

TESIS

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI HARGA DAN PERTUMBUHAN PASAR MODAL SYARIAH

AKBAR AZIS



**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2021**

TESIS

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI HARGA DAN PERTUMBUHAN PASAR MODAL SYARIAH

disusun dan diajukan oleh:

AKBAR AZIS

A022172001



**PROGRAM STUDI MAGISTER SAINS MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2021**

TESIS

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI HARGA DAN PERTUMBUHAN PASAR MODAL SYARIAH

disusun dan diajukan oleh:

AKBAR AZIS

A022172001

Telah dipertahankan dalam sidang Ujian Tesis
Pada tanggal 10 Februari 2021 dan
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui:

Pembimbing Utama

Prof. Dr. Cepi Pahlevi, SE., M.Si
NIP 19601113 199303 1 001

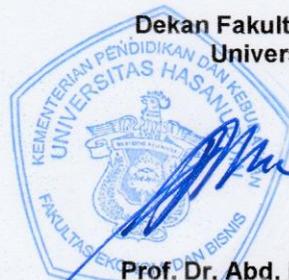
Pembimbing Pendamping

Dr. Erlina Pakki, SE., MA
NIP 19590911 198711 2 001

Ketua Program Studi
Magister Sains Manajemen

Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi, SE., M.Si
NIP 19690627 199403 2 002

Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Prof. Dr. Abd. Rahman Kadir, SE., M.Si
NIP 19640205 198810 1 001

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : Akbar Azis

NIM : A022172001

program studi : Magister Sains Manajemen

menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa tesis yang berjudul

“Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Harga dan Pertumbuhan Pasar Modal Syariah”

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang sepengetahuan saya di dalam naskah tesis ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan/ditulis/ diterbitkan sebelumnya, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebut dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila dikemudian hari ternyata di dalam naskah tesis ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur plagiarisme, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut dan diproses sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku (UU No. 20 Tahun 2003, pasal 25 ayat 2 dan pasal 70).

Makassar, 10 Februari 2021

Yang membuat pernyataan,



Akbar Azis

PRAKATA

Dengan menyebut nama Allah yang maha pengasih lagi maha penyayang. Assalamualaikum warahmatullahi wabarakatuh. Puji syukur atas kehadiran Allah SWT, tuhan semesta alam yang telah melimpahkan karunia rahmat dan hidayahnya sehingga penulis dapat merampungkan penyusunan tesis ini dengan judul Pengaruh Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Harga dan Pertumbuhan Pasar Modal Syariah. Salawat dan salam kepada baginda nabi besar Muhammad SAW, dan juga para keluarga (ahlulbait), para sahabat, dan seluruh ummatnya yang senantiasa istiqomah hingga akhir zaman. Semoga kita termasuk golongan orang-orang yang mendapatkan syafaat beliau di hari akhir.

Tidak ada manusia yang paling berhak menerima penghargaan dan terima kasih yang tak terhingga nilainya kecuali dua anak manusia yang paling berjasa telah melahirkan dan membesarkan saya, tulisan ini terkhusus saya dedikasikan kepada: Almarhum Ir. H. Azis Nawi dan ibunda Hj. A. Mardiana. Mereka adalah sosok sederhana dan ikhlas, membesarkan, mendidik, memotivasi, memberikan kasih sayang dan cintanya kepada peneliti serta doa tulusnya yang telah mengiringi setiap langkah peneliti sehingga memberikan kekuatan dalam menyelesaikan tulisan ini.

Tulisan ini juga saya persembahkan kepada istri saya: Ayu Wahyuni Bahri yang selalu mendukung dan menyemangati disetiap langkah yang saya lakukan. dan tak lupa anak saya A. Amierah Rafieqah Akbar yang saat ini masih berusia 2 tahun 5 bulan yang selalu membuat saya terhibur disaat mendapat masalah-masalah dalam menyusun penelitian ini. Demikian juga kepada saudara kandung saya: Amran Azis, Adnan Azis, dan Irma Azis yang selalu memberikan perhatian, semangat, support, dan saling mendorong dalam kebaikan, mereka membuktikan apa arti sebuah keluarga yang kompak dan saling menyayangi.

Kepada teman-teman seperjuangan Magister Sains Manajemen angkatan 2017: Chandra, Rahmat, Medilla, Agata, Mutiara, dan Renita yang terus memberi dorongan dan bantuan selama proses perkuliahan dan juga kepada saudara Muhlis yang selalu bertukar pikiran dalam proses penelitian.

Atas rampungnya tesis ini, saya ingin memberi penghargaan dan penghormatan yang setinggi-tingginya kepada lembaga Universitas Hasanuddin dan lembaga Pasca Sarjana Universitas Hasanuddin yang telah memberikan saya kesempatan untuk menimba ilmu pengetahuan pada program S2. Terkhusus kepada ketua program studi Magister Sains Manajemen Prof. Dr. Idayanti Nursyamsi., SE., M.Si. dan juga kepada bapak/ibu tim pembimbing Prof. Dr Cepi Pahlevi, SE., M.Si dan Ibu Dr. Erlina Pakki, SE., MA yang telah memberikan bimbingan, arahan, dan bantuan selama ini. Serta tak lupa kepada bapak/ibu tim penguji Prof. Dr. Abdul Rakhman Laba, SE., MBA , Dr. Nureni Kadir, SE., M.Si , dan Dr. Muhammad Sobarsyah, SE., M.Si yang bersedia membagi ilmunya kepada saya. Tuhanlah yang pantas membalas budi luhur kalian dengan ganjaran yang tak ternilai, in syha Allah.

Peneliti menyadari bahwa tesis ini masih jauh dari kesempurnaan, oleh karena itu peneliti mengharapkan kritik dan saran yang konstruktif guna perbaikan tesis ini kedepannya. Semoga tesis ini bermanfaat bagi perkembangan ilmu ekonomi khususnya pada bidang keuangan dimasa depan. Billahi taufik wal hidayah wassalamualaikum warahmatullahi wabarakatuh.

Makassar, 10 Februari 2021

Peneliti

Akbar Azis

ABSTRAK

AKBAR AZIS. *Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Harga dan Pertumbuhan Pasar Modal Syariah* (dibimbing oleh Cepi Pahlevi dan Erlina Pakki).

Penelitian ini bertujuan menganalisis pengaruh nilai sukuk, rating sukuk, dan risiko sukuk terhadap reaksi harga dan pertumbuhan pasar modal syariah selama periode 2014 sampai dengan 2019.

Variabel nilai sukuk diprosikan dengan nilai nominal sukuk; variabel rating dikonversikan ke dalam bentuk ordinal; variabel risiko sukuk diprosikan dengan menggunakan *value at risk*; dan variabel reaksi harga diukur melalui nilai rata-rata. Variabel reaksi pertumbuhan pasar diukur melalui *abnormal return* dan diambil nilai rata-rata. Penelitian ini menggunakan data sekunder karena tidak mengumpulkan sendiri data yang diperoleh, tetapi data yang telah dikumpulkan dan diolah melalui pihak lain, dalam hal ini Bursa Efek Indonesia dan The Indonesia Capital Market Institute. Data dianalisis dengan menggunakan program statistik SPSS dengan teknik analisis jalur.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel nilai sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk; variabel rating sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk; variabel risiko sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk; variabel nilai sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah, variabel rating sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah; variabel risiko sukuk tidak berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah; variabel reaksi harga sukuk tidak mampu memediasi hubungan antara nilai sukuk dan reaksi pertumbuhan pasar modal syariah; variabel reaksi harga sukuk tidak mampu memediasi hubungan antara rating sukuk dan reaksi pertumbuhan pasar modal syariah; variabel reaksi harga sukuk tidak mampu memediasi hubungan antara risiko sukuk dan reaksi pertumbuhan pasar modal syariah; dan variabel reaksi harga sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah.

Kata kunci: nilai sukuk, rating sukuk, risiko sukuk, reaksi harga sukuk, reaksi pertumbuhan pasar modal



ABSTRACT

AKBAR AZIS. *The Effect of Sukuk Issuance on Price Reaction and Growth of The Islamic Capital Market* (Supervised by **Cepi Pahlevi** and **Erlina Pakki**)

The study aims to analyze the effect of the value of sukuk, sukuk rating, and risk of sukuk on price reactions and growth of the Islamic capital market in the 2014-2019 period.

The variable value of the sukuk was proxied by the nominal value of the sukuk; variable rating was converted into ordinal form; sukuk risk variable was proxied by using value at risk; and the reaction variable was measured by means of the average value. The market growth reaction variable was measured by the abnormal return and the average value was taken. This study used secondary data because it did not collect the data obtained by yourself, but data that had been collected and processed through other parties, in this case the Indonesia Stock Exchange and The Indonesia Capital Market Institute. Data were analyzed using the SPSS statistical program with path analysis techniques.

The results of this study indicate that the variable value of sukuk has a positive and significant effect on the price reaction of sukuk; the variable rating of sukuk has a positive and significant effect on the price reaction of sukuk; the risk variable of sukuk has a negative and significant effect on the price reaction of sukuk; the variable value of sukuk has a positive and significant effect on the reaction to the growth of the Islamic capital market; the variable rating of sukuk has a negative and significant effect on the reaction to the growth of the Islamic capital market; the risk variable of sukuk has no positive and significant effect on the reaction to the growth of the Islamic capital market; the sukuk price reaction variable is unable to mediate the relationship between the value of sukuk and the growth reaction of the Islamic capital market; the sukuk price reaction variable is not able to mediate the relationship between the sukuk rating and the growth reaction of the Islamic capital market; the sukuk price reaction variable is not able to mediate the relationship between sukuk risk and growth reactions of Islamic capital market; and sukuk price reaction variables have a positive and significant effect on the reaction to the growth of the Islamic capital market.

Keywords: sukuk value, sukuk rating, sukuk risk, sukuk price reaction, capital market growth reaction



DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
DAFTAR ISI.....	iv
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	10
1.3 Tujuan Penelitian.....	10
1.4 Kegunaan Penelitian.....	11
1.4.1 Kegunaan ilmiah.....	11
1.4.2 Kegunaan bagi Praktisi.....	12
1.5 Ruang Lingkup Penelitian.....	12
1.6 Sistematika Penulisan.....	12
BAB II TINJAUAN PUSTAKA.....	14
2.1 Pasar Modal Syariah.....	14
2.1.1 Konsep Pasar Modal Syariah.....	14
2.1.2 Prinsip dan Akad Syariah di Pasar Modal.....	19
2.1.3 Instrumen dan Produk di Pasar Modal Syariah.....	21
2.1.4 Transaksi yang dilarang di Pasar Modal Syariah.....	24
2.1.5 Indeks Saham Syariah.....	28
2.1.6 Pertumbuhan Pasar Modal Syariah di Indonesia.....	30
2.2 Sukuk.....	32
2.2.1 Sejarah Munculnya Istilah Sukuk.....	32
2.2.2 Karakteristik Sukuk.....	34
2.2.3 Instrumen Sukuk.....	38
2.2.4 Jenis-Jenis Sukuk.....	39
2.2.5 Nilai Penerbitan Sukuk.....	42
2.2.6 Rating Penerbitan Sukuk (Peringkat Sukuk).....	44
2.2.7 Risiko Penerbitan Sukuk.....	48
2.2.8 Harga Sukuk.....	50

2.2.9	Imbal Hasil (Yield) Sukuk	52
2.3	Event Studies.....	55
2.4	Signaling Theory	56
2.5	Hubungan Antar Variabel.....	57
2.5.1	Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk.....	57
2.5.2	Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk	58
2.5.3	Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk	59
2.5.4	Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah.....	59
2.5.5	Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah	60
2.5.6	Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah	61
2.5.7	Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk	61
2.5.8	Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk.....	62
2.5.9	Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk.....	62
2.5.10	Hubungan Reaksi Harga Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah	63
2.6	Penelitian Terdahulu	64
BAB III KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS.....		70
3.1	Kerangka Konseptual.....	70
3.2	Hipotesis.....	70
3.2.1	Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1).....	71
3.2.2	Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)	71
3.2.3	Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)	72
3.2.4	Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	73
3.2.5	Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	74
3.2.6	Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	75
3.2.7	Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)	76

3.2.8	Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)	76
3.2.9	Risiko Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)	77
3.2.10	Reaksi Harga Sukuk (Y1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2).....	78
BAB IV	METODE PENELITIAN	79
4.1	Rancangan Penelitian	79
4.2	Situs dan Waktu Penelitian	79
4.3	Populasi , Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel	80
4.3.1	Populasi	80
4.3.2	Sampel.....	80
4.3.3	Teknik Pengambilan Sampel.....	81
4.4	Jenis Data dan Sumber Data	81
4.5	Metode Pengumpulan Data.....	82
4.6	Variabel Penelitian dan Defenisi Operasional.....	82
4.6.1	Variabel Penelitian	82
4.6.2	Defenisi Operasional	83
4.7	Instrumen Penelitian	85
4.8	Teknik Analisis Data.....	86
4.8.1	Uji Asumsi Klasik.....	86
4.8.2	Uji Kelayakan Model.....	88
4.8.3	Analisis Korelasi	90
4.8.4	Analisis Jalur	91
4.8.5	Sobel Test.....	93
4.8.6	Pengujian Hipotesis.....	94
BAB V	HASIL PENELITIAN	95
5.1	Deskripsi Data.....	95
5.2	Deskripsi Hasil Penelitian.....	97
5.2.1	Hasil Uji Asumsi Klasik.....	97
5.2.2	Uji Kelayakan Model.....	103
5.2.3	Analisis Kolerasi	108
5.2.4	Perhitungan Koefisien Jalur.....	109
5.2.5	Uji Deteksi Pengaruh Mediasi	118
5.2.6	Pengujian Hipotesis.....	120

BAB VI PEMBAHASAN	127
6.1 Pengaruh Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)	127
6.2 Pengaruh Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)	128
6.3 Pengaruh Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1).....	129
6.4 Pengaruh Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2).....	130
6.5 Pengaruh Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	131
6.6 Pengaruh Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	132
6.7 Pengaruh Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)	133
6.8 Pengaruh Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)	135
6.9 Pengaruh Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Harga Sukuk (Y1)	135
6.10 Pengaruh Reaksi Harga Sukuk (Y1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)	136
BAB VII PENUTUP	138
7.1 Kesimpulan	138
7.2 Saran	140
DAFTAR PUSTAKA.....	142
LAMPIRAN	152

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
Tabel 2. 1 Perbedaan Pasar Modal Konvensional dengan Pasar Modal Syariah	22
Tabel 2. 2 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi	35
Tabel 2. 3 Rating Menurut Standard and Poor's	45
Tabel 2. 4 Klasifikasi Rating Menurut Kasnic Credit Rating Indonesia (KCRI).....	46
Tabel 2. 5 Rating Menurut PT. PEFINDO	47
Tabel 2. 6 Penelitian Terdahulu	64
Tabel 4. 1 Populasi Penelitian.....	80
Tabel 4. 2 Rating Acuan PT. PEFINDO	83
Tabel 4. 3 Interpretasi Korelasi Menurut Aturan Yang Konservatif	91
Tabel 5. 1 Deskripsi Statistik Sampel Perusahaan Penerbit Sukuk.....	96
Tabel 5. 2 Model 1 <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov</i>	99
Tabel 5. 3 Model 2 <i>One-Sample Kolmogorov-Smirnov</i>	100
Tabel 5. 4 Model 1 Hasil Uji <i>Multikolinearitas Variance Inflation Factor</i>	100
Tabel 5. 5 Model 2 Hasil Uji <i>Multikolinearitas Variance Inflation Factor</i>	101
Tabel 5. 6 Model 1 Hasil Uji Autokolerasi.....	102
Tabel 5. 7 Model 2 Hasil Uji Autokolerasi.....	103
Tabel 5. 8 Persamaan Model 1 Hasil Uji F	103
Tabel 5. 9 Persamaan Model 2 Hasil Uji F	104
Tabel 5. 10 Persamaan Model 1 Hasil Uji t	105
Tabel 5. 11 Persamaan Model 2 Hasil uji t.....	105
Tabel 5. 12 Persamaan Model 1 Hasil Uji Koefisien Determinasi	107
Tabel 5. 13 Persamaan Model 2 Hasil Uji Koefisien Determinasi	107
Tabel 5. 14 Hasil Uji Korelasi Antar Variabel Independen X1, X2 Dan X3.....	108
Tabel 5. 15 Tabel Ringkasan Koefisien Pengaruh Langsung.....	110
Tabel 5. 16 Koefisien Jalur <i>Direct Effect</i> , <i>Indirect Effect</i> dan <i>Total Effect</i>	114
Tabel 5. 17 Nilai Koefisien dan Nilai Standar Error Jalur Mediasi.....	118
Tabel 5. 18 Tabel Ringkasan Pengujian Hipotesis <i>Direct Effect</i> dan <i>Indirect Effect</i>	126

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
Gambar 1. 1 Perkembangan Sukuk Korporasi.....	3
Gambar 2. 1 Struktur Penerbitan Sukuk Ijarah.....	27
Gambar 2. 2 Struktur Penerbitan Sukuk Mudharabah.....	28
Gambar 2. 3 Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI).....	29
Gambar 2. 4 Jakarta Islamic Index (JII)	29
Gambar 2. 5 Perkembangan Pasar Modal Syariah 2018	31
Gambar 2. 6 Skema Penerbitan Sukuk.....	36
Gambar 3. 1 Kerangka Konseptual.....	70
Gambar 5. 1 Hasil Uji Model 1 <i>Histogram</i>	97
Gambar 5. 2 Hasil Uji Model 2 <i>Histogram</i>	98
Gambar 5. 3 Hasil Uji Model 1 <i>Probaility Plot</i>	98
Gambar 5. 4 Hasil Uji Model 2 <i>Probaility Plot</i>	99
Gambar 5. 5 Koefisien Diagram Jalur	114

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Transaksi pada pasar modal dapat disebut sebagai kegiatan ekonomi yang masuk dalam kegiatan muamalah, yaitu kegiatan yang mengatur perniagaan. Dalam kaidah fiqh dijelaskan hukum dalam kegiatan muamalah adalah mubah (boleh). Sehingga kegiatan muamalah seperti pembiayaan dan investasi pada pasar modal dianggap dapat diterima kecuali terdapat larangan dalam al-quran dan hadist. Kegiatan muamalah yang dilarang dalam pembiayaan dan investasi syariah adalah transaksi yang mengandung unsur riba, gharar, maysir, risywah, maksiat dan dzhalim.

Saat ini konsep keuangan dunia yang berbasis syariah sedang tumbuh secara cepat. Asetnya diperkirakan telah menyentuh angka sekitar 1.3 triliun dollar AS. Bahkan di prediksi pada tahun-tahun mendatang akan tumbuh 2 triliun dolar AS, dilansir dari lembaga pemeringkat "standard and poor's rating service". Dari data tersebut menunjukkan pangsa pasar dari industri keuangan syariah saat ini mencapai 3% dan akan terus tumbuh lebih besar dimasa yang akan datang.

Dikembangkannya pasar modal syariah adalah untuk menjawab kebutuhan umat muslim yang ingin mencoba berinvestasi pada pasar modal yang sesuai dengan prinsip syariah. Di Indonesia, pertumbuhan pasar modal syariah bisa dikatakan cukup baik. Pertumbuhan ini meskipun tidak secepat pertumbuhan perbankan syariah, namun cenderung terus mengalami peningkatan sejalan dengan pertumbuhan industri keuangan syariah yang ada di Indonesia.

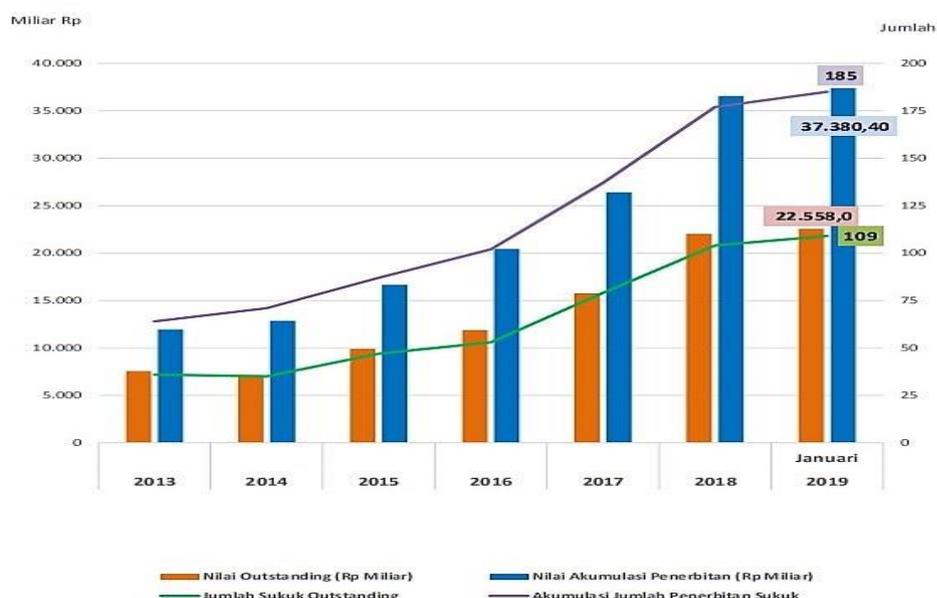
Salah satu instrumen keuangan yang banyak diterbitkan perusahaan korporasi maupun negara adalah sukuk (obligasi syariah). Pada dasarnya sukuk (obligasi syariah) berbeda dengan obligasi konvensional. Adanya konvergensi pendapat bahwa bunga pada sistem konvensional adalah riba maka seluruh instrumen yang memiliki komponen bunga (*interest bearing instrument*) keluar dari daftar investasi yang halal (Huda dan Nasution, 2007). Oleh karena itu para pakar ekonomi syariah dan dukungan oleh ulama dan juga pemerintah membuat alternatif yang dinamakan sukuk (obligasi syariah).

Sukuk telah menjadi alat instrumen pembiayaan yang cukup strategis di beberapa negara. Aset sukuk internasional pada tahun 2007 saja telah mencapai 70 miliar dollar AS. Beberapa negara seperti Malaysia, Brunei Darussalam, Qatar, Bahrain, Unit Emirat Arab, Pakistan dan juga termasuk Indonesia telah menjadi *regular issuer* dari sukuk. Tidak hanya terbatas pada kaum muslim, saat ini investor non muslim juga berinvestasi sukuk, antara lain negara Inggris, Kanada, Jerman, Jepang, Cina, Korea, Singapura dan India.

Di Indonesia sendiri pertumbuhan industri keuangan syariah termasuk sukuk tumbuh dengan cepat. Penerbitan sukuk di Indonesia di mulai pada bulan Oktober tahun 2002 oleh PT. Indosat dengan menerbitkan sukuk mudharabah senilai Rp.100 miliar. Dilanjutkan pada tanggal 28 Mei tahun 2003 PT. Berlian Laju Tenker menerbitkan sukuk senilai Rp. 175 miliar. Pada tanggal 10 Juli tahun 2003 PT. Bank Bukopin menerbitkan sukuk mudharabah senilai Rp. 45 miliar. Pada 15 Juli tahun 2003 PT. Bank Muamalat Indonesia menerbitkan sukuk Rp. 200 miliar. Pada tanggal 26 September tahun 2003 PT. Cilandra Perkasa menerbitkan sukuk senilai Rp.

60 miliar. Pada tanggal 31 Oktober tahun 2003 PT. Bank Syariah Mandiri menerbitkan sukuk senilai Rp. 200 miliar, dan lain-lain (Indah, 2010).

Nilai emisi sukuk mengalami pertumbuhan beberapa tahun terakhir, hal ini menunjukkan bahwa ada sebuah kepercayaan investor terhadap sekuritas industri keuangan syariah khususnya pada sukuk yang terus meningkat. Peningkatan sukuk yang signifikan membuka peluang untuk lebih bisa ditingkatkan perkembangannya sebagai salah satu produk investasi di Indonesia. Hanafi (2013) berpandangan yang menjadi salah satu daya tarik investor kepada Indonesia yaitu banyaknya yang dapat dibiayai pada proyek infrastruktur dengan skema sukuk dan kondisi ekonomi yang cenderung relatif baik. Pertumbuhan sukuk yang lebih yang lebih terperinci dapat kita lihat pada gambar 1 berikut ini :



Gambar 1. 1 Perkembangan Sukuk Korporasi

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2019

Pada gambar tersebut di atas menunjukkan bahwa nilai outstanding dan jumlah akumulasi penerbitan ditahun 2013 sampai awal tahun 2019 terus mengalami pertumbuhan yang signifikan. Jumlah sukuk korporasi

outstanding mencapai 109 sukuk. Selanjutnya jika kita lihat dari nilai nominal, nilai sukuk korporasi outstanding mencapai Rp. 22.558.000.000. secara kumulatif, sampai dengan akhir Januari 2019, jumlah sukuk korporasi yang diterbitkan telah mencapai 185 sukuk dengan nilai akumulasi penerbitan sebesar Rp. 37.380.000.000.

Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) menjelaskan penerbitan emisi sukuk korporasi mengalami peningkatan yang cukup signifikan dari tahun ke tahun tetapi peningkatan ini tidak diikuti dengan pertumbuhan volume perdagangan pada pasar sekunder padahal telah dikatakan sebelumnya bahwa sukuk adalah investasi yang cukup menjanjikan.

Disaat negara lain mengalami pertumbuhan yang minus dari akibat krisis keuangan global, Indonesia masih dapat mencatat pertumbuhan yang cukup positif. Bahkan diperkirakan beberapa tahun kedepan Indonesia masuk sebagai salah satu negara dengan tingkat pertumbuhan sukuk tertinggi di dunia. Sehingga Indonesia sangat memungkinkan untuk bisa memberikan return yang kompetitif kepada investor sukuk. Namun bila kita melihat negara tetangga Malaysia, Indonesia cukup lambat dalam merespon peluang ini dengan melihat delapan tahun terakhir perkembangan sukuk negara maupun korporasi secara global dunia dapat dikatakan fantastis, Hanafi (2013).

Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN-MUI/IX/2002 dijelaskan bahwa sukuk (obligasi syariah) adalah surat berharga jangka panjang yang berdasar pada aturan-aturan syariah yang diterbitkan oleh emiten ke pemegang sukuk yang dimana pihak emiten diwajibkan untuk membayar keuntungan pendapatan ke pemegang sukuk berupa bagi hasil (*margin*) serta membayar kembali dana sukuk pada waktu jatuh tempo. The

Accounting And Auditing Organization Of Islamic Financial Institution (AAOIFI) menjelaskan bahwa sukuk adalah sertifikat yang bernilai sama dan juga merupakan bukti ke pemilikan yang tidak terbagi atas suatu aset, manfaat, serta jasa-jasa atas kegiatan investasi tertentu. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Nomor : IX.A.13 menjelaskan bahwa definisi sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat (bukti kepemilikan) yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terbagi atau terpisahkan atas aset berwujud tertentu, manfaat nilai atas aset berwujud tertentu baik yang telah ada maupun yang akan ada, dan jasa yang telah ada maupun yang akan ada, serta aset atas proyek tertentu atau kegiatan investasi yang sudah ditentukan.

Menurut Tandelilin (2010) pasar yang efisien merupakan pasar dimana harga semua sekuritas yang di perdagangkan mencerminkan sebuah informasi yang tersedia. Informasi tersebut bisa meliputi masa lalu (misalkan informasi laba perusahaan) maupun pendapat/opini yang beredar dipasar yang mampu memberikan informasi sehingga dapat mempengaruhi harga (misalnya jika investor berpendapat bahwa harga saham akan mengalami kenaikan, maka informasi tersebut nanti akan tercermin dari perubahan harga saham yang juga cenderung naik). Aspek yang penting dalam menilai efisiensi pasar yaitu dapat di lihat dari seberapa cepat sebuah informasi baru dapat terserap oleh pasar sehingga akan tercermin penyesuaian menuju harga keseimbangan yang baru. Pada pasar yang efisien harga pada sekuritas terevaluasi dengan cepat karena adanya sebuah informasi yang penting dari sekuritas tersebut. Sedangkan pada pasar yang tidak efisien harga pada sekuritas tidak terlalu bisa mencerminkan informasi yang ada karena terdapat lag dalam penyesuaian

harga sehingga akan membuka celah kepada investor yang ingin mendapatkan keuntungan dengan memanfaatkan situasi dari lag tersebut. Namun demikian kenyataannya sulit sekali dijumpai pasar yang benar-benar efisien maupun tidak efisien. Umumnya pasar akan efisien namun pada tingkat tertentu saja (Tandelilin, 2010: 221).

Brigham & Houston (2015:279) menyatakan bahwa nilai dari suatu aset keuangan seperti saham, obligasi, sewa guna usaha, atau bahkan aset fisik seperti gedung apartemen, atau mesin hanyalah nilai sekarang dari arus kas yang diharapkan akan dihasilkan oleh aset tersebut. Selanjutnya menurut Tandelilin (2010:271) nilai intrinsik suatu obligasi akan sama dengan nilai sekarang dari aliran kas yang diharapkan dari obligasi tersebut.

Bond rating merupakan salah satu alat informasi untuk mempengaruhi harga saham. Bond rating tersebut dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat, konsultan keuangan, dan juga dikembangkan oleh beberapa bank. Menurut Darmawan (2007) Peringkat (Rating) obligasi akan mempengaruhi tingkat pengembalian obligasi yang diharapkan oleh investor. Semakin buruk peringkat suatu obligasi, maka akan semakin tinggi pula tingkat pengembalian hasil yang akan dituntut investor atas suatu obligasi. Selanjutnya Tandelilin (2010:250) menyatakan obligasi perusahaan yang diterbitkan melalui penawaran umum wajib diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang terdaftar di Bapepam seperti PT. Pefindo atau PT. Kasnic Credit Rating Indonesia. Lembaga pemeringkat yang ada di luar negeri dikenal dengan nama Moody's dan S&P (standart and poor's), lembaga tersebut menganalisis dan mengevaluasi segala kemungkinan pembayaran pada surat hutang yang macet. Investor dapat memanfaatkan bond rating

untuk mengukur risiko dalam pembelian obligasi/sukuk. Investor dapat mengartikan informasi secara berbeda dari setiap pengumuman penerbitan sukuk. Penilaian yang dilakukan oleh investor atas informasi tersebut akan mempengaruhi keputusannya dalam berinvestasi. Informasi dalam penerbitan sukuk memberi suatu tanda (signal) kepada investor ketika mengambil keputusan berinvestasi sehingga signal theory berlaku dalam penelitian ini.

Tandelilin (2010) menyatakan bahwa seorang investor harus mampu menghitung risiko pada suatu investasi. Karena tingkat risiko merupakan kemungkinan penyimpangan *return* aktual dari *return* harapan, risiko ini secara statistik dapat diwakili oleh ukuran penyimpangan atau ukuran penyebaran data. Ukuran tersebut yaitu nilai varians dan standar deviasi. Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima dengan return harapan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya maka semakin besar risiko investasi tersebut. Selanjutnya Fabozzi (2000) berpandangan volatility risk adalah salah satu faktor yang mempengaruhi ekspektasi tingkat bunga yang berubah-ubah. Secara spesifik, nilai opsi meningkat apabila ekspektasi perubahan tingkat bunga juga meningkat. Risiko yang mempengaruhi perubahan dalam volatilitas akan mempengaruhi harga suatu obligasi.

Harga obligasi selalu berfluktuasi sesuai dengan kondisi pasar dan dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga sebagai dampak dari kondisi perekonomian secara makro (Achmad, 2007). Selanjutnya Tandelilin (2010:276) menyatakan harga obligasi juga akan ditentukan oleh nilai interinsik obligasi tersebut. Nilai interinsik obligasi sangat terkait

dengan besarnya nilai r , yaitu tingkat keuntungan yang disyaratkan atau yield obligasi.

Dalam Laporan Perkembangan Keuangan Syariah Indonesia tahun 2018 oleh OJK pada halaman 7 menjelaskan bahwa aset keuangan syariah Indonesia tumbuh 13,97% yaitu Rp.1.287,65 Triliun dari tahun sebelumnya yang sebesar Rp.1.129,77 Triliun. Pasar Modal Syariah yang memiliki porsi terbesar dari aset keuangan syariah (54,43%) mengalami pertumbuhan tertinggi diantara sektor lainnya dengan laju 17,67%. Perbankan Syariah dengan porsi sebesar 38,03% dari total aset keuangan syariah mampu tumbuh positif dengan laju 12,57%. Sementara itu, IKNB Syariah yang memiliki porsi sebesar 7,54% dari total aset keuangan syariah mengalami penurunan aset sebesar 2,13%. Selanjutnya pada laporan Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019 oleh OJK halaman 14 disebutkan bahwa dalam rangka mewujudkan pasar modal syariah yang tumbuh stabil, berkelanjutan, dan akuntabel, OJK telah menetapkan 5 arah pengembangan pasar modal syariah untuk periode tahun 2015 – 2019. Untuk mencapai sasaran arah pengembangan tersebut maka dilakukan langkah-langkah yaitu penguatan pengaturan atas produk, lembaga, dan profesi terkait pasar modal syariah, peningkatan supply dan demand produk pasar modal syariah, pengembangan sumber daya manusia dan teknologi informasi pasar modal syariah, promosi dan edukasi pasar modal syariah, dan koordinasi dengan pemerintah dalam rangka menciptakan sinergi kebijakan pengembangan pasar modal syariah.

