

**PENGARUH PENGUMUMAN PENAWARAN SUKUK DAN OBLIGASI SERTA  
KARAKTERISTIK PERUSAHAAN TERHADAP REAKSI PASAR PADA  
PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA**

**Siti Ma'sumah**

***Abstract***

*There are several ways to raise funds, i.e. borrowing from banks, issuing share/stocks or bonds. Investors will react information about sukuk (sharia compliant bonds) and bond issues. When investors actually utilize such information in there investment decision, it will be reflected in the changes of stock prices and trading volume. The objectives of this study are to analyze the effect of sukuk and bond issues size, company size and sukuk and bonds rating on market reaction. This study also analyze the significant negative effect of maturity and debt ratio on market reaction.*

*The population is firm issuing sukuk and bonds from 2007 – 2014. The sampling used purposive sampling. That is to i.e. sample is drawn based on specified criteria. The sampling criteria are company listing in IDX, publishing Financial Statement in the year of issuance the sukuk and bonds. When Sukuk and bonds that are issued by firm/companies in the same year, the researcher choose only one that has largest nominal value. This is because the sukuk and bonds with different maturity but the other variable is same will result in multikolinearity. The analysis method used is multiple regression analysis*

*The results show issues size, maturity and company size do not affect market reaction both in sukuk and bonds. Debt ratio has significant negative effect in both type of securities. Rating do not affect market reaction for sukuk securities but has significant positive effect from bonds.*

**Keywords :** *Issue size of sukuk (sharia compliment bonds) and bonds, maturity, debt ratio, company size, sukuk and bond rating, and market reaction*

## PENDAHULUAN

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat 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 sumber pembiayaan bagi perusahaan dan wahana investasi bagi masyarakat (Husnan, 1994). Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (Ibrahim, 2008).

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 (Ashhari et al, 2009). Perusahaan yang membutuhkan dana mempunyai beberapa cara, antara lain meminjam kebank, menerbitkan saham atau obligasi.

Obligasi yang beredar dipasar modal Indonesia terdiri dari dua yaitu obligasi konvensional dan obligasi

syariah. Obligasi merupakan surat pengakuan utang yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta kepada investor, di mana utang ini akan dibayarkan pada masa yang ditentukan (Ibrahim, 2008). Obligasi Syariah adalah 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 (DSN MUI, 2002).

Peluang sukuk masih sangat besar, karena pemerintah kembali membuka utang baru melalui penerbitan Sukuk Negara Retail Seri SR-007. Sukuk retail ini telah mendapatkan kesesuaian syariah DSN MUI Nomor B-043/DSN-MUI/II/2015 tanggal 17 Februari 2015 (Supriadin, 2015).

Peluang sukuk yang sangat bagus tersebut masih kurang dimanfaatkan oleh perusahaan *go public*, hal ini terlihat dari prosentase perusahaan *go public* yang mengeluarkan sukuk dari tahun 2009 sampai 2013 hanya sebesar 2,2%. Hal ini dapat disebabkan karena sukuk memerlukan *underlying asset* sedangkan asset perusahaan sudah digunakan sebagai jaminan pinjaman ke bank.

Investor obligasi memerlukan informasi yang dapat dijadikan acuan dalam mengkomunikasikan keputusan investasinya, sehingga informasi keuangan suatu entitas bisnis yang berkualitas sangat diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang ditanamkan. (Magreta dan Nurmayanti, 2009). Informasi mengenai pengumuman penawaran sukuk dan obligasi akan direspon oleh investor. Jika investor benar-benar memanfaatkan informasi tersebut dalam pengambilan keputusan investasinya, maka pengumuman tersebut akan berdampak pada perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham.

Berdasarkan pada *pecking order theory*, hutang lebih baik dari ekuitas karena memiliki biaya yang lebih rendah. Ketika perusahaan menggunakan hutang sebagai alat keuangannya, ini memberikan sinyal yang baik bagi investor. Sehingga Ukuran penawaran sukuk dan obligasi berhubungan positif dengan *cumulative abnormal return* (CAR). Hasil penelitian Ibrahim dan Minai (2009) menyimpulkan bahwa *issue size* mempengaruhi reaksi pasar. Sejalan dengan penelitian tersebut penelitian Ashhari et al, (2009) menyimpulkan bahwa secara parsial ukuran penawaran sukuk relatif berpengaruh terhadap reaksi pasar pada

kelompok sukuk. Penelitian lain oleh Septianingtyas (2012) menyimpulkan bahwa ukuran sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

Maturiti adalah lamanya waktu jatuh tempo sukuk dan obligasi. Umumnya, semakin lama waktu jatuh temponya, kuponnya akan semakin tinggi sebagai kompensasi bagi pemegang sukuk dan obligasi untuk tambahan resiko meminjamkan uang dalam periode yang lebih lama. Oleh karena itu, maturiti berhubungan negatif dengan CAR. Hasil penelitian Purnamawati (2013) menyimpulkan bahwa umur obligasi berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi.

