

## Reaksi Pasar terhadap Penerbitan *Bond* dan *Sukuk*

Fahmi Nashirul Haq Ash Shidiqi  
Universitas Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta  
e-mail: [fahmi.nashir@gmail.com](mailto:fahmi.nashir@gmail.com)

---

### Keywords:

bond, sukuk, abnormal return

### DOI:

[10.20885/JEKI.vol3.iss1.art1](https://doi.org/10.20885/JEKI.vol3.iss1.art1)

### Abstract

*As a financial instrument in the company, bond and sukuk are still in great demand for investors. Each company's decision will affect how investors react to the company's performance. The six companies sampled in this research are PT Adira Dinamika Multi, PT Indosat, PT Adhi Karya, PT Sumarrecon Agung, PT Mayora, and PT TPS Food. The analytical method used is to compare the differences with conducting independent t-test for two observations of bond and sukuk issuance. The average of sample t-tests result on bond and sukuk found that no significant mean difference, it shows the position of the bond and sukuk equally give influence to share price of a company. In the statistic t test results of the six companies, the sukuk and bonds respond quickly to the information, but unlike the results grouped between the companies with the highest and lowest rating. At the best ratings bonds and sukuk responded well, even the level of significance is very high, the speed of information received is better than the bonds and sukuk the lowest.*

---

### Abstrak

Sebagai instrumen keuangan di perusahaan, bond dan sukuk masih sangat diminati bagi para investor. Setiap keputusan perusahaan akan mempengaruhi bagaimana reaksi investor terhadap kinerja perusahaan. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah PT Adira Dinamika Multi, PT Indosat, PT Adhi Karya, PT Sumarrecon Agung, PT Mayora, dan PT TPS Food. Metode analisis yang digunakan adalah membandingkan perbedaan dengan melakukan uji signifikansi *independent sampe t-test* untuk dua pengamatan penerbitan bond dan sukuk. Hasil uji beda rata-rata pada *bond* dan *sukuk* menyimpulkan tidak terjadi perbedaan mean yang signifikan, hal ini menunjukkan posisi *bond* dan *sukuk* sama sama memberikan pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan. Pada hasil uji t statistic secara global pada keenam perusahaan terlihat *sukuk* dan *bond* merespon secara cepat informasi tersebut, namun berbeda dengan hasil yang dikelompokkan antara perusahaan yang memiliki rating terbaik dan yang terendah. Pada rating terbaik *bond* dan *sukuk* direspon baik, bahkan tingkat signifikansinya sangat tinggi, kecepatan informasi yang diterima lebih baik dibandingkan *bond* dan *sukuk* yang paling rendah.

---

## Pendahuluan

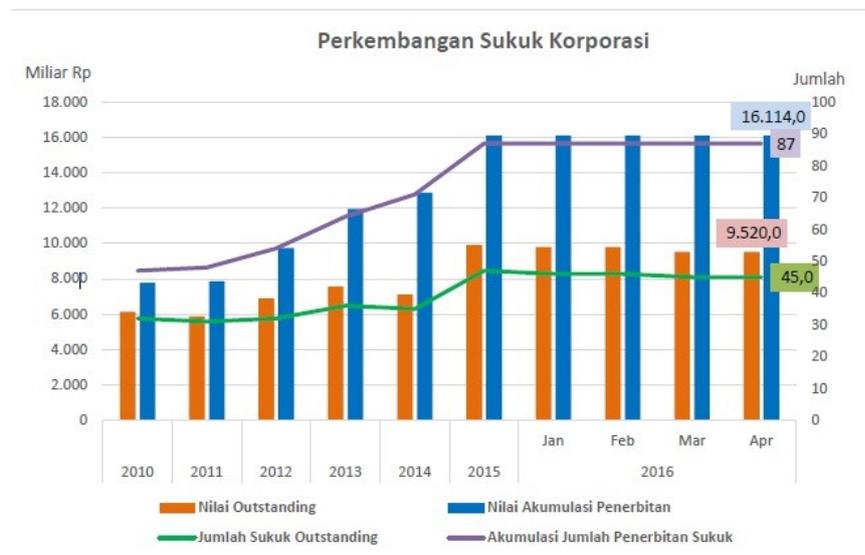
Pasar modal secara formal didefinisikan sebagai tempat memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta (Husnan, 2009). Sebagai lembaga yang mewadahi kepentingan investor, peningkatan nilai perdagangan yang terjadi di pasar modal dapat dijadikan sebagai gambaran tingkat kepercayaan investor atas kondisi ekonomi makro. Hal tersebut tentu tidak terlepas dari peran para pembuat kebijakan nasional. Pembangunan pasar modal secara optimal sebagai tempat distribusi kekayaan diharapkan akan menghasilkan dampak positif bagi investor dan masyarakat secara luas.