Hasil penelusuran pustaka yang telah dilakukan terkait kajian empirik tentang “pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi harga dan pertumbuhan pasar modal syariah” ditemukan beberapa penelitian

terdahulu yang juga membahas mengenai penerbitan sukuk dan pertumbuhan pasar modal syariah. Namun, perlu ditegaskan bahwa penelitian ini bukanlah merupakan hasil plagiat, namun merupakan pengembangan dari hasil penelitian-penelitian sebelumnya yang memiliki relevansi dengan penelitian yang penulis lakukan. Adapun yang menjadi pengembangan pada penelitian ini adalah terdapatnya variabel intervening dimana dalam penelitian-penelitian sebelumnya belum menggunakan variabel tersebut. Beberapa dari penelitian yang memiliki hubungan relevansi tersebut dilakukan oleh Fajri Nasrullah (2019), Fathoni (2017), Atia (2016). Penelitian yang menemukan bahwa penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Hasil positif mengindikasikan bahwa penerbitan sukuk memuat sebuah informasi yang bermakna *good news* bagi investor sehingga dapat memberikan keuntungan kepada investor dan dapat menjadi instrumen dalam mengambil keputusan dalam perdagangan saham. Sedangkan penelitian yang menemukan bahwa reaksi pasar mempunyai pengaruh negatif terhadap pengumuman penerbitan sukuk adalah Savitri (2015), Resi Primadani (2013), Devi Dwi Kurniawati (2013), Mujahid (2010). Hasil yang negatif mengindikasikan bahwa penerbitan sukuk memuat informasi yang bermakna *bad news* bagi investor dan dianggap akan meningkatkan hutang perusahaan.

Berdasarkan uraian tersebut di atas, dan terdapatnya beberapa perbedaan dari hasil penelitian sebelumnya, maka merupakan isu yang cukup menarik untuk diteliti kembali dan dikembangkan. Peneliti berharap hasil dari penelitian ini dapat memberikan jawaban dari apa yang menjadi pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi harga dan pertumbuhan pasar modal syariah.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, maka yang menjadi pokok permasalahan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Apakah nilai sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk ?
2. Apakah rating sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk ?
3. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap harga sukuk ?
4. Apakah nilai sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah ?
5. Apakah rating sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah ?
6. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah ?
7. Apakah nilai sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah melalui harga sukuk?
8. Apakah rating sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah melalui harga sukuk?
9. Apakah risiko sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah melalui harga sukuk?
10. Apakah harga sukuk berpengaruh terhadap pertumbuhan pasar modal syariah ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka penelitian ini bertujuan untuk :

1. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan nilai sukuk terhadap harga sukuk.
2. Menganalisis besarnya hubungan rating sukuk terhadap harga sukuk.

3. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan risiko sukuk terhadap harga sukuk.
4. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan nilai sukuk terhadap pertumbuhan pasar modal syariah.
5. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan rating sukuk terhadap pertumbuhan pasar modal syariah.
6. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan risiko sukuk terhadap pertumbuhan pasar modal syariah.
7. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan nilai sukuk terhadap harga sukuk melalui pertumbuhan pasar modal syariah.
8. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan rating sukuk terhadap harga sukuk melalui pertumbuhan pasar modal syariah.
9. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan risiko sukuk terhadap harga sukuk melalui pertumbuhan pasar modal syariah.
10. Menganalisis besarnya pengaruh hubungan harga sukuk terhadap pertumbuhan pasar modal syariah.

1.4 Kegunaan Penelitian

Adapun kegunaan yang diharapkan dalam hasil penelitian ini adalah :

1.4.1 Kegunaan ilmiah

- a. Dapat memberikan pemahaman tentang penerbitan obligasi terhadap pertumbuhan pasar modal syariah sehingga nantinya peneliti selanjutnya dapat mengkaji lebih mendalam dengan mengkaji pengaruh lain selain dalam penelitian ini.
- b. Sebagai salah satu sumber referensi atau bahan perbandingan bagi pembaca maupun peneliti selanjutnya yang ingin mengembangkan

ilmu pengetahuan dalam bidang manajemen dan keuangan khususnya tentang keuangan syariah.

1.4.2 Kegunaan bagi Praktisi

- a. Dapat menjadi suatu sumber informasi sehubungan dengan dampak penerbitan obligasi syariah terhadap kapitalisasi pasar yang dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang diterima oleh investor.
- b. Dapat menjadi suatu bahan pertimbangan untuk memutuskan suatu perencanaan dalam memilih investasi pada pasar modal dan juga dapat dijadikan sebagai bukti empiris untuk mengkaji dampak kebijakan perusahaan dalam penerbitan sukuk.

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

- a. Penelitian ini memfokuskan pada penerbitan sukuk yang diwakili oleh nilai, rating, dan risiko sebagai variabel independen terhadap harga dan reaksi pertumbuhan pasar modal syariah sebagai variabel dependen. Objek data dari penelitian ini diambil dari situs resmi dari Bursa Efek Indonesia dan The Indonesia Capital Market Institute (TICMI).

1.6 Sistematika Penulisan

Pembahasan dalam tesis ini terdiri dari lima bab dimana setiap babnya terbagi atas beberapa sub bab yang sistematikanya dapat kita lihat sebagai berikut:

BAB I : Pendahuluan. Pada bagian ini berisi latar belakang yang menjadi sebuah landasan pemikiran dalam penelitian, rumusan masalah yang merupakan hal yang ingin diketahui peneliti, tujuan penelitian dan kegunaan penelitian yang merupakan harapan sekaligus sebuah informasi

untuk menjawab permasalahan dalam penelitian ini, dan terakhir sistematika penulisan yang merupakan ringkasan pada masing-masing bab pada penulisan tesis ini.

BAB II : Tinjauan Pustaka. Pada bab ini berisi tentang tinjauan teori dan konsep yang digunakan sebagai rujukan untuk membahas masalah, meliputi beberapa teori dan penelitian terdahulu yang relevan dalam mendukung penulisan tesis ini.

BAB III : Kerangka Konseptual dan Hipotesis. Bab ini menguraikan kerangka konseptual dan proses pembentukan hipotesis penelitian yang dimana berisi dugaan sementara peneliti berdasarkan teori-teori dan penelitian-penelitian yang telah dilakukan peneliti sebelumnya.

BAB IV : Metodologi Penelitian. Bab ini menjelaskan metodologi yang digunakan dalam penelitian, berisikan jenis, sumber data, populasi, sampel, metode pengumpulan data, definisi operasional variabel, teknik analisis data, dan pengujian hipotesis untuk menjelaskan hasil penelitian.

BAB V : Hasil Penelitian. Pada bab ini meliputi pengujian dan penyajian hasil pengolahan data dari hasil analisis yang terdiri dari deskripsi data dan deskripsi hasil penelitian.

BAB VI : Pembahasan. Bab ini membahas hasil analisis serta menjawab pertanyaan-pertanyaan yang telah disebutkan dalam rumusan masalah dan membandingkan dengan penelitian sebelumnya serta menghubungkan dengan teori-teori yang mendukungnya.

BAB VII : Penutup. Pada bagian bab terakhir ini merupakan penjelasan mengenai kesimpulan dari hasil yang diperoleh setelah dilakukan penelitian. Selain itu dijelaskan pula keterbatasan serta saran yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Pasar Modal Syariah

2.1.1 Konsep Pasar Modal Syariah

Kegiatan pasar modal merupakan kegiatan yang termasuk dalam kelompok muamalah, sehingga aktivitas transaksi dalam pasar modal diperbolehkan selama tidak melanggar ketentuan ajaran syariah islam. Secara sederhana kata syariah ini memiliki implikasi positif pada suatu barang yang dalam hal ini efeknya. Cara dan proses transaksinya harus sesuai prinsip syariah (hukum islam), yang bilamana terdapat satu hal saja yang tidak terpenuhi maka tidak dapat dikategorikan sesuai dengan prinsip syariah.

Kegiatan muamalah yang dilarang adalah kegiatan manipulasi dan spekulasi yang didalamnya terdapat unsur riba, gharar, maysir, risywah, kedzhaliman dan maksiat

1. Riba merupakan tambahan yang diberikan dalam pertukaran barang-barang atau melebihi jumlah saat pengembalian berdasarkan presentase tertentu.
2. Gharar merupakan ketidakpastian atau ketidakjelasan dalam suatu akad baik kuantitas maupun kualitas objek akad maupun dari segi penyerahannya.
3. Maysir pada hakekatnya merupakan kegiatan perjudian, dimana pihak yang memenangkan perjudian akan mengambil taruhannya sedangkan pihak yang kalah akan kehilangan taruhan tersebut.

4. Risywah merupakan bentuk pemberian yang tujuannya untuk mengambil sesuatu yang bukan haknya, menjadikan dan membenarkan yang bathil sebagai sesuatu yang benar.
5. Kezhaliman dan maksiat merupakan perbuatan yang merugikan yang tidak dibenarkan secara syariah karena dianggap sebagai bentuk penganiayaan.

Salah satu landasan dari pasar modal syariah adalah fatwa Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI), seluruh kegiatan transaksi dan efek dalam pasar modal syariah harus sesuai keputusan fatwa yang telah ditetapkan, bahkan dalam penyusunan dalam merumuskan peraturan-peraturan OJK mengenai pasar modal syariah menggunakan fatwa. Fatwa secara etimologi adalah penerangan atau penjelasan, sedangkan secara terminologi adalah penjelasan hukum syariah dalam suatu masalah sebagai bentuk jawaban dari para ahli ulama atas pertanyaan yang diajukan oleh peminta fatwa.

Fatwa dalam pasar modal syariah sebenarnya sudah cukup lengkap, fatwa ini mulai ada sejak tahun 2001 dimana fatwa tersebut mencakup pencatatan efek-efek syariah maupun transaksinya. Adapun fatwa-fatwa DSN –MUI yang telah diterbitkan adalah :

1. 20/DSN-MUI/IV/2001 Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksadana Syariah;
2. 32/DSN-MUI/IX/2002 Obligasi Syariah;
3. 33/DSN-MUI/IX/2002 Obligasi Syariah *Mudharabah*;
4. 40/DSN-MUI/X/2003 Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Bidang Pasar Modal;
5. 41/DSN-MUI/III/2004 Obligasi Syariah *Ijarah*;

6. 59/DSN-MUI/IV/2007 Obligasi Syariah Mudharabah Konversi;
7. 65/DSN-MUI/III/2008 Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu Syariah (HMETD Syariah);
8. 66/DSN-MUI/III/2008 Waran Syariah;
9. 69/DSN-MUI/VI/2008 Surat Berharga Syariah Negara;
10. 70/DSN-MUI/VI/2008 Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara;
11. 71/DSN-MUI/VI/2008 *Sale and Lease Back*;
12. 72/DSN-MUI/VI/2008 Surat Berharga Syariah Negara *Ijarah Sale and Lease Back*;
13. 76/DSN-MUI/VI/2010 SBSN *Ijarah Asset To Be Leased*;
14. 80/DSN-MUI/VI/2011 Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek;
15. 94/DSN-MUI/IV/2014 Repo Surat Berharga Syariah (SBS) Berdasarkan Prinsip Syariah;
16. 95/DSN-MUI/VII/2014 Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Wakalah.

Fatwa DSN – MUI nomor 80 tentang penerapan prinsip syariah dalam mekanisme perdagangan efek bersifat ekuitas di pasar reguler bursa efek merupakan fatwa yang paling komprehensif karena tidak hanya menjelaskan mekanisme transaksi yang sesuai dengan prinsip syariah namun juga menjelaskan berbagai jenis efek yang dilarang secara syariah.

Adapun inti fatwa tersebut adalah :

1. Suatu transaksi di pasar modal dikatakan sesuai dengan prinsip syariah ketika memenuhi dua syarat diantaranya :

- a. Hanya bertransaksi saham yang termasuk dalam daftar efek syariah (DES) dan
 - b. Tidak melakukan suatu transaksi yang melanggar prinsip syariah.
2. Qabdh Hukmi dalam transaksi saham.

Sebelum fatwa ini terbit banyak terjadi kekeliruan pemahaman mengenai transaksi di Bursa Efek Indonesia dengan menggunakan sistem T+3 atau dikenal dengan proses settlement transaksi efek yang dapat selesai setelah tiga hari menjadikan kesyariahan dalam proses transaksinya ketika saham ditransaksikan dalam jangka panjang atau lebih dari tiga hari. Padahal jika investor sudah membeli saham dan transaksinya telah dinyatakan selesai maka investor boleh menjual kembali walaupun belum cukup tiga hari. Hal ini yang kemudian dijelaskan dalam fatwa bahwa saham yang sudah dibeli karena transaksinya telah selesai maka secara kepemilikan juga telah berpindah walaupun secara administratif belum mencapai T+3, ini merupakan suatu konsep kepemilikan secara qabdh hukmi atau secara hukum.

Hal tersebut juga didukung oleh standard AAOIFI (*Accounting And Auditing Organization For Islamic Financial Institution*) nomor 21 yaitu “diperbolehkan kepada pembeli saham untuk bertransaksi atas saham yang telah dibelinya dengan cara menjual saham tersebut kepada orang lain atau cara lainnya setelah selesainya secara formalitas transaksi jual beli tersebut dan adanya transfer hak dan kewajiban kepadanya walaupun penyelesaian transaksi (*settlement*) untuk kepentingannya belum terjadi.

3. Sistem transaksi Bai al Musawammah atau transaksi continuous auction.

Fatwa ini menjelaskan bahwa sistem perdagangan pada bursa efek Indonesia yang menggunakan continuous auction atau lelang berkesinambungan yang sesuai dengan prinsip syariah. Sebelum fatwa ini ada banyak pihak yang memahami bahwa efek yang ada di pasar modal sudah ada yang sesuai syariah Islam, namun banyak yang mempertanyakan dari pihak tersebut apakah transaksi tersebut sudah sesuai dengan prinsip syariah. Fatwa inilah yang menjawab pertanyaan tersebut bahwa transaksi tersebut digolongkan transaksi Bai al Musawammah yaitu transaksi yang bertujuan mencari harga yang paling efektif dan penjual tidak wajib memberikan informasi harga perolehannya.

Dalam penerapan prinsip syariah di pasar modal, bursa efek Indonesia dan juga pihak-pihak yang terkait tidak menggunakan fatwa sebagai satu-satunya sumber acuan karena fatwa bersifat tidak memiliki kekuatan hukum yang mengikat. Oleh karena itu tentunya pihak-pihak terkait tetap harus melihat landasan hukum positif yaitu UUPM dan peraturan OJK.

Adapun landasan hukum positif yang merupakan sebagai bagian yang penting dalam pasar modal syariah diantaranya adalah undang-undang no 8 tahun 1995 tentang pasar modal dan peraturan OJK. Selain itu terdapat juga peraturan terkait penerbitan surat berharga syariah negara (SBSN) yang dikeluarkan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan.

2.1.2 Prinsip dan Akad Syariah di Pasar Modal

Pasar modal syariah adalah pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah. Prinsip tersebut diantaranya:

1. Tidak boleh ada unsur ketidakjelasan (*gharar*) dalam setiap transaksi.
2. Harus memenuhi unsur halal dalam proses instrumen atau efek yang di perjual belikan.

Kegiatan investasi di pasar modal syariah mengutamakan unsur halal dan unsur keadilan. Secara garis besar prinsip syariah tersebut adalah :

1. Pembiayaan atau investasi hanya dapat di lakukan pada kegiatan usaha atau asset yang halal, jelas, dan bermanfaat.
2. Uang adalah alat bantu pertukaran nilai, dimana pemilik modal akan memperoleh bagi hasil dari kegiatan usaha tersebut, apabila memperoleh keuntungan maka pembiayaan dan investasi harus pada mata uang yang sama dengan pembukuan usaha.
3. Akad yang terjadi antara pemilik modal dengan emiten harus jelas. Informasi maupun tindakan harus transparan dan tidak boleh menimbulkan keraguan maupun kerugian pada salah satu pihak.
4. Pemilik modal dan emiten tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan sehingga dapat menimbulkan kerugian.
5. Penekanan dengan prinsip kehati-hatian baik investor maupun emiten pada mekanisme yang wajar.

Konsekuensi dari prinsip tersebut harus memenuhi :

1. Efek yang diperjualbelikan merupakan dari barang dan jasa yang halal.
2. Tidak boleh memanipulasi atau memberikan informasi yang menyesatkan, informasi harus transparan dan terbuka.

3. Tidak boleh menukarkan efek yang sejenis dengan nilai nominal yang berbeda.
4. Investasi yang akan dilakukan harus secara spot langsung
5. Tidak diperkenankan menciptakan false demand, yaitu sebuah rekayasa permintaan untuk mendapatkan keuntungan diatas laba normal.
6. Tidak diperkenankan melakukan rekayasa penawaran dengan cara mengurangi supply agar harga jual naik demi mendapatkan keuntungan diatas laba normal.
7. Boleh melakukan dua transaksi dalam satu akad dengan syarat pelaku, objek, dan periodenya sama.

Sebagaimana telah diatur dalam peraturan OJK nomor 53/POJK.04/2015 pada industri pasar modal syariah tentang akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah dipasar modal adalah sebagai berikut :

1. Ijarah yaitu suatu perjanjian antara pemberi jasa atau pemberi sewa dengan pihak pengguna jasa atau penyewa untuk memindahkan manfaat (hak guna) atas suatu objek ijarah yang dapat berupa manfaat baik barang maupun jasa dalam waktu yang telah ditentukan dengan pembayaran upah (*ujrah*) atau sewa tanpa di ikuti dengan pemindahan kepemilikan objek tersebut.
2. Istishna yaitu suatu perjanjian antara pihak pembeli atau pemesan dengan pihak penjual atau pembuat untuk membuat objek istishna dengan kreteria, spesifikasi, maupun persyatan yang telah disepakati bersama.

