

Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan terhadap Cumulative Abnormal Return

(Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia Periode 2012-2017)

The Effect of Company Issuing Of Sharia Bonds (Sukuk) On Cumulative Abnormal Return. (Case Study Of Companies That Issued Sharia Bonds On The Indonesia Stock Exchange Period 2012-2017)

¹Putri Fani Yuliana, ²Nurdin

^{1,2}*Prodi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Islam Bandung,
Jl. Tamansari No.1 Bandung 40116*

Email: ¹Putrifaniyuliana225@gmail.com, ²psm_fe_unisba@yahoo.com

Abstact. This research was conducted with the aim to determine whether there is an influence of issuance of Islamic bonds (sukuk) companies represented by the value and rating of issuance of Islamic bonds (sukuk) on market reactions that are described by cumulative abnormal return shares partially and simultaneously. The data used in this study include nominal values, return expectations using the market adjusted model. While the population in this study are sukuk sukuk issued by companies listed on the Indonesian stock exchange for the period 2012-2017. The research method used is a causal method. This research was conducted on 5 samples of companies that have issued Islamic bonds (sukuk) and have been listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2012-2017. The data analysis technique in this study used multiple linear regression analysis. Partial testing of hypotheses using the t test and simultaneously using the F test with a significance level used is 91.5% ($\alpha = 0.05$). The results of hypothesis testing indicate that: (1) The value and rating of Islamic bond issuance (sukuk) simultaneously have a significant effect on stock cumulative abnormal returns. (2) The value of issuing Islamic bonds (sukuk) has a significant influence on the cumulative abnormal return of shares. (3) Rating of issuance of Islamic bonds (sukuk) does not have a significant influence on cumulative abnormal return on shares.

Keywords: value of issuance of Islamic bonds, rating of Islamic bond issuance, cumulative abnormal stock returns, multiple linear regression, partial, simultaneous.

Abstrak. Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar yang digambarkan dengan cumulative abnormal return saham secara parsial dan simultan. Data yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai nominal, Return ekspektasi menggunakan market adjusted model. Sedangkan populasi dalam penelitian ini adalah sukuk-sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di bursa efek indonesia untuk periode 2012-2017. Metode penelitian yang digunakan adalah metode kausal. Penelitian ini dilakukan pada 5 sampel perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2012-2017. Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda. Pengujian hipotesis secara parsial menggunakan uji t dan secara simultan menggunakan uji F dengan tingkat signifikansi yang digunakan adalah 91.5% ($\alpha = 0.05$). Hasil pengujian hipotesis menunjukkan bahwa: (1) Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) secara simultan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap cumulative abnormal return saham. (2) Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap cumulative abnormal return saham. (3) Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap cumulative abnormal return saham.

Kata Kunci: nilai penerbitan obligasi syariah, rating penerbitan obligasi syariah, cumulative abnormal return saham, regresi linier berganda, parsial, simultan.

A. Pendahuluan

Isu Globalisasi memang tidak bisa dielakan lagi, isu ini semakin berkembang dan terasa wujudnya

terutama pada akhir-akhir tahun dekade 90-an dampaknya terhadap ekonomi dunia juga semakin terlihat hal ini didukung oleh pesatnya perkembangan

teknologi komunikasi yang merambah sampai ke segala bidang termasuk bidang ekonomi dan keuangan, saat ini hampir setiap individu atau lembaga keuangan dapat dengan mudah melakukan transaksi hanya dengan sekali tekan tombol saja, bahkan untuk melakukan transaksi hingga diluar batas yurisdiksi negaranya. Upaya ekspansi perusahaan ini antara lain dilakukan dengan kegiatan penanaman modal diberbagai negara diluar batas negara asalnya. Kegiatan ekspansi perusahaan-perusahaan ditingkat global ini tentunya menumbuhkan dana yang sangat besar, maka perusahaan-perusahaan semakin giat mencari sumber-sumber yang dapat menyediakan dana yang sangat besar. Untuk itu pandangan manajemen dan pemilik perusahaan diarahkan ke Pasar Modal diseluruh negara baik yang ada di dalam negeri maupun yang ada dinegara lain, hal tersebut menyebabkan semakin semarak pula kegiatan pasar modal di hampir seluruh negara baik di negara-negara maju maupun dinegara yang sedang berkembang salah satu ciri negara sedang berkembang adalah tingkat tabungan masyarakat masih rendah, sehingga dana untuk investasi menjadi tidak mencukupi (Bruce Lloyd 1976:46).

