

$P_{i,t}$ = Harga saham sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$P_{i,t-1}$ = Harga saham sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke t-1

Expected return.

Dalam penelitian ini dihitung dengan menggunakan *Market-adjusted Model* karena model ini mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini dilakukan untuk meyakinkan peneliti bahwa reaksi yang terjadi adalah akibat dari peristiwa yang diamati dan bukan karena peristiwa lain yang bisa mempengaruhi peristiwa yang akan diamati tersebut.

$$E[R_{i,t}] = R_{m,t}$$

Dimana,

$$R_{m,t} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$ = *Actual return* pasar yang terjadi pada periode peristiwa ke- t.

$IHSG_t$ = Indeks harga saham gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke-t.

$IHSG_{t-1}$ = Indeks harga saham gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke- t

Abnormal return

Yaitu selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Dalam bahasa matematis digambarkan dengan:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *Return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$ = *Return* sesungguhnya yang terjadi pada sekuritas ke-i pada periode ke-t

$E[R_{i,t}]$ = *Return* ekspektasi sekuritas ke-i

Dalam penelitian ini, periode jendela yang digunakan untuk menghitung *cumulative abnormal return* adalah 30 hari sesudah dan sebelum publikasi dan 1 hari pada saat dipublikasikannya obligasi syariah (*sukuk*) masing-masing oleh perusahaan.

Untuk dapat menguji nilai *abnormal return* selama 61 hari maka perlu mengakumulasikan *abnormal return*. Perhitungan *cumulative abnormal return* (CAR) yaitu :

$$ART_{Ni,t} = \sum RTN_{i,a}$$

Notasi :

$ART_{Ni,t}$ = Akumulasi *return* taknormal saham perusahaan i pada periode t yang diakumulasi dari *abnormal return* saham perusahaan i.

Variabel Independen

Nilai sukuk

Merupakan porsi *sukuk* yang diterbitkan dari keseluruhan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Ekuitas perusahaan dapat diartikan sebagai modal atau kekayaan entitas (perusahaan), yang terdiri dari selisih jumlah aktiva dikurangi dengan pasiva (kewajiban).

$$\text{Nilai Sukuk} : \frac{\text{Porsi sukuk yang diterbitkan}}{\text{Total Ekuitas Perusahaan}}$$

Umur Sukuk

Investor cenderung menyukai obligasi yang berumur pendek. Obligasi dengan umur yang lebih pendek memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi dengan umur yang panjang. Skala pengukurannya menggunakan skala nominal karena variabel umur obligasi ini merupakan variabel *dummy*. Pengukurannya dilakukan dengan memberikan nilai 1 jika obligasi mempunyai umur antara satu sampai lima tahun dan 0 jika obligasi mempunyai umur lebih dari lima tahun.

Rating Sukuk

Adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka *sukuk* yang menggambarkan situasi perusahaan dan kemampuan penerbit obligasi serta kesediaan mereka untuk membayar bagi hasil dan pembayaran pokok sesuai dengan jadwal.

Model konversi *rating* dari bentuk huruf ke bentuk interval yang dilakukan peneliti untuk penelitian ini juga pernah dilakukan oleh Pratama (2013). Sebelumnya untuk mengubah kebentuk interval dapat menggunakan salah satu cara yaitu *Method of Succesive Interval* (MSI). Lembaga pemeringkat efek yaitu PT. PEFINDO sebagai perusahaan yang banyak memberikan peringkat terhadap surat hutang berbagai perusahaan di Indonesia.

Tabel 1
 Nilai konversi rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*)
Rating Acuan

Peringkat <i>sukuk</i>	Skala
AAA+	20
AAA	19
AAA-	18
AA+	17
AA	16
AA-	15
A+	14
A	13
A-	12
BBB+	11
BBB	10
BBB-	9
BB+	8
BB	7
BB-	6
B+	5
B	4
B-	3
CCC	2
D	1

Sumber: Pratama (2013)

Teknik Analisis Data

Uji Asumsi Klasik

Ada beberapa uji asumsi klasik yaitu: (1) Uji Normalitas, pada penelitian ini dideteksi dengan menggunakan *Kolmogorov-Smirnov Test* dan *Normal Probability Plots* dan data dikatakan berdistribusi normal apabila nilai *Kolmogorov-Smirnov Test* $\geq 0,05$ (Ghozali,2005); (2) Uji Multikolinearitas, pada penelitian ini dideteksi dengan melihat nilai *Tolerance* dan nilai *Variance Inflation Factor* (VIF); (3) Uji Autokorelasi, pada penelitian ini dideteksi dengan pengujian Durbin-Watson; (4) Uji Heterokedastisitas, pada penelitian ini dideteksi dengan melihat grafik *scatterplot* dan uji *glejser*.

Pengujian Regresi Berganda

Model analisis regresi pada penelitian ini dalam bentuk persamaan sebagai berikut:

$$CAR = \beta_0 + \beta_1NPOS + \beta_2RPOS + \beta_3UOS + \varepsilon$$

Di mana:

CAR = *Cumulative abnormal return*.

β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien regresi berganda

NPOS = Variabel nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*)

RPOS = Variabel *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*)

UOS = Variabel umur obligasi syariah (*sukuk*)

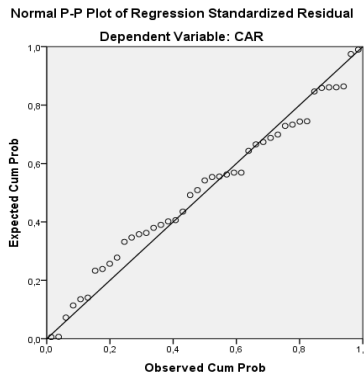
ε = *error*

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Asumsi Klasik

Uji Normalitas

Dari Gambar 1 terlihat bahwa titik-titik sebaran mendekati garis normal atau garis diagonal dan searah mengikuti garis diagonal, maka model data regresi ini telah memenuhi syarat asumsi normalitas data serta mempunyai pola distribusi normal.



Normal Probability Plot
Gambar 1

Sumber: Output SPSS

Selain itu, hasil diatas juga didukung uji statistik yang dapat digunakan dalam uji normalitas adalah Uji *Kolmogorov-Smirnov*. Data yang berdistribusi normal ditunjukkan dengan nilai diatas 0,05. Hasil pengujian normalitas terlihat dalam Tabel 2:

Tabel 2
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		43
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	0E-7
	Std. Deviation	,15448310
Most Extreme Differences	Absolute	,093
	Positive	,085
	Negative	-,093
Kolmogorov-Smirnov Z		,613
Asymp. Sig. (2-tailed)		,847

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan hasil pada Tabel 2, menunjukkan bahwa data berdistribusi secara normal. Hal ini ditunjukkan dengan nilai *Kolmogorov-Smirnov* sebesar 0,613 dan signifikansi pada 0,847 yang lebih besar dari 0,05. Hal ini menunjukkan data residual berdistribusi secara normal.

Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas dapat dilihat dengan menggunakan uji VIF (*Variance Inflation Factor*) dengan nilai VIF ≤ 10 dan nilai toleransi ≥ 0,1 pada tabel 3 berikut ini:

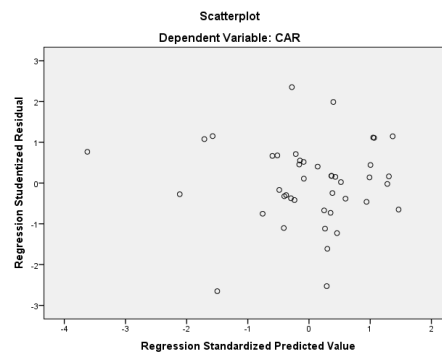
Tabel 3
Hasil Uji Multikolinearitas

Model	Collinearity Statistics	
	Tolerance	VIF
1 (Constant)		
NPOS	,946	1,057
RPOS	,900	1,111
UOS	,944	1,059

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Uji Heteroskedastisitas

Dari gambar 2 menunjukkan bahwa titik-titik menyebar diatas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y Sehingga dapat disimpulkan maka tidak terjadi heterokedastisitas dalam model regresi tersebut.