Berdasarkan *pecking order theory* terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang. Sehingga rasio hutang akan berhubungan negatif dengan CAR. Hasil penelitian Susilowati dan Turyanto (2011), Ulva (2011), Thamrin (2012), Suprpti dan Nuraini (2009) serta penelitian Wingsih dan Anomsari (2013) menyimpulkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Ngaisah (2008) menyimpulkan bahwa DTA berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai derajat asimetri informasi. Perusahaan besar lebih

diperhatikan oleh analisis saham dan investor institusional. Dengan demikian ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan *cumulative abnormal return*. Hasil penelitian Ibrahim dan Minai (2009) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi reaksi pasar. Sejalan dengan penelitian tersebut penelitian Ashhari et al, (2009) menyimpulkan bahwa secara parsial *size* berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok obligasi. Penelitian lain oleh Ganerse dan Suarjaya (2013) menyimpulkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian lain yang dilakukan Ulva (2011) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

Menurut Hartono (2008) faktor fundamental perusahaan adalah faktor yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang meliputi kondisi manajemen, organisasi, sumber daya manusia, dan keuangan perusahaan yang tercermin dalam kinerja perusahaan. Pada prinsipnya, semakin rendah rating, berarti semakin tinggi risiko gagal bayar dan berarti semakin rendah pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan oleh investor. Penelitian Septianingtyas (2012) menyimpulkan bahwa rating berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Serta penelitian

Kusumawati (2014) menyimpulkan bahwa *Bond rating* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Penelitian ini mengacu pada penelitian Ashhari et al (2009). Perbedaan penelitian ini dengan penelitian Ashhari et al (2009) terletak pada perbedaan objek penelitian dan penambahan variabel rating obligasi. Selain itu penelitian ini menggunakan variabel *cumulative abnormal return* untuk mengukur reaksi pasar.

## **KAJIAN LITERATUR**

Sukuk merupakan instrumen investasi berbasis syariah yang dapat digunakan oleh investor baik itu muslim ataupun non muslim untuk memobilisasi *idle fund* (Siskawati, 2010). Dewan Syariah Nasional telah memberikan fatwa bahwa pembiayaan hanya dapat diberikan pada perusahaan yang jenis usahanya tidak bertentangan dengan Syariah Islam dan yang kondisinya layak untuk mendapat pembiayaan secara Syariah (Pontjowinoto, 2007).

Informasi penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini kemudian akan memberikan suatu pertanda (*signal*) bagaimana efeknya bagi *cumulative abnormal return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) sekaligus mengeluarkan saham di pasar bursa efek. *Signalling theory* berlaku

disini, dimana setiap tindakan mengandung informasi. Teori ini diperkuat oleh Hartono (2008) jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur dengan *cumulative abnormal return* sebagai nilai perubahan harga saham atau dengan menggunakan *cumulative abnormal return*.

Berdasarkan pada *pecking order theory*, hutang lebih baik dari ekuitas karena memiliki biaya yang lebih rendah. Ketika perusahaan menggunakan hutang sebagai alat keuangannya, ini memberikan sinyal yang baik bagi investor. Sehingga Ukuran penawaran sukuk relatif berhubungan positif dengan *cumulative average abnormal return* (CAAR) (Ashhari et al, 2009).

Hasil penelitian Ibrahim dan Minai (2009) menyimpulkan bahwa *issue size* mempengaruhi reaksi pasar. Sejalan dengan penelitian tersebut penelitian Ashhari et al, (2009) menyimpulkan bahwa secara parsial ukuran penawaran sukuk relatif

berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk. Penelitian lain oleh Septianingtyas (2012) menyimpulkan bahwa ukuran sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

**H<sub>1a</sub>** : Ukuran penawaran sukuk secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk.

**H<sub>1b</sub>** : Ukuran penawaran obligasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi.

Investor cenderung lebih menyukai obligasi dengan umur yang pendek karena penerbit obligasi dianggap lebih mampu dalam melunasi kewajiban pembayaran pokok pada saat jatuh tempo dibandingkan dengan umur obligasi yang panjang (jatuh temponya lama). Hal tersebut dikarenakan dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi (Purnamawati, 2013). Hasil penelitian Purnamawati (2013) menyimpulkan bahwa umur obligasi berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi.

**H<sub>2a</sub>** : Maturiti secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk.

**H<sub>2b</sub>** : Maturiti secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi.

*Total debt to total assets* menunjukkan perbandingan antara total kewajiban dengan total aktiva. Semakin tinggi *total debt to total assets* maka perubahan laba yang diperoleh perusahaan semakin rendah. Hal ini dikarenakan *total debt to total assets* yang tinggi menunjukkan proporsi kewajiban perusahaan lebih besar dari pada aktiva yang dimiliki perusahaan. Sehingga risiko yang ditanggung perusahaan semakin besar karena adanya kewajiban perusahaan untuk membayar beban bunga yang berdampak pada berkurangnya laba (Agustina dan Silvia, 2012). Berdasarkan *pecking order theory* terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang. Sehingga rasio hutang akan berhubungan negatif dengan CAAR (Ashhari et al, 2009).

Hasil penelitian Susilowati dan Turyanto (2011), Ulva (2011), Thamrin (2012), Suprpti dan Nuraini (2009) serta penelitian Wingsih dan Anomsari (2013) menyimpulkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Ngaisah (2008) menyimpulkan bahwa DTA berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

**H<sub>3a</sub>** : Rasio hutang secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk.

**H<sub>3b</sub>** : Rasio hutang secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi.

Ukuran perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan. Besar kecilnya perusahaan dapat mempengaruhi kemampuan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya. Pada akhirnya, kemampuan untuk mengoperasikan perusahaan tersebut dapat mempengaruhi pendapatan sahamnya (Riyanto, 2001). Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai derajat asimetri informasi. Perusahaan besar lebih diperhatikan oleh analisis saham dan investor institusional. Dengan demikian ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan *abnormal return* (Ashhari et al, 2009).

Hasil penelitian Ibrahim dan Minai (2009) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan mempengaruhi reaksi pasar. Sejalan dengan penelitian tersebut penelitian Ashhari et al, (2009) menyimpulkan bahwa secara parsial *size* berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok obligasi. Penelitian lain oleh

Ganerse dan Suarjaya (2013) menyimpulkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Penelitian lain yang dilakukan Ulva (2011) menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

**H<sub>4a</sub>** : Ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk.

**H<sub>4b</sub>** : Ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi.

Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian negara umumnya, dan perusahaan khususnya. Walaupun begitu, rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang. Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini bisa saja akan berdampak pada harga saham perusahaan dalam beberapa waktu kedepan (Mujahid dan Fitrijanti, 2013).

Penelitian Septianingtyas (2012) menyimpulkan bahwa rating

berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Serta penelitian Kusumawati (2014) menyimpulkan bahwa *Bond rating* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

**H<sub>5a</sub>** : Rating sukuk secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk.

**H<sub>5b</sub>** : Rating obligasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi.

## **METODE PENELITIAN**

Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dan obligasi dari tahun 2007 sampai dengan 2014. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam menentukan sampel adalah *purposive sampling*, mengandung arti bahwa sampel yang diambil didasarkan kriteria. Adapun kriteria yang digunakan dalam memilih sampel adalah:

1. Perusahaan terdaftar di BEI
2. Mempublikasikan laporan keuangan pada tahun pengeluaran sukuk dan obligasi
3. Memiliki data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian
4. Sukuk dan obligasi yang dikeluarkan perusahaan pada tahun yang sama dipilih satu yang memiliki nominal

terbesar, hal ini karena maturitinya berbeda namun variabel yang lain nilainya sama dapat menimbulkan multikolinearitas yang tinggi.

Persamaan statistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e$$

Keterangan:

$Y$  = Reaksi pasar

$\alpha$  = Konstanta

$\beta_{1,2,3,4,5}$  = Koefisien regresi

$X_1$  = Ukuran penawaran sukuk dan obligasi

$X_2$  = Maturiti

$X_3$  = Rasio hutang

$X_4$  = Ukuran perusahaan

$X_5$  = Rating sukuk dan obligasi

$e$  = Faktor kesalahan

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Data

Tabel 1. Hasil Regresi Linear Berganda

Kelompok Sukuk			
Variabel	$\beta$	t	$\alpha$
(Constant)	-0,0187	-1,637	0,120
Ukuran Penawaran	-0,0001	-0,307	0,763
Maturiti	0,0002	0,420	0,680
Rasio hutang	-0,0001	-1,809	0,088
Ukuran perusahaan	0,0013	1,327	0,202
Rating konversi	0,0001	0,273	0,788
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0,320		

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel 1. tersebut dapat diketahui bahwa variabel ukuran

penawaran sukuk, maturiti, ukuran perusahaan dan rating sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR. Variabel rasio hutang berpengaruh signifikan terhadap CAR. Nilai beta variabel rasio hutang sebesar -0,0001 artinya setiap terjadi peningkatan rasio hutang satu persen maka akan terjadi penurunan CAR (Y) sebesar Rp0,0001 jika variabel yang lain bernilai nol.

Berdasarkan tabel 1, nilai *Adjusted R<sup>2</sup>* 0,320 (32%) artinya variabel ukuran penawaran sukuk, maturiti, rasio hutang, ukuran perusahaan dan rating sukuk mempunyai pengaruh terhadap CAR sebesar 32% sedangkan sisanya sebesar 68% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain diluar penelitian ini.

Tabel 2. Hasil Regresi Linear Berganda Kelompok Obligasi

Variabel	$\beta$	t	$\alpha$
(Constant)	-0,000470	-0,114	0,910
Ukuran Penawaran	-0,000003	-0,094	0,925
Maturiti	0,000190	1,360	0,177
Rasio hutang	-0,000040	-2,855	0,005
Ukuran perusahaan	-0,000070	-0,225	0,822
Rating konversi	0,000160	1,949	0,054
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0,088		

Sumber : Data Sekunder

yang diolah

Berdasarkan tabel 2. tersebut dapat diketahui bahwa variabel ukuran penawaran obligasi, maturiti dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap CAR. Variabel rasio hutang dan rating obligasi berpengaruh signifikan terhadap CAR. Nilai beta variabel rasio hutang sebesar -0,00004 artinya setiap terjadi peningkatan rasio hutang satu persen maka akan terjadi penurunan CAR (Y) sebesar 0,00004 jika variabel yang lain bernilai nol. Nilai beta variabel rating sebesar 0,00016 artinya setiap terjadi peningkatan rating satu tingkat maka akan terjadi peningkatan CAR (Y) sebesar 0,00016 jika variabel yang lain bernilai nol.

Berdasarkan tabel 2, nilai  $R^2$  0,088 (8,8%) artinya variabel ukuran penawaran obligasi, maturiti, rasio hutang, ukuran perusahaan dan rating obligasi mempunyai pengaruh terhadap CAR sebesar 8,8% sedangkan sisanya sebesar 91,2% dipengaruhi oleh faktor-faktor lain diluar penelitian ini.

### **Pengaruh ukuran penawaran sukuk dan obligasi terhadap reaksi pasar**

Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda yang telah dilakukan, diketahui bahwa ukuran penawaran sukuk tidak berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang

diajukan adalah ukuran penawaran sukuk secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk. Hal ini karena ukuran penawaran sukuk rata-rata perusahaan cukup kecil sehingga tidak dapat mempengaruhi CAR. Semakin tinggi rasio ini, memberikan indikasi semakin tinggi CAR yang diperoleh. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki ukuran penawaran kecil seperti pada perusahaan dengan kode ISAT tahun 2014 sebesar 0,20%, BNII tahun 2014 sebesar 0,21% dan ADMF tahun 2014 sebesar 0,28%.

Demikian juga pada kelompok obligasi, diketahui bahwa ukuran penawaran obligasi tidak berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah ukuran penawaran obligasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi. Hal ini dimungkinkan karena ukuran penawaran obligasi rata-rata perusahaan cukup kecil sehingga tidak dapat mempengaruhi CAR. Semakin tinggi rasio ini, memberikan indikasi semakin tinggi CAR yang diperoleh. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat

beberapa perusahaan yang memiliki ukuran penawaran kecil seperti pada perusahaan dengan kode BNLI tahun 2014 sebesar 0,42%, MAYA tahun 2014 sebesar 0,94% dan MPPA tahun 2009 sebesar 0,53%.

Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi diterbitkannya sukuk dan obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* sesungguhnya. Oleh karena itu, informasi penerbitan sukuk dan obligasi juga diperhatikan investor, walau dalam penelitian ini pengaruhnya tidak signifikan dan relatif sangat kecil.

Bagi investor yang akan berinvestasi di pasar modal dan memiliki orientasi jangka pendek dapat melihat faktor lain seperti kondisi keuangan global, politik dan keamanan nasional karena faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya dari laporan keuangan. Sehingga investor harus peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan perusahaan, politik dan keamanan nasional.

Berdasarkan pada *pecking order theory*, hutang lebih baik dari ekuitas karena memiliki biaya yang lebih rendah. Ketika perusahaan menggunakan hutang sebagai alat keuangannya, ini memberikan sinyal yang baik bagi investor. Sehingga Ukuran penawaran sukuk relatif berhubungan positif dengan *cumulative average abnormal return* (CAAR) (Ashhari et al, 2009).

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Pratama (2013) yang menyimpulkan bahwa total nilai penerbitan obligasi syariah tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* saham. Namun penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ibrahim dan Minai (2009) yang menyimpulkan bahwa *issue size* mempengaruhi reaksi pasar, penelitian Ashhari et al, (2009) yang menyimpulkan bahwa secara parsial ukuran penawaran sukuk relatif berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk, penelitian Septianingtyas (2012) yang menyimpulkan bahwa ukuran sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham.

### **Pengaruh maturiti terhadap reaksi pasar**

Maturiti tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang

diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah maturiti secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk. Hal ini karena maturiti rata-rata perusahaan cukup lama sehingga tidak dapat mempengaruhi CAR. Semakin cepat maturitinya maka akan memberikan sinyal yang baik bagi investor dan sebaliknya. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki maturiti lama seperti pada perusahaan dengan kode ISAT tahun 2007, 2008, 2009, 2012 dan 2014 yang memiliki maturiti 7 tahun.

Demikian juga pada kelompok obligasi, diketahui bahwa maturiti tidak berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah maturiti secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi. Hal ini dimungkinkan karena maturiti rata-rata perusahaan cukup lama sehingga tidak dapat mempengaruhi CAR. Semakin cepat maturitinya maka akan memberikan sinyal yang baik bagi investor dan sebaliknya. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki maturiti lama seperti pada perusahaan

dengan kode NISP tahun 2008, BVIC tahun 2007 yang memiliki maturiti 10 tahun.

Baik pada kelompok sukuk maupun obligasi maturiti tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hal ini dimungkinkan karena terdapat sukuk dan obligasi yang merupakan kelanjutan dari sukuk dan obligasi sebelumnya. Oleh karena itu, investor sudah mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayarkan imbalan/kupon dan pengembalian sukuk dan obligasi.

Selain hal tersebut dalam penelitian ini menggunakan nilai nominal terbesar dengan maturiti yang lebih lama. Sedangkan investor cenderung lebih menyukai sukuk dan obligasi dengan umur yang pendek karena dianggap lebih mampu melunasi kewajiban pada saat jatuh tempo.

Investor cenderung lebih menyukai obligasi dengan umur yang pendek karena penerbit obligasi dianggap lebih mampu dalam melunasi kewajiban pembayaran pokok pada saat jatuh tempo dibandingkan dengan umur obligasi yang panjang (jatuh temponya lama). Hal tersebut dikarenakan dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi (Purnamawati, 2013).

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Ashhari et al, (2009) yang menyimpulkan bahwa secara parsial Maturiti tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk. Namun hal ini tidak konsisten dengan penelitian Purnamawati (2013) yang menyimpulkan bahwa umur obligasi berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi.

### **Pengaruh rasio hutang terhadap reaksi pasar**

Rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah rasio hutang secara parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk. Hal ini karena sukuk dan obligasi yang dikeluarkan akan menambah biaya yang dikeluarkan perusahaan sehingga berpengaruh terhadap CAR. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki rasio hutang besar seperti pada perusahaan dengan kode BNII tahun 2014 sebesar 91,17%, dan ADHI tahun 2012 sebesar 83,80%.

Pada kelompok obligasi, diketahui bahwa rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap CAR. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, yaitu rasio hutang secara

parsial berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi. Hal ini karena perusahaan memiliki rasio hutang yang besar sehingga CAR yang diperoleh semakin kecil. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki rasio hutang yang besar seperti pada perusahaan dengan kode BDMN tahun 2010 sebesar 96%, BNLI tahun 2014 sebesar 91,48% dan BNII tahun 2014 sebesar 91,17%.

Kelompok sukuk dan obligasi menunjukkan rasio hutang berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat disebabkan karena semakin tinggi rasio hutang menandakan perusahaan akan lebih banyak memberikan bagi hasil kepada pemberi pinjaman. Sehingga bagian laba untuk investor berkurang. Dengan demikian investor yang akan berinvestasi akan lebih melihat pada perusahaan yang memiliki rasio hutang yang rendah.

Berdasarkan *pecking order theory* terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang. Sehingga rasio hutang akan berhubungan negatif dengan CAAR (Ashhari et al, 2009). *Total debt to total assets* yang tinggi menunjukkan proporsi kewajiban perusahaan lebih besar dari pada aktiva yang dimiliki perusahaan. Sehingga risiko yang ditanggung perusahaan

semakin besar karena adanya kewajiban perusahaan untuk membayar beban bunga yang berdampak pada berkurangnya laba (Agustina dan Silvia, 2012).

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Susilowati dan Turyanto (2011), Ulva (2011), Thamrin (2012), Suprpti dan Nuraini (2009) serta penelitian Wingsih dan Anomsari (2013) yang menyimpulkan bahwa DER berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian Ngaisah (2008) menyimpulkan bahwa DTA berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham.

Namun penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ashhari et al, (2009) yang menyimpulkan bahwa secara parsial rasio hutang tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk, penelitian Ibrahim dan Minai (2009) dan penelitian Komala dan Nugroho (2013) yang menyimpulkan bahwa *leverage* tidak mempengaruhi reaksi pasar.

### **Pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar**

Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda yang telah dilakukan, diketahui bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena

hipotesis yang diajukan adalah ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk. Hal ini karena ukuran perusahaan cukup kecil sehingga tidak dapat mempengaruhi CAR. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat beberapa perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan jauh dibawah rata-rata seperti pada perusahaan dengan kode MTDL tahun 2008 sebesar Ln 13,97 (Rp1.162.251 juta), MYOR tahun 2008 sebesar Ln 14,45 (Rp1.893.175 juta) dan ADHI tahun 2007 sebesar Ln 14,86 (Rp2.855.290 juta).

Demikian juga pada kelompok obligasi, diketahui bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah ukuran perusahaan secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi. Pada kelompok obligasi koefisien ukuran perusahaan bertanda negatif. Hal ini dikarenakan ukuran perusahaan kelompok obligasi beraneka ragam dengan rentang yang cukup jauh, serta terdapat perusahaan yang memiliki CAR diatas rata-rata namun ukuran perusahaan diatas rata-rata. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat

beberapa perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan jauh dibawah rata-rata dengan CAR diatas rata-rata seperti pada perusahaan dengan kode WEHA tahun 2012 sebesar Ln 12,48 (Rp262.754 juta) dengan CAR 0,00124 dan PANS tahun 2007 sebesar Ln 13,57 (Rp781.413 juta) dengan CAR 0,00437.

Pada kelompok sukuk dan obligasi ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat disebabkan karena tidak semua perusahaan yang mengeluarkan sukuk dan obligasi merupakan perusahaan besar atau memiliki total asset yang besar. Sedangkan investor lebih mempercayai perusahaan besar yang mengeluarkan sukuk dan obligasi untuk membiayai proyek investasi lain yang dapat meningkatkan *return*. Selain hal tersebut perusahaan besar juga lebih dipercaya dapat mengembalikan kewajiban sukuk dan obligasi pada saat jatuh tempo.

Besar kecilnya perusahaan dapat memengaruhi kemampuan manajemen untuk mengoperasikan perusahaan dengan berbagai situasi dan kondisi yang dihadapinya. Pada akhirnya, kemampuan untuk mengoperasikan perusahaan tersebut dapat memengaruhi pendapatan sahamnya (Bambang, 2001). Ukuran perusahaan dapat digunakan sebagai

derajat asimetri informasi. Perusahaan besar lebih diperhatikan oleh analisis saham dan investor institusional. Dengan demikian ukuran perusahaan memiliki hubungan positif dengan *abnormal return* (Ashhari et al, 2009).

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Ashhari et al, (2009) yang menyimpulkan bahwa secara parsial *size* tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Ibrahim dan Minai (2009) yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan memengaruhi reaksi pasar, serta penelitian Ganerse dan Suarjaya (2013) yang menyimpulkan ukuran perusahaan berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Hasil ini juga tidak konsisten dengan penelitian Ulva (2011) yang menyimpulkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *return* saham.

### **Pengaruh rating sukuk dan obligasi terhadap reaksi pasar**

Berdasarkan hasil uji regresi linear berganda yang telah dilakukan, diketahui bahwa rating sukuk tidak berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini tidak sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah rating sukuk secara parsial berpengaruh positif dan

signifikan terhadap reaksi pasar kelompok sukuk. Hal ini dimungkinkan karena terdapat perusahaan yang memiliki rating yang tidak baik. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat perusahaan yang memiliki rating rendah seperti pada perusahaan dengan kode ELTY tahun 2009 dengan rating konversi 19 (BBB+).

Sukuk dengan peringkat rendah merupakan sukuk yang lebih berisiko. Hal ini menunjukkan kinerja perusahaan yang bersangkutan kurang bagus. Sehingga investor yang akan berinvestasi akan memperhatikan perusahaan dengan peringkat sukuk yang tinggi.

Pada kelompok obligasi, diketahui bahwa rating obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap CAR. Hasil ini sesuai dengan hipotesis yang diajukan, karena hipotesis yang diajukan adalah rating obligasi secara parsial berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar kelompok obligasi. Hal ini karena semakin baik rating yang dimiliki menunjukkan kemampuan perusahaan membayar kembali obligasi yang dikeluarkan. Hal ini dapat dilihat pada data penelitian, terdapat perusahaan yang memiliki rating tinggi seperti pada perusahaan dengan kode TLKM tahun 2010 dengan rating konversi sebesar 27

(AAA) dan BNGA tahun 2011 dan 2012 dengan rating konversi 27 (AAA).

Obligasi dengan peringkat tinggi menunjukkan bahwa obligasi tersebut bagus. Hal tersebut juga mencerminkan kinerja perusahaan yang bersangkutan bagus. Sehingga investor yang akan berinvestasi akan lebih memperhatikan perusahaan dengan rating obligasi yang bagus yang mencerminkan kinerja perusahaan bagus. Kinerja perusahaan yang baik dapat memberikan imbalan hasil investasi yang besar pula kepada investor.

Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian negara umumnya, dan perusahaan khususnya. Walaupun begitu, rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang. Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini bisa saja akan berdampak pada harga saham perusahaan dalam beberapa waktu kedepan (Mujahid dan Fitrijanti, 2013).

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Mujahid dan Fitrijanti (2013) yang menyimpulkan bahwa rating

penerbitan obligasi syariah secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Akan tetapi Septianingtyas (2012) menyimpulkan sebaliknya, bahwa rating berpengaruh positif signifikan terhadap *return* saham. Demikian juga dengan penelitian Kusumawati (2014) yang menyimpulkan bahwa *Bond rating* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

1. Ukuran penawaran sukuk dan obligasi tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk maupun obligasi.
2. Maturiti tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk maupun obligasi.
3. Rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk dan kelompok obligasi.
4. Ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk maupun obligasi.
5. Rating sukuk tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk, namun

berpengaruh positif signifikan pada kelompok obligasi.

### A. Keterbatasan

1. Penelitian ini hanya meneliti sukuk dan obligasi dengan nilai nominal terbesar pada perusahaan dan tahun terbit yang sama.
2. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan 5 variabel bebas. Dimana berdasarkan hasil penelitian kelima variabel tersebut memberikan nilai  $R^2$  sebesar 0,320 atau 32% pada kelompok sukuk dan 0,088 (8,8%) pada kelompok obligasi, sehingga masih terdapat 68% dan 91,2% faktor atau variabel lain yang dapat mempengaruhi CAR.
3. Terdapat data harga saham yang tidak tersedia di situs *yahoo finance*. Serta masih terdapat perusahaan yang belum mengeluarkan laporan keuangan tahun 2014 sampai bulan Agustus 2014. Sehingga tidak dapat dijadikan sampel penelitian.

### B. Saran

1. Bagi penelitian yang akan datang dapat menambah variabel penelitian yang lain seperti ROE, CR, *free cash flows* dan *the syariah compliant* status.

2. Jumlah sampel sukuk menggunakan tahun yang lebih lama, misal dari tahun 2002 pertama kali sukuk keluar. Serta dapat menggunakan nominal sukuk terkecil dengan kemungkinan maturiti lebih singkat.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agustina dan Silvia. 2012. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Perubahan Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*. Volume 2. Nomor 02.
- Ashhari, Zariawati Mohd. Chun, Loo Sin. dan Nassir, Aannuar. 2009. Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*. Volume 4. Nomor 6.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. 2002. *Fatwa Dewan Syari'ah Nasional* Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002. Tentang Obligasi Syari'ah.
- Ganerse, I Made Brian dan Suarjaya, Anak Agung Gede. 2013. *Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Return Saham Perusahaan F&B*. Universitas Udayana Bali.
- Hartono, Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Husnan, Suad. 1994. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ibrahim, Hadasman. 2008. *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan Dan DER Terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006*. Tesis. Universitas Diponegoro Semarang.
- Ibrahim, Yusnidah. dan Minai, Mohd Sobri. 2009. Islamic Bonds And The Wealth Effects: Evidence From Malaysia. *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 6, Issue 1.
- Komala, L. A. dan Nugroho, P. 2013. The Effects of Profitability Ratio, Liquidity, and Debt towards Investment Return. *Journal of Business and Economics*. Volume 4. Nomor 11.
- Kusumawati, Ariani. 2014. *Analisis pengaruh pengumuman perubahan bond rating terhadap return saham (studi empiris pada perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia tahun 2008-2012)*. Skripsi. Universitas Diponegoro Semarang.
- Magreta dan Nurmayanti, Poppy. 2009. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non

- Akuntansi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Volume 11. Nomor 3.
- Mujahid dan Fitrijanti, Tettet. 2010. Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar (Survey terhadap perusahaan - perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2009). *Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwokerto*.
- Ngaisah, Siti. 2008. *Pengaruh Rasio Profitabilitas Dan Leverage Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Jakarta Islamic Index Tahun 2004-2006*. Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga Yogyakarta.
- Pontjowinoto, Iwan. 2007. *Hasil Penelitian Obligasi Syariah Korporasi*. Disertasi. UNPAD.
- Purnamawati, I Gusti Ayu. 2013. Pengaruh Peringkat Obligasi, Tingkat Suku Bunga-Sertifikat Bank Indonesia, Rasio Leverage, Ukuran Perusahaan Dan Umur Obligasi Pada Imbal Hasil Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia. *VOKASI Jurnal Riset Akuntansi*. Volume 2. Nomor 1.
- Riyanto, Bambang. 2001. *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*. BPFE UGM.
- Septianingtyas, Devi Adelin. 2012. *Pengaruh Nilai Dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Return Saham (Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2002-2009)*. Universitas Negeri Semarang.
- Siskawati. 2010. Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia: Suatu Tinjauan. *Jurnal Akuntansi & Manajemen* Volume 5. Nomor.2.
- Suprapti, Sri Budiwati Wahyu dan Nuraini, Siti Dwi. 2009. Pengaruh Pangsa Pasar, Rasio Leverage dan Rasio Intensitas Modal pada Return Saham. *Jurnal Kharisma*. Volume 3. Nomor 2.
- Supriadin, Jayadi. 2015. *Pemerintah Terbitkan Sukuk Retail Rp 20 Triliun*. Diakses dari <http://www.tempo.co/read/news/2015/02/20/090643961/> Pemerintah-Terbitkan-Sukuk-Retail-Rp-20-Triliun pada tanggal 10 Maret 2015.
- Susilowati, Yeye dan Turyanto, Tri. 2011. Reaksi Signal Rasio Profitabilitas Dan Rasio Solvabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan Profitability And Solvability Ratio Reaction Signal Toward Stock Return Company. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Volume 3. Nomor 1.
- Thamrin, Yulris. 2012. *Analisis Current Ratio (CR) Dan Debt Equity Ratio (DER) Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*. Universitas Hasanuddin Makassar.
- Ulva, Ruriana. 2011. *Pengaruh Ukuran Perusahaan, Leverage, Economic Value Added, Return On Investment Dan Earning Per Share Terhadap Return Yang Diterima Pemegang Saham*

*(Studi Empiris Pada Industri Makanan Dan Minuman Di Bursa Efek Indonesia).*  
Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.

Wingsih, Yulia dan Anomsari, Ariati.  
2013. *Analisis Pengaruh*

*Likuiditas, Profitabilitas, Dan Solvabilitas Terhadap Return Saham Pada Perusahaan Pertambangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2008 Sampai 2012.*  
Universitas Dian Nuswantoro.