Indonesia sebagai salah satu negara dengan mayoritas penduduk muslim sangat berpotensi sebagai pusat pengembangan pasar modal syariah, khususnya dalam memanfaatkan Obligasi syariah (Sukuk) sebagai sumber suatu pembiayaan. Hal ini dibuktikan dengan banyaknya jumlah sukuk *Outstanding* mencapai 79 sukuk. Namun ekspektasi dan kenyataan tentang Obligasi Syariah di Indonesia belum dapat dikatakan sesuai dengan apa yang diinginkan. Obligasi syariah (sukuk) di Indonesia merupakan produk pasar modal yang diperhitungkan sebagai alternatif pembiayaan, namun

obligasi syariah (sukuk) masih memiliki pangsa pasar yang relatif kecil, tetapi memiliki prospek yang cukup baik untuk dikembangkan. Penerbitan obligasi syariah merupakan salah satu alternatif perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan dananya. Apabila perusahaan melakukan penerbitan maka akan meningkatkan hutang jangka panjang perusahaan dan struktur modal pun akan mengalami perubahan. Bagi investor lain atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti positif maupun negatif. Baik informasi positif maupun negatif dari peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka akan berdampak pada *return* saham perusahaan. Jika investor memandang positif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham perusahaan akan mengalami kenaikan seiring naiknya harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika investor memandang negatif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham akan mengalami penurunan seiring menurunnya harga saham perusahaan.

Berdasarkan kajian Badan Pengawas Pasar Modal (2012) yang menjelaskan bahwa perkembangan jumlah kumulatif penerbitan emisi sukuk korporasi mengalami peningkatan yang signifikan dari tahun ke tahun, namun tidak diikuti dengan volume perdagangan dipasar sekunder padahal dikatakan sukuk adalah investasi yang sangat menjanjikan. Sedangkan berdasarkan kajian pasar sekunder yang dilakukan oleh Kementrian Keuangan Republik Indonesia (2012) diungkapkan bahwa sejak pertama kali penerbitan pada tahun 2002, perkembangan sukuk di Indonesia mengalami peningkatan yang cukup baik setiap tahunnya, namun peningkatan penerbitan tersebut tidak diikuti oleh volume dan frekuensi perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder.

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan, maka identifikasi masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Apakah Nilai Penerbitan Obligasi Syariah berpengaruh pada *Cumulative Abnormal Return* pada Periode 2012-2017?
2. Apakah Rating Penerbitan Obligasi Syariah berpengaruh pada *Cumulative Abnormal Return* Periode 2012-2017?

Selanjutnya, tujuan dalam penelitian ini diuraikan dalam pokok-pokok sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah pada *Cumulative Abnormal Return* pada Periode 2012-2017?
2. Untuk mengetahui Pengaruh Rating Penerbitan Obligasi Syariah pada *Cumulative Abnormal Return* Periode 2012-2017?

B. Landasan Teori

1. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah

Nilai emisi obligasi adalah suatu pengakuan hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah atau perusahaan atau lembaga-lembaga lain sebagai pihak yang berhutang yang mempunyai nilai nominal tertentu dan kesanggupan untuk membayar bunga secara periodik atas dasar persentase tertentu yang tetap (id.wikipedia.org). Besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi ditentukan berdasarkan kemampuan aliran kas serta kinerja bisnis perusahaan tersebut. Berbeda dengan obligasi konvensional, sukuk akan mengganti penghasilan atas bunga dengan *profit and loss sharing*. (Septianingtyas, 2012)

$$\text{Sukuk Equity Ratio} = \frac{\text{Total Sukuk}}{\text{Total Equitas}}$$

2. Rating Penerbitan Obligasi Syariah

Menurut Jogiyanto (2015:166), menyarankan bahwa: “Peringkat obligasi merupakan simbol-simbol karakter yang diberikan oleh agen pemeringkatan untuk menunjukkan risiko obligasi. Peringkat obligasi perusahaan memberikan petunjuk kepada para investor tentang kualitas obligasi yang mereka inginkan.”

3. *Cumulative Abnormal Return*

Cumulative Abnormal Return (CAR) adalah penjumlahan *Abnormal Return* (AR) dari periode ke periode, untuk melihat perkembangan abnormal return selama beberapa periode (Husnan, 20: 258). Menurut Jogiyanto (2010:94), abnormal return merupakan kelebihan dari imbal hasil yang sesungguhnya terjadi (*actual return*) terhadap imbal hasil normal. Imbal hasil normal merupakan imbal hasil ekspektasi (*expected return*) atau imbal hasil yang diharapkan oleh investor.

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

C. Hasil Penelitian dan Pembahasan

Hasil Penelitian

Pada penelitian ini metode analisis data yang digunakan adalah analisis regresi linear berganda (*multiple linear regression analys*). Berikut hasil penelitian mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah perusahaan terhadap *cumulative abnormal return* yang diolah menggunakan aplikasi SPSS versi 16, yang disajikan pada Tabel 1 berikut ini:

Tabel 1. Hasil Regresi Linier Berganda

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.080	.035		2.267	.032
SER	.851	.268	.519	3.178	.004
RATING	.009	.012	.126	.771	.448

a. Dependent

Variable: CAR

Sumber : Hasil olahan SPSS 16, 2018

Berdasarkan hasil perhitungan Tabel 4.10 dengan program SPSS diketahui bahwa persamaan regresi adalah sebagai berikut:

$$CAR = \alpha + \beta x_1 + \beta x_2 + e$$

$$CAR = 0,080 + 0,851 \text{ SER} + 0,009 \text{ RATING} + e$$

Berikut ini adalah hasil analisis uji parsial (uji F) untuk mengetahui pengaruh variabel-variabel independent terhadap variabel dependen secara parsial seperti pada Tabel 2 berikut ini:

Tabel 2. Uji parsial (Uji t)

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	.080	.035		2.267	.032
SER	.851	.268	.519	3.178	.004
RATING	.009	.012	.126	.771	.448

a. Dependent Variable: CAR

Sumber : Hasil Output SPSS 16, 2018

Berdasarkan hasil uji parsial (uji

t) pada tabel 2 dapat dijelaskan pengaruh masing-masing variabel independent terhadap variabel dependen sebagai berikut :

1. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk to Equity Ratio*)

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk to Equity Ratio*) memiliki t_{hitung} sebesar 3,178 dan $t_{tabel} = 2,055$ ($3,178 < 2,055$), sedangkan tingkat signifikan sebesar $0,004 < 0,05$.

Berdasarkan perbandingan signifikansi serta t_{hitung} dengan t_{tabel} , maka H_1 ditolak. Hal tersebut dapat dikatakan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk to Equity Ratio*) terhadap *Cumulative Abnormal return*).

2. Rating Obligasi Syariah

Hasil pengolahan data menunjukkan bahwa rating obligasi syariah memiliki t_{hitung} 0,771 dan t tabel sebesar 2,055 dan nilai signifikansi $0,448 > 0,05$. Berdasarkan perbandingan signifikansi serta t_{hitung} dengan t_{tabel} maka H_2 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa secara parsial rating obligasi syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap (*Cumulative Abnormal return*)

Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh *Sukuk to Equity Retio* terhadap *Cummulative abnormal return*.

Pembahasan hasil pengujian ini adalah untuk mengungkapkan pengujian pengaruh *Sukuk to Equity Retio* terhadap *Cummulative abnormal return*. Nilai penerbitan Obligasi dengan *Sukuk to Equity Retio* (SER) sedangkan *Cummulative abnormal return* diprosikan dengan (CAR).

Dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil dari hipotesis 1. Hipotesis 1 menyatakan bahwa *Sukuk to Equity Retio* (SER) berpengaruh terhadap *Cummulative abnormal return* ini sejalan dengan penelitian yang dikemukakan oleh Ragil Maya Dewi Maulinda (2017) yang menyatakan bahwa *Sukuk to Equity Retio* (yang diproksikan dengan SER) berpengaruh positif signifikan terhadap *Cummulative abnormal return*. Pengaruh *Sukuk to Equity Retio* (SER) yang signifikan terhadap *Cummulative abnormal return* sejalan dengan teori sinyal (*signaling theory*).

Pembahasan Hasil Pengujian Pengaruh Rating Penerbitan Obligasi Syariah terhadap Cummulative abnormal return.

Pembahasan hasil pengujian ini adalah untuk mengungkapkan pengujian pengaruh *Rating Penerbitan Obligasi Syariah* terhadap *Cummulative abnormal return*. *Rating Penerbitan Obligasi Syariah* sedangkan *Cummulative abnormal return* diproksikan dengan (CAR). dengan demikian, pembahasan hasil pengujian ini merupakan pengungkapan hasil dari hipotesis . Hipotesis 2 menyatakan bahwa Kebijakan *Rating Penerbitan Obligasi Syariah* berpengaruh terhadap *Cummulative abnormal return* diproksikan dengan (CAR) dimana penelitian terdahulu mengemukakan bahwa hasil penelitian *Rating Penerbitan Obligasi Syariah* terhadap *Cummulative abnormal return* menunjukkan bahwa hasil uji t statistik tidak berpengaruh signifikan terhadap nilai perusahaan yang dilakukan oleh Maya Dewi Maulinda (2017).

D. Kesimpulan

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan untuk mengetahui Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap *Cummulative abnormal return* saham, dengan sampel 5 perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2012-2017. Penelitian ini menguji pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar modal yang diwakili oleh *cummulative abnormal return* di mana jumlah sampel yang diteliti terdapat 30 sampel yang menjadi target penelitian. Dari penelitian yang telah dilakukan dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

Perkembangan Nilai Penerbitan Obligasi syariah (Sukuk)

Laju perkembangan penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) tertinggi terjadi pada tahun 2015 yang diperoleh oleh PT. Adira Dinamika Multifinance Tbk 0.190562 dan penerbitan obligasi syariah (sukuk) terendah terjadi pada tahun 2017 yang diperoleh PT Adhi Karya Tbk sebesar 0.021295. Semakin besar sukuk equity ratio ini menunjukkan porsi sukuk yang besar dibandingkan dengan komposisi modal sendiri perusahaan lainnya.

Perkembangan Rating Obligasi Syariah (Sukuk)

Rating sukuk tertinggi terjadi pada tahun 2014, 2015, 2016 dan 2017 yang diperoleh PT Indosat Tbk, serta pada tahun 2012 pada perusahaan Mayora Indah Tbk dengan rating AAA atau setara dengan 19. Rating terendah diperoleh PT Adhi Karya (Persero) Tbk dengan rating A- atau setara dengan 12 di tahun 2012, 2013, 2015, dan 2017. Semakin besar rating sukuk ini menunjukkan semakin kecil resiko gagal bayar dan berarti semakin besar pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan investor.

Perkembangan Cumulative abnormal return

Cumulative abnormal return tertinggi terjadi pada tahun 2015 yang diperoleh PT Sumarecom Agung Tbk sebesar 0,0402 dan *cumulative abnormal return* terendah terjadi pada tahun 2015 yang diperoleh PT Adhi Karya Persero Tbk -0,0794. Semakin tinggi *cumulative abnormal return* ini menunjukkan reaksi pasar yang sangat besar pada perusahaan yang tercatat.

Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah dan Rating terhadap Cumulative abnormal return Secara Parsial dan Simultan

Variabel penerbitan obligasi syariah dan rating sukuk mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar modal.

1. Nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh terhadap *Cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian secara parsial (uji t) yang menunjukkan nilai t hitung lebih besar dari nilai t tabel.
2. Rating obligasi syariah tidak berpengaruh terhadap *Cumulative abnormal return*. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian secara parsial (uji t) yang menunjukkan nilai t hitung lebih kecil dari nilai t tabel.
3. Nilai penerbitan obligasi syariah & Rating obligasi syariah terhadap *Cumulative abnormal return* secara bersama-sama saling mempengaruhi. Hal ini dapat dilihat dari hasil pengujian secara simultan (uji F) yang menunjukkan nilai F hitung lebih besar dari nilai F tabel.

