

SKRIPSI

**PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI
PASAR SAHAM (*EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN-
PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA
EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019*)**

SANDI RIZALDI



**DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020**

SKRIPSI

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM (*EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN- PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019*)

Sebagai salah satu persyaratan untuk memperoleh
gelar Sarjana Ekonomi

disusun dan diajukan oleh

**SANDI RIZALDI
A31115040**



kepada

**DEPARTEMEN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2020**

SKRIPSI

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM (*EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN- PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019*)

disusun dan diajukan oleh

SANDI RIZALDI
A31115040

telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Makassar, 14 Mei 2020

Pembimbing I

Pembimbing II




Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si.
NIP 19630515 199203 1 003



Drs. H. Muallimin, M.Si
NIP 19551208 198702 1 001

Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin



Dr. Hj. Andi Kusumawati, S.E., M.Si., Ak., CA 
NIP 19660405 199203 2 003

SKRIPSI

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM (EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN- PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019)

disusun dan diajukan oleh

SANDI RIZALDI
A31115040


telah dipertahankan dalam sidang ujian skripsi
pada tanggal **27 Agustus 2020** dan
dinyatakan telah memenuhi syarat kelulusan

Menyetujui,
Panitia Penguji

No	Nama Penguji	Jabatan	Tanda Tangan
1.	Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si.	Ketua	1..... 
2.	Drs. H. Muallimin, M.Si.	Sekretaris	2..... 
3.	Dr. H. Syarifuddin Rasyid, S.E., M.Si.	Anggota	3..... 
4.	Drs. H. Abdul Rahman, Ak., M.M., CA.	Anggota	4..... 



Ketua Departemen Akuntansi
Fakultas Ekonomi dan Bisnis
Universitas Hasanuddin

Dr. Hj. Andi Kusumawati, S.E., M.Si., Ak., CA 
NIP. 19660405 199203 2 003

PERNYATAAN KEASLIAN

Saya yang bertanda tangan di bawah ini,

Nama : SANDI RIZALDI

NIM : A31115040

Jurusan / Program Studi : AKUNTANSI

dengan ini menyatakan dengan sebenar-benarnya bahwa skripsi yang berjudul **PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM (EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019).**

adalah karya ilmiah saya sendiri dan sepanjang pengetahuan saya di dalam naskah skripsi ini tidak terdapat karya ilmiah yang pernah diajukan oleh orang lain untuk memperoleh gelar akademik di suatu perguruan tinggi, dan tidak terdapat karya atau pendapat yang pernah ditulis atau diterbitkan oleh orang lain, kecuali yang secara tertulis dikutip dalam naskah ini dan disebutkan dalam sumber kutipan dan daftar pustaka.

Apabila di kemudian hari ternyata di dalam naskah skripsi ini dapat dibuktikan terdapat unsur-unsur jiplakan, 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, 14 Mei 2020

Yang membuat pernyataan,



Sandi Rizaldi

PRAKATA



Alhamdulillah, segala puji bagi Allah *Subhanahu wa Ta'ala*, Penguasa langit dan bumi beserta isinya, yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya kepada setiap manusia yang dikehendaki-Nya. Shalawat serta salam semoga tercurahkan kepada Nabi Muhammad *Shallallahu 'Alaihi wa Sallam*, suri teladan terbaik bagi umat manusia, juga kepada keluarga dan sahabatnya, *tabi'in, atba'ut tabi'in* dan orang-orang yang senantiasa istiqomah di atas sunnahnya.

Penulisan skripsi ini tidak akan dapat terselesaikan dengan baik tanpa dukungan dan bantuan semua pihak baik secara langsung maupun tidak langsung kepada peneliti. Untuk itu tidaklah berlebihan jika peneliti mengucapkan terima kasih kepada:

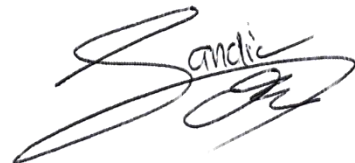
1. Ayahanda dan Ibunda peneliti, Bapak Muhtar Panini dan Ibu Rosmini yang senantiasa memberikan yang terbaik untuk peneliti, dan juga kepada adik Syahrul Gunawan dan adik Syahirah Muhtar, serta keluarga besar Puang Panini dan Puang Semmaila atas dukungan materil, doa, restu dan semangat sehingga penulis dapat menyelesaikan kuliah dan skripsi ini dengan baik.
2. Dr. H. Abdul Hamid Habbe, S.E., M.Si., selaku pembimbing I dan Drs. H. Muallimin, M.Si., selaku pembimbing II yang telah meluangkan waktu untuk membimbing penulis dalam penelitian dan penyusunan skripsi ini.
3. Dr. Grace Theresia Pontoh, SE., Ak., M.Si., CA., selaku penasehat akademik yang telah memberikan bimbingan, motivasi, dan nasehat selama peneliti menjalani dunia perkuliahan.

4. Dr. Andi Kusumawati, M.Si., Ak., CA selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin yang telah memberikan arahan dan bantuan dalam penyelesaian skripsi ini.
5. Segenap Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat kepada peneliti selama berkuliah, terkhusus kepada bapak dan ibu Dosen departemen Akuntansi.
6. Saudara seiman seperjuangan di Keluarga Mahasiswa Masjid Darul 'Ilmi dan UKM LDK Mahasiswa Pecinta Musholla Universitas Hasanuddin yang senantiasa memberikan semangat, pengalaman, dan nasehat berharga bagi peneliti, khususnya dalam menjalani dinamika dunia kampus.
7. Keluarga besar Forum Studi Ekonomi Islam Universitas Hasanuddin yang telah memberikan manfaat yang besar bagi peneliti untuk belajar banyak hal-hal baru khususnya tentang dunia Ekonomi Islam.
8. Kawan-kawan *Rectoverso*, mahasiswa Akuntansi angkatan 2015, yang senantiasa kebersamai selama menyandang status mahasiswa Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.
9. Teman-teman KKN PPM Angkatan 99 Takalar, Kecamatan Sanrobone, Desa Ujung Baji atas pengalaman yang mengesankan bagi peneliti.
10. Keluarga besar Direktorat Alumni dan Penyiapan Karir Universitas Hasanuddin atas pengalaman berharga dan telah memberikan banyak kontribusi dalam penyelesaian studi peneliti.
11. Sahabat-sahabat *Burane Squad*, Wito, Faris, Andri, Cakra, Suardi, Marsuki, Ikram, Ardi, Rizal, Akbar, Indra, dan Fadli yang telah menjadi sahabat dalam suka dan duka dari awal menjadi mahasiswa baru sampai saat ini, semoga silaturahmi ini senantiasa tetap terjaga.