3. Kafalah yaitu suatu perjanjian antara pihak guarantor (penjamin) dengan pihak yang berutang (dijamin) untuk menjamin kewajiban pihak yang dijamin kepada orang yang berpiutang (pihak lain).
4. Mudharabah yaitu suatu bentuk perjanjian kerjasama antara pemilik modal dengan pengelola usaha dengan cara pemilik modal menyerahkan modal tersebut untuk dikelola oleh pengelola usaha.
5. Musyarakah yaitu bentuk perjanjian kerjasama dengan menyertakan modal baik dalam bentuk aset maupun uang kepada dua pihak atau lebih untuk melakukan usaha.
6. Wakalah yaitu perjanjian yang dilakukan antara pihak pemberi kuasa kepada penerima kuasa dengan cara pemberi kuasa memberikan kuasa ke penerima kuasa untuk melakukan perbuatan atau tindakan tertentu.

2.1.3 Instrumen dan Produk di Pasar Modal Syariah

Pada prinsipnya pasar modal merupakan surat berharga (efek) yang umum diperjual belikan melalui pasar modal. Efek adalah surat pengakuan utang surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, sekuritas kredit, right, warrans, opsi atau derivativ dari efek setiap instrumen yang telah ditetapkan oleh Bapepam-LK sebagai efek. Sedangkan pasar modal syariah secara khusus memperjualbelikan efek syariah. Efek syariah merupakan efek yang secara akad, penerbitan dan pengelolaannya melalui prinsip-prinsip syariah sesuai ajaran agama islam yang dimana penetapannya dilakukan oleh DSN MUI dalam bentuk fatwa. Ketentuan penerbitan efek syariah secara umum harus berdasarkan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.

Instrumen pasar modal syariah memiliki karakteristik yang unik dibandingkan dengan pasar modal konvensional. Segala jenis sekuritas yang menawarkan keuntungan yang sudah ditentukan di awal (*predetermined fixed income*) tidak diperbolehkan dalam ajaran Islam karena mengandung unsur riba. Oleh karena itu semua instrumen yang mengandung unsur riba (*interest bearing securities*) baik jangka panjang (*long term*) maupun jangka pendek (*short term*) akan masuk dalam daftar investasi yang tidak sah. Dalam kategori ini masuk juga antara lain : preference stock, debentures, commercial papers, treasury securities and consols, medium term notes, obligasi konvensional, dan interest rate swap, sertifikat deposito konvensional, dan report surat utang konvensional.

Sedangkan instrumen keuangan yang masuk dalam gray area (*questionable*) karena dicurigai memiliki unsur gharar meliputi produk-produk derivative seperti forward, futures, dan juga options. Dengan catatan meliputi stocks (saham) dan obligasi syariah (sukuk), sekuritas pemerintah yang berbasis bagi hasil dan surat berharga lain yang akadnya sesuai dengan ketentuan prinsip-prinsip syariah (Iggi, 2003:59).

Pada dasarnya aspek yang terdapat dipasar modal konvensional dan pasar modal syariah hampir sama, yang membedakan adalah aspek tersebut tidak melanggar prinsip syariah di pasar modal. Adapun dapat kita lihat perbedaan pasar modal konvensional dengan pasar modal syariah dibawah ini :

Tabel 2. 1 Perbedaan Pasar Modal Konvensional dengan Pasar Modal Syariah

Aspek	Konvensional	Syariah
Instrumen	Saham	Saham Syariah
Investasi	Obligasi	Sukuk

	Reksa Dana	Reksa Dana Syariah
Indeks Saham Acuan	IHSG (Indeks Harga Saham gabungan) LQ 45	ISSI (Indeks Saham Syariah Indonesia) JII (Jakarta Islamic Index)
Tipe Obligasi	Obligasi Berkupon Tetap Obligasi Berkupon Variabel Obligasi Zero Coupon	Sukuk Ijarah (sewa) Sukuk Mudharabah (bagi hasil)
Jenis Reksa Dana Konvensional	Reksa Dana Pasar Uang Reksa Dana Pendapatan Tetap Reksa Dana Campuran Reksa Dana Saham	Reksa Dana Pasar Uang Syariah Reksa Dana Pendapatan Tetap Syariah Reksa Dana Campuran Syariah Reksa Dana Saham Syariah
Jenis Reksa Dana Non Konvensional	Reksa Dana Dollar Reksa Dana Terproteksi Reksa Dana Indeks KIK EBA (Kontak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset) DIRE (Dana Investasi Real Estate) Reksa Dana Penyertaan Terbatas	Reksa Dana Dollar Syariah Reksa Dana Terproteksi Syariah Reksa Dana Indeks Syariah KIK EBA Syariah DIRE Syariah Reksa Dana Penyertaan Terbatas Syariah Reksa Dana Syariah Efek Luar negeri Reksa Dana Syariah Berbasis Sukuk
Ketentuan Bidang Usaha	Tidak ada pembatasan	Tidak termasuk bidang usaha yang melanggar prinsip syariah seperti usaha minuman keras, perjudian, Klub diskotik, riba (bunga), dan bisnis non syariah lainnya

		Rasio modal terhadap total aset maksimal 45% atau rasio modal terhadap total hutang maksimal 82%
Ketentuan Keuangan	Tidak ada pembatasan	Total pendapatan non syariah maksimal 10%
Ketentuan pengelolaan reksa dana	Sesuai dengan jenis reksa dana	Sesuai dengan jenis reksa dana ditambah dengan adanya tambahan ketentuan cleansing (pembersihan reksa dana dari pendapatan yang bersifat non syariah untuk selanjutnya diamankan)
Dewan Pengawas Syariah	Tidak ada	Ada

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2016

2.1.4 Transaksi yang dilarang di Pasar Modal Syariah

Telah dijelaskan pada fatwa DSN-MUI bahwa transaksi suatu efek dinyatakan sesuai dengan prinsip syariah ketika objek yang ditransaksikan adalah saham syariah dan tidak melanggar norma-norma syariah. Adapun transaksi yang dilarang adalah sebagai berikut :

1. Tadlis yaitu tindakan yang menyembunyikan informasi ke pihak penjual dengan maksud mengelabui pihak pembeli. Contoh transaksi tersebut antara lain :
 - a. Front Running : Anggota bursa efek melakukan transaksi terlebih dahulu berdasarkan informasi bahwa nasabahnya akan melakukan transaksi dalam jumlah yang besar.

- b. **Misleading Information** : Membuat sebuah informasi atau pernyataan yang tidak benar untuk mempengaruhi harga efek.
2. **Taghrir** yaitu suatu upaya untuk mempengaruhi orang lain baik dalam bentuk ucapan ataupun tindakan yang mengandung kebohongan dengan maksud agar orang lain terdorong untuk melakukan transaksi. Contoh transaksi tersebut adalah :
- a. **Wash Sale** : Perdagangan yang tidak mengubah kepemilikan namun memberi kesan seolah-olah efek aktif diperdagangkan untuk membentuk suatu harga.
 - b. **Pre Arrange Trade** : Pemesanan dan pemasangan suatu transaksi jual beli pada waktu yang hampir sama karena ada kesepakatan perjanjian antara penjual dan pembeli untuk membentuk harga.
3. **Najsy** menciptakan penawaran palsu untuk menimbulkan kesan banyak pihak yang berminat membeli dengan menawar barang dengan harga yang tinggi kepada pihak yang tidak bermaksud membelinya. Contoh transaksi tersebut antara lain :
- a. **Pump and Dump** : Transaksi yang menciptakan uptrend agar harga efek mencapai harga yang tinggi lalu menyusul dengan diikuti transaksi jual dengan volume yang signifikan.
 - b. **Hype and Dump**: Transaksi yang menciptakan uptrend dengan menyebarkan informasi yang tidak benar yang kemudian diikuti transaksi jual yang signifikan untuk mencapai harga efek yang tinggi.
 - c. **Creating Fake Demand / Supply** : Transaksi yang menciptakan kesan seolah-olah terjadi demand / supply yang tinggi dengan cara

melakukan pemasangan order jual / beli pada harga yang terbaik lalu di amend atau di withdraw secara berulang-ulang.

4. Ikhtikar yaitu tindakan atau upaya membeli barang yang diperlukan masyarakat disaat harga naik lalu menimbun/menyimpan barang tersebut dengan maksud akan menjual kembali saat harga semakin naik. Contoh transaksi tersebut adalah :

a. Pooling Interest : Melakukan proses transaksi yang seakan-akan likuid pada periode tertentu yang diramaikan oleh sekelompok anggota bursa saja dengan tingkat volume transaksi relatif sama.

b. Cornering : Menciptakan penawaran semu yang dilakukan oleh pemegang saham mayoritas dengan tujuan agar harga pada pagi hari turun sehingga akan mendorong investor melakukan short selling, lalu pada sore hari pemegang saham mayoritas melakukan upaya beli agar harga meningkat dan menyebabkan pelaku short selling mengalami kerugian.

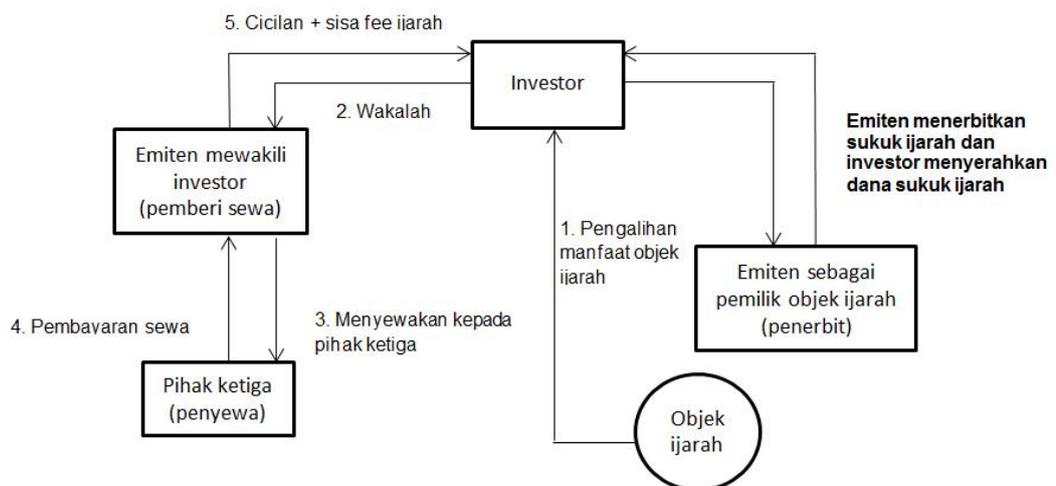
5. Ghisysy yaitu suatu pemaparan atau penjelasan yang dilakukan oleh penjual dengan menjelaskan keunggulan dan kelebihan serta keistimewaan barang tersebut namun menyembunyikan kecacatannya. Contoh transaksi tersebut antara lain :

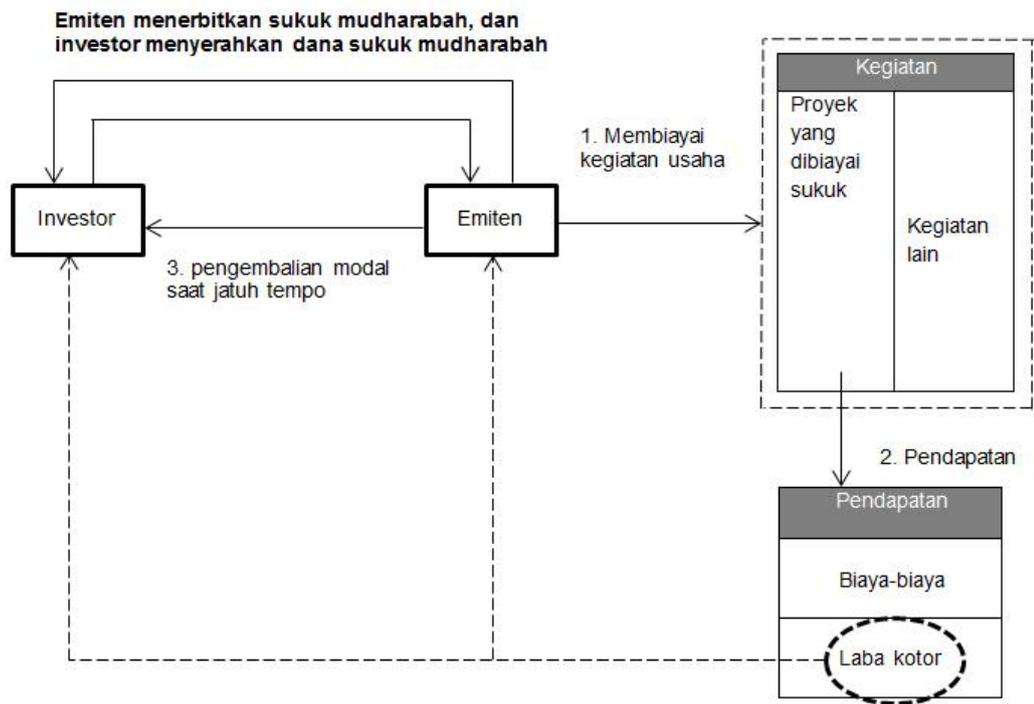
a. Marking At The Close : Penempatan order jual / beli untuk menciptakan harga penutupan yang sesuai dengan keinginan yang dilakukan diakhir hari perdagangan.

b. Alternate Trade : Transaksi yang memberikan kesan seolah olah efek aktif diperdagangkan dengan cara memasukkan order jual / beli secara bergantian yang dilakukan oleh sekelompok anggota bursa.

6. Ghabn Fahisy yaitu ketidakseimbangan antara dua objek/barang yang dipertukarkan dalam satu akad, misalnya jual beli suatu barang dengan tingkat harga jauh dibawah pasar. Salah satu contoh transaksi tersebut adalah insider trading yaitu terjadinya pemanfaatan informasi terbatas atas suatu kondisi di internal emiten sehingga mendorong terjadinya transaksi di pasar modal.
7. Bai' Al-Ma'dum yaitu proses jual beli yang objeknya tidak ada didalam akad. Misalnya short selling yang merupakan penjualan efek yang belum dimiliki dengan harapan nanti akan dibeli kembali dengan harga yang lebih rendah.
8. Bai' Al Maksyuf yaitu proses jual beli efek secara tunai namun penjual tidak memiliki efek tersebut. Misalnya Margin Trading yang merupakan transaksi atas efek dengan fasilitas pinjaman berbasis riba.

sampai saat ini penerbitan sukuk di Indonesia baru menggunakan dua akad yaitu akad ijarah (menyewa) dan akad mudharabah (kerja sama/bagi hasil).





2.1.5 Indeks Saham Syariah

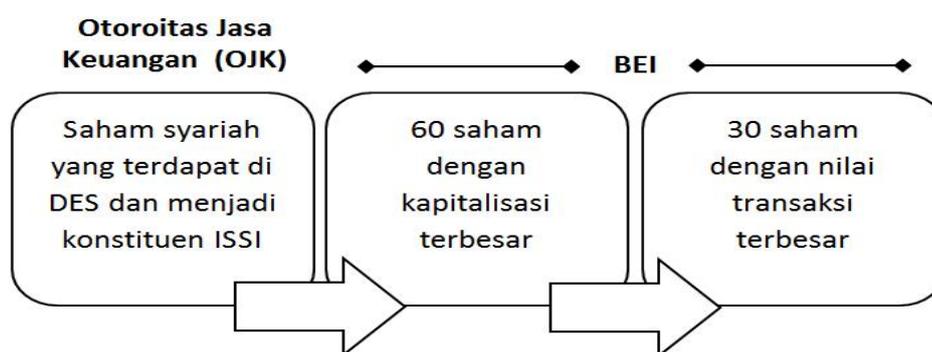
Terdapat dua jenis indeks saham dalam pasar modal syariah di Indonesia yang menjadi acuan bagi para investor dalam mengukur kinerja portofolionya. Indeks saham tersebut antara lain Jakarta Islamic Indeks (JII) yang mulai terbentuk pada tanggal 3 juli tahun 2000 dan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) yang bertepatan diluncurkannya fatwa pada tanggal 12 mei tahun 2011.

Indeks composite yaitu indeks yang memperhitungkan seluruh kinerja saham syariah yang tercatat di dalam Bursa Efek Indonesia. Indeks tersebut dinamakan indeks saham syariah indonesia (ISSI). Adapun proses penerbitannya sebagai berikut :

Proses seleksi – Dilakukan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK)



Konstituen pada Indeks Saham Syariah Indonesia terdiri dari saham yang masuk kedalam daftar Efek Syariah dan tercatat pada Bursa Efek Indonesia. Penentuan kriteria saham yang terdaftar pada daftar efek syariah telah diatur dalam peraturan Bapepam dan LK Nomor II. K.1 mengenai kriteria dan penerbitan daftar efek syariah. Selain Indeks Saham Syariah Indonesia, pasar modal syariah juga memiliki indeks yang berbasis kinerja yaitu Jakarta Islamic Index (JII) dimana konstituennya terdiri dari 30 saham yang paling tinggi likuditasnya pada Bursa Efek Indonesia. Proses pemilihan saham tersebut dapat kita lihat sebagai berikut :



Suatu saham terlebih dahulu harus masuk sebagai saham yang terdaftar di daftar efek syariah jika ingin menjadi konstituen jakarta islamic

index. Setelah tergabung di dalam konstituen ISSI maka selanjutnya akan dipilih 60 saham yang memiliki kapitalisasi pasar yang paling tinggi dimana hasil tersebut didapat dari hasil perkalian jumlah saham yang beredar dikali dengan harga yang berlaku. Dari 60 saham tersebut akan disaring 30 saham syariah yang memiliki jumlah transaksi yang paling besar.