Instrumen investasi di pasar modal Indonesia tidak hanya instrumen investasi konvensional, namun juga instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah, misalnya *sukuk*, reksadana syariah, saham syariah. Fenomena ini merupakan berita baik bagi investor akan kinerja perusahaan. Sukuk berbeda dengan *bond*. Semenjak ada *konvergensi* pendapat bahwa bunga adalah riba, maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga (*interest-bearing instrument*) ini keluar dari daftar investasi halal.

Mengacu pada kondisi pasar dalam negeri Indonesia, pertumbuhan perekonomian semakin berkembang, kebutuhan negara dan perusahaan-perusahaan semakin meningkat. Dalam perkembangannya pihak perusahaan maupun negara membutuhkan pendanaan yang mencukupi dalam menyokong kegiatan usahanya. Investasi merupakan salah satu alternatif dalam mendukung kebutuhan tersebut, salah satu bentuk investasi diantaranya dengan penerbitan *bond* dan *sukuk*.

Di Indonesia, *sukuk* korporasi lebih dikenal dengan istilah obligasi syariah. Pada tahun 2002, Dewan Syariah Nasional mengeluarkan fatwa No:32/DSN-MUI/IX/2002 tentang *sukuk*. Sebagai tindak lanjut atas fatwa di atas, pada Oktober 2002 PT. Indosat Tbk mengeluarkan *sukuk* pertama kali di pasar modal Indonesia dengan akad *Ijarah*. Sejak tahun 2002 sampai 2006 *sukuk* korporasi mulai diramaikan, para *emiten* yang menerbitkan *sukuk* mulai meningkat hingga tercatat pada tahun 2006 *emiten* yang menerbitkan emisi *sukuk* sebanyak 17 penerbitan. Yang diakhiri dengan penerbitan *sukuk* PT PLN Ijarah pada 12 Juni 2006.

Istilah *sukuk* mulai digunakan di pasar modal Indonesia sejak akhir tahun 2006 sejalan dengan terbitnya Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah. Sebelumnya, digunakan istilah *sukuk* seperti yang difatwakan oleh DSN-MUI dalam Fatwa Nomor 32 tahun 2002 tentang *sukuk*. Sejak pertama kali penerbitan *sukuk* di Indonesia, berdasarkan Kepala Biro Standar Akuntansi dan Keterbukaan Bapepam-LK sudah 60 kali *sukuk* ini terbit dengan total emisi Rp 11,294.4 triliun dan jumlah *outstanding* yang masih aktif hingga Maret 2013 mencapai 38 penerbitan dengan nilai *outstanding* Rp 8,387 triliun.



Sumber: Situs Otoritas Jasa Keuangan (diakses 2016)

**Gambar 1.** Grafik Perkembangan *Sukuk* di Indonesia

Pertumbuhan ekonomi syariah yang semakin meningkat ini, tentunya membawa dampak positif bagi para pelaku ekonomi, tidak terkecuali pelaku ekonomi di pasar keuangan. Pertumbuhan *sukuk* global, *sukuk* ritel dan *sukuk* perusahaan menjadi daya tarik tersendiri bagi para pelaku pasar keuangan tersebut.

Khusus untuk *sukuk* korporasi, ini menjadi peluang dan alternatif yang bagus bagi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya. Pertumbuhan *sukuk* perusahaan dari tahun ke tahun juga memberikan sinyal bahwa instrumen keuangan syariah ini bisa menjadi penyokong kebutuhan sumber pendanaan perusahaan untuk saat ini dan masa mendatang, dimana perusahaan bisa menerbitkan *sukuk* sebagai alternatif pendanaannya selain menerbitkan saham yang selama ini sudah biasa dilakukan.

Reaksi investor terhadap kebijakan perusahaan dalam menerbitkan *sukuk* ataupun instrumen pasar modal yang lain dapat dikaji melalui studi peristiwa. Baik dalam konteks pasar modal konvensional maupun syariah, kegiatan perdagangan yang terjadi di pasar modal sangat tergantung pada informasi yang diterima oleh para investor. Jika suatu informasi mengenai perusahaan dianggap mengandung informasi yang baik (*good information content*), maka para investor akan cenderung meningkatkan investasinya pada instrumen-instrumen investasi yang tersedia, begitu pula sebaliknya. Konsep reaksