

**REAKSI PASAR TERHADAP PENAWARAN SUKUK DAN OBLIGASI  
DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Fitriani**

**Institut Agama Islam Negeri Bone**

E-mail : [arieffitriani@gmail.com](mailto:arieffitriani@gmail.com)

**Abstract**

The aim of this research is to examine the market reaction to the offering of Sukuk and bonds. Testing the market reaction is done by looking at the presence or absence of significant abnormal returns before and after the offer date as well as a comparison of the market reaction to the offering of Sukuk and bonds. This research used the event study method. The population of this study were all publicly traded companies that had been and are still actively listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) for the 2012-2015 period. The sample selection technique used purposive sampling method and obtained as many as 54 issuers offering bonds and 9 Sukuk issuers. Based on the results of statistical testing with a one-sample t-test around the offering date of Sukuk and bonds, it showed that there was an insignificant average abnormal return (AAR). It can be concluded that there was no significant market reaction around the date of offering Sukuk and bonds.

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dan obligasi. Pengujian reaksi pasar dilakukan dengan melihat ada tidaknya *abnormal return* yang signifikan sebelum dan sesudah tanggal penawaran serta perbandingan reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dan obligasi. Penelitian ini menggunakan metode *event study* (studi peristiwa). Populasi dari penelitian ini adalah seluruh perusahaan *go public* yang sudah dan masih aktif terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2012-2015. Teknik pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dan diperoleh sebanyak 54 emiten yang melakukan penawaran obligasi dan 9 emiten Sukuk. Berdasarkan hasil pengujian statistik dengan *uji one sample t-test* di seputar tanggal penawaran sukuk dan obligasi, menunjukkan adanya *average abnormal return* (AAR) yang tidak signifikan. Hasil penelitian ini menyimpulkan bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan disekitar tanggal penawaran sukuk dan obligasi.

*Kata kunci:* Obligasi, Sukuk, *abnormal return*

## PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau surat-surat berharga jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta. Pasar modal memiliki peran strategis bagi perekonomian nasional. Peran tersebut antara lain adalah sebagai wahana pengalokasian dana secara efisien, alternative investasi, pelaksanaan manajemen perusahaan secara professional dan transparan serta peningkatan aktivitas ekonomi nasional.<sup>1</sup>

Manajemen perusahaan harus memilih strategi keuangan perusahaan dalam memenuhi kebutuhan struktur modal perusahaan. Namun manajemen harus memilih struktur modal yang paling optimal yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan.<sup>2</sup> Perusahaan yang membutuhkan dana mempunyai beberapa cara, antara lain meminjam ke bank, menerbitkan saham atau obligasi.

Obligasi yang beredar dipasar modal Indonesia terdiri dari dua yaitu obligasi konvensional dan obligasi syariah yang dikenal dengan istilah sukuk. Obligasi merupakan surat pengakuan utang yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta kepada investor, di mana utang ini akan dibayarkan pada masa yang ditentukan.<sup>3</sup> Sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Sukuk yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Sukuk berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Abdul Aziz, *Manajemen Investasi Syariah*, (Jakarta: Alfabeta, 2010), hlm. 70.

<sup>2</sup> Ashhari, Zariawati Mohd. Chun, Loo Sin. dan Nassir, Aannuar, "Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth", *International Journal of Business and Management*. Volume 4. Nomor 6, 2009, hlm. 107.

<sup>3</sup> Abdul Aziz, *Manajemen Investasi Syariah*, hlm. 105

<sup>4</sup> Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002

Investor akan membeli saham perusahaan penerbit sukuk apabila investor melihat adanya isyarat yang positif dalam pengumuman penerbitan sukuk. Sebaliknya saham akan dijual apabila investor melihat adanya isyarat yang negatif. Tindakan investor dalam mengambil keputusan menjual atau membeli saham tersebut akan mempengaruhi permintaan dan penawaran terhadap saham perusahaan penerbit sukuk. Seluruh tindakan investor tersebut merupakan reaksi pasar yang ditandai dengan kenaikan atau penurunan volume perdagangan saham dan kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan yang menerbitkan sukuk. Kenaikan atau penurunan harga saham tersebut memungkinkan adanya *abnormal return*.

Berdasarkan beberapa penelitian tentang reaksi pasar atas pengumuman obligasi dan sukuk menunjukkan hasil yang beragam dan cenderung bertolak belakang. Fenech dalam penelitiannya menguji reaksi harga saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi konversi di Australia. Temuan penelitian menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif secara signifikan. Temuan ini berbeda dengan temuan di negara lain pada umumnya.<sup>5</sup> Godlewski et al, meneliti reaksi pasar modal terhadap penetapan hutang di Rusia, khususnya mengecek apakah pengumuman hutang mempengaruhi *abnormal return*. Hasil penelitian menemukan reaksi negatif pasar modal terhadap penerbitan hutang.<sup>6</sup>

Berdasarkan beberapa penelitian sebelumnya tentang reaksi pasar atas pengumuman obligasi konvensional dan sukuk menunjukkan hasil yang beragam dan cenderung bertolak belakang. maka penelitian ini akan meneliti kembali reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2011-2015.