Bukan hanya untuk menjadi acuan bagi para investor atau menjadi instrumen benchmark, indeks saham syariah juga memegang peranan penting dalam perkembangan pasar modal syariah di Indonesia. Selain itu indeks saham syariah juga menjadi sebuah landasan pengukuran kinerja reksa dana syariah bahkan menjadi landasan produk Exchange Traded Fund (ETF). Adapun terbitnya Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI) menjadi akhir dari kesalahpahaman pada masyarakat yang menganggap bahwa jumlahnya hanya 30 saham.

2.1.6 Pertumbuhan Pasar Modal Syariah di Indonesia

Pada Laporan perkembangan keuangan syariah Indonesia tahun 2018 oleh OJK pada halaman 27 mengemukakan bahwa, Industri pasar modal syariah di Indonesia terus mengalami pertumbuhan. Strategi sosialisasi dan edukasi serta pengembangan kebijakan adalah hal yang mendorong pertumbuhan tersebut. Sepanjang tahun 2018, nilai outstanding sukuk korporasi meningkat sebesar Rp. 21,3 triliun atau 35,32% dibandingkan periode sebelumnya. Total NAB (Nilai Akta Bersih) reksadana syariah juga ikut mengalami peningkatan yaitu sebesar Rp. 34,49 triliun atau sebesar 21,83% dari tahun lalu. Disamping itu, jumlah emiten yang sahamnya masuk dalam Daftar Efek Syariah (DES) meningkat yang sebelumnya hanya dibawah 400 saham kini menjadi 413 saham. Dari

jumlah data tersebut, saham syariah yang berkontribusi sebesar 64,15% dari saham yang tercatat di bursa.

Pada sisi investor, pertumbuhan investor dalam berinvestasi pada efek saham syariah, sukuk korporasi, maupun reksadana syariah tercatat meningkat sebesar 401.516 investor atau meningkat menjadi 38,16% dibandingkan dengan tahun sebelumnya. Pasar modal syariah di Indonesia tumbuh menggembirakan sejalan dengan upaya OJK dalam menjalankan strategi perluasan akses dan juga basis investor dalam meningkatkan literasi serta inklusi pasar modal syariah yang masih cenderung rendah. Oleh sebab itu, tahun 2018, OJK dan Asosiasi Pengelola Reksa Dana Indonesia (APRDI) bersama-sama menerbitkan program SAKU yaitu Reksa Dana Syariahku. Program SAKU dimaksudkan agar dapat meningkatkan literasi serta inklusi pasar modal syariah pada kalangan pelajar dan juga mahasiswa. Melalui program tersebut siswa sekolah dapat berinvestasi bersamaan dengan pembayaran biaya sekolah. Bagi kalangan mahasiswa, investasi dapat dilakukan bersamaan dengan pembayaran biaya sekolah atau biaya praktikum dalam satu mata kuliah. Berikut dapat kita lihat data perkembangan Pasar Modal Syariah di Indonesia :



2.2 Sukuk

2.2.1 Sejarah Munculnya Istilah Sukuk

Sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dari kata "sakk" dalam bahasa Arab yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Sumber lain menyebutkan, kata tersebut kemudian menjadi asal dari kata 'cheque' dalam bahasa Eropa yang berarti sebuah dokumen yang merepresentasikan sebuah kontrak (*contracts*) atau pengalihan kepemilikan (*conveyance of rights*), obligasi (*obligations*) atau kewajiban yang harus dipenuhi (*monies done*) berdasarkan prinsip syari'ah. Namun demikian, fakta historis menunjukkan bahwa sukuk merupakan produk yang digunakan secara luas pada abad pertengahan Islam untuk mentransfer kewajiban keuangan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya. Literatur lain menceritakan hal senada bahwa sukuk secara umum digunakan untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan. Fakta historis menunjukkan bahwa sukuk secara nyata digunakan secara luas oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial (Kholis, 2010).

Fakta empiris membuktikan dan menyimpulkan bahwa sukuk secara nyata digunakan secara luas oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan, dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari dagangan dan kegiatan komersil lainnya (Huda, 2007).

Dalam pandangan agama islam, pelaksanaan sukuk telah sangat jelas disandarkan pada Al-Quran surat Al-Baqarah ayat 282 :

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ

Artinya : “Wahai Orang-orang yang beriman, apabila kamu bermuamalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah telah mengajarkannya...”

Dari ayat tersebut diatas pakar Fiqh Academy Jeddah telah membahas dan menghasilkan keputusan nomor 5 tahun 1988, bahwa :

1. Kumpulan aset dapat diwakili dalam suatu akte resmi atau bonds.
2. Akte resmi atau bonds dapat dijual pada harga pasar yang tersedia dipasar dan kumpulan aset dapat ditunjukkan dengan pengamanan yang terdiri dari bentuk aset fisik dan hak financial dengan hanya sedikit cash dan sedikit utang yang bersifat antar perorangan (Monzer Kahf, 1997:293).

Selain itu terdapat pula surah tentang pelarangan riba pada surah Al-Baqarah ayat 275 :

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

Artinya : “Orang-orang yang memakan riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan setan karena gila. Yang demikian itu, karena mereka berkata bahwa jual beli sama dengan riba. Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Barang siapa mendapat peringatan dari Tuhannya, lalu dia berhenti, maka apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Barang siapa mengurangi, maka mereka itu penghuni neraka, mereka kekal di dalamnya”.

Pada masa kontemporer, latar belakang kemunculan sukuk adalah upaya untuk menghindari riba yang terdapat di obligasi konvensional sehingga pengusaha atau negara mencoba mencari alternatif instrumen pembiayaan yang sesuai dengan syariah. Pada 20 Maret 1990 terbit fatwa yang mengharamkan obligasi konvensional yaitu fatwa Majma' al-fiqh al Islami dan pada akhir 1990, struktur berbasis aset yang cukup diakui dalam bentuk sukuk telah dikembangkan di Bahrain dan Malaysia. Struktur ini menarik perhatian investor dan peminjam karena dianggap kendaraan potensial untuk mengembangkan pasar kapital Islam (Zamir, 2008).

Penerbitan sukuk di Indonesia sendiri tidak lepas dari dukungan pemerintah dan segenap para pakar ahli ekonomi islam, dan juga dukungan ulama dengan mengeluarkan fatwa oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia No.32/DSN-MUI/IX/2002. Sukuk pertama di mulai pada bulan Oktober tahun 2002 oleh perusahaan PT. Indosat dengan menerbitkan sukuk mudharabah senilai Rp.100 miliar.

2.2.2 Karakteristik Sukuk

Dalam Jakarta Islamic Index maupun Bursa Efek Indonesia, perusahaan industri keuangan syariah yang menerbitkan obligasi belum tentu merupakan obligasi syariah (sukuk). Karena obligasi dapat dikatakan sebagai obligasi syariah (sukuk) ketika obligasi tersebut dapat memenuhi syarat sebagai berikut (sunarsih, 2008) :

1. Dalam penerbitan obligasi akad yang digunakan dapat berupa : Murabahah, Mudharabah, Salam, Ijarah, dan Istisnha.
2. Kegiatan usaha yang dilakukan oleh mudharib (emiten) harus sejalan dengan prinsip syariah.

3. Hasil investasi (pendapatan) yang dibagikan emiten kepada pemegang sukuk (obligasi syariah) harus bersih dan terhindar dari unsur haram.
4. Hasil investasi (pendapatan) yang diterima oleh pemegang sukuk harus sesuai dengan jenis akad yang digunakan.
5. Jika terjadi pemindahan kepemilikan sukuk maka akan mengikuti akad-akad yang digunakan.
6. Terdapat Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI sebagai aspek pengawasan syariah.

Sementara itu, Hanafi (2006) menyatakan bahwa sukuk (obligasi syariah) memiliki karakteristik sebagai berikut :

1. Sukuk berbeda dengan interest/bunga.
2. Sukuk tidak dapat diubah menjadi bentuk saham.

Berbeda dengan obligasi, sukuk memiliki karakteristik khusus.

Adapun perbedaannya dapat kita lihat sebagai berikut :

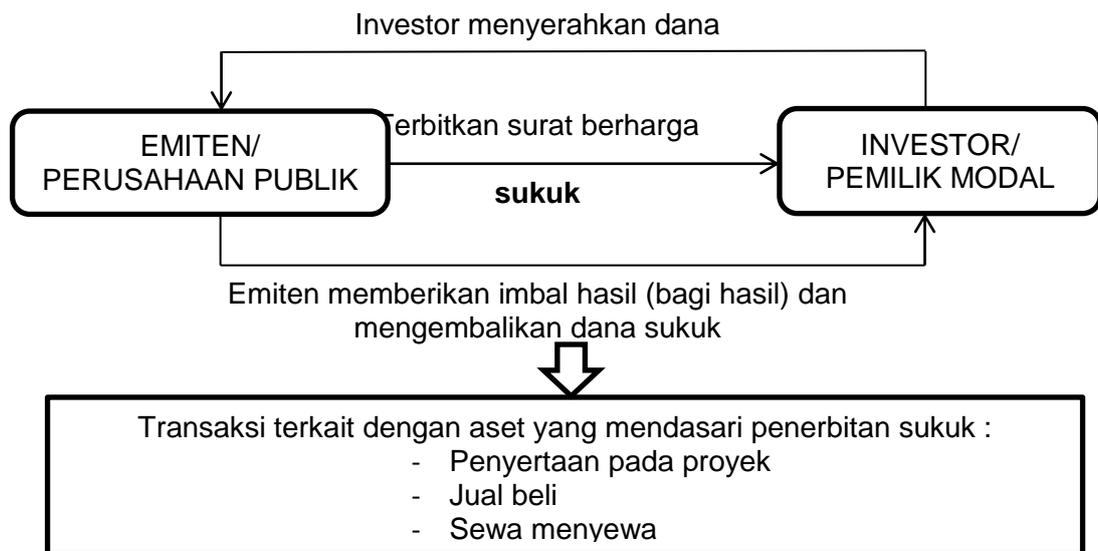
Tabel 2. 2 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Merupakan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/investasi/proyek	Merupakan surat pernyataan utang dari issuer
Klaim	Klaim kepemilikan berdasar pada aset/investasi yang spesifik/proyek	Emiten/perusahaan publik menyatakan sebagai pihak peminjam
Pengguna Dana	Tujuan penggunaannya wajib sesuai dengan prinsip syariah	Bebas digunakan untuk apa saja
Jenis Penghasilan	Imbal hasil berupa bagi hasil/ margin/fee	Bunga/capital gain/kupon

Underlying Asset	Wajib ada	Tidak wajib
Kepatuhan Syariah	Menggunakan jasa tim ahli syariah	Tidak perlu

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2016

Pada prinsipnya, skema penerbitan sukuk dapat digambarkan sebagai berikut :



Terdapat beberapa kriteria persyaratan yang harus di penuhi oleh emiten/perusahaan publik, yaitu :

1. Core Bussiness (aktivitas utama) yang halal, tidak melanggar substansi dari fatwa No.20/DSN-MUI/IV/2001 yang menjelaskan bahwa kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam adalah sebagai berikut :
 - a. Jenis usaha perjudian dan kegiatan atau perdagangan yang tergolong dilarang, termasuk usaha lembaga keuangan konvensional yang memiliki sifat ribawi.

- b. Jenis usaha yang memperdagangkan, memproduksi ataupun mendistribusi makanan dan minuman haram.
 - c. Jenis usaha yang memperdagangkan, memproduksi ataupun mendistribusi barang-barang ataupun jasa yang dapat bersifat mudharat dan merusak moral.
2. Peringkat investment grade, yaitu :
 - a. Memiliki dasar (fundamental) usaha dan keuangan yang kuat
 - b. Memiliki nama yang baik di publik
 3. Menjadi nilai lebih jika termasuk korporasi atau lembaga syariah yang terdaftar dalam jakarta islamic index.

Ketentuan mekanisme mengenai sukuk, secara umum adalah sebagai berikut :

1. Sukuk harus berdasarkan konsep syariah yang memberikan pendapatan hanya kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil atau revenue sharing juga pembayaran utang pokok saat jatuh tempo.
2. Sukuk yang diterbitkan harus bersih dari unsur haram dan berdasarkan pada bentuk pembagian bagi hasil yang telah disepakati bersama.
3. Nisbah (rasio bagi hasil) harus disepakati terlebih dahulu sebelum sukuk diterbitkan.
4. Pembagian bagi hasil dilakukan sesuai ketentuan bersama atau secara periodik dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
5. Sistem pengawasan dilakukan oleh Tim Ahli Syariah atau Dewan Pengawas Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.

6. Jika perusahaan penerbit sukuk melakukan pelanggaran atau kelalaian dalam syarat perjanjian, maka dana investor dikembalikan dan dibuat surat pengakuan utang.
7. Jika emiten/perusahaan publik mencederai perjanjian maka investor dapat menarik dananya.
8. Hak kepemilikan sukuk dapat dipindah tangankan kepada pihak lain sesuai kesepakatan dalam perjanjian tersebut.

2.2.3 Instrumen Sukuk

Sukuk merupakan istilah baru yang diperkenalkan sebagai pengganti dari istilah obligasi. Secara terminologi sukuk berasal dari bahasa arab yang dalam bentuk jamak berarti “sakk” (sertifikat/bukti kepemilikan). Sukuk atau obligasi syariah pada prinsipnya merupakan surat berharga sebagai instrumen investasi yang terbit berdasarkan akad syariah sebagai dasar (*underlying transaction*) dari transaksi tersebut. Penerbitan instrumen investasi ini dianggap sebagai terobosan baru bagi industri keuangan syariah. Sukuk bukanlah suatu instrumen utang piutang dengan bunga (riba) seperti pada obligasi dalam keuangan konvensional tetapi merupakan sebagai sarana instrumen investasi. Sukuk diterbitkan melalui underlying asset yang berdasar atas prinsip syariah.

Sementara itu definisi sukuk dalam peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 menyebutkan bahwa sukuk merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili dari bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas :

1. Aset berwujud tertentu (ayyan maujudat)

2. Nilai manfaat dari aset berwujud (manafiul ayyan) yang sudah ada maupun yang akan ada
3. Jasa (al khadamat) yang telah ada maupun yang akan ada
4. Aset proyek tertentu (maujudat masyru' muayyan)
5. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (nasyath ististmarin khashah).

Sukuk bukanlah merupakan surat utang melainkan suatu bukti kepemilikan bersama atas aset / proyek. Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan publik harus memiliki aset yang akan dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk berdasar pada aset/proyek yang spesifik. Juga pada penggunaan dananya, sukuk harus digunakan untuk kegiatan yang halal. Adapun imbalan bagi pemegang sukuk yaitu berupa bagi hasil/margin yang sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

2.2.4 Jenis-Jenis Sukuk

Berdasarkan penerbitannya, dalam praktek di bursa efek, sukuk terdiri dari dua jenis yaitu:

1. Sukuk Negara, yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah Republik Indonesia. Sukuk Negara mempunyai landasan hukum UU No. 19 tahun 2008 tentang SBSN.
2. Sukuk korporasi, yaitu sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan, baik perusahaan swasta ataupun perusahaan milik Negara (BUMN). Sukuk korporasi diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) nomor 18/POJK.04/2005 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk.

Berdasarkan standar syariah AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions*) tentang investment sukuk, jenis sukuk terdiri dari :

1. Sukuk Mudharabah, yaitu sukuk yang diterbitkan dengan akad mudharabah dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*). Pihak pemegang sukuk berhak mendapat bagian keuntungan serta menanggung kerugian tanpa ada jaminan atas keuntungan dan tanpa jaminan bebas dari kerugian. Keuntungan dari kerjasama antara kedua belah pihak akan dibagi berdasarkan kesepakatan bersama. Sedangkan apabila terdapat kerugian, maka kerugian akan ditanggung oleh penyedia modal.
2. Sukuk Musyarakah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian akad musyarakah, dimana terdapat dua pihak atau lebih yang menggabungkan modal untuk membiayai suatu proyek atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan dan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan proporsi partisipasi modal yang dikumpulkan.
3. Sukuk Ijarah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset. Bagi investor, sukuk ijarah lebih menguntungkan karena dalam kondisi apapun akan menerima keuntungan (*return*) berupa sewa yang dibayarkan oleh emiten sukuk. Sukuk Ijarah adalah

sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas yang melekat pada satu kontrak sewa beli (lease).