12. Semua pihak yang telah membantu dalam proses penyusunan skripsi ini, peneliti ucapkan *syukran wa jazakumullahu khairan wa barakallahu fikum jami'an*. Semoga Allah *Subhanahu wa Ta'ala* senantiasa memberikan balasan yang terbaik.

Dalam penyusunan skripsi ini, penulis mengharapkan saran dan kritik yang sifatnya membangun dari berbagai pihak untuk kesempurnaan skripsi ini. Semoga skripsi ini memberikan banyak manfaat bagi semua pihak, utamanya bagi penyusun dalam pengembangan ilmu pengetahuan di masa yang akan datang.

Makassar, 14 Juni 2020

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Sandi Rizaldi', with a stylized flourish below it.

Sandi Rizaldi

ABSTRAK

Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar Saham (*Event Study* pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Sukuk di Bursa Efek Indonesia tahun 2014-2019)

Sandi Rizaldi
Abdul Hamid Habbe
Muallimin

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar saham yang diukur dengan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2019. Teknik pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling*, sehingga diperoleh 30 sampel penerbitan sukuk. Data yang diperlukan dalam penelitian ini diperoleh melalui www.idx.co.id. Penelitian ini menggunakan *event study* dengan periode jendela selama 7 hari (t-3 sampai t+3). Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *t-test* dan *paired sample t-test*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal penerbitan sukuk pada t-3, t-2, t-1, t0, t+1, dan t+2. Selain itu, tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum dan setelah penerbitan sukuk.

Kata Kunci: Penerbitan Sukuk, Reaksi Pasar Saham, *Abnormal Return*, *Trading Volume Activity*

ABSTRACT

The Effect of Sukuk Issuance towards Stock Market Reactions (Event Study of Companies that Issued Sukuk on the Indonesia Stock Exchange in 2014-2019)

Sandi Rizaldi
Abdul Hamid Habbe
Muallimin

This research aims to determine the effect of sukuk issuance on the stock market reaction that indicated with abnormal return and trading volume activity. Population in this research is all of sukuk issue registered in Indonesia Stock Exchange period 2014-2019. The technique of sampling selected based on purposive sampling. The sample includes 30 sukuk issuances. The data needed in this study was obtained through www.idx.co.id. This research uses event study approach with event window for 7 days ($t-3$ to $t+3$). Analysis methods used in this research are t -test and paired sample t -test. The results of this research show that there is a significant abnormal return around the issuance date of sukuk at $t-3$, $t-2$, $t-1$, t_0 , $t+1$, and $t+2$. In addition, there is no significant difference in trading volume activity between before and after the issuance of sukuk.

Keywords: *Sukuk Issuance, Stock Market Reaction, Abnormal Return, Trading Volume Activity*

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL.....	i
HALAMAN JUDUL.....	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iv
HALAMAN_PERNYATAAN KEASLIAN	v
PRAKATA.....	vi
ABSTRAK.....	ix
ABSTRACT.....	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	8
1.3 Tujuan Penelitian.....	8
1.4 Kegunaan Penelitian	8
1.5 Sistematika Penelitian	9
BAB II TUJUAN PUSTAKA.....	10
2.1 Landasan Teori	10
2.1.1 <i>Signaling Theory</i>	10
2.1.2 Sukuk.....	11
2.1.3 Reaksi Pasar.....	17
2.2 Hasil Penelitian yang Relevan	22
2.3 Kerangka Pemikiran	24
2.4 Hipotesis	25
BAB III METODE PENELITIAN.....	28
3.1 Rancangan Penelitian	28
3.2 Tempat dan Waktu Penelitian.....	28
3.3 Populasi dan Sampel.....	29
3.4 Jenis dan Sumber Data	29
3.4.1 Jenis Data	29
3.4.2 Sumber Data	30
3.5 Metode Pengumpulan Data	30
3.6 Variabel Penelitian dan Defenisi Operasional	30
3.6.1 Variabel Penelitian	30
3.6.2 Definisi Operasional	30
3.7 Analisis Data	33
3.7.1 Metode Analisis <i>Event Study</i>	33
BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN	39
4.1. Gambaran Umum.....	39
4.2. Statistik Deskriptif.....	41
4.2.1. Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return</i> Sukuk	41
4.2.2. Statistik Deskriptif Average Trading Volume Activity Sukuk.....	42
4.3. Asumsi Klasik.....	43
4.3.1. Uji Normalitas <i>Abnormal Return</i> Sukuk	43

4.3.2. Uji Normalitas <i>Average Trading Volume Activity</i> Sukuk	43
4.4. Uji Hipotesis	44
4.4.1. Pengujian Hipotesis Alternatif 1	44
4.4.2. Pengujian Hipotesis Alternatif 2	46
4.5. Pembahasan	46
4.5.1. Abnormal Return yang Signifikan di Sekitar Tanggal Penerbitan Sukuk	46
4.5.2. Perbedaan <i>Trading Volume Activity</i> yang Signifikan antara Sebelum dan Setelah Penerbitan Sukuk	48
 BAB V PENUTUP	 49
5.1. Kesimpulan	49
5.2. Keterbatasan Penelitian	50
5.3. Saran	50
 DAFTAR PUSTAKA	 51
LAMPIRAN	54

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Perbandingan <i>Sukuk</i> dengan Obligasi Konvensional	15
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu	24
Tabel 4.1 Data Sampel Penelitian.....	41
Tabel 4.2 Daftar Sampel <i>Sukuk</i>	41
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif <i>Abnormal Return Sukuk</i>	43
Tabel 4.4 Statistik Deskriptif <i>Average Trading Volume Activity Sukuk</i>	44
Tabel 4.5 Hasil Uji Normalitas <i>Abnormal Return Sukuk</i>	45
Tabel 4.6 Hasil Uji Normalitas <i>Average Trading Volume Activity Sukuk</i>	46
Tabel 4.7 Hasil Pengujian <i>t-test</i> <i>Sukuk</i>	47
Tabel 4.8 Hasil Uji <i>Paired Sample T-Test</i> <i>Sukuk</i>	48

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1. Grafik Perkembangan Sukuk Korporasi	3
Gambar 2. Kerangka Pemikiran.....	26

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Salah satu elemen penting yang menjadi tolak ukur kemajuan perekonomian suatu negara adalah perkembangan pasar modalnya. Pasar modal berperan penting dalam kegiatan ekonomi suatu negara, khususnya negara-negara dengan sistem ekonomi pasar karena dapat menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan-perusahaan. Sehingga, adanya pasar modal yang tumbuh dan berkembang dengan baik merupakan salah satu ciri negara industri maju maupun negara industri baru.

