

PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR MODAL SYARIAH DI INDONESIA

¹ Muhammad Miftahur Rozaq, ² Nadia Anatul Khoiroh,

¹ Prodi Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Kudus, mhdmftrzq@gmail.com

² Prodi Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Kudus, nadiav378@gmail.com

ABSTRACT

This study aims to analyze the effect of issuance value, characteristics of sukuk, and rating of sukuk issuance on the reaction of the Islamic capital market in Indonesia which is measured by abnormal returns. The population in this study are companies that issue sukuk and are listed on the Indonesian stock exchange in 2021. The sampling technique used in this study is to use the market-adjusted model method, which in this model does not use the estimation method found in other models where the research obtained is based on secondary data in the 2021 rating update on statistical analysis with SPSS related to the variables to be studied. And this study aims to see the significant effect of the issuance of sukuk on the reaction of the Islamic capital market in Indonesia. And based on the predetermined criteria, the number of samples obtained is 14 sukuk issuances with ratings issued by 2 sukuk issuing companies that meet the criteria. The analytical technique used is the difference test with a significance level of 5%, so the conclusion is that the data is not normally distributed, and there is no influence between Bank PAN Tbk and Mandala Multifinance Tbk.

Keywords: *Issuance Value, Sukuk Characteristics, Issuance Rating, Sharia Capital Market*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai penerbitan, karakteristik sukuk, dan rating penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonesia yang di ukur dengan abnormal return. Populasi pada penelitin ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dan tercatat di bursa efek Indonesia tahun 2021. Tehnik pengambilan sampel yang dilakukan dalam penelitian yaitu meggunakan metode *market-adjusted model* yang dalam model ini tidak menggunakan metode estimasi yang ada pada model lain dimana penelitian yang didapatkan berdasarkan pada data sekunder di rating update tahun 2021 terhadap analisa ststistik dengan SPSS yang terkait dengan variable yang akan diteliti. Dan penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh yang signifikan terhadap penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonesia. Dan berdasarkan kriteria yang telah ditentukan diperoleh jumlah sample sebanyak 14 penerbitan sukuk dengan rating yang dikeluarkan oleh 2 perusahaan penerbit sukuk yang memenuhi kriteria. Tekhnik analisis yang digunakan yaitu uji beda dengan tingkat signifikansi 5% maka kesimpulannya data tidak berdistribusi normal, dan tidak ada pengaruh di antara Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk.

Keywords: *Nilai Penerbitan , Karakteristik Sukuk, Rating Penerbitan,, Pasar Modal Syariah*

PENDAHULUAN

Perusahaan yang ingin melakukan ekspansi atau pengembangan usaha pasti membutuhkan dana yang cukup besar dalam prosesnya. Kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh dari sumber internal berupa laba ditahan perusahaan maupun sumber eksternal berupa hutang atau saham (Wijayanto, 2010). Investasi merupakan bidang keuangan yang berhubungan dengan keputusan pendanaan perusahaan, tetapi dilihat dari sudut pandang yang lain, bukan dari pihak perusahaan, tetapi dilihat dari pihak investor (Atmaja, 2008).

Perkembangan ekonomi syariah yang semakin pesat di Indonesia menuntut adanya instrumen-instrumen syariah yang mendukung perkembangan tersebut. Instrumen-instrumen itu dikembangkan oleh lembaga-lembaga keuangan syariah seperti bank-bank dan lembaga pasar modal berbasis syariah. Meningkatnya jumlah dan variasi instrumen syariah memberikan alternatif investasi yang lebih luas kepada investor sehingga mendorong pertumbuhan investasi syariah di Indonesia.

Sukuk adalah jenis obligasi pasar modal Islam yang merupakan sebuah produk inovatif para pemikir Islam kontemporer dalam mengakomodir tuntutan zaman sesuai dengan munculnya era globalisasi ekonomi yang melahirkan kemajuan di bidang perdagangan, arus modal, investasi, dan keuangan yang bebas, serta faktor penggeraknya seperti munculnya berbagai instrumen keuangan dan investasi.

Pasar modal merupakan salah satu elemen penting yang menjadi tolak ukur dan digunakan untuk menilai kemajuan perekonomian di suatu Negara. Salah satu ciri dari Negara maju adalah adanya pasar modal yang tumbuh dan berkembang dengan baik. Sebagaimana kita ketahui bahwa untuk memenuhi kebutuhan dana suatu perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya, perusahaan dapat memilih alternative sumber dana tambahan melalui saham atau sukuk (obligasi). Hal ini bisa terlihat dari market *share*-nya kawasan yang mencapai angka 77% dan 60% dari kawasan timur tengah yang hanya 17%. Dan salah satu sumber pembiayaan syariah untuk membiayai proyek ini adalah sukuk, dimana banyak pihak yang memperkirakan penerbitan sukuk ini akan semakin marak dan meningkatkan lebih jauh dibanding dengan tahun 2019 kemarin. Pengembangan pasar modal (*capital market*) dapat dilihat melalui keadaan lapangan, secara makro atau pun mikro.

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia sangat rendah dibandingkan dengan pasar obligasi konvensional. Pertumbuhan sukuk yang masih seumur jagung ini hanya menyumbang sebesar 7,4% dari total obligasi Negara. Apabila dilihat dari sisi jumlah emiten pasar modal non syariah di Indonesia mempunyai sekitar 207 emiten, sedangkan pasar modal syariah 194 emiten. Selain itu rendahnya perkembangan pasar modal syariah terkendala landasan hukum pemerintah yang tak sejalan dengan keberadaan fatwa Islam selama ini.

Kegiatan pasar modal yang mengandung unsur spekulasi, riba dan gharar (ketidakjelasan) masih menjadi hambatan psikologis bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama Islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi di pasar modal. Untuk mengatasi hal tersebut, terdapat alternatif investasi lain di pasar modal syariah. Produk investasi di pasar modal syariah meliputi saham syariah, obligasi syariah, dan reksadana syariah.

Merujuk pada fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, menyatakan bahwa obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emite kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil atau margin atau *fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Obligasi syariah di Indonesia mulai diterbitkan tahun 2002, yaitu dengan disahkannya Obligasi Indosat.

Data statistik sukuk yang dikeluarkan OJK per Desember 2018 jumlah outstanding sukuk sebanyak 104 dengan nilai outstanding 20, 023 milyar rupiah. Dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pratama (2012) dalam penelitiannya dengan judul “Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Syariah Di Indonesia”, Survei penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan- perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah selama tahun 2011. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal senilai 11,8%, sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi faktor lain yang tidak diukur dalam penelitiannya. Rini (2018) dengan judul “Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar”. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *average abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal penerbitan obligasi syariah (sukuk). Oleh karena itu dilakukan penelitian untuk menguji pengaruh penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi pasar modal syariah. Maka dari itu, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonesia.

KAJIAN LITERATUR

1. Pasar Modal Syariah

Pasar modal merupakan situasi yang mana memberikan ruang dan peluang penjual dan pembeli untuk bertemu dan bernegosiasi dalam pertukaran komoditas dan kelompok komoditas modal. “*Market is devined as any situation in which buyer and sellers can negotiate the exchange of a commodity or group of commudity*” (Robert Ang, 1997). Modal disini, baik modal yang berbentuk hutang (obligasi) maupun moal ekuitas (*equity*). Tempat untuk petukaran modal inilah yang selanjutnya disebut dengan pasar modal (Bursa Efek).

Pasar modal syariah dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah dalam kegiatan transaksi ekonomi yang terlepas dari hal-hal yang dilarang seperti riba, perjudian, spekulasi dan lain- lain. Pasar modal syarih secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

2. Sukuk (Obligasi Syariah)

Perkembangan sistem keuangan Islam mulai sejak awal tahun 1960-an, ketika Mith Ghamr melaksanakan aktivitas keuangan mikro. Sukuk memiliki kesempatan dan tantangan dalam ranah Islam masa kini (Adam dan Thomas, 2004:18). Perkembangan sukuk dapat dilihat dari berbagai Negara seperti Uni Emirat Arab, Pakistan, Indonesia, Inggris, Mesir dan lain sebagainya (Tahmoures, et.al,2013:44). Pertumbuhan sukuk sangat meningkat tajam dibandingkan dengan instrumen keuangan Islam lainnya, pertumbuhan tersebut mencapai 84% pertahun jika dianalisis semenjak 2001-2007. Sukuk merupakan salah satu bentuk produk dalam perkembangan sistem keuangan syariah kontemporer karena dapat dilihat sukuk adalah sumber alternatif pendanaan terutama bagi pemerintah dan perusahaan (Ayub,2007:389).

Sukuk (obligasi syariah) adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang telah dikeluarkan oleh Badan usaha (emiten) seperti Badan Pelaksana Pasar Modal/ Perusahaan kepada pemegang obligasi syariah (sukuk). Para penanam modal obligasi syariah (sukuk) akan mendapatkan keuntungan yang lebih besar dari pada menggunakan produk perbankan lainnya (Hudd, dkk, 2008, 83).

Sukuk adalah perjanjian jangka panjang secara tertulis dan harus dibayar dalam satu periode. Sukuk bertujuan untuk memberikan kemudahan serta biaya pada suatu janji dagang. Hasil dari penelitian yang dilakukan Zahra (2012) menyatakan bahwa terdapat *Average* dan perbedaan terhadap *Abnormal Return* selama periode pengamatan. Berbeda dengan Salsabila (2016), menyatakan bahwa tidak adanya perbedaan *abnormal return* yang signifikan pada periode sebelum dan sesudah penerbitan sukuk

3. Nilai Penerbitan Sukuk

Pertumbuhan sukuk pada beberapa tahun terakhir menyebabkan terjadinya *excess demand* dan *limites supply* terhadap sukuk. Keberadaan sukuk layaknya seperti angin segar bagi para investor yang ingin menanamkan investasinya tanpa takut terdapat unsur riba dalam prosesnya. Nilai penerbitan sukuk merupakan nilai yang secara nominal bervariasi saat sukuk tersebut diterbitkan dengan jumlah serta jenis yang berbeda dalam setiap penerbitan sukuk.

4. Karakteristik Sukuk

Ada beberapa prosedur yang harus dilaksanakan dalam proses penerbitan sukuk yang tidak jauh berbeda dengan prosedur penerbitan obligasi secara umum. Karakteristik obligasi syariah menurut Rahardjo (dalam Sudaryanti et al., 2011) adalah:

- a. Obligasi Syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (*coupon*) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor).
- b. Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh dewan pengawas syariah (di bawah majelis ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin
- c. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non-halal.

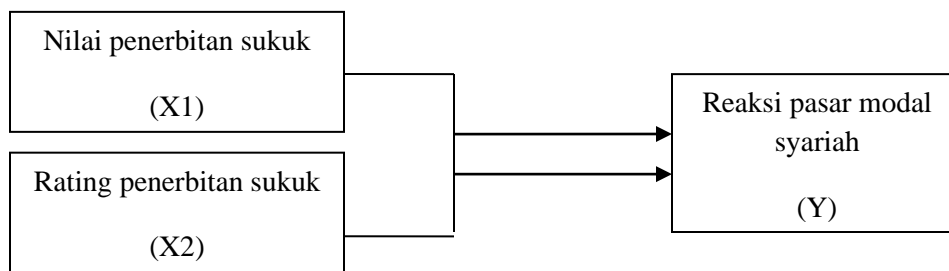
5. Rating Penerbitan Sukuk

Rating penerbitan sukuk adalah sebuah peringkat yang mana untuk menilai penerbitan sukuk yang dapat digunakan sebagai acuan investor untuk menentukan investasi sukuk yang tepat dan dalam pemeringkatan di lakukan oleh lembaga.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian lapangan (*field research*) dengan pendekatan kuantitatif. Dimana penelitian yang didapatkan berdasarkan pada data sekunder di rating update tahun 2021 terhadap analisa ststistik dengan SPSS yang terkait dengan variable yang akan di teliti. Dan penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh yang signifikan terhadap penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonsia. Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai penerbitan sukuk di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2021 dengan jumlah sample sebanyak 14 penerbitan sukuk dengan rating yang dikeluarkan oleh Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk..

Berdasarkan data dari penelitian terdahulu serta tinjauan teori, maka dapat digambarkan model penelitian ini adalah sebagai berikut:



Keterangan:

- X1 : Nilai Penerbitan Sukuk
- X2 : Rating Penerbitan Sukuk
- Y : Reaksi Pasar Modal Syariah

Dengan Hipotesis

- H1 : Diduga ada pengaruh signifikan dari nilai penerbitan sukuk (obligasi syariaah terhadap reaksi dipasar modal syariah
- H2 : Diduga ada pengaruh signifikan dari rating penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi pasar modal syariah.

HASIL DAN PEMBAHASAN

1. Nilai Penerbitan Sukuk

Sukuk merupakan bagian dari pasar modal syariah yang jenis penerbitannya seperti obligasi yaitu, surat hutang. Dalam mengukur pengaruh terhadap reaksi pasar modal syariah menggunakan tingkat rata- rata rasio sukuk. Rumus yang digunakan untuk menghitung nilai penerbitan sukuk adalah sebagai berikut:

$$\text{SER} = \frac{\text{Total Sukuk}}{\text{Total Ekuitas}}$$

2. Rating Penerbitan Sukuk

Rating penerbitan sukuk merupakan peringkat sukuk yang diterbitkan oleh lembaga penerbitan yaitu Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk, yang kemudian di konversikan dalam bentuk interval. Berikut rating penerbitan sukuk dari data rating update Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk:

Table 1
Rating Penerbitan Sukuk Periode 2021
Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk

No	Rating	Angka
1	idAA	14
2	IdA+	13
3	idAA	12
4	idA+	11
5	idAA	10
6	idAA	9
7	idA+	8
8	idA	7
9	idA	6
10	IdA	5
11	IdA	4
12	IdA	3
13	IdA	2

14	IdA	1
----	-----	---

Sumber Data: Rating Update 2021

3. Reaksi Pasar Modal Syariah

Suatu peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya di publikasikan sebagai suatu pengumuman. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur dalam bentuk *return* atau *abnormal return*.

Reaksi pasar modal syariah merupakan perubahan yang tumbuh dan berkembang yang diakibatkan reaksi dari produk-produk di pasar modal syariah. Jika produk dari pasar modal syariah menghasilkan informasi yang positif maka akan mendapatkan respon dari reaksi pasar modal syariah yang positif, begitu pula sebaliknya. Alat ukur yang digunakan *cumulative abnormal return* saham harian perusahaan adalah Jakarta Islamic Indeks (JII). Berikut rumus yang digunakan untuk menghitung *abnormal return*:

$$RTNi,t = Ri,t - E(Ri,t)$$

Dimana :

RTNi,t : *return* tak normal pada periode ke-t peristiwa penerbitan ke-i

Ri,t : *return* realisasian pada periode ke-t peristiwa penerbitan ke-i

E(Ri,t) : *return* ekspektasian pada periode ke-t peristiwa penerbitan ke-i

Return sesungguhnya adalah suatu *return* yang terjadi pada periode ke-t, selisih antara harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya dihitung dengan rumus:

$$Rit = (Pit - Pit-1)/Pit-1$$

Dimana :

Rit : *return* sesungguhnya

Pit : harga sekarang pada waktu ke-t

Pit-1 : harga sebelum pada waktu ke-t

Ekspektasi *return* untuk penelitian ini dengan metode *market-adjusted model* yang dalam model ini tidak menggunakan metode estimasi yang ada pada model lain, untuk melakukan estimasi *return* sekuritas sama dengan *return* indeks pasar sehingga tidak memerlukan metode periode estimasi. Peneliti meyakini untuk terjadinya reaksi dari peristiwa

yang diamati tidak peristiwa yang lain bisa berpengaruh terhadap peristiwa yang selanjutnya akan diamati. Berikut rumus untuk menghitung *return* indeks pasar :

$$R_{mj} = (JII_t - JII_{t-1}) / JII_{t-1}$$

Keterangan :

R_{mj} : *Return* ekspektasian saham pasar yang pada periode ke-t terjadi

JII_t : Jakarta Islami Indeks pada peristiwa ke-t yang terjadi

JII_{t-1} : Jakarta Islami Indeks yang pada peristiwa ke-t-1 terjadi

4. Hasil Uji Normalitas

Table 2
Uji Statistik Compare Test Uji Mann Whitney

Tests of Normality

		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
SAHAM PERUSAHAAN		Statistic	Df	Sig.	Statistic	Df	Sig.
SAHAM	Bank PAN	.169	7	.200*	.930	7	.551
	Mandala	.216	7	.200*	.874	7	.201
	Multifinance						

Sumber data: Data primer SPSS 23

Lilliefors Significance Correction

Berdasarkan hasil uji Mann Whitney menunjukkan bahwa adanya perbedaan antara Bank PAN Tbk dan Mandala Multifinance Tbk. Dari hasil Analisis output SPSS :di dapatkan nilai Sig. sebesar 0,551 (Bank PAN) dan 0,201 (Mandala Multifinance), nilai tersebut lebih besar dari 0,05 maka kesimpulannya data tidak berdistribusi normal dan tidak ada pengaruh di antara Bank PAN Tbk dengan Mandala Multifinance Tbk.

Tabel 3
Uji Statistik Independent Sample T Test

Independent Sample T Test

	Levene's Test for Equality of Variances	t-test for Equality of Means								
		F	Sig.	T	Df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
SAHA M	Equal variances assumed	11.000	.006	3.130	12	.009	1597.714	510.427	485.589	2709.840
	Equal variances not assumed			3.130	6.070	.020	1597.714	510.427	352.234	2843.195

Sumber data: Data primer SPSS 23

- a. Berdasarkan hasil uji independent sample T menunjukkan bahwa analisis output SPSS di dapatkan nilai sig. sebesar 0,006 jadi nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 maka kesimpulannya data tersebut tidak berpengaruh terhadap saham Bank PAN Tbk dan Mandala Finance Tbk
- b. Berdasarkan hasil uji independent sample T analisis output SPSS di dapatkan nilai sig. (2-tailed) sebesar 0,009 nilai tersebut lebih kecil dari 0,05 maka kesimpulannya ada pengaruh yang signifikan antara saham Bank PAN Tbk dan Mandala Finance Tbk.

PENUTUP

Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Modal Syariah Di Indonesia itu menunjukkan tidak berpengaruh jika di teliti menggunakan Uji Mann Whitney dan berdistribusi tidak normal, akan tetapi juga menggunakan independent sample test T di dapatlan perbedaan nilai antara Bank PAN Tbk dengan Mandala Multifinance Tbk. Karena Nilai penerbitan sukuk merupakan nilai yang secara nominal bervariasi saat sukuk tersebut diterbitkan dengan jumlah serta jenis yang berbeda dalam setiap penerbitan sukuk.

DAFTAR PUSTAKA

- Adam Dan Thomas. 2004. *Islamic Bonds: Your Guide To Issuing, Structuring And Investing In Sukuk*. London: Euromoney Books.
- Ayub, Muhammad. 2007. *Understanding Islamic Finance*. London : Willey.
- Fathoni, Saeful, Dziki, dkk. *Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah(Sukuk) dan Rating Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal (Studi Empiris Pada perusahaan Yang menerbitkan Sukuk di Bursa Efek Indonesia 2016)*, “Prosiding Akuntansi”.
- Hadi, Nor. 2015. *Pasar Modal*. edisi 2. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Purwaningsih, Moh. Khoiruddin. 2016. *Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk Mudharabah Dan Obligasi Konvensional* Management Analysis Jurnal. Vol, 5 No 4, 2016.
- Syarifudin, Ahmad. Dkk. 2019. *Pengaruh penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar Modal*, “E-JRA. 08.
- Tahmoures, Et.Al. 2013. *Compaire And Contrast Sukuk (Islamic Bonds) With Convensional Bonds, Are They Competable*. The Journal Of Global Bussines Management. Vol. 9, No.1 February 2013.
- Wijyaningtiyas Putri, Wahidahwati. 2016. *Pengaruh Nilai Penerbitan, Rating Penerbitan, Umur Obligasi Sariah Terhadap Reaksi Pasar Modal*. Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi: Volume 5, Nomor 6.