Gambar 2
Hasil Uji Heterokedastisitas
Sumber: Output SPSS

Selain itu, hasil diatas juga didukung hasil analisis Uji *Glejser*. Uji *Glejser* digunakan dengan meregresikan nilai absolut residual terhadap variabel independen. Hasil pengujian Heterokedastisitas terlihat dalam Tabel 4. Berikut data yang tidak Heterokedastisitas ditunjukkan dengan nilai diatas 0,05 :

Tabel 4
Hasil Uji Glejser
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	,085	,080		1,065	,294
NPOS	,252	,255	,159	,992	,327
RPOS	-,004	,017	-,034	-,205	,839
UOS	,032	,044	,116	,722	,475

a. Dependent Variable: ABS_RES

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Uji Autokorelasi

Dalam penelitian ini pada tabel 5 diperoleh nilai *Durbin-Watson* sebesar 1,824 dan nilai tersebut berada di antara -2 sampai +2. Hasil ini menunjukkan bahwa model penelitian ini tidak terdapat gejala autokorelasi.

Tabel 5
Hasil Uji Autokorelasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Durbin-Watson
1	,485 ^a	,235	,176	1,824

a. Predictors: (Constant), UOS, RPOS, NPOS

b. Dependent Variable: CAR

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Analisis Regresi

Analisis persamaan regresi linear berganda digunakan untuk mengetahui adanya pengaruh nilai penerbitan obligasi syariah (NPOS), *rating* penerbitan obligasi syariah (RPOS), dan umur obligasi syariah (UOS) terhadap reaksi pasar modal yang diukur dengan *cumulative abnormal return* (CAR).

Tabel 6
Hasil Analisis Regresi Berganda
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,231	,124		1,861	,070
	NPOS	-1,289	,394	-,471	-3,273	,002
	RPOS	-,047	,026	-,262	-1,772	,084
	UOS	-,029	,068	-,061	-,420	,677

a. Dependent Variable: CAR

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda pada tabel di atas maka diperoleh persamaan regresi linear berganda sebagai berikut:

$$CAR = 0,231 - 1,289NPOS - 0,047RPOS - 0,029UOS + \varepsilon$$

Uji Koefisien Determinasi (R²)

Hasil output pada Tabel 7 menunjukkan besarnya nilai koefisien determinasi (*R-Square*) sebesar 0,235 atau 23,5%, Hal ini berarti variabel independen yaitu nilai penerbitan, *rating* penerbitan, dan umur obligasi syariah secara bersama-sama dapat menjelaskan variabel dependen yaitu *cumulative abnormal return* sebesar 23,5%, sedangkan sisanya 76,5% dijelaskan oleh faktor lain di luar model penelitian.

Tabel 7
Hasil Koefisien Determinasi
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Durbin-Watson
1	,485 ^a	,235	,176	1,824

a. Predictors: (Constant), UOS, RPOS, NPOS

b. Dependent Variable: CAR

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Uji Kesesuaian Model (*Goodness Of Fit*)

Dalam penelitian ini model regresi dikatakan fit jika nilai *significant* lebih kecil dari 0,05. Berikut hasil *Goodness of Fit* yang disajikan pada Tabel 8 dibawah ini:

Tabel 8
Hasil Uji Goodness of Fit

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	,308	3	,103	3,991	,014 ^b
	Residual	1,002	39	,026		
	Total	1,310	42			

a. Dependent Variable: CAR

b. Predictors: (Constant), UOS, RPOS, NPOS

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Berdasarkan hasil analisis data dengan menggunakan SPSS 20 seperti pada Tabel 8, dapat disimpulkan bahwa hasil Uji Hipotesis F hitung sebesar 3,991 dengan nilai signifikansi sebesar 0,014 lebih kecil dari α (0,05). Jadi, nilai penerbitan obligasi syariah, *rating* penerbitan obligasi syariah dan umur obligasi syariah terhadap *cumulative abnormal return* memenuhi kriteria fit (sesuai).

Uji t

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel penjelas/independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen (Ghozali, 2005: 98).