Pasar modal memiliki peranan strategis terhadap perekonomian suatu negara. Di bidang ekonomi, pasar modal berperan sebagai tempat bertemunya antara pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang membutuhkan dana (*issuer*) dengan cara jual beli sekuritas. Sedangkan dalam bidang keuangan, pasar modal berperan dalam memberikan kemungkinan dan kesempatan dalam mendapatkan imbalan karena jual beli sekuritas tersebut.

Pasar modal memiliki karakteristik tersendiri dibanding dengan industri keuangan lainnya. UU No. 8 Tahun 1995 menjelaskan bahwa pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Sistem mekanisme pasar modal konvensional yang mengandung *riba*, *naysir*, dan *gharar* selama ini telah menimbulkan keraguan di kalangan masyarakat, khususnya umat Islam.

Prinsip pasar modal syariah tentunya berbeda dengan pasar modal konvensional, sejumlah instrumen syariah di pasar modal sudah diperkenalkan

kepada masyarakat misalnya saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah. Pasar modal syariah pun diluncurkan pada 14 Maret 2003. Banyak kalangan meragukan manfaat diluncurkannya pasar modal syariah ini, ada yang mencemaskan nantinya akan ada dikotomi dengan pasar modal yang ada. Akan tetapi, Badan Pengawas Pasar Modal menjamin tidak akan ada tumpang tindih kebijakan yang mengatur, justru dengan diluncurkannya pasar modal syariah ini, akan membuka ceruk baru di lantai bursa. (Huda & Nasution, 2007:57)

Menurut Huda & Nasution (2008: 136), sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga keuangan syariah membuat minat masyarakat akan berinvestasi semakin tinggi. Dari penerbitan sukuk yang dikeluarkan oleh lembaga keuangan syariah memberikan solusi bagi masyarakat yang membutuhkan dana untuk menambah modal usahanya. Dan bagi hasil yang didapatkan oleh masyarakat sebanding dengan pendapatan bunga yang diperoleh dari investasi pada industri keuangan konvensional.

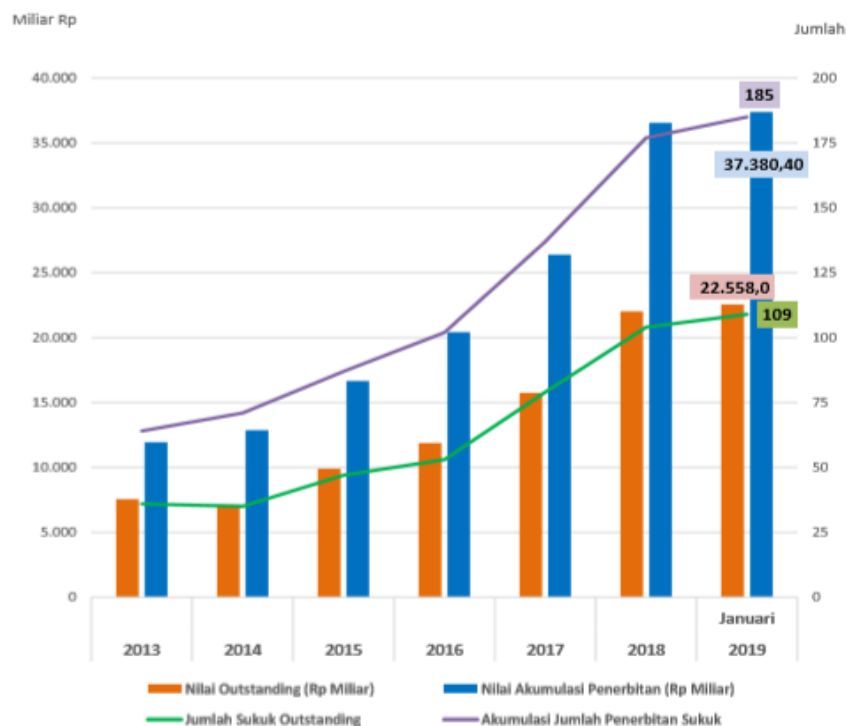
Sukuk harus sesuai dengan prinsip syariah berdasarkan al-Qur'an dan al-Hadits. Keberadaan dari sukuk harus menjadi solusi bagi semua kegiatan lembaga keuangan syariah. Fakta mengenai sukuk berdasarkan pengamatan yang telah dilakukan memperlihatkan bahwa secara nyata produk tersebut sudah digunakan oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan dari perdagangan dan kegiatan perekonomian lainnya (Huda & Nasution, 2008: 139).

Pada dasarnya, sukuk adalah surat berharga atau dokumen investasi yang diterbitkan sesuai akad yang melandasinya. Akad yang bisa digunakan berupa akad *ijarah* (sewa), *mudharabah* (bagi hasil), *musyarakah* (kerjasama), atau yang lain sesuai dengan prinsip syariah. Berdasarkan ketentuannya, sukuk diterbitkan

melalui akad syariah lainnya dan sesuai dengan prinsip syariah (Huda & Nasution, 2008:140).

Pada tahun 2002 penerbitan sukuk pertama kali dilakukan di Negara Malaysia dengan menggunakan mata uang dollar. Setelah itu, diikuti peluncuran “*trust sukuk*” yang diterbitkan oleh *Islamic Development Bank* pada tahun 2003. Setelah itu, sampai saat ini, sukuk mengalami perkembangan dengan pesat di Indonesia (Huda, dkk 2007: 135).

Sukuk di Indonesia diterbitkan oleh korporasi dan pemerintah. Sejak pertama kali penerbitan, keduanya mengalami peningkatan dari tahun ke tahun, terkhusus pada sukuk korporasi yang semakin banyak dikenal oleh berbagai perusahaan sebagai peluang dan alternatif kebutuhan pendanaan. Berikut ini adalah grafik yang menunjukkan perkembangan sukuk dari tahun 2013 sampai awal tahun 2019.



Sumber: www.ojk.go.id

Gambar 1. Grafik Perkembangan Sukuk Korporasi

Dari data tersebut, dapat dilihat bahwa sukuk korporasi memiliki pertumbuhan yang besar di Indonesia. Hal tersebut memberi sinyal bahwa instrumen keuangan syariah bisa menjadi penyokong kebutuhan pendanaan perusahaan untuk saat ini dan masa yang akan datang.

Investor akan dapat mempertimbangkan untuk menentukan tingkat keuntungan beserta risiko dalam berinvestasi apabila investor memiliki keterbukaan informasi yang tersebar di publik mengenai kondisi perusahaan atau emiten. Informasi yang tersedia di publik adalah informasi yang dipublikasikan secara bebas oleh emiten dan dapat diketahui oleh seluruh masyarakat (Tastaftiani & Khoiruddin, 2015). Posisi informasi dalam bisnis investasi di pasar modal sangat penting. Bahkan, dalam keputusan investasi di pasar modal mutlak harus didukung dengan informasi yang tepat dan akurat, jika tidak ingin mengalami kerugian dalam berinvestasi. Analisis pasar modal, baik yang bersifat fundamental maupun teknikal, sesungguhnya adalah komoditas yang bernama informasi (Hadi, 2013:14). Investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada informasi yang dimilikinya. Informasi yang berhubungan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi.

Informasi yang dimiliki investor lebih sedikit dibanding informasi yang dimiliki oleh pihak manajemen, hal tersebut disebut dengan *asymmetric information*. Oleh karena hal tersebut, dalam pengambilan keputusan investasinya, pihak investor sering mendasarkan informasinya pada sinyal yang diberikan oleh perusahaan, salah satunya adalah informasi tentang penerbitan sukuk perusahaan. Penerbitan sukuk menjadi informasi yang menarik bagi investor karena dipersepsikan bahwa prospek perusahaan di masa depan akan bagus. Adanya penerbitan sukuk menunjukkan bahwa perusahaan akan melakukan

ekspansi yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Informasi ini akan direspon oleh investor yang secara metodologis disebut dengan *event study*.

Di pasar modal Indonesia terdapat beberapa perusahaan yang sebelumnya menerbitkan saham, kemudian juga menerbitkan sukuk. Penerbitan sukuk tersebut memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya di masa mendatang (Sumardi, 2007).

Penerbitan sukuk merupakan salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Sifat dari imbalan sukuk itu sendiri adalah *fixed* ataupun *floating rate*, tergantung dengan jenis akad dan struktur yang digunakan dalam penerbitan. Imbalan sukuk tersebut biasanya dinyatakan dalam bentuk persentase dan dibayarkan secara periodik sesuai ketentuan dan persyaratan yang ada dalam penerbitan sukuk. Informasi mengenai penerbitan sukuk akan direspon oleh investor, jika mereka benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya. Penerbitan sukuk tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*).

Penerbitan sukuk merupakan salah satu informasi penting yang dapat memicu respon atau reaksi dari pasar. Penerbitan sukuk tersebut menandakan bahwa perusahaan telah melakukan keputusan pendanaan dengan memperoleh dana dari pihak luar. *Signalling theory* mengatakan bahwa "*action convey information*" yang bermakna setiap tindakan akan mengandung informasi (Atmaja, 2008: 6). Sehingga tindakan perusahaan yang menerbitkan sukuk dapat menjadi sinyal yang dinilai positif atau negatif oleh investor. Jika investor memandang positif peristiwa penerbitan sukuk, maka *return* perusahaan akan meningkat dibandingkan dengan *return* normal, sehingga menimbulkan *abnormal return*.

Abnormal return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian, *abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi (Jogiyanto, 2003:433-434). Sebaliknya, ketika investor memandang negatif penerbitan sukuk tersebut maka *return* yang akan diperoleh perusahaan akan menurun.

Pengambilan keputusan investasi yang dilakukan investor dengan memanfaatkan informasi yang terkandung dalam penerbitan sukuk tidak hanya berdampak pada perubahan *return* saham, tetapi juga aktivitas volume perdagangan saham. Volume perdagangan saham dapat digunakan oleh investor untuk melihat apakah saham yang dibeli tersebut merupakan saham yang aktif diperdagangkan di pasar atau sebaliknya (Meidawati & Harimawan, 2004)

Reaksi pasar yang ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham dikarenakan investor menggunakan informasi yang ada untuk analisis sehingga terjadi perubahan volume dalam perdagangan saham (Nurmalasari & Yulianto, 2015). Alat ukur perubahan volume perdagangan saham adalah *trading volume activity* (TVA). *Trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar (Suryawijaya & Setiawan, 1998).

Kandungan informasi dalam penerbitan sukuk yang akan memicu reaksi pasar dapat diuji dengan *event study*. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan

bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Jogiyanto, 2003:410-411).

Penelitian mengenai pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar sebelumnya sudah pernah dilakukan. Penelitian-penelitian tersebut menghasilkan kesimpulan yang berbeda-beda. Menurut Purwaningsih (2016) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk *Mudharabah* dan Obligasi Konvensional” menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* pada t-10, t-8, dan t-6, sedangkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional terjadi pada t-7, t-3, t-1, t+3, t+4, dan t+7. Selain itu, tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* maupun obligasi konvensional. Teknik penelitian yang digunakan adalah *event study* dengan sampel sebanyak 5 pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan 65 pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Namun pada penelitian lain yang dilakukan oleh Pratiwi (2015) tentang “Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi” menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel *cumulative abnormal return* ditunjukkan dengan angka spss baik pada periode sebelum, saat dan setelah pengumuman dengan taraf sig-2 *tailed* > 0.05. Untuk variabel *trading volume activity* (TVA) juga tidak mempunyai perbedaan yang signifikan yang ditunjukkan sig-2 *tailed* > 0.05. Jadi, peristiwa pengumuman sukuk dan obligasi tidak mempunyai kandungan informasi karena informasi telah tersebar secara merata di pasar, sehingga dalam pasar ini tidak ada yang mendapat *abnormal return*.

Dari perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka penelitian ini mencoba untuk meneliti kembali reaksi pasar saham dengan adanya penerbitan sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sesuai dengan latarbelakang tersebut, maka peneliti melakukan penelitian dengan judul **“PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM (EVENT STUDY PADA PERUSAHAAN-PERUSAHAAN YANG MENERBITKAN SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA TAHUN 2014-2019)”**.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latarbelakang di atas maka rumusan masalah yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Apakah penerbitan sukuk berpengaruh terhadap reaksi pasar saham?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan identifikasi rumusan masalah, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui apakah penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar saham.

1.4 Kegunaan Penelitian

Penelitian ini dilakukan untuk mengaji pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar saham. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan berkaitan dengan hasil analisis dan hasil yang didapat dari penelitian, khususnya:

1.4.1 Kegunaan Teoritis

Diharapkan penelitian ini dapat memberikan pemahaman mengenai “Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar Saham.”. Penelitian ini juga bermanfaat sebagai bahan referensi penelitian selanjutnya.

1.4.2 Kegunaan Praktis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi tambahan mengenai dampak dan keuntungan dari penerbitan sukuk guna pengambilan keputusan investasi oleh investor.

1.5 Sistematika Penelitian

Adapun sistematika penulisan yang digunakan dalam penulisan ini adalah:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan tentang latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan hasil penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini menguraikan tentang teori-teori yang berkaitan dengan masalah yang dibahas dalam skripsi ini

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini menguraikan tentang rancangan penelitian, tempat dan waktu penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, pengumpulan data, variabel penelitian dan defenisi operasional, dan analisis data.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 *Signaling Theory*

Signaling theory atau teori sinyal merupakan salah satu teori pilar dalam memahami manajemen keuangan. Secara umum, sinyal diartikan sebagai isyarat yang dilakukan oleh perusahaan (manajer) kepada pihak luar (investor). Sinyal tersebut dapat berwujud berbagai bentuk, baik yang secara langsung dapat diamati maupun yang harus dilakukan penelaahan lebih mendalam untuk dapat mengetahuinya. Apapun bentuk atau jenis dari sinyal yang dikeluarkan, semuanya dimaksudkan untuk menyiratkan sesuatu dengan harapan pasar atau pihak eksternal akan melakukan perubahan penilaian atas perusahaan. Artinya, sinyal yang dipilih harus mengandung kekuatan informasi (*information content*) untuk dapat merubah penilaian pihak eksternal perusahaan.

Signaling theory atau teori sinyal dapat diartikan sebagai suatu perilaku manajemen dalam perusahaan dalam memberikan petunjuk kepada investor yang berhubungan dengan pandangan manajemen terhadap prospek perusahaan pada masa yang akan datang (Brigham dan Houston, 2013:148). Jama'an (2008) mengungkapkan bahwa teori sinyal menjelaskan bahwa sinyal berbentuk informasi terkait kinerja manajemen dalam merealisasikan kehendak pemilik perusahaan dengan adanya promosi ataupun informasi lainnya menunjukkan bahwa perusahaan mempunyai kinerja yang lebih baik dibanding perusahaan lain. Lebih dari itu, teori ini menjelaskan bahwa sinyal yang dikirimkan oleh manajer dapat menekan risiko terjadinya asimetri informasi dalam suatu entitas.

Teori sinyal memberikan penjelasan terkait bagaimana semestinya suatu perusahaan mengirimkan sinyal kepada para pengguna laporan keuangan. Lebih lanjut, laporan keuangan yang dimaksud merupakan suatu sinyal yang dapat memengaruhi nilai saham dari suatu perusahaan. Sinyal ini selanjutnya akan sangat memengaruhi perilaku investor dalam membaca prospek perusahaan sebagai objek investasinya. Dengan demikian, dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa jika manajemen suatu perusahaan mengirimkan sinyal berupa informasi ke pasar, secara umum pasar akan memberikan umpan balik sebagai suatu sinyal terkait adanya suatu peristiwa tertentu yang terjadi dan dapat memberikan implikasi terhadap nilai perusahaan.

Raharja dan Sari (2008) mengemukakan bahwa sinyal yang dikirimkan kepada pengguna laporan keuangan misalnya seperti pemberian peringkat obligasi yang diumumkan diharapkan akan dapat menjadi sinyal yang menyatakan kinerja keuangan suatu perusahaan sekaligus menjadi informasi yang berkualitas dalam melakukan pemeringkatan obligasi. Adanya pemeringkatan ini selanjutnya akan mampu menekan risiko gagal bayar (*default risk*) yang biasanya disebabkan karena asimetri informasi. Lebih dari itu, dari sisi investor sejatinya informasi tersebut dapat menjadi suatu alat untuk memprediksi terkait kemungkinan apa saja yang akan terjadi berkaitan dengan sukuk yang diterbitkan oleh suatu perusahaan.

2.1.2 Sukuk

Sukuk merupakan instrumen yang diperdagangkan di bursa efek syariah. Kata sukuk berasal dari bahasa Arab *shukûk*, bentuk jamak dari kata *shaak*, yang dalam peristilahan ekonomi berarti legal *instrument*, *deed*, atau *check*" (Ryandono,2009:246).

Sedangkan menurut *Shari'a Standard No. 17 tentang Investment Sukuk, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)*,

sukuk adalah sertifikat berharga yang bernilai sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya dari riset yang *tangible*, manfaat aset, dan jasa.

Sementara itu, Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) belum menggunakan istilah sukuk dan masih menggunakan istilah obligasi syariah. Dalam fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah DSN-MUI mendefinisikan obligasi syariah sebagai "...suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo".

Dari beberapa definisi tersebut dapat disimpulkan bahwa sukuk adalah sebuah instrumen investasi yang berpegang pada prinsip-prinsip syariah Islam dalam memberikan pendapatan yang bersifat tetap kepada para investor.

Sukuk memiliki beberapa aspek yang menjadi karakteristiknya. Pertama, sukuk berfokus pada pendapatan investasi dan bukan berdasarkan kepada tingkat bunga yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan tersebut berdasar pada tingkat rasio bagi hasil (*nisbah*) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor. Kedua, selain sistem pengawasan yang dilakukan oleh pihak Wali Amanat, maka mekanisme sukuk juga mendapat pengawasan oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan sistem tersebut, maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor sukuk diharapkan dapat lebih terjamin. Ketiga, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit sukuk harus terhindar dari aspek-aspek nonhalal. Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan sukuk masih sama layaknya obligasi biasa pada umumnya (Sutedi, 2009:127-128)

Sementara itu, Hanafi (2006: 75) menyatakan bahwa obligasi syariah (sukuk) mempunyai sifat yang khas sebagai berikut:

- a. Obligasi syariah (sukuk) akan memperoleh bagi hasil/*fee*.
- b. Obligasi syariah (sukuk) tidak bisa diganti dalam bentuk saham atau apapun.
- c. Obligasi syariah (sukuk) merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat.
- d. Hasil dari obligasi syariah (sukuk) yang didapatkan oleh penanam modal adalah bagi hasil/*fee*, sesuai dengan akad yang digunakan pada saat perjanjian.
- e. Obligasi syariah (sukuk) terbebas dari bunga.
- f. *Special Purpose Vehicle* (SPV) perusahaan akan menerbitkan obligasi syariah (sukuk).
- g. Akad sangat diperlukan dalam obligasi syariah (sukuk).
- h. Perolehan pendapatan yang diterima dari obligasi syariah (sukuk) harus sesuai dengan prinsip syariah dan kesepakatan pada saat bertransaksi.

Setiap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi belum tentu menerbitkan obligasi syariah (sukuk). Dikarenakan sukuk, jika bisa memenuhi hal-hal sebagai berikut (Sunarsih, 2008):

- 1) Akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk dapat berupa:
 - *Mudharabah*
 - *Musyarakah*
 - *Salam*
 - *Istshna'*
 - *Ijarah*
- 2) Usaha apa saja yang dilakukan oleh emiten (*mudharib*) tidak boleh mengandung bunga dan bertentangan dengan Syariah.

- 3) Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) akan memberikan imbalan berupa bagi hasil kepada pemegang obligasi syariah (sukuk) yang diperoleh dari penanaman modal. Bagi hasil yang didapatkan para pemegang obligasi syariah (sukuk) harus bersih dari unsur non halal dan jauh dari hal-hal yang berbau haram.
- 4) Perolehan pendapatan pemegang obligasi syariah (sukuk) sesuai dengan akad yang digunakan pada saat perjanjian kontrak.
- 5) Proses kepemilikan obligasi syariah (sukuk) harus sesuai dengan akad-akad yang digunakan.

Pada saat proses pengeluaran obligasi syariah (sukuk) oleh badan usaha (emiten) seperti Badan Pelaksana Pasar Modal/Perusahaan dan Dewan Syariah Nasional akan menunjuk Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah untuk memberikan pengawasan dari sudut pandang syariah.

Pada prinsipnya sukuk mirip dengan obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrument keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*.

Tabel 2.1 Perbandingan Sukuk dengan Obligasi Konvensional

Deskripsi	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi

Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i>	Bunga kupon, <i>capital gain</i>
Jangka Waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak Perlu
<i>Price</i>	<i>Market Place</i>	<i>Market Place</i>
<i>Investor</i>	Islami, konvensional	Konvensional
Penggunaan dana hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

Sumber : Diolah oleh Peneliti (Oktober, 2019)

2.1.2.1 Penerbitan Sukuk

Penerbitan sukuk harus didasarkan pada akad-akad yang sesuai dengan syariah, sehingga sukuk dapat diterbitkan dengan bermacam-macam skema sesuai dengan kebutuhan. Sukuk bukan instrumen utang piutang dengan bunga (riba) seperti obligasi konvensional yang kita kenal selama ini, tetapi sukuk dapat dijadikan instrumen investasi (Sudarsono, Heri; 2007).

Instrumen ini diterbitkan dengan suatu *underlying asset* sesuai prinsip syariah yang jelas. *Underlying asset* yang dimaksud disini adalah aset tertentu yang menjadi obyek perjanjian, dimana aset tersebut harus memiliki nilai ekonomis. Sedangkan fungsi dari *underlying asset* tersebut adalah untuk menghindari riba dan sebagai syarat agar dapat diperdagangkan di pasar sekunder. Sedangkan dari sisi emiten yang menerbitkan sukuk, terdapat persyaratan yang harus dipenuhi di antaranya adalah *core bussines* yang halal

dan *investment grade* yang baik dilihat dari fundamental usaha dan keuangan yang kuat serta citra yang baik bagi publik (Sumitro Warkum; 2004). Penerbitan sukuk terlebih dahulu harus mendapatkan pernyataan/fatwa tentang kesesuaian dengan prinsip syariah (*syariah endorsement*) dari institusi yang berkompeten dalam bidang syariah. Hal ini penting untuk mendapatkan keyakinan dari investor bahwa emiten sudah menjalankan prinsip-prinsip syariah.

Untuk penerbitan sukuk di Indonesia *syariah endorsement* yang dimaksud dapat diberikan oleh Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. Sedangkan untuk penerbitan sukuk *internasional syariah endorsement* dikeluarkan oleh lembaga syariah yang diakui komunitas syariah internasional seperti AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution*). Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk adalah:

1. Obligor, yaitu pihak yang bertanggungjawab terhadap pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai sukuk jatuh tempo
2. *Special Purpose Vehicle* (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan dalam rangka penerbitan sukuk dan memiliki fungsi:
 - sebagai penerbit sukuk
 - bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili investor
 - menjadi counterpart pemerintah dalam transaksi pengalihan aset.
3. Investor/sukuk holder adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

Dalam penerbitan sukuk pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Perusahaan pada umumnya menggunakan hutang atau obligasi, sehingga rasio yang digunakan untuk menggambarkan proporsi penggunaan hutang dalam membiayai aktivitas perusahaan.

2.1.3 Reaksi Pasar

Pasar akan bereaksi pada peristiwa yang mengandung informasi. Suatu peristiwa dapat diibaratkan sebagai suatu kejutan (*surprise*) atau sesuatu yang tidak diharapkan (*unexpected*). Sesuatu yang bukan suatu kejutan atau yang sudah diantisipasi atau diekspektasi sebelumnya tidak akan menimbulkan reaksi pasar (Jogiyanto, 2010:9).

Reaksi pasar dari suatu peristiwa diprosikan dengan return tak normal (*abnormal return*) dan aktivitas volume perdagangan (*trading volume activity*). Semakin besar kejutannya semakin besar reaksi pasarnya. Pasar bereaksi karena peristiwanya mengandung suatu informasi atau dengan kata lain peristiwanya mengandung nilai ekonomis yang dapat mengubah nilai perusahaan. Dengan adanya suatu peristiwa, maka suatu informasi baru mengenai nilai perusahaan diketahui oleh publik, sehingga harga saham sebelumnya perlu direvisi dengan menggunakan nilai informasi baru tersebut.

2.1.3.1 Return Saham

Menurut Jogiyanto (2010:63) *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dapat berupa *return* realisasi yang sudah terjadi atau *return* ekspektasi yang belum terjadi tetapi yang diharapkan akan terjadi di masa mendatang. Menurut Tandililin (2010:102) *return* merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung resiko atas investasi yang dilakukannya. *Return* saham merupakan *return* realisasi yang diperoleh investor akibat terjadi selisih harga jual saham yang lebih tinggi dari harga belinya (Sudiyatno & Suharmanto, 2011). Jadi, *return* merupakan pendapatan yang diperoleh investor atas investasi yang telah dilakukan.