4. Sukuk Murabahah, yaitu sukuk berdasarkan akad murabahah. Murabahah adalah kontrak jual beli dimana penjual menjual barangnya kepada pembeli ditambah dengan margin keuntungan.
5. Sukuk Salam, Sukuk dengan kontrak pembayaran dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan dalam akad ini menjual komoditas sebelum komoditas diterima. Untuk itu penerima komoditas salam sebelum menerimanya.
6. Sukuk Istishna, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad istisna' dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/aset. Adapun waktu penyerahan, dan spesifikasi proyek/aset ditentukan terlebih dahulu.

Selain enam akad tersebut, terdapat dua akad penerbitan sukuk yang dipraktekkan pada penerbitan sukuk di Malaysia, yakni akad bay al-inah dan akad bay aldayn. Menurut Mugiati (2016) sukuk yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) hanya meliputi dua jenis sukuk yaitu sukuk ijarah dan sukuk mudharabah. Namun pada tahun 2018, terdapat penerbitan sukuk dengan menggunakan akad baru, yaitu akad wakalah. Dengan menggunakan akad wakalah ini, emiten lebih fleksibel dalam pengelolaan dana hasil penerbitan sukuk, tidak hanya terbatas pada satu kegiatan investasi tetapi bisa dikombinasikan, seperti untuk sewa menyewa, bagi hasil, dan sebagainya. Perusahaan yang menggunakan akad wakalah tersebut adalah PT Medco Power Indonesia dengan penerbitan sukuk

wakalah sebanyak 3 seri dengan total nilai sebesar Rp 600 miliar (OJK, 2018).

2.2.5 Nilai Penerbitan Sukuk

Menurut Rusdin (2008:68), nilai sukuk terbagi dalam 3 jenis :

1. Nilai Nominal (nilai pari)

Yaitu nilai yang tercantum dalam sertifikat saham. Saham yang diterbitkan di Indonesia harus memiliki nilai nominal. Selain itu perusahaan harus memiliki satu jenis nilai nominal untuk satu jenis saham yang sama.

2. Nilai Dasar

Yaitu harga dasar saham yang ditentukan dari harga perdana saat saham diterbitkan. Harga dasar tersebut akan selalu berubah sejalan dengan berbagai tindakan yang dilakukan oleh emiten sehubungan dengan saham, misalnya : Right Issue, Stock Split, Warant, dll.

3. Nilai Pasar

Yaitu harga saham dalam suatu pasar yang sedang berlangsung. Ketika bursa telah tutup maka harga pasar saham menjadi harga penutupnya.

Beberapa tahun terakhir pertumbuhan sukuk menyebabkan terjadinya excess demand dan limited supply sehingga mengakibatkan sukuk menjadi salah satu sumber alternatif pendanaan bernilai tinggi. Tidak hanya terjadi dinegara yang mayoritas berpenduduk muslim, pertumbuhan sukuk juga terjadi di negara lain yang minoritas muslim seperti Inggris, Prancis, Jepang dan Korea. Terkhusus di negara Indonesia sendiri yang berpenduduk mayoritas muslim, keberadaan sukuk menjadi angin segar buat para

investor yang ingin menginvestasikan modalnya tanpa harus mengkhawatirkan unsur riba dalam prosesnya. Hadirnya sukuk secara otomatis meniadakan bunga atas penghasilan dan merubah konsep tersebut dengan profit and loss sharing. Nilai sukuk dapat ditentukan dengan cara mengukur nilai sukuk to equity ratio. Perusahaan-perusahaan besar di Indonesia seperti PT.Matahari Putra Prima, PT. Indosat, dan PT. Bakrieland Development yang menerbitkan obligasi konvensional ternyata juga menerbitkan sukuk (obligasi syariah). Hal tersebut dilakukan agar menarik minat para investor dalam golongan atau kelas tertentu untuk menjadi salah satu sumber dana bagi perusahaan.

Keputusan para investor yang ingin menginvestasikan modalnya tidak terlepas dari faktor religius dan berdasarkan alasan tersebut sekaligus menjadi pendorong bagi perusahaan untuk menerbitkan sekuritas yang diharapkan akan diminati investor di pasar modal Indonesia. Sehingga perusahaan akan mempertimbangkan jumlah porsi sukuk disamping obligasi konvensional yang harus diterbitkan oleh perusahaan. Meskipun nilai sukuk yang diterbitkan oleh negara Indonesia telah mengalami pertumbuhan yang signifikan, namun kenyataannya hal ini masih jauh dibawah obligasi konvensional. Penyebabnya karena dalam menerbitkan sukuk masih terdapat proses yang agak panjang dan rumit dibandingkan dengan proses penerbitan obligasi konvensional karena harus menyesuaikan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu nilai sukuk tidak terlalu memberikan dampak kontribusi terhadap yield pada saat jatuh tempo.

2.2.6 Rating Penerbitan Sukuk (Peringkat Sukuk)

Rating sukuk merupakan suatu standarisasi yang menggambarkan kemampuan penerbit obligasi dan kesediaan untuk membayar bunga dan pokok sesuai dengan jadwal yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka sukuk. Lembaga ini menggunakan alat penilaian kuantitatif dan kualitatif untuk mengevaluasi kredit dari penerbit sukuk. Tujuan utama dalam proses rating adalah untuk memberikan sebuah informasi yang akurat mengenai hal-hal yang berkaitan dengan kinerja keuangan serta informasi mengenai posisi bisnis sebuah industri yang menerbitkan obligasi dalam bentuk peringkat kepada calon investor. Rating obligasi sangat penting karena memberikan informasi dan sinyal tentang probabilitas kegagalan hutang pada perusahaan (Altman dan Nammacher dalam Ketz dan Maher 1990).

Analisis dan para investor biasanya menggunakan rating sebagai alat ukur deskriptor dalam melihat kualitas kredit emiten obligasi dibandingkan kualitas deskripsi pada kualitas obligasi itu sendiri (Hull, Predescu, dan White : 2004).

Manan (2007) menjelaskan bahwa di Indonesia sukuk (obligasi syariah) dengan obligasi konvensional hampir tidak ada perbedaannya dalam hal harga penawaran, jatuh tempo pokok obligasi dan rating. Perbedaannya hanya terdapat pada pendapatan atas fee dan return pada saat penetapan bunga jumlahnya sudah ditentukan di awal transaksi pada obligasi konvensional. Sedangkan sukuk (obligasi syariah) disaat melakukan transaksi kedua pihak tidak menentukan besarnya keuntungan (bunga) melainkan menentukan porsi pembagian bagi hasil apabila mendapatkan keuntungan di masa akan datang. Pada pasar modal syariah,

para pelaku sangat menentang penataan instrumen keuangan syariah untuk semata-mata terlihat bagus dimata investor karena dianggap dapat membuat produk sukuk menjadi berbasis bunga konvensional dimana hal itu melanggar prinsip dari ketentuan syariah.

Rating yang diberikan untuk sukuk berfokus pada pembayaran sukuk yang tepat waktu atau telah jatuh tempo. Dalam instrumen keuangan, pendapatan atas kualitas investasi sangat diprioritaskan agar dapat melihat kemungkinan dalam pembayaran penuh dan tepat waktu mengingat karakteristik ekuitas pada instrumen tersebut. Masing-masing lembaga rating yang ada di Indonesia mempunyai karakteristik simbol yang beragam tetapi secara substansi memiliki pengertian yang sama (Rahardjo:23).

Dalam penilaian bond rating telah dimodifikasi dengan penambahan nilai plus (+) dan nilai minus (-) untuk melihat kualitas dan relativitas perusahaan. rating sukuk sangat diperlukan untuk menggambarkan kemampuan emiten dalam memenuhi kewajibannya di saat jatuh tempo. Kualitas sukuk yang baik akan meningkatkan minat investor untuk berinvestasi pada sukuk. Adapun tabel rating dari berbagai lembaga akan dijelaskan dan dapat kita lihat sebagai berikut:

Tabel 2. 3 Rating Menurut Standard and Poor's

Higesth quality	AAA Aaa
Hight quality	AA Aa
Upper medium quality	AA
Medium quality	BBB Baa
Speculative	BB Ba

Very speculative	BB
Poor quality	CCC Caa
Highly speculative	CC Ca
Poorest quality	CC
In default	DD

Sumber Rahardjo : 2003

Tabel 2. 4 Klasifikasi Rating Menurut Kasnic Credit Rating Indonesia (KCRI)

Investment grade

AAA	Perusahaan dengan kualitas terbaik yang sangat mampu melunasi hutangnya
AA	Memiliki kemampuan untuk melunasi hutangnya namun sedikit lebih berisiko jika dibanding dengan AAA
A	Memiliki kemampuan untuk melunasi hutangnya tetapi situasi ekonomi bisa berpengaruh pada kondisi finansial. Perusahaan BBB merupakan perusahaan menengah yang memiliki tingkat risiko rendah

Non Investment Grade

BB	Sering mengalami perubahan dalam kondisi ekonomi namun masih lebih baik dari pada B
B	Memiliki tingkat risiko dan ketidakpastian dalam pembayaran yang tinggi dan memiliki dasar perusahaan yang kurang bagus
D	Default atau gagal bayar

Sumber : Rahardjo : 2003

Tabel 2. 5 Rating Menurut PT. PEFINDO

Rating	Keterangan
IdAAA	Merupakan peringkat tertinggi yang yang memiliki kemampuan superior dalam memenuhi kewajibannya dalam jangka waktu panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor indonesia lainnya.
idAA	Merupakan kemampuan yang sangat kuat hampir setara dengan peringkat tertinggi dalam pemenuhan kewajiban jangka panjangnya. Perbedaanya hanya sedikit ddibandingkan dengan peringkat tertinggi.
idA	Merupakan peringkat yang kuat dalam memenuhi kewajibannya dalam jangka panjang namun lebih muda terpengaruh oleh faktor kondisi ekonomi dibandingkan dengan sekuritas hutang dengan rating yang lebih tinggi.
idBBB	Merupakan kemampuan yang cukup bagi obligor dalam memeuhi komitmennya namun adanya perubahan kondisi ekonomi dapat melemahkan kapasitasnya dalam memenuhi komitmen tersebut.
idBB	Merupakan peringkat yang menggambarkan posisi obligor yang agak lemah untuk memenuhi kewajiban jangka panjang karena mudah terpengaruh oleh ketidakpastian ekonomi atau perubahan kondisi bisnis dalam ekonomi.
idB	Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki posisi yang lemah untuk memenuhi komitmennya dalam jangka panjang karena perubahan

	kondisi ekonomi yang dapat melemahkan posisi nya dalam memenuhi komitmennya.
idCCC	Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor yang sangat lemah dan rentan untuk memenuhi komitmennya dalam jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor indonesia lainnya.
idD	Merupakan peringkat yang tidak mampu atau tidak memilki kapasitas dalam memenuhi komitmennya karena obligor dalam kondisi Default .
Pada peringkat dari idAA sampai idB dapat dimodifikasi menggunakan notasi plus (+) dan minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tersebut.	

Sumber : PT. PEFINDO, 2019

2.2.7 Risiko Penerbitan Sukuk

Selain keuntungan, risiko juga menjadi bagian yang perlu di perhatikan dalam berinvestasi. Tentunya investor menginginkan tingkat hasil tertentu namun hasil tersebut juga tidak memiliki sifat yang pasti (*volatilitas*). Terdapat dua kemungkinan yang terjadi dalam investesi tersebut, yaitu hasilnya lebih kecil dari yang prediksikan atau sebaliknya. Ketidakpastian itulah yang dinamakan dengan risiko.

Brigham (2015:322) menyatakan bahwa suatu aset dengan tingkat risiko yang relevan (pasar) yang tinggi harus menawarkan tingkat pengembalian yang diharapkan relatif tinggi untuk dapat menarik investor. Investor pada umumnya menghindari risiko, sehingga tidak akan membeli aset yang berisiko, kecuali jika aset tersebut memiliki pengembalian yang diharapkan tinggi.

Menurut Tandelilin (2010:104) risiko dapat dikelompokkan dalam dua jenis :

1. Risiko Sistematis, biasa juga disebut dalam istilah lain yaitu risiko pasar, merupakan risiko yang berkaitan dengan perubahan yang terjadi di pasar secara keseluruhan. Dengan kata lain risiko sistematis merupakan risiko yang tidak dapat didiversifikasi.
2. Risiko Tidak Sistematis, biasa dikenal dengan risiko spesifik (risiko perusahaan), merupakan risiko yang tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan. Risiko perusahaan lebih terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan.

Keputusan dalam berinvestasi selalu diperhadapkan dalam dua hal yaitu risiko dan return (imbalance). Tandelilin (2010:105) menyatakan bahwa ada beberapa sumber risiko yang bisa mempengaruhi besarnya risiko suatu investasi. Sumber-sumber tersebut antara lain:

1. Interest Rate Risk : Merupakan perubahan tingkat suku bunga yang berpengaruh negatif terhadap harga sekuritas dimana risiko tersebut berasal dari variabilitas return sebagai akibat perubahan tingkat suku bunga.
2. Market Risk : Merupakan risiko yang bersumber dari variabilitas return karena terjadi fluktuasi dalam keseluruhan pasar sehingga akan mempengaruhi semua sekuritas.
3. Inflation Risk : Faktor yang mempengaruhi semua sekuritas adalah purchasing power risk. Inflasi akan meningkat ketika suku bunga naik karena lenders membutuhkan tambahan premium inflasi sebagai pengganti atas kerugian purchasing power.

4. Business Risk : Merupakan risiko yang muncul pada sebuah industri tertentu karena melakukan aktivitas bisnis.
5. Financial Risk : Merupakan risiko yang muncul sebagai akibat dari penggunaan leverage finansial oleh perusahaan.
6. Liquidity Risk : Sebuah investasi dikatakan likuid ketika dapat dibeli dan dijual kembali dengan cepat tanpa perubahan harga yang signifikan dan begitu pula sebaliknya. Sehingga biasa juga dikatakan risiko yang berhubungan pada pasar sekunder tertentu dimana sekuritas diperdagangkan.
7. Exchange Rate Risk : Merupakan risiko yang bersumber dari variabilitas return sekuritas karena fluktuasi kurs currency.
8. Country Risk : Merupakan risiko yang berhubungan dengan keadaan kondisi politik pada negara yang mengarahkan pada political risk.

2.2.8 Harga Sukuk

Sawaldjo (2004) tingkat bunga menggambarkan keadaan harga dari pinjaman sehingga penurunan harga obligasi berkaitan dengan tingkat bunga dipasar. Harga obligasi adalah nilai nominal yang tercantum pada setiap lembar obligasi yang dikembalikan kepada pemegang obligasi saat jatuh tempo.

Biasanya hal utama yang dilakukan seorang investor sebelum menentukan transaksi pada obligasi adalah dengan melihat terlebih dahulu harga obligasi tersebut. Hal ini sangat penting untuk diketahui bagi investor agar mereka tahu kapan harusnya menjual atau membeli obligasi tersebut. Menurut Achmad (2007) harga obligasi dipergunakan sebagai dasar transaksi perdagangan dan investasi. Harga obligasi selalu berfluktuasi

sesuai dengan kondisi pasar dan dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga sebagai dampak dari kondisi perekonomian secara makro.

Selanjutnya Mufaniri (2008) menyebutkan bahwa teori yang berhubungan dengan penentuan harga obligasi adalah :

1. Jika pasar obligasi naik, maka yield nya pasti akan turun, demikian pula sebaliknya.
2. Jika yield obligasi tidak berubah sepanjang masa berlakunya, maka besar diskon akan menurun jika jangkanya semakin pendek yang pada akhirnya diskon obligasi akan hilang sepenuhnya pada saat jatuh tempo.
3. Penurunan yield obligasi akan menaikkan harga obligasi dengan jumlah yang lebih besar dibanding dengan penurunan harga obligasi akibat meningkatnya yield obligasi.
4. Presentase perubahan harga obligasi yang disebabkan oleh perubahan yield akan semakin kecil apabila tingkat bunga kuponnya lebih tinggi namun hal ini tidak berlaku pada obligasi dengan jangka waktu 1 tahun.

Harga obligasi merupakan hal yang penting dalam instrumen obligasi.

Pembentukan harga pada obligasi ditentukan oleh beberapa faktor :

1. Tingkat Kupon

Harga obligasi cenderung meningkat apabila kupon obligasi tersebut cukup tinggi. Dan begitu pula sebaliknya daya tarik investor atau calon pembeli sangat sedikit ketika harga obligasi cenderung turun karena kupon obligasi yang diberikan relative kecil.

2. Rating Emiten

Investor cenderung memilih rating yang bagus dibanding dengan obligasi yang ratingnya jelek. Perusahaan penerbit obligasi yang memiliki rating AAA tentu harga obligasinya lebih tinggi dan cukup diminati dibanding dengan perusahaan penerbit obligasi yang memiliki rating BB.

3. Periode Jatuh Tempo (Maturity)

Obligasi yang memiliki waktu jatuh tempo yang lebih lama akan semakin tinggi tingkat risikonya dibandingkan dengan jatuh tempo yang pendek sehingga yield yang akan didapatkan tentu berbeda. Ketika tingkat suku bunga berubah maka harga obligasi yang mempunyai waktu jatuh tempo yang lama akan lebih banyak berubah dibandingkan dengan obligasi yang waktu jatuh temponya lebih pendek.