E. Saran

Dari hasil penelitian ini, peneliti mencoba untuk memberikan saran-saran yang diharapkan dapat menjadi

masukannya yang berguna bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Penulis menyarankan sebagai berikut:

1. Untuk Bursa Efek Indonesia (BEI)

Fenomena yang dipaparkan dalam penelitian ini dengan jelas menunjukkan bahwa perlu adanya perhatian khusus bagi instrumen investasi syariah di Indonesia. Penelitian ini juga membuktikan pentingnya informasi penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi Pasar Modal Indonesia. Informasi yang tersedia seharusnya dapat lebih meningkatkan minat investor dalam berinvestasi dan meningkatkan kualitas instrumen syariah yang tersedia di Pasar Modal Indonesia. Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai lembaga yang terkait dengan penelitian ini harus lebih memerhatikan keberadaan instrumen syariah di Indonesia terutama obligasi syariah (sukuk). Lembaga berbasis syariah sangat diperlukan dalam mengelola instrumen pasar modal syariah di Indonesia untuk mengoptimalkan perkembangan instrumen syariah di Indonesia.

2. Saran bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi dengan melihat kegunaannya atas suatu informasi keuangannya itu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan. Bagi seorang investor yang hendak berinvestasi harus sedikit sadar terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan

dengan perusahaan tersebut.

Informasi pasar berupa nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) merupakan salah satu indikator yang harus dipertimbangkan oleh investor dalam menentukan instrumen investasi syariah, serta memanfaatkan informasi yang tersedia di pasar secara optimal agar investasi yang dilakukan efektif dan efisien. Instrumen syariah terutama obligasi syariah (sukuk), bukanlah sesuatu yang asing lagi dalam alternatif pendanaan ataupun investasi, hanya saja kenyataan yang ada masih membuktikan bahwa perkembangannya masih belum sepesat instrumen investasi lainnya. Pelaku investasi harus lebih mempertimbangkan obligasi syariah (sukuk) sebagai alternatif pendanaan perusahaan. Manfaat yang didapat dalam berinvestasi di instrumen syariah adalah investor dapat menjalin dua hubungan investasi. Pertama, menjalin hubungan investasi dengan manusia karena memilih obligasi syariah dalam alternatif pendanaan perusahaan. Kedua, menjalin hubungan investasi dengan Allah SWT karena telah memilih obligasi syariah (sukuk) yang tidak mengandung riba atau gharar, sehingga obligasi syariah (sukuk) dapat dipastikan merupakan instrumen investasi yang halal.

1. Saran bagi Peneliti Selanjutnya

Bagi peneliti lain, alangkah baiknya menambahkan variabel yang dapat memengaruhi reaksi pasar. Penambahan periode penelitian juga merupakan pertimbangan bagi peneliti selanjutnya, karena hasil yang ditunjukkan biasanya akan berbeda dalam setiap periode. Pemilihan metode atau model pengolahan data juga merupakan hal yang penting dalam melakukan penelitian. Kesesuaian metode bergantung kepada data yang diperoleh peneliti dalam melakukan penelitian. Saran-saran untuk peneliti selanjutnya:

- a. Penelitian ini menggunakan metode market adjust model yang mungkin saja kurang akurat untuk menaksir *Cumulative abnormal return* sesungguhnya, oleh karena itu pada penelitian selanjutnya untuk menggunakan dua model atau tiga model sekaligus.
- b. Peneliti selanjutnya hendaknya menambah jumlah sampel penelitian pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI, sehingga hasilnya lebih mencerminkan keadaan reaksi pasar di Indonesia khususnya mengenai sukuk. Selain itu, juga dapat dengan memperpanjang periode penelitian dan menambah variabel-variabel lain yang potensial memberikan kontribusi terhadap perubahan variabel reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) saham perusahaan (emiten).