Sumber-sumber return investasi terdiri dari dua komponen utama, yaitu *yield* dan *capital gain (loss)*. *Yield* merupakan komponen *return* yang mencerminkan aliran kas atau pendapatan yang diperoleh secara periodik dari suatu investasi. Sedangkan *capital gain (loss)* merupakan kenaikan atau penurunan harga suatu surat berharga (bisa saham atau surat utang jangka panjang), yang bisa memberikan keuntungan (kerugian) bagi investor. *Capital gain (loss)* dapat diartikan sebagai perubahan harga sekuritas (Tandelilin, 2010:102). *Return total* suatu investasi dapat dihitung dengan menjumlahkan *yield* dan *capital gain* yang diperoleh dari suatu investasi. Secara matematis *return total* suatu investasi dapat ditulis sebagai berikut (Tandelilin, 2010:102):

$$\text{Return Total} = \text{yield} + \text{capital gain (loss)}$$

2.1.3.1.1. Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2005), *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. *Return* normal merupakan *return* ekspektasi (*return* yang diharapkan oleh investor) dan merupakan *return* yang terjadi pada keadaan dimana tidak terjadi suatu peristiwa. Jika terjadi suatu peristiwa, maka *return* normal akan naik (bila peristiwanya adalah peristiwa baik atau *good news*) atau akan turun (bila peristiwanya adalah peristiwa buruk atau *bad news*). Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dan *return* ekspektasi. Perhitungan abnormal return dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t})$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$ = *abnormal return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

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

peristiwa ke-t

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Menurut Jogianto (2005), efisiensi pasar diuji dengan melihat *return* tidak normal (*abnormal return*) yang terjadi. Pasar dikatakan tidak efisien jika satu atau beberapa pelaku pasar dapat menikmati *return* yang tidak normal dalam jangka waktu yang cukup lama. *Abnormal return* diperoleh dari selisih *return* sesungguhnya dengan *return* ekspektasi. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya. Sedangkan *return* ekspektasi merupakan *return* yang harus diestimasi. Menurut Jogiyanto (2003), terdapat dua jenis *return*, yaitu:

1. *Return* realisasi

Return sesungguhnya (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan data historis (Jogiyanto, 2003:109).

2. *Return* ekspektasi

Return ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang. Berbeda dengan *return* realisasi yang sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi (Jogiyanto, 2003:109).

Menurut Brown dan Warner (1985) mengestimasi *return* ekspektasi menggunakan tiga model, yaitu:

1. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*mean-adjusted model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*). Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa

(*event period*) disebut juga sebagai periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event window*). Rumus untuk perhitungan model ini adalah:

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

Keterangan:

$E(R_{i,t})$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

2. *Market Model*

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

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_1 \cdot R_{m,j} + \varepsilon_{i,j}$$

Keterangan:

$R_{i,j}$ = *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = intercept untuk sekuritas ke-i

β_1 = koefisien slope yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

$R_{m,j}$ = *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$\varepsilon_{i,j}$ = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

3. *Market-Adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*Market-Adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, kita

tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. *Return* indeks pasar dihitung dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

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

Keterangan:

$E(R_{m,t})$ = *Return* Pasar

$IHSG_t$ = Indeks Harga Pasar pada periode t

$IHSG_{t-1}$ = Indeks Harga Pasar pada periode sebelumnya

2.1.3.2 *Trading Volume Activity*

Menurut Suryawijaya & Setiawan, (1998:142) *trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar modal. Volume perdagangan merupakan bagian yang diterima dalam analisis teknikal. Kegiatan perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda pasar akan membaik. Jadi, *trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu pengumuman yang mengandung informasi berdasarkan pergerakan tingkat permintaan dan penawaran terhadap saham suatu perusahaan.

Ditinjau dari fungsinya *trading volume activity* merupakan suatu variasi dari *event study*. *Trading volume activity* merupakan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu tertentu dengan jumlah saham

perusahaan yang beredar pada periode tertentu (Fatimatuzzahra & Herlambang, 2014:367).

2.2 Hasil Penelitian yang Relevan

Beberapa penelitian terdahulu mengenai pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar saham telah dilakukan, salah satunya penelitian yang dilakukan oleh Purwaningsih (2016) dalam penelitian yang berjudul “Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk *Mudharabah* dan Obligasi Konvensional” yang menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* pada t-10, t-8, dan t-6, sedangkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional terjadi pada t-7, t-3, t-1, t+3, t+4, dan t+7. Selain itu, tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* maupun obligasi konvensional. Teknik penelitian yang digunakan adalah *event study* dengan sampel sebanyak 5 pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan 65 pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Penelitian lain dilakukan oleh Pratiwi (2015) tentang “Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi” menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel *cumulative abnormal return* ditunjukkan dengan angka spss baik pada periode sebelum, saat dan setelah pengumuman dengan taraf sig-2 *tailed* > 0.05. Untuk variabel *trading volume activity* (TVA) juga tidak mempunyai perbedaan yang signifikan yang ditunjukkan sig-2 *tailed* > 0.05. Jadi, peristiwa pengumuman sukuk dan obligasi tidak mempunyai kandungan informasi karena informasi telah tersebar secara merata di pasar, sehingga dalam pasar ini tidak ada yang mendapat *abnormal return*.

Penelitian lain dilakukan oleh Pratiwi (2015) tentang “Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia”. Penelitian tersebut dilakukan untuk meneliti secara empirik mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar modal yang dilakukan penelitian terhadap perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), terdapat 31 sampel yang dijadikan tolak ukur penelitian. Jenis penelitian yang digunakan adalah penelitian *event study*. Pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) dibuktikan dengan menggunakan pendekatan micro struktur, yaitu: Sukuk Equity Ratio dan konversi rating penerbitan obligasi syariah (sukuk). Dan variabel reaksi pasar modal menggunakan perhitungan *cumulative abnormal return*. Penelitian tersebut menggunakan regresi linear berganda terhadap 31 sampel yang dijadikan sampel penelitian. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa variabel independen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dibuktikan dengan besarnya pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal yaitu sebesar 11,8% sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian.