4. Likuiditas Obligasi

Obligasi ini banyak beredar dikalangan para pemegang obligasi, ketika obligasi yang akan dibeli memiliki likuiditas yang cukup tinggi harganya akan cenderung stabil dan meningkat. Begitu pula sebaliknya.

2.2.9 Imbal Hasil (Yield) Sukuk

Pada obligasi, terdapat dua istilah yang terkait dengan karakteristik pendapatan obligasi yaitu yield obligasi (*bond yield*) dan bunga obligasi (*bond interest rate*). Pada dasarnya kedua istilah tersebut memiliki konsep yang sama karena istilah tersebut sama-sama menggambarkan

keuntungan yang akan diperoleh investor ketika menginvestasikan dananya kepada sekuritas obligasi pada periode tertentu.

Terdapat beberapa ukuran dalam yield obligasi yang dapat digunakan oleh investor, yaitu nominal yield yang digunakan dalam mengukur tingkat rate kupon, current yield untuk mengukur tingkat pendapatan berjalan, yield to maturity (*YTM*) untuk mengestimasi bagi hasil ketika sukuk dipegang sampai jatuh tempo, yield to call (*YTC*) untuk mengestimasi bagi hasil apabila sukuk yang dipegang sampai dengan tanggal call, dan realized (*horizon*) yield untuk mengestimasi bagi hasil ketika sukuk dilepas sebelum jatuh tempo. Masing-masing yield mempunyai sudut pandang berbeda dalam mengukur tingkat return obligasi (Tandelilin, 257).

Dari kelima konsep tersebut, umumnya investor menggunakan current yield dan yield to maturity (*YTM*). Metode current yield diperuntukkan dengan tujuan investasi jangka pendek untuk menghitung yield sedangkan yield to maturity diperuntukkan bagi investor yang bersifat konservatif dalam menghitung yield.

Terdapat dua istilah dalam penentuan yield sukuk :

1. Current Yield (imbal hasil saat ini) merupakan yield yang dihitung atas jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga sukuk tersebut. Dalam obligasi current yield sama dengan bunga tahunan harga, sedangkan dalam sukuk current yield menandakan fee yang diperoleh dalam satu periode disamping nilai ril pada sukuk.

$$\text{Current yield} = \frac{\text{Bunga Tahunan}}{\text{Harga Obligasi}}$$

2. Yield To Maturity (*YTM*) merupakan imbal hasil saat jatuh tempo yang diartikan sebagai suatu tingkat return majemuk yang akan diterima

oleh investor ketika membeli obligasi pada harga terkini kemudian menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo. Dapat pula kita lihat yield to maturity adalah sebagai tingkat dalam pengembalian obligasi yang dijanjikan. Hal tersebut merupakan pengembalian yang akan diterima oleh investor ketika pembayaran yang dijanjikan tersebut terlaksana (Brigham & Houston, 2004). Untuk memperoleh nilai YTM yang mendekati dapat digunakan persamaan sebagai berikut :

$$YTM^* = \frac{C_i + \frac{PP - P}{n}}{\frac{PP + P}{2}}$$

Dalam hal ini :

YTM* : nilai YTM yang mendekati

P : harga obligasi saat ini (t=0)

n : Jumlah tahun sampai dengan jatuh tempo obligasi

C_i : pembayaran kupon untuk obligasi i setiap tahunnya

PP : nilai par dari obligasi

Yield sukuk merupakan suatu ukuran pengembalian yang akan diterima investor yang cenderung bersifat tidak tetap karena tergantung perjanjian atas fee dan bagi hasil yang ditetapkan pada waktu akad pertama kali. Investor sebaiknya harus mempertimbangkan terlebih dahulu besarnya yield sukuk sebelum memutuskan untuk berinvestasi sukuk sebagai faktor pengukur dalam tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima. Yield sukuk tidak boleh melanggar hal-hal yang dilarang atau tidak sesuai dengan prinsip syariah. Yield atas sukuk mudharabah merupakan bagi hasil dari akad mudharabah yang tidak boleh sama sekali mengandung unsur riba didalamnya. Sedangkan yield pada sukuk ijarah (sewa) merupakan fee atas sewa yang berdasar pada akad ijarah dalam

suatu objek yang tidak boleh melanggar ketentuan dari prinsip syariah dan tujuan peruntukannya harus juga sesuai dengan prinsip syariah. Selain mengukur current yield dan yield to maturity, perhitungan yield sukuk dapat kita lakukan dengan mengukur last yield sukuk yang merupakan yield per tahun dalam pengamatan yang datanya dapat diperoleh dari Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA).

2.3 Event Studies

Farma (1991) mengemukakan studi peristiwa merupakan bagian dalam konsep hipotesis pasar efisien (*efficient market hypothesis*). Studi peristiwa adalah suatu bentuk studi untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semi strong form*). Dikatakan efisien karena setiap pelaku pasar tidak mengeluarkan biaya banyak untuk mendapatkan informasi sehingga para pelaku pasar dapat merespons secara cepat dan tepat dalam suatu pembentukan harga keseimbangan yang baru.

Secara spesifik event studies menyelidiki respons pasar terhadap informasi dari suatu pengumuman pada peristiwa tertentu. Informasi dapat berupa berita baik (good news) atau berita buruk (bad news). Respons pasar tercermin dari return tak normal positif (berita baik) dan return tak normal negatif (berita buruk). Jika para pelaku pasar meragukan suatu informasi, maka yang akan terjadi adalah keterlambatan respons karena ada investor yang berani berspekulasi dan ada pula yang lebih cenderung menunggu hingga waktu yang dianggap tepat.

Standar metodologi yang biasa digunakan dalam studi peristiwa (*event studies*) adalah sebagai berikut :

1. Mengumpulkan sampel

2. Mengidentifikasi hari pengumuman / event
3. Menentukan periode analisis.
4. Menghitung return aktual pada masing-masing sampel setiap hari selama periode pengamatan
5. Menghitung return tak normal
6. Menghitung rata-rata return tak normal semua sampel setiap hari
7. Terkadang return tak normal harian tersebut digabungkan untuk menghitung return tak normal kumulatif selama periode tertentu.
8. Mempelajari dan mendiskusikan hasil yang diperoleh.

2.4 Signaling Theory

Teori sinyal (signalling theory) adalah salah satu pilar dalam memahami manajemen keuangan. Teori sinyal pertama kali diperkenalkan oleh Spence (1973) dalam penelitiannya yang berjudul *Job Market Signalling*. Spence berpendapat bahwa signal atau tanda memberikan suatu sinyal, pemilik informasi akan memberikan potongan informasi relevan yang dapat dimanfaatkan bagi pihak penerima. Kemudian pihak penerima akan menyesuaikan sesuai dengan pemahaman atas informasi tersebut.

Signalling theory di kembangkan oleh (Ross,1977), yang menyatakan bahwa para pihak eksekutif yang memiliki informasi baik pada perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat.

Sinyal secara umum dapat diartikan sebagai isyarat atau tanda yang dilakukan oleh seorang manajer perusahaan kepada pihak investor. Sinyal tersebut dapat secara langsung diamati maupun harus dilakukan

pendalaman penelaahan untuk diketahui. Sinyal yang dikeluarkan tersebut, dimaksudkan agar pihak investor akan melakukan perubahan penilaian terhadap perusahaan.

Menurut Brigham & Houston (2014:184) signalling theory adalah perilaku manajemen perusahaan dalam memberi petunjuk kepada investor sehubungan dengan pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan di masa depan. Selanjutnya Jogiyanto (2010:392) mengemukakan bahwa Informasi suatu pengumuman yang di publikasikan akan memberikan sinyal kepada investor dalam mengambil keputusan investasi. Apabila informasi pada pengumuman mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut. Saat informasi di umumkan dan para pelaku telah menerima informasi, maka pelaku pasar akan menginterpretasikan dan juga menganalisis informasi tadi sebagai signal yang baik (good news) atau signal yang buruk (bad news).

Informasi yang dikeluarkan perusahaan merupakan hal yang cukup penting, karena dari informasi tersebut dapat memberikan pengaruh terhadap keputusan investasi para investor dan pelaku bisnis. Karena pada dasarnya informasi menyajikan keterangan, gambaran, catatan, baik keadaan masa lalu, masa kini, dan maupun masa akan datang bagi kelangsungan nilai perusahaan dan efeknya terhadap perusahaan.

2.5 Hubungan Antar Variabel

2.5.1 Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk

Kemampuan penerbitan sukuk dalam mempengaruhi investasi saham cukup beralasan dengan melihat nilai manfaat pada penerbitan sukuk ini. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari

adanya pergerakan harga saham di pasar modal. Teori Van Horne dan Wachowicz (2005:125) menjelaskan bahwa ketika kurs tinggi maka tingkat pengembalian yang diminta pasar lebih dari tingkat bunga kupon yang tercantum, harga dari obligasi tersebut akan kurang dari nilai nominalnya. Obligasi semacam ini akan dijual dengan harga premium dari nilai nominalnya. Jumlah yang menyatakan kelebihan dari harga saat ini atas nilai nominalnya disebut sebagai premium obligasi.

Menurut Rahardjo (2007: 41) umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu tingkat kupon, rating emiten, nilai obligasi, periode jatuh tempo, likuiditas obligasi, tipe obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs.

Selanjutnya Darmadji (2006) mengatakan hal yang dapat mempengaruhi harga obligasi adalah nilai nominal, tingkat bunga, periode pembayaran bunga, dan jangka waktu jatuh tempo.

2.5.2 Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk

Peringkat (rating) obligasi bukanlah suatu saran untuk membeli atau menjual obligasi. Lembaga pemeringkat efek dapat menjembatani kesenjangan informasi antara emiten atau perusahaan penerbit dan investor melalui penyediaan informasi standar atas tingkat risiko kredit perusahaan. Semakin dekat peringkat obligasi dengan idAAA berarti semakin bagus peringkatnya dan semakin kecil kemungkinan obligasi akan gagal dalam memenuhi kewajiban membayar bunga dan pokok pinjamannya (Tandelilin:251). Dalam penelitian Silalahi (2007) mengatakan bahwa peringkat (rating) pada suatu obligasi serta aktivitas perdagangan

merupakan salah satu variabel penentu harga obligasi. Selain kondisi internal, harga juga ditentukan oleh kondisi eksternal.

2.5.3 Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Harga Sukuk

Risiko merupakan kemungkinan perbedaan antara return aktual yang diterima dengan return harapan. Semakin besar kemungkinan perbedaannya berarti semakin besar risiko investasi tersebut. Terdapat beberapa sumber risiko yang dapat mempengaruhi risiko pada investasi, yaitu risiko suku bunga, risiko pasar, risiko inflasi, risiko bisnis, risiko finansial, risiko likuiditas, risiko nilai tukar mata uang, dan risiko negara (Tandelilin, 2010:103).

Rahardjo (2007) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Sehingga makin pendek jangka waktu obligasi maka diperkirakan mengurangi perubahan harga obligasi.

2.5.4 Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah

Reaksi pasar mencerminkan tindakan yang dilakukan oleh investor setelah menerima informasi dari suatu peristiwa tertentu. Hartono (2008) dan Jogiyanto (2003) mengemukakan bahwa reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan return tidak normal (abnormal return).

Dalam penelitian Atia (2016) nilai penerbitan obligasi syariah menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal. Jika dilihat secara parsial ada pengaruh positif, namun tidak signifikan oleh variabel nilai penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi

pasar modal. Pada penelitian Iskandar (2019) menunjukkan hasil bahwa nilai penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham yang berarti nilai penerbitan obligasi sukuk secara parsial berpengaruh terhadap return saham.

2.5.5 Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah

Keputusan investor untuk berinvestasi di pasar modal ditentukan oleh ekspektasi investor mengenai kesuksesan bisnis di masa depan. Investor akan bersedia untuk berinvestasi jika mereka mempertimbangkan prospek investasi yang menguntungkan. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan keputusan berinvestasi karena nilainya akan selalu berubah dari waktu ke waktu. Mujahid (2010) dalam penelitiannya menyatakan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar secara simultan maupun parsial. Sedangkan dalam penelitian Devi (2013) mengatakan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham secara parsial dan simultan.

Selanjutnya Iswara (2018) mengatakan bahwa rating obligasi syariah secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. Sedangkan Iskandar (2019) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa rating penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham.

2.5.6 Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah

Manan (2007) mengatakan risiko sukuk adalah risiko yang terpapar atas efek sukuk. Sekuritas dalam kenyataannya juga tidak terlepas dari paparan risiko, dimana sukuk dipercaya sebagai suatu sekuritas dengan tingkat risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional karena pendanaan untuk proyek prospektif dan terdapat *underlying asset*. Reaksi pasar merupakan reaksi dari para investor saham yang kemudian akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Reaksi pasar terlihat dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang dapat diukur dengan cumulative abnormal return (Hartono, 2008). Atia (2016) pada penelitiannya menunjukkan bahwa pengujian terhadap variabel risiko penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pada pasar modal.

2.5.7 Hubungan Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk

Menurut Rahardjo (2007: 41) umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu Tingkat Kupon, Rating Emiten, Nilai Obligasi, Periode Jatuh Tempo, Likuiditas (likuiditas) Obligasi, Tipe Obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs. Selanjutnya Ghoniyah (2008) menyebutkan bahwa secara umum pasar bereaksi tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. dengan kata lain bahwa penerbitan obligasi syariah tidak memuat kandungan informasi yang bermakna (good news) bagi investor. Dalam penelitian Mujahid (2009) menyimpulkan bahwa nilai dan rating

penerbitan obligasi syariah, baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap cumulative abnormal return. Selanjutnya Rahmawati (2005) menyatakan bahwa Secara simultan abnormal return dan keadaan portofolio berpengaruh terhadap harga saham dan secara parsial ada pengaruh positif dari abnormal return terhadap harga saham.

2.5.8 Hubungan Rating Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk

Arles (2007) pada penelitiannya membuktikan bahwa atribut obligasi yang terdiri dari kupon obligasi, jangka waktu obligasi, likuiditas obligasi, rating obligasi, tingkat bunga obligasi dan nilai tukar rupiah berpengaruh secara simultan terhadap harga obligasi. Sementara hubungan harga terhadap reaksi pasar dalam penelitian Atia (2016) menyebutkan bahwa variabel harga penerbitan obligasi syariah sebelum tanggal penerbitan menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal dan penerbitan obligasi syariah sesudah tanggal penerbitan juga menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan. Sedangkan hubungan rating terhadap reaksi pasar pernah dilakukan oleh Fathoni (2017) dalam penelitiannya yang menunjukkan hasil bahwa rating obligasi syariah berpengaruh terhadap reaksi pasar modal.

2.5.9 Hubungan Risiko Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah melalui Reaksi Harga Sukuk

Volatility Risk, adalah salah satu faktor yang mempengaruhi ekspektasi tingkat bunga yang berubah-ubah. Secara spesifik, nilai opsi meningkat apabila ekspektasi perubahan tingkat bunga juga meningkat. Risiko yang mempengaruhi perubahan dalam volatilitas akan

mempengaruhi harga suatu obligasi (Fabozzi, 2000). Sementara Tandelilin (2010:277) menyebutkan harga obligasi akan berubah jika ada perubahan pada tingkat bunga pasar dan yield yang disyaratkan oleh investor dengan arah yang berlawanan. Sedangkan Jogiyanto (2003) berpendapat bahwa reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi pasar juga ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham dikarenakan investor menggunakan informasi yang ada untuk analisis sehingga terjadi perubahan volume dalam perdagangan saham (Nurmalasari, 2015). Selanjutnya Atia (2016) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pengujian terhadap variabel risiko penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pada pasar modal.

2.5.10 Hubungan Reaksi Harga Sukuk terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah

Andreani (2014) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa abnormal return dan Volume Perdagangan Saham secara simultan mempengaruhi harga saham. Namun secara parsial, Volume Perdagangan Saham tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham, sedangkan variabel abnormal return yang dihitung dengan menggunakan mean adjusted model, market adjusted model, dan market model berpengaruh signifikan terhadap harga saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. Atia (2016) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa pengujian terhadap variabel harga penerbitan obligasi syariah (sukuk) sebelum tanggal penerbitan menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal sedangkan penerbitan obligasi syariah

sesudah tanggal penerbitan juga menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan.

2.6 Penelitian Terdahulu

Terdapat beberapa penelitian sebelumnya yang menjadi sumber rujukan berkaitan dalam penelitian ini. Penelitian tersebut dapat kita lihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 2. 6 Penelitian Terdahulu

No	Nama & Judul Penelitian	Variabel Penelitian	Metode Analisis	Hasil Penelitian
1	Fajri Nasrullah, dkk 2019 / Pengaruh Saham Syariah, Obligasi Syariah, Dan Reksadana Syariah Terhadap Reaksi Pasar Modal Di Indonesia.	Indeks efek syariah yang meliputi indeks saham syariah, indeks obligasi syariah, & indeks reksadana syariah.	Metode analisis regresi linear berganda .	Secara simultan atau keseluruhan dari meliputi saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal di Indonesia
2	Evi Mutia, dkk 2018 / Value at Risk of Sukuk Ijarah and Mudharabah in Indonesia.	Nilai sukuk merupakan variabel independen sedangkan risiko pada sukuk ijarah dan mudharabah adalah variabel dependen.	Metode yang menggunakan alat uji statistik paired sample t-test.	Penerbitan sukuk di Indonesia tidak sejalan dengan perkembangan perdagangan sukuk . Kedua, Ada perbedaan dalam skema sukuk Ijarah dan Mudharabah.