---

<sup>5</sup> Fenech, J.P. 2008. The stock market reaction to Australian convertible debt issues: new evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, Issue 3, hlm. 90-100.

<sup>6</sup> Godlewski, C.J., Fungáčová, Z. dan Weill, L. 2010. Stock market reaction to debt financing arrangements in Russia. *BOFIT Discussion Papers 16/2010*. BOFIT- Institute for Economies in Transition Bank of Finland, hlm. 1-20.

## **KAJIAN PUSTAKA**

Kata *sukuk*, bentuk jama' *sak* merupakan istilah arab yang dapat diartikan sertifikat. Sukuk ini bukan merupakan istilah yang baru dalam sejarah Islam. Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk di pergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban financial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktifitas komersil lainnya.<sup>7</sup>

Di Indonesia pada awalnya sukuk lebih dikenal dengan istilah obligasi syariah. Namun sejak adanya peraturan /Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. IX. 13. A mengenai penerbitan efek syariah dan ditetapkannya UU. No. 19/2008 tentang surat berharga syariah Negara, istilah sukuk menjadi lebih sering digunakan. Menurut fatwa Dewan Syariah Nasional tahun 2004, Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga berjangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariaah berupa bagi hasil/margin/*fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Dari semua alat investasi pasar modal yang berkembang pesat, tidak ada yang mendapatkan popularitas sebanyak sukuk (obligasi syariah). Dari keuangan Islam yang sering disebut sebagai sukuk, yang grosir, sekuritas pasar modal berbasis aset. Tahun terakhir telah menyaksikan lonjakan penerbitan sukuk oleh korporasi dan badan sektor publik di tengah meningkatnya permintaan untuk alternatif investasi. Sukuk tidak membayar bunga, tetapi menghasilkan keuntungan melalui transaksi yang sebenarnya, seperti bagi hasil atau sewa. Dengan demikian, sukuk tidak memberikan jaminan pengembalian eksplisit atau

---

<sup>7</sup> Burhanuddin, *Hukum Surat Berharga Negara dan Pengaturanya*, (Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada, 2011), hlm. 7.

perlindungan investasi.<sup>8</sup>

Ashhari *et al.* meneliti pengaruh pengumuman sukuk dan obligasi konvensional terhadap *return* saham pada perusahaan tercatat di Bursa Malaysia periode 2001 dan 2006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata, para investor bereaksi terhadap pengumuman obligasi syariah, tetapi tidak untuk obligasi konvensional. Hal ini menjadi alasan mengapa penawaran obligasi syariah sebagai alat pendanaan hutang lebih populer di perusahaan Malaysia. Fenech dalam penelitiannya menguji reaksi harga saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi konversi di Australia. Temuan penelitian menyimpulkan bahwa pasar bereaksi positif secara signifikan. Temuan ini berbeda dengan temuan di negara lain pada umumnya.<sup>9</sup> Godlewski *et al* meneliti reaksi pasar modal terhadap penetapan hutang di Rusia, khususnya mengecek apakah pengumuman hutang mempengaruhi *abnormal return*. Hasil penelitian menemukan reaksi negatif pasar modal terhadap penerbitan hutang.<sup>10</sup>

Alam *et al.* (2013) melakukan penelitian yang sama dengan Ashhari *et al.* (2009) tetapi pada sampel berbeda. Alam *et al.* (2013) menggunakan perusahaan sampel di enam pasar keuangan syariah yang sudah maju. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman sukuk sebelum dan selama krisis global 2007. Sebaliknya pada obligasi konvensional, pasar bereaksi positif untuk periode sebelum krisis dan bereaksi negatif selama dan sesudah krisis. Untuk karakteristik obligasi yang mempengaruhi *return* saham, temuan Alam *et al.* (2013) secara umum memperkuat temuan Ashhari *et*

---

<sup>8</sup> Andreas Jobst, dkk, "Islamic Bond Issuance: What Sovereign debt Managers Need to Know", *Internasional journal of Islamic and middle eastern finance and management*, Vol. 1 No. 4, 2008.

<sup>9</sup> Fenech, J.P., "The stock market reaction to Australian convertible debt issues: new evidence", *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, Issue 3, 2008, hlm. 90-100.

<sup>10</sup> Godlewski, C.J., Fungáčová, Z. dan Weill, L., "Stock market reaction to debt financing arrangements in Russia", *BOFIT Discussion Papers 16/2010*. BOFIT- Institute for Economics in Transition Bank of Finland, 2010, hlm. 1-20.

*al.* (2009).

Abdul Rahim (2013) meneliti reaksi pasar atas pengumuman obligasi konversi selama krisis sejak 2007. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa tidak ada perbedaan signifikan antara hasil sub sampel sebelum dan selama krisis. Hal ini mengindikasikan bahwa kondisi secara umum tidak mempengaruhi reaksi pasar.<sup>11</sup> Abd Rahim dan Ahmad (2014) menguji apakah pengumuman berbeda penerbitan sukuk membawa beberapa informasi baru pasar. Temuannya menjelaskan bahwa pasar bereaksi positif untuk periode sebelum krisis sedangkan bereaksi negatif untuk periode selama dan sesudah krisis.<sup>12</sup>

Di Indonesia, penelitian reaksi pasar atas penerbitan sukuk telah banyak dilakukan diantaranya Mujahid dan Fitrijanti (2010). Dengan sampel perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia untuk kurun tahun 2002-2009, penelitian ini menyimpulkan tidak ada pengaruh signifikan penerbitan sukuk terhadap *abnormal return*. Hal ini menunjukkan bahwa penerbitan sukuk di Indonesia tidak direspon secara baik oleh investor.

Abdulloh Mubarak dan Afiyah (2015) dalam penelitiannya reaksi pasar atas penerbitan sukuk korporasi (Studi Kasus Perusahaan yang *Listing* di BEI Periode 2007-2014) menyatakan Dari variabel penjelas yang dianalisis, hanya variabel *rating* yang terbukti mempengaruhi secara negatif *return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa *rating* merupakan variabel yang memiliki konten informasi. Variabel *rating* menjadi salah informasi yang digunakan sebagai bahan pengambilan keputusan investor. Informasi *rating* diberikan oleh perusahaan yang memiliki kompetensi dan memiliki ijin resmi dari otoritas pemerintah terkait. Informasi *rating* terstandarisasi sehingga perusahaan tersebut bisa dibandingkan dengan perusahaan lain. Arah negatif koefisien variabel *rating*

---

<sup>11</sup> Abdul Rahim, Norhuda. 2013. *Market Reaction to Announcements of Convertible Bonds Issue in the United Kingdom*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2311142>.

<sup>12</sup> Abd Rahim, S. dan Ahmad, N. 2014. Stock Market Reactions Following Sukuk Announcement: An Analysis of Dow Jones Islamic Market Index (2004-201). *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*. Vol. 5, Issue 6. Ver. III., hlm 29-35.

menunjukkan hubungan kebalikan antara antara dua variabel yang dianalisis. Hal ini menunjukkan semakin baik *rating* obligasi semakin turun *return* saham yang dihasilkan perusahaan. Sukuk dan ekuitas merupakan dua sumber pendanaan yang saling melengkapi dalam membentuk struktur permodalan perusahaan. Ketika investor menaikkan investasinya pada surat berharga hutang (sukuk) kemungkinan akan menurunkan investasi pada surat berharga ekuitas.<sup>13</sup>

Mochamad Rizki Pratama (2013) Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011) Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel independen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Hal ini dibuktikan dengan besarnya pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal yaitu sebesar 11,8% sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian.<sup>14</sup>

#### **METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif, dengan teknik analisis studi peristiwa (*event study*). Studi peristiwa merupakan observasi pada pergerakan harga saham untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang akan diperoleh investor akibat dari peristiwa tertentu.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah emiten yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015. Metode pengumpulan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *non probability sampling*, yaitu teknik pengambilan sampel yang tidak memberikan kesempatan atau peluang yang sama bagi setiap populasi untuk dipilih menjadi sampel.<sup>15</sup> Teknik

---

<sup>13</sup> Abdulloh Mubarak dan Afiyah, "Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukuk Korporasi (Studi Kasus Perusahaan yang *Listing* di BEI Periode 2007-2014)", *Jurnal Publikasi* Fakultas Ekonomi Universitas Pancasakti Tegal, 2015.

<sup>14</sup> Mochamad Rizki Pratama, Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011), *Jurnal Publikasi* Fakultas Ekonomi Universitas Pancasakti Tegal, 2013.

<sup>15</sup> *Ibid.*, hlm. 84-85.

sampel yang akan dilakukan dalam penelitian ini dengan menggunakan *purposive sampling* (memenuhi kriteria tertentu). Pertimbangan tersebut didasarkan pada kepentingan atau tujuan penelitian.<sup>16</sup>

Berdasarkan *Screening* diatas diperoleh sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 54 emiten obligasi dan 7 emiten sukuk. Penelitian ini dilakukan pada perusahaan *go public* yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia dalam periode 2012-2015. Data yang digunakan dalam penelitian ini diambil dari situs Bursa Efek Indonesia, yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

Terkait dengan metode *Event Study* yang digunakan dalam penelitian ini terkait penawaran sukuk dan obligasi, maka berikut ini dipaparkan variabel-variabel yang digunakan:

Adapun definisi dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah :<sup>17</sup>

1. *Abnormal Return* (AR)

Variabel yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah *abnormal return*. *Abnormal return* ialah selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sebenarnya. *Abnormal return* terkadang timbul karena adanya suatu peristiwa seperti pengumuman merger, pengumuman dividen, dan lain sebagainya. *Abnormal return* dapat diartikan sebagai kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal.

Return saham merupakan indikator kinerja suatu saham, yang dirumuskan ke dalam formula:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1}$$

Keterangan:

$R_{i,t}$  = Return saham i pada tanggal t

---

<sup>16</sup> Suharyadi dan Purwanto, *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern* (Jakarta: Salemba Empat, 2009), hlm. 17.

<sup>17</sup> Jogyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, hlm. 94.

$P_{i,t}$  = Harga Saham i pada tanggal t

$P_{i,t-1}$  = Harga Saham i pada hari 1 hari sebelum tanggal t

Return pasar merupakan parameter kinerja keseluruhan saham di pasar agregat, yang dirumuskan ke dalam formula:

$$R_{mt} = (I_t - I_{t-1}) / I_{t-1}$$

Keterangan:

$R_{mt}$  = Return Pasar pada tanggal t

$I_t$  = Nilai IHSG pada tanggal t

$I_{t-1}$  = Nilai IHSG pada hari 1 hari sebelum tanggal t

Abnormal return saham diperlukan untuk menilai kinerja relative suatu saham terhadap kinerja pasar secara keseluruhan. yang dirumuskan ke dalam formula:

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

Keterangan:

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

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

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

## 2. Average Abnormal Return (AAR)

Pengujian adanya abnormal return umumnya tidak dilakukan untuk tiap-tiap sekuritas, tetapi dilakukan secara agregat dengan menguji *Average Abnormal Return* seluruh sekuritas secara *cross-sectional* untuk tiap-tiap hari di periode peristiwa. Menghitung *Average Abnormal Return* (AAR) setiap hari selama periode peristiwa:

$$AAR_t = \sum AR_{it}/k$$

Keterangan:

$AAR_t$  = Rata-rata *abnormal return* pada hari ke-t.

$AR_{it}$  = *Abnormal return* saham i pada hari t.

k = Jumlah saham yang terpengaruh oleh pengumuman.

### 3. *Cumulative Abnormal Return (CAR)*

Beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi return tak normal. Akumulasi return tak normal merupakan penjumlahan return tak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas. Menghitung *Cumulative Abnormal Return (CAR)* yang merupakan penjumlahan *abnormal return* mulai hari awal periode jendela sampai hari ke-t.

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

### 4. *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*

Jika terdapat N buah sekuritas maka *Cumulative Abnormal Return* dapat dihitung dengan rerata akumulasi return tak normal atau *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)*. Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* selama periode peristiwa (t-7 sampai t+7):

$$CAAR_{it} = \sum AAR_{it}$$

## **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Penelitian ini dilakukan terhadap emiten yang telah menerbitkan sukuk dan obligasi korporasi serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015. Pengambilan sampel menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu mengambil perusahaan-perusahaan *go public* yang telah *listing* di Bursa Efek Indonesia dan menerbitkan sukuk dan obligasi korporasi. Mengacu pada *Indonesian Capital Market Directory*, siaran pers BAPEPAM-LK (sekarang telah berganti nama menjadi OJK) dan Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)), maka diperoleh beberapa perusahaan yang memenuhi kriteria sampling, yaitu 54 emiten obligasi dan 9 emiten sukuk.

Tahap selanjutnya adalah melakukan analisis statistik dengan menggunakan uji t. Untuk melakukan pengujian hipotesis pertama, yaitu menguji **Apakah terdapat reaksi pasar di sekitar peristiwa penawaran sukuk dan**

penawaran obligasi pada perusahaan *go public* di BEI. Pengujian hipotesis ini dilakukan dengan menggunakan uji t (*one sampel t-test*). Apabila data tidak terdistribusi secara normal, maka pengujian dilakukan dengan menggunakan uji *wilcoxon signed ranks*.

Hipotesis:

**H<sub>a</sub>** = berarti terdapat reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dengan penawaran obligasi.

**H<sub>0</sub>** = berarti tidak terdapat reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dengan penawaran obligasi.

Pengambilan keputusan yang dapat dilakukan dengan cara menerima H<sub>a</sub> jika Sig. < dari tingkat signifikan  $\alpha$  (0,05) dan menolak H<sub>a</sub> jika Sig. > dari tingkat signifikan  $\alpha$  (0,05) yang berarti menerima H<sub>0</sub>.

Pengujian dengan menggunakan uji *one sample t-test*. ini digunakan untuk melihat signifikansi *average abnormal return* yang ada diseputar peristiwa penawaran sukuk dan obligasi.

#### Hasil Pengujian *one sample t-test*

##### *Average Abnormal Return (AAR) Penawaran Sukuk*

Hari	AAR	Sig.
t-7	0.02298	0.159
t-6	-0.01490	0.072
t-5	0.00332	0.661
t-4	0.02177	0.168
t-3	0.00614	0.709
t-2	-0.04859	0.417
t-1	0.01562	0.060
t 0	-0.00498	0.206
t+1	0.00207	0.860
t+2	0.00145	0.814

t+3	0.00442	0.479
t+4	-0.00784	0.274
t+5	-0.00893	0.514
t+6	-0.00058	0.954
t+7	0.00601	0.533

Keterangan: Data diolah

Berdasarkan tabel di atas diperoleh hasil bahwa pada saat 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman penawaran sukuk, AAR mengalami nilai yang bervariasi. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi atau terdapat pengaruh yang ditimbulkan oleh investor terkait pengumuman penawaran sukuk. Berdasarkan nilai Sig. pada saat t-7 sampai dengan t+7, data menunjukkan koefisien AAR positif dan negatif yang berarti bahwa bentuk reaksi pasar adalah positif dan negatif.

Dari tabel di atas, Pada saat sebelum pengumuman penawaran sukuk menunjukkan bahwa 7 hari sebelum pengumuman tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan. Untuk data setelah pengumuman penawaran sukuk menunjukkan bahwa 7 hari setelah pengumuman tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan. Bahkan untuk nilai AAR 3 hari berturut-turut pada t+4 sampai t+6 bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada reaksi pasar atas pengumuman penawaran karena secara analisis statistik uji t, data AAR setelah pengumuman tidak ada yang signifikan.

#### Hasil Pengujian *one sample t-test*

##### **Average Abnormal Return (AAR) Penawaran Obligasi**

Hari	AAR	Sig.
t-7	0.00541	0.161
t-6	0.00083	0.769
t-5	0.00329	0.121
t-4	0.00321	0.337

t-3	-0.00310	0.430
t-2	-0.00065	0.811
t-1	0.00244	0.613
t 0	-0.00435**	0.101
t+1	0.00130	0.570
t+2	0.00158	0.444
t+3	0.00374	0.161
t+4	-0.00106	0.696
t+5	-0.00315	0.226
t+6	-0.00011	0.974
t+7	0.00081	0.787

Keterangan: Data diolah.

Berdasarkan tabel di atas diperoleh hasil bahwa pada saat 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman penawaran obligasi, AAR tidak signifikan dari tingkat signifikan  $\alpha$  (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi atau tidak terdapat pengaruh yang ditimbulkan oleh investor terkait pengumuman penawaran obligasi. Berdasarkan nilai Sig. (*2-tailed*) pada saat t-7 sampai dengan t+7, data menunjukkan koefisien AAR positif dan negatif yang berarti bahwa bentuk reaksi pasar adalah positif dan negatif.

Pada saat sebelum pengumuman penawaran obligasi, untuk data setelah pengumuman penawaran obligasi menunjukkan bahwa 7 hari setelah pengumuman tidak terdapa reaksi pasar yang signifikan. Bahkan untuk nilai AAR 2 hari berturut-turut pada t-2 sampai t-3 bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada reaksi paasar atas pengumuman penawaran karena secara analisis statistik uji t, data AAR sebelum pengumuman tidak ada yang signifikan.

Dari tabel di atas, untuk data setelah pengumuman penawaran obligasi menunjukkan bahwa 7 hari setelah pengumuman tidak terdapa reaksi pasar yang signifikan. Bahkan untuk nilai AAR 3 hari berturut-turut pada t+4 sampai t+6

bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada reaksi paasar atas pengumuman penawaran karena secara analisis statistik uji t, data AAR setelah pengumuman tidak ada yang signifikan.

Hasil CAAR emiten yang melakukan penawaran sukuk dan obligasi yang diperoleh dari pengelolaan data selama 15 hari periode uji yaitu 7 hari sebelum penawaran, 7 hari sesudah penawaran dan 1 hari pada saat penawaran. CAAR menunjukkan akumulasi pendapatan *abnormal return*. Nilai CAAR emiten yang melakukan penawaran sukuk dan obligasi dapat dilihat pada tabel berikut:

**CAAR Penawaran Sukuk dan Obligasi**

Event Date	Sukuk	Sig. (2-tailed)	Obligasi	Sig. (2-tailed)
-7	0.022978	0.159	0.005408	0.161
-6	0.008083	0.255	0.006236	0.102
-5	0.011400	0.319	0.009526	0.202
-4	0.033167	0.228	0.012737	0.108
-3	0.039305	0.185	0.009633	0.112
-2	-0.00928	0.448	0.008979	0.182
-1	0.006335	0.576	0.01142	0.157
0	0.001355	0.667	0.007068	0.366
1	0.003422	0.725	0.008372	0.302
2	0.004869	0.765	0.00995	0.244
3	0.009288	0.786	0.013694	0.117
4	0.001446	0.813	0.01263	0.148
5	-0.00748	0.845	0.009481	0.294
6	-0.00806	0.871	0.009373	0.336
7	-0.00205	0.886	0.010179	0.322

Keterangan: Data diolah

Berdasarkan tabel di atas dapat dilihat bahwa selama periode uji terdapat nilai CAAR yang bervariasi, baik positif maupun negatif. terlihat pada t-7 reaksi pasar terhadap penawaran sukuk lebih besar yaitu 0,022978 dibandingkan dengan penawaran obligasi yaitu 0,005408. Meskipun terjadi perbedaan antara penawaran sukuk dan obligasi pada periode sebelum peristiwa penawaran sukuk dan obligasi, akan tetapi pasar bereaksi positif pada penawaran obligasi pada t-7 sampai t+7. Pada peristiwa penawaran sukuk pasar bereaksi positif pada t-7 sampai t-3 dan mengalami penurunan reaksi negatif pada t-2. Pasar kembali bereaksi positif terhadap penawaran sukuk pada t-1 sampai t+4 dan negatif pada t+5 sampai t+7.

#### **Pembahasan Hasil Pengujian Statistik**

Adanya informasi pengumuman penawaran sukuk dan obligasi dapat diartikan secara positif atau negatif oleh investor. Informasi pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi bernilai positif apabila penawaran memuat informasi yang bermakna *good news* bagi investor. Informasi yang bermakna *good news* menunjukkan bahwa penawaran sukuk dan obligasi dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi investor. Informasi pengumuman penawaran sukuk dan obligasi bernilai negatif apabila penerbitan obligasi syariah memuat informasi yang bermakna *bad news* bagi investor. Pada kondisi perekonomian yang kurang baik, Informasi yang bermakna *bad news* menunjukkan bahwa sukuk dan obligasi akan meningkatkan hutang yang menjadi penyebab kenaikan risiko perusahaan (*financial risk*).

##### **a. Penawaran Sukuk**

Hasil pengujian AAR 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah penawaran sukuk memberikan hasil pengujian dengan nilai yang berbeda yaitu data menunjukkan koefisien AAR positif dan negatif yang berarti bahwa bentuk reaksi pasar adalah positif dan negatif.. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi atau terdapat pengaruh yang ditimbulkan oleh investor terkait pengumuman penawaran sukuk.

Diawali dari hasil pengujian AAR sebelum penawaran sukuk yang berada pada posisi positif pada t-7 dan negatif pada t-6 kemudian kembali bernilai positif pada t-5 sampai t-3 setelah itu kembali mengalami penurunan drastis pada t-2 yang bernilai negatif dan kembali positif pada t-1. Pada saat t<sub>0</sub> penawaran sukuk, nilai AAR menunjukkan koefisien negatif yang berarti pasar bereaksi secara negatif pada saat pengumuman sukuk. Nilai AAR sesudah penawaran sukuk kembali positif pada t+1 sampai t+3 dan bernilai negatif pada t+4 sampai t+6 setelah itu kembali positif pada t+7.

Pada saat sebelum pengumuman penawaran sukuk tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar tidak bereaksi terkait pengumuman penawaran sukuk. Untuk data setelah pengumuman penawaran sukuk menunjukkan bahwa 7 hari setelah pengumuman tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan. Bahkan untuk nilai AAR 3 hari berturut-turut pada t+4 sampai t+6 bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada reaksi pasar atas pengumuman penawaran karena secara analisis statistik uji t, data AAR setelah pengumuman tidak ada yang signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut memberikan pengertian bahwa pada saat sebelum dan sesudah penawaran sukuk, investor memahami atau menangkap adanya sinyal dari manajemen. Adanya reaksi investor yang ditandai dengan hasil pengujian negatif signifikan, investor menganggap pengumuman tersebut merupakan *bad news*. Informasi yang bermakna *bad news* menunjukkan bahwa sukuk akan meningkatkan hutang yang menjadi penyebab kenaikan risiko perusahaan (*financial risk*).

#### **b. Penawaran Obligasi**

Hasil pengujian AAR 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah penawaran sukuk memberikan hasil pengujian dengan tingkat signifikan yang berbeda yaitu data menunjukkan koefisien AAR positif dan negatif yang berarti bahwa bentuk reaksi pasar adalah positif dan negatif. Hal ini menunjukkan bahwa pasar bereaksi atau

terdapat pengaruh yang ditimbulkan oleh investor terkait pengumuman penawaran sukuk.

Berdasarkan tabel di atas diperoleh hasil bahwa pada saat 7 hari sebelum dan 7 hari sesudah pengumuman penawaran obligasi, menunjukkan bahwa pasar bereaksi atau terdapat pengaruh yang ditimbulkan oleh investor terkait pengumuman penawaran obligasi. Data menunjukkan koefisien AAR positif dan negatif yang berarti bahwa bentuk reaksi pasar adalah positif dan negatif.

Nilai AAR sebelum penawaran obligasi yang berada pada posisi positif pada t-7 sampai t-4 dan negatif pada t-3 dan t-2 kemudian kembali bernilai positif pada t-1. Pada saat t0 penawaran obligasi mengalami penurunan drastis yang bernilai negatif. Penurunan ini merupakan penurunan terbesar selama periode peristiwa, nilai AAR menunjukkan koefisien negatif yang berarti pasar bereaksi secara negatif pada saat pengumuman obligasi. Nilai AAR sesudah penawaran obligasi kembali positif pada t+1 sampai t+3 dan bernilai negatif pada t+4 sampai t+6 setelah itu kembali positif pada t+7.

Pada saat sebelum pengumuman penawaran obligasi, untuk data setelah pengumuman penawaran obligasi menunjukkan bahwa 7 hari setelah pengumuman tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan. Bahkan untuk nilai AAR 2 hari berturut-turut pada t-2 sampai t-3 bernilai negatif. Hal ini menunjukkan bahwa tidak ada reaksi pasar atas pengumuman penawaran karena secara analisis statistik uji t, data AAR sebelum pengumuman tidak ada yang signifikan.

Berdasarkan hasil pengujian tersebut memberikan pengertian bahwa pada saat sebelum dan sesudah penawaran obligasi, investor memahami atau menangkap adanya sinyal dari manajemen. Adanya reaksi investor yang ditandai dengan hasil pengujian negatif signifikan yang berarti bahwa pada hari tersebut investor menganggap penawaran obligasi sebagai *bad news*. Informasi yang bermakna *bad news* menunjukkan bahwa obligasi akan meningkatkan hutang yang menjadi penyebab kenaikan risiko perusahaan (*financial risk*).

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa jumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk. Selain itu bagi investor muslim, sukuk merupakan salah satu *ethical investment (EI)* dapat mengurangi ketidaksinkronan informasi sekaligus meningkatkan kepercayaan investor. Karena sukuk memiliki fitur yang berbeda dari obligasi yaitu sukuk merupakan salah satu *ethical investment* yang sesuai dengan *syariah compliance*.

Hasil CAAR Penawaran Sukuk dan Obligasi Berdasarkan gambar dan tabel dapat terlihat secara tampilan visual yang menunjukkan bahwa nilai CAAR mengalami fluktuasi. Baik positif maupun negatif. terlihat pada t-7 reaksi pasar terhadap penawaran sukuk lebih besar yaitu 0,022978 dibandingkan dengan penawaran obligasi yaitu 0,005408. Meskipun terjadi perbedaan antara penawaran sukuk dan obligasi pada periode sebelum peristiwa penawaran sukuk dan obligasi, akan tetapi pasar bereaksi positif pada penawaran obligasi pada t-7 sampai t+7. Pada peristiwa penawaran sukuk pasar bereaksi positif pada t-7 sampai t-3 dan mengalami penurunan reaksi negatif pada t-2. Pasar kembali bereaksi positif terhadap penawaran sukuk pada t-1 sampai t+4 dan negatif pada t+5 sampai t+7.

Dari hasil pengujian statistik, untuk data setelah pengumuman penawaran obligasi menunjukkan bahwa selama 15 hari tidak terdapat nilai CAAR yang signifikan. Hasil keseluruhan dalam penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata CAR, para investor tidak bereaksi terhadap Pengumuman penawaran sukuk maupun obligasi. Hal tersebut mendukung teori pasar modal syariah bahwa investor yang melakukan investasi pada efek syariah memiliki kecenderungan tidak suka melakukan spekulasi. Kepemilikan efek syariah bukan semata untuk mencari keuntungan lewat *capital gain* akan tetapi lebih kepada mendukung mekanisme investasi seperti yang dianjurkan dalam Islam. Islam menganjurkan

untuk melakukan distribusi kekayaan, seperti zakat, infaq dan sadaqah. Hal tersebut dilakukan untuk menghindari adanya dana menganggur dan penumpukan kekayaan.