Adapun ikhtisar penelitian terdahulu dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu

No.	Nama	Judul Penelitian	Metode	Hasil
1.	Purwaningsih (2016)	Analisis Reaksi Pasar terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk <i>Mudharabah</i>	<i>Event Study</i>	Terdapat <i>abnormal return</i> yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk <i>mudharabah</i> dan

		dan Obligasi Konvensional		penerbitan obligasi konvensional
2.	Pratiwi (2015)	Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel <i>cumulative abnormal return</i> baik pada periode sebelum, saat dan setelah pengumuman
3.	Pratama (2013)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap reaksi Pasar Modal Indonesia	<i>Event Study</i>	Tidak terdapat pengaruh yang signifikan pada variabel penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal.

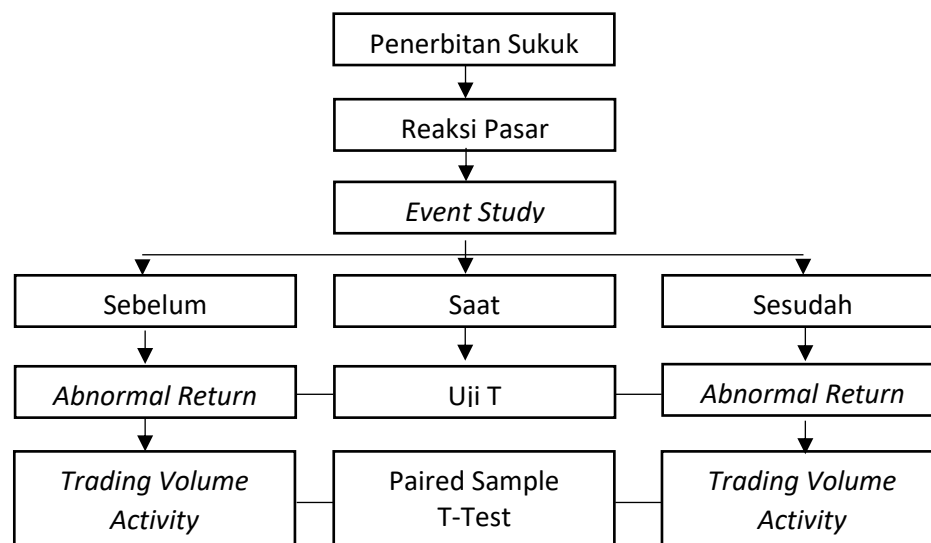
2.3 Kerangka Pemikiran

Perusahaan yang akan melakukan ekspansi atau pengembangan usaha akan membutuhkan dana yang cukup besar dalam prosesnya. Keputusan untuk pendanaan perusahaan dapat diperoleh tidak hanya dengan menerbitkan saham tetapi juga dengan menerbitkan sukuk. Penerbitan sukuk dari perusahaan dapat menjadi pertimbangan dari investor untuk melakukan keputusan investasi.

Menurut Jogiyanto (2010:9) pasar akan bereaksi pada peristiwa yang mengandung informasi. Penerbitan sukuk mengandung informasi berupa perubahan struktur modal perusahaan. Penerbitan tersebut dapat menjadi kabar baik atau buruk yang diharapkan akan direaksi secara positif atau negatif oleh investor. Peristiwa atau informasi dianggap sebagai kabar baik atau kabar buruk dihubungkan dengan nilai ekonomis yang dikandungnya (Jogiyanto, 2010:10).

Reaksi pasar dapat dilihat dari *abnormal return* dan *trading volume activity*. *Abnormal return* terjadi ketika sejumlah investor mampu mendapatkan *return* di atas normal karena kecepatan mendapatkan dan mengelola informasi menjadi keputusan investasi di pasar modal. Sementara *trading volume activity* menunjukkan seberapa besar transaksi perdagangan di bursa dilakukan dilihat dari volume perdagangan yang terealisasi (Khoiruddin & Faizati, 2014:211-213). Jika pasar bereaksi terhadap penerbitan, maka *return* saham akan mengalami perubahan di sekitar periode peristiwa yang diuji menggunakan uji T dan perbedaan *trading volume activity* antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman yang diuji menggunakan *Paired Sample T-test*.

Berdasarkan hubungan teoritis antara reaksi pasar terhadap penerbitan sukuk, maka kerangka pemikiran dapat dilihat pada gambar berikut ini:



Gambar 2. Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis

Hipotesis adalah suatu asumsi atau pernyataan mengenai sesuatu yang harus diuji kebenarannya (Sugiyono, 2007: 65). Dari pengertian tersebut, maka

dapat disimpulkan bahwa hipotesis merupakan jawaban sementara terhadap pertanyaan yang akan diuji kebenarannya dan dipakai sebagai pedoman dalam pengumpulan data.

Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur dengan *cumulative abnormal return* (Hartono, 2008). Dalam penelitian ini, peneliti menggunakan ukuran *cumulative abnormal return* saham karena penerbitan sukuk memiliki kandungan informasi yang memengaruhi perilaku pasar dan harga sekuritas. Penerbitan sukuk akan berdampak pada semakin tersedianya jumlah dana yang dapat digunakan perusahaan untuk menjalankan kegiatan investasi dan operasionalnya. Meningkatnya aktivitas investasi dan operasi perusahaan akan menciptakan produksi dan distribusi barang dan jasa akan meningkat pula. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan roda ekonomi. Tercukupinya *supply* barang dan jasa akan mendorong pergerakan *demand* dari konsumen. Keseimbangan harga yang tercapai dari aktivitas ekonomi ini akan turut menciptakan tingkat keuntungan yang optimal, sehingga *net income* perusahaan akan semakin meningkat. Semakin besar *net income* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya, sehingga kinerja keuangan perusahaan pun semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan, maka hal ini berdampak positif terhadap *cumulative abnormal return* saham. Dalam penelitian ini, peneliti memfokuskan *return* atas investasi penerbitan sukuk ini melalui *cumulative abnormal return* yang diperoleh dengan cara mengakumulasi *abnormal return* saham yang terjadi.

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 & Yulianto, 2015). Alat ukur perubahan volume perdagangan saham adalah *trading volume activity* (TVA). *Trading volume activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar (Suryawijaya & Setiawan, 1998).

Berdasarkan teori yang telah diungkapkan di atas, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₀₁: tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal penerbitan sukuk

H_{a1}: terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal penerbitan sukuk

H₀₂: tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah penerbitan sukuk

H_{a2}: terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum dan sesudah penerbitan sukuk