				Hasil penelitian juga menunjukkan bahwa Risiko sukuk Ijarah memiliki tingkat yang lebih rendah dari pada sukuk mudarabah.
3	Wahyu Pramesti 2017/ Analisis Pemingkatan Sukuk: Perspektif Keuangan.	Profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan sebagai variabel X sedangkan Pemingkatan sukuk sebagai variabel Y.	Penelitian ini menggunakan analisis regresi berganda.	Dari hasil pembahasan dapat disimpulkan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan mempengaruhi pemingkatan sukuk.
4	Dziki Saeful Fathoni, dkk 2017 / Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal	Nilai penerbitan obligasi syariah sebagai variabel independen dan reaksi pasar modal merupakan variabel dependen.	Metode analisis regresi linear berganda.	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah berpengaruh terhadap reaksi pasar modal Indonesia, rating obligasi syariah berpengaruh terhadap reaksi pasar modal, secara simultan nilai penerbitan obligasi syariah dan

				rating obligasi syariah berpengaruh terhadap reaksi pasar modal Indonesia.
5	Ahmad Rodoni & Aris Setiawan 2016 / Risk And Return: Bonds And Sukuk In Indonesia.	Risiko dan tingkat pengembalian merupakan variabel independen sedangkan variabel dependennya adalah obligasi dan sukuk .	menggunakan Uji t sampel independen (parametrik) atau uji Mann Whitney (nonparametrik) dan uji ANOVA (parametrik) atau uji Kruskal Wallis (nonparametrik).	Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara obligasi YTM dan YTM dari sukuk. Menggunakan formula durasi Macaulay, menemukan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan dalam durasi obligasi dan sukuk. Perhitungan dan perbandingan VaR, menunjukkan perbedaan yang signifikan antara obligasi dan sukuk, demikian juga perbandingan VaR menggunakan uji sampel k. Tetapi dengan menguji masing-masing kelompok VaR

				kelompok sampel obligasi dan kelompok sampel sukuk, hasilnya tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan.
6	Purwaningsih & Moh. Khoiruddin 2016 / Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah & Obligasi Konvensional.	Reaksi pasar sebagai variabel independen dan pengumuman penerbitan sukuk & obligasi konvensional sebagai variabel dependen.	Metode yang digunakan alat uji statistik paired sample t-test.	Terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk mudharabah dan juga di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Tidak terdapat perbedaan trading volume activity yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk mudharabah.
7	Enni Savitri 2015 / Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk)	Variabel independen dalam penelitian ini adalah nilai penerbitan	Metode analisis regresi linear berganda .	Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan dari

	Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009-2013.	obligasi syariah (sukuk) perusahaan Sedangkan variabel dependen adalah cumulative abnormal return.		variabel nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap variabel cumulative abnormal return saham.
8	Andreani Caroline Barus & Christina 2014 / Pengaruh Reaksi Pasar Terhadap Harga Saham Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia	Reaksi Pasar sebagai variabel independen dan Harga Saham sebagai variabel dependen		Diketahui bahwa abnormal return dan Volume Perdagangan Saham secara simultan mempengaruhi harga saham. secara parsial, Volume Perdagangan Saham tidak berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
9	Resi Primadani 2013 / Reaksi Pasar Saham Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Di Bursa Efek Indonesia.	Reaksi pasar saham sebagai variabel independen dan pengumuman penerbitan obligasi syariah sebagai variabel dependen.	Metode yang menggunakan alat uji statistik paired sample t-test.	Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah.
10	Devi Dwi Kurniawati	Analisis perkembang	Metode yang	Tingkat pertumbuhan

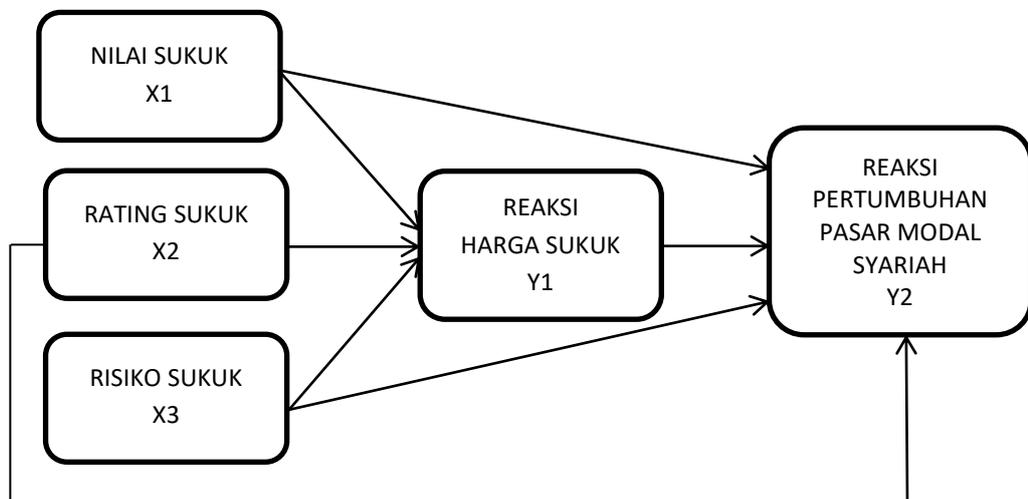
	2013 / Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) Dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah.	an sukuk sebagai variabel independen dan dampak bagi pasar modal syariah sebagai variabel dependen.	digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian Deskriptif .	sukuk pada tahun 2008 hingga tahun 2012 masih tergolong rendah meskipun jumlah sukuk yang diterbitkan dari tahun ke tahun mengalami progres naik.
--	---	---	---	---

BAB III

KERANGKA KONSEPTUAL DAN HIPOTESIS

1.1 Kerangka Konseptual

Penelitian ini berusaha menjelaskan pengaruh penerbitan sukuk yang diwakili oleh nilai, rating, dan risiko terhadap reaksi harga dan pertumbuhan pasar modal syariah. adapun kerangka konseptual teoritis akan disajikan pada gambar dibawah ini :



1.2 Hipotesis

Dengan menguji sekaligus menegaskan perkiraan hubungan, maka diharapkan bahwa solusi dapat ditemukan untuk mengatasi masalah yang dihadapi. Hipotesis merupakan suatu hubungan antar dua atau lebih variabel yang diperkirakan secara logis dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji (Sekaran, 2009:135). Pada hipotesis yang diajukan, menjelaskan hubungan antar variabel yang dinyatakan dalam kerangka konseptual dan dapat diuji berdasarkan sampel penelitian serta data empiris. Berdasarkan uraian tersebut di atas maka dapat disajikan sebagai dugaan sementara

atau jawaban dari masalah pokok yang telah diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1.2.1 Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Harga obligasi dapat dilihat dari nilai nominalnya. Hanafi (2005: 113) mengatakan nilai nominal adalah harga yang tercantum pada surat obligasi. Nilai tersebut mencerminkan harga yang akan dibayarkan oleh penerbit obligasi pada saat jatuh tempo. Tandelilin (2010:276) Harga obligasi juga akan ditentukan oleh nilai intrinsik obligasi tersebut. Nilai intrinsik obligasi sangat terkait dengan besarnya nilai r , yaitu tingkat keuntungan yang disyaratkan atau yield obligasi. Menurut Rahardjo (2007: 41) umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu tingkat kupon, rating emiten, nilai obligasi, periode jatuh tempo, likuiditas obligasi, tipe obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs. Selanjutnya Darmadji (2006) mengatakan hal yang dapat mempengaruhi harga obligasi adalah nilai nominal, tingkat bunga, periode pembayaran bunga, dan jangka waktu jatuh tempo. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H1: Nilai sukuk (X1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk (Y1)

1.2.2 Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Menurut Rahardjo (2007: 41) umumnya pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor yaitu Tingkat Kupon, Rating Emiten, Nilai Obligasi, Periode Jatuh Tempo, Likuiditas (likuiditas) Obligasi, Tipe Obligasi dan faktor eksternal penerbit seperti inflasi, suku bunga, IHSG dan kurs. Achmad (2007) dan Silalahi (2007) dalam penelitiannya menyatakan

bahwa antara peringkat obligasi terhadap harga obligasi memiliki hubungan yang positif signifikan. Sumarna (2016) menyatakan bahwa rating berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hal ini menunjukkan apabila rating meningkat maka harga obligasi juga akan meningkat. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan yang menjadi hipotesis adalah sebagai berikut :

H2: Rating sukuk (X2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk (Y1)

1.2.3 Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Kusuma (2005) mengatakan bahwa durasi berpengaruh positif terhadap harga obligasi, dimana obligasi yang memiliki durasi lebih lama akan berhadapan dengan risiko yang semakin tinggi terkait fluktuasi suku bunga. Risiko tingkat suku bunga (interest rate risk) yaitu risiko penurunan harga obligasi akibat kenaikan tingkat suku bunga (Brigham, 2006). Jika risiko obligasi perusahaan meningkat, permintaan obligasi perusahaan menurun sehingga harga obligasi perusahaan menurun, sebaliknya penurunan risiko obligasi perusahaan meningkatkan permintaan obligasi perusahaan sehingga harga obligasi perusahaan meningkat. Rahardjo (2007) mengemukakan bahwa semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Sehingga makin pendek jangka waktu obligasi maka diperkirakan mengurangi perubahan harga obligasi. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Risiko sukuk (X3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi harga sukuk (Y1)

1.2.4 Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)

Selain sebagai salah satu bentuk investasi bagi perusahaan, penerbitan sukuk dapat juga mempengaruhi investasi saham. Pada penelitian Afaf (2008) di jelaskan bahwa penerbitan obligasi akan menyebabkan peningkatan leverage pada perusahaan. Selanjutnya pada penelitian Fathoni (2017) mengatakan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah pada perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa Efek Indonesia berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang di proksikan dalam cumulative abnormal return. Semakin tinggi nilai penerbitan obligasi syariah akan meningkatkan reaksi pasar modal. Apabila sebuah risiko sukuk itu kecil maka akan terjadi peningkatan pembelian sukuk di pasar modal yang tinggi yang akan menyebabkan peningkatan harga sukuk naik.

Dalam penelitian Atia (2016) nilai penerbitan obligasi syariah menunjukkan pengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal. Jika dilihat secara parsial ada pengaruh positif, namun tidak signifikan oleh variabel nilai penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal. Selanjutnya Purwaningsih (2016) dalam penelitiannya tentang reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk mudharabah dan obligasi konvensional menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap abnormal return. Pada penelitian Iskandar (2019) menunjukkan hasil bahwa nilai penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham yang berarti nilai penerbitan obligasi sukuk

secara parsial berpengaruh terhadap return saham. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Nilai sukuk (X1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2).

1.2.5 Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)

Mengacu pada penelitian Mujahid (2010) yang menunjukkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar secara simultan maupun parsial. Selanjutnya dalam penelitian Savitri (2015) menyatakan bahwa pengujian terhadap variabel rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) menunjukkan bahwa variabel rating penerbitan obligasi syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap cumulative abnormal return saham. Demikian pula dalam penelitian Atia (2016) pada pengujian variabel rating penerbitan obligasi syariah menunjukkan rating penerbitan obligasi syariah berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal. Jika dilihat secara parsial tidak memiliki pengaruh yang kuat terhadap reaksi pasar modal. Hal yang sama ditemukan dalam penelitian Iswara (2018) yang mengatakan bahwa rating obligasi syariah secara parsial berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal.

Berbeda pada penelitian Fathoni (2017) diketahui bahwa rating obligasi syariah berpengaruh secara signifikan terhadap reaksi pasar modal yang diprosikan ke dalam cumulative abnormal return perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa Efek Indonesia. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H5 : Rating (X2) sukuk berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2).

1.2.6 Risiko Sukuk (X3) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)

Risiko sukuk juga salah satu faktor yang harus diperhatikan oleh investor sebelum membeli sukuk di pasar modal. Hartono (2010) menyatakan bahwa beta merupakan suatu pengukur *volatilitas return* atas sekuritas atau *return* portofolio terhadap *return* pasar. Volatilitas dapat diartikan sebagai fluktuasi *return* sekuritas dalam suatu periode waktu tertentu. Apabila *return* suatu sekuritas semakin besar berfluktuasi terhadap *return* pasar, maka semakin besar risiko sistematisnya.

Almara (2015) yang mengatakan dalam penelitiannya bahwa variabel Risiko sukuk mempunyai koefisien korelasi negatif dan tidak signifikan terhadap last yield sukuk. Penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Nuruddin (2019) yang menyatakan bahwa risiko obligasi syariah (sukuk) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal. Namun berbeda pada Atia (2016) dalam penelitiannya menunjukkan bahwa pengujian terhadap variabel risiko penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pada pasar modal. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H6: Risiko sukuk (X3) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2).

1.2.7 Nilai Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Reaksi pertumbuhan pasar dapat ditunjukkan dengan adanya perubahan harga pada sekuritas yang dapat di ukur melalui *cumulative abnormal return*. Perubahan harga dapat terjadi jika ada peristiwa yang mengejutkan pasar, misalnya pengumuman perusahaan yang akan melakukan merger, stock split, penerbitan saham baru atau pengumuman mengenai *earning* perusahaan (Tandelilin, 2010: 240).

Iskandar (2019) menunjukkan hasil dalam penelitiannya bahwa nilai penerbitan obligasi sukuk mempunyai pengaruh positif terhadap return saham. Selanjutnya Rahmawati (2005) menyatakan bahwa Secara simultan abnormal return dan keadaan portofolio berpengaruh terhadap harga saham dan secara parsial ada pengaruh positif dari abnormal return terhadap harga saham. Dan pada penelitian Darmadji (2006) mengatakan bahwa hal yang dapat mempengaruhi harga obligasi adalah nilai nominal, tingkat bunga, periode pembayaran bunga, dan jangka waktu jatuh tempo. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H7 : Nilai sukuk (X1) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2) reaksi melalui reaksi harga sukuk (Y1).

1.2.8 Rating Sukuk (X2) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Fathoni (2017) diketahui bahwa rating obligasi syariah berpengaruh secara signifikan terhadap reaksi pasar modal yang diproksikan ke dalam cummulative abnormal return perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa

Efek Indonesia. Selanjutnya Atia (2016) menyebutkan dalam penelitiannya bahwa variabel harga penerbitan obligasi syariah sebelum tanggal penerbitan menunjukkan pengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal dan penerbitan obligasi syariah sesudah tanggal penerbitan juga menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan. dan Sumarna (2016) menunjukkan hasil penelitiannya bahwa rating berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H8: Rating sukuk (X2) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2) melalui reaksi harga sukuk (Y1).

1.2.9 Risiko Sukuk (X1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2) melalui Reaksi Harga Sukuk (Y1)

Almara (2015) dalam penelitiannya mengatakan bahwa variabel risiko sukuk mempunyai koefisien korelasi negatif dan berpengaruh secara signifikan terhadap last yield sukuk. Hal ini menunjukkan bahwa variabel risiko mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar yang disebabkan kenaikan last yield sukuk. Sementara Andreani (2014) dalam penelitiannya secara parsial variabel abnormal return menunjukkan bahwa variabel tersebut berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen harga. Selanjutnya Kusuma (2005) mengatakan bahwa durasi berpengaruh positif terhadap harga obligasi, dimana obligasi yang memiliki durasi lebih lama akan berhadapan dengan risiko yang semakin tinggi terkait fluktuasi suku

bunga. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H9: Risiko sukuk (X3) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2) melalui reaksi harga sukuk (Y1).

1.2.10 Reaksi Harga Sukuk (Y1) terhadap Reaksi Pertumbuhan Pasar Modal Syariah (Y2)

Dalam penelitian Achmad (2007) dijelaskan bahwa harga obligasi selalu berfluktuasi sesuai dengan kondisi pasar dan dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga sebagai dampak dari kondisi perekonomian secara makro. Selanjutnya Andreani (2014) menyebutkan bahwa saham yang memiliki *abnormal return* yang lebih tinggi akan menarik minat investor lebih besar, di mana permintaan akan saham yang lebih tinggi akan menyebabkan harga saham menjadi naik, hal ini terjadi pada hukum permintaan dan penawaran.

Rahmawati (2005) menyatakan bahwa secara parsial ada pengaruh positif dari abnormal return terhadap harga saham. Andreani (2014) dalam penelitiannya menyatakan bahwa secara parsial variabel abnormal return berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen harga. Maka berdasarkan hal tersebut dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H10: Reaksi harga sukuk (Y1) berpengaruh Positif dan signifikan terhadap reaksi pertumbuhan pasar modal syariah (Y2).