Perilaku investor dalam pengelolaan efek syariah berorientasi pada keuntungan jangka panjang yang bertujuan untuk investasi melalui mekanisme kerja yang riil sehingga keuntungan yang didapatkan berasal dari kinerja perusahaan yang baik bukan melalui spekulasi dengan hanya bermain *capital gain*. Sebagian ulama menyatakan jika berinvestasi dengan tujuan untuk mendapatkan *capital gain* maka tindakan tersebut meruokan spekulasi yang diharamkan dalam Islam.

Hasil penelitian ini berbeda dengan penelitian Ashhari *et al.* yang meneliti pengaruh pengumuman sukuk dan obligasi konvensional terhadap *return* saham pada perusahaan tercatat di Bursa Malaysia periode 2001 dan 2006. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa rata-rata, para investor bereaksi terhadap pengumuman obligasi syariah, tetapi tidak untuk obligasi konvensional. Hal ini menjadi alasan mengapa penawaran obligasi syariah sebagai alat pendanaan hutang lebih populer di perusahaan Malaysia.

Hasil penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Alam *et al.* (2013) yang melakukan penelitian yang sama dengan Ashhari *et al.* (2009) tetapi pada sampel berbeda. Alam *et al.* (2013) menggunakan perusahaan sampel di enam pasar keuangan syariah yang sudah maju. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap pengumuman sukuk sebelum dan selama krisis global 2007. Sebaliknya pada obligasi konvensional, pasar bereaksi positif untuk periode sebelum krisis dan bereaksi negatif selama dan sesudah krisis. Untuk karakteristik obligasi yang mempengaruhi *return* saham, temuan Alam *et al.* (2013) secara umum memperkuat temuan Ashhari *et al.* (2009).

## **KESIMPULAN**

Berdasarkan analisis data yang dilakukan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dan obligasi periode 2012-2015 dengan menggunakan *abnormal return* sebagai indikatornya selama 15 hari peristiwa, diperoleh hasil sebagai berikut:

Berdasarkan hasil pengujian statistik *one sample t-test* pada *Average Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulative Average Abnormal Return (CAAR)* disekitar pengumuman sukuk dan obligasi, dapat disimpulkan bahwa secara statistik tidak terdapat reaksi pasar terhadap penawaran sukuk dan obligasi.

## **SARAN**

Saran-saran untuk peneliti selanjutnya antara lain:

1. Memperluas kriteria sampel dengan menggunakan karakteristik perusahaan sebagai variabel pembanding.
2. Melakukan penelitian dengan topik yang sama, namun menggunakan variabel independen dan dependen yang berbeda dari penelitian yang telah peneliti lakukan saat ini. Seperti misalnya perbandingan sukuk korporasi dengan sukuk negara.
3. Memperluas objek penelitian di berbagai negara yang menerbitkan sukuk dan obligasi baik korporasi maupun sovereign.
4. Penelitian selanjutnya diharapkan untuk menambah periode penelitian mulai dari penerbitan sukuk pertama kali yaitu pada tahun 2002. Penambahan periode penelitian diharapkan untuk mampu memperlihatkan analisis yang lebih akurat.
5. Penelitian ini menggunakan *market adjusted model* dalam mencari *abnormal return* yang mungkin saja kurang akurat dalam menaksir *abnormal return* yang sesungguhnya. Oleh sebab itu penelitian selanjutnya dapat menggunakan metode lainnya seperti *mean adjusted model* dan *market model*.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Aziz, Abdul, *Manajemen Investasi Syariah*, Alfabeta, Jakarta. 2010.
- Ashhari, Zariawati Mohd. Chun, Loo Sin. dan Nassir, Aannuar, Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*. Volume 4. Nomor 6. 2009.
- Andreas Jobst, dkk, *Islamic Bond Issuance: What Sovereign debt Managers Need to Know*, *Internasional journal of Islamic and middle eastern finance and management* Vol. 1 No. 4, 2008
- Burhanuddin, (2011), "*Hukum Surat Berharga Negara dan Pengaturannya*" Jakarta : PT. Raja Grafindo Persada
- Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002
- Fenech, J.P, The stock market reaction to Australian convertible debt issues: new evidence. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 5, Issue 3. 2008
- Godlewski, C.J., Fungáčová, Z. dan Weill, L. Stock market reaction to debt financing arrangements in Russia. *BOFIT Discussion Papers 16/ 2010*. BOFIT-Institute for Economies in Transition Bank of Finland. 2010.
- Jogiyanto, Dr, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta. 2010.
- PT Bursa Efek Indonesia, Sekolah Pasar Modal Syariah, 2011,
- Pratama, Mochamad Rizki, Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011), *Jurnal Publikasi* Fakultas Ekonomi Universitas Pancasakti Tegal, 2013.
- Suharyadi dan Purwanto, *Statistika untuk Ekonomi dan Keuangan Modern* (Jakarta: Salemba Empat, 2009),