Tabel 9
Hasil Uji t
Coefficients^a

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	,231	,124		1,861	,070
	NPOS	-1,289	,394	-,471	-3,273	,002
	RPOS	-,047	,026	-,262	-1,772	,084
	UOS	-,029	,068	-,061	-,420	,677

a. Dependent Variable: CAR

Sumber : Data sekunder diolah, 2016

Dapat dijelaskan dari hasil uji t sebagai berikut:

Variabel nilai penerbitan obligasi dengan nilai t sebesar -3,273 dan signifikansi 0,002 (lebih kecil dari 0,05). Dengan demikian, menurut hasil penelitian ini pada hipotesis 1 (H_1) diterima yang menyatakan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal. Kesimpulan ini menunjukkan bahwa dengan meningkatnya nilai penerbitan *sukuk*, investor akan merespon negatif karena semakin besar hutang perusahaan tersebut maka semakin besar pula risikonya. Hal ini kemungkinan terjadi karena perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah merupakan perusahaan yang berpotensi bertumbuh tinggi sehingga struktur modal cenderung kepada pihak ketiga. Dalam hal ini hutang yang digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan modal perusahaan dan keperluan ekspansi perusahaan seperti pembelian aktiva tetap untuk mendukung kinerja perusahaan dan memiliki aktiva yang dapat diserahkan sebagai jaminan pinjaman. Hal ini dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban perusahaan dalam membayar dana obligasi syariah kembali dan pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* pada saat jatuh tempo.

Variabel *rating* penerbitan obligasi syariah dengan nilai t sebesar -1,772 dan nilai signifikansi 0,084 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian, menurut hasil penelitian ini pada

hipotesis 2 (H_2) ditolak yang menyatakan bahwa *rating* obligasi syariah berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal. Hal ini terjadi kemungkinan karena *rating* penerbitan obligasi syariah sebagai variabel bebas tidak memiliki kandungan informasi yang cukup terhadap pengambilan keputusan investor dan juga dapat dikarenakan masih banyak faktor eksternal internal pada perusahaan lainnya yang turut mempengaruhi nilai *cumulative abnormal return* perusahaan. Pada penelitian Chen *et al.* (dalam Suharli, 2004) 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 beresiko tinggi dan rendah; 4. Tingkat kegiatan dalam industri.

Variabel umur obligasi syariah dengan nilai t sebesar -0,420 dan nilai signifikansi 0,677 (lebih besar dari 0,05). Dengan demikian, menurut hasil penelitian ini pada hipotesis 3 (H_3) ditolak yang menyatakan bahwa umur obligasi syariah berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal. Hal ini terjadi kemungkinan bahwa pada umumnya perusahaan yang menerbitkan obligasi dengan jangka waktu rendah akan memberikan timbal balik terhadap perubahan harga saham karena minat investor kepada obligasi yang memiliki jatuh tempo rendah lebih diminanti namun tidak semua investor menganggap hal yang sama. Hal tersebut disebabkan karena kurangnya tingkat pengetahuan dan pemahaman pelaku pasar tentang instrumen keuangan syariah yaitu produk syariah di pasar modal seperti obligasi syariah (*sukuk*). Praktisi atau pelaku pasar melihat bertransaksi *sukuk* tidak semudah bertransaksi obligasi konvensional. Mayoritas pasar belum familiar dengan *sukuk* serta belum paham *cost* dan *benefit* pada *sukuk*. Selain itu, objek penelitian juga berbeda yakni penelitian terdahulu menggunakan objek obligasi konvensional sedangkan dalam penelitian ini menggunakan objek obligasi syariah

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut: nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar modal yang diukur dengan *cumulative abnormal return*; *rating* penerbitan obligasi syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif yang diukur dengan *cumulative abnormal return*; dan umur obligasi syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif yang diukur dengan *cumulative abnormal return*.

Saran

Beberapa saran yang diharapkan dapat bermanfaat bagi berbagai pihak yang memiliki kepentingan dengan hasil penelitian ini adalah penelitian berikutnya disarankan untuk menambah jumlah obligasi syariah yang akan diteliti dan memperpanjang periode penelitian; penelitian selanjutnya dapat melakukan penelitian dengan topik yang sama, namun menggunakan variabel independen dan dependen yang berbeda dari penelitian yang telah peneliti lakukan saat ini seperti, ukuran perusahaan, *return* obligasi syariah, nilai nominal obligasi syariah, dan lain-lain; dan penelitian selanjutnya disarankan untuk mencoba membandingkan antara penerbitan obligasi syariah dengan penerbitan obligasi konvensional dalam memberikan pengaruh terhadap reaksi pasar modal.

DAFTAR PUSTAKA

Afaf, N. 2007. Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. *Tesis*. Institut Pertanian Bogor. Bogor.

- Alam, N., M. K. Hasan, dan M. A. Haque. 2013. Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests. *Borsa Istanbul Review* 13: 22-29.
- Ashhari, Z. M., L. S. Chun, dan A. M. Nassir. 2009. Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management* 4(6).
- Budiman dan Supatmi. 2009. Pengaruh Pengumuman Indonesia Sustainability Reporting Award (ISRA) Terhadap Abnormal Return dan Volume Perdagangan Saham (Studi Kasus Pada Perusahaan Pemenang ISRA Periode 2005-2008). *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) XII Palembang*.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. 2001. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang *Jenis Kegiatan Usaha yang Bertentangan dengan Syariah Islam*.
- , 2002. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/ DSN-MUI/IX/2002 tentang *Definisi Obligasi Syariah*.
- , 2002. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 33/ DSN-MUI/IX/2002 tentang *Obligasi Syariah Mudharabah*.
- , 2004. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 41/ DSN-MUI/III/2004 tentang *Obligasi Syariah Ijarah*.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS*. Badan Penerbit UNDIP. Semarang.
- Hartono, J. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi ketujuh. BPFE. Yogyakarta.
- Kurniawati, D. D. 2013. Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) Dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah. *Jurnal UNESA*.
- Kusniati, D. dan E. Ekawati. 2005. Analisis Perataan Laba dan Faktor-faktor yang Mempengaruhinya (Studi Empiris pada Perusahaan di Indonesia). *Jurnal Riset Akuntansi dan Keuangan* 2(1): 55-59.
- Martel, M. C. V. dan Y. G. Padron. 2006. Debt and Informative Content: Evidence in Spanish Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics Issue 4*.
- Mujahid dan T. Fitrianti. 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*.
- Muhammad. 2004. *Dasar-Dasar Keuangan Islami*. Ekonosia. Yogyakarta.
- Pratama, M. R. 2013. Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar modal di Indonesia. *Skripsi*. Universitas Widyatama. Jakarta.
- Purwaningsih, S. 2013. Faktor Yang Mempengaruhi Rating Sukuk Yang Ditinjau Dari Faktor Akuntansi Dan Non-Akuntansi. *Accounting Analysis Journal* 2 (3): 360-368.
- Septianingtyas, D. A. 2012. Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Return Saham. *Skripsi*. Universitas Negeri Semarang. Semarang.
- Sudaryanti, N., A. A. Mahfudz, dan R. Wulandari. 2011. Analisis Determinan Peringkat Sukuk Dan Peringkat Obligasi Di Indonesia. *Islamic Finance & Business Review TAZKIA* 6(2).
- Suharli, M. 2004. Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi Return Saham pada Industri Food & Beverages di Bursa Efek Jakarta. *Skripsi*. Universitas Katolik Indonesia Atmajaya. Jakarta.
- Sumardi, L. 2007. Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap Abnormal Return Saham di bursa Efek Jakarta Periode 2000-2006. *Tesis*. Universitas Indonesia. Jakarta.
- Tondoyekti, K. 2012. Reaksi Investor terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi di Bursa Efek Indonesia Periode 2007-2011. *Tesis*. Universitas Gajah Mada. Yogyakarta.

Trisnawati, W. dan Wahidahwati. 2013. Pengaruh Arus Kas Operasi, Investasi dan Pendanaan serta Laba Bersih terhadap Return Saham. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* 1(1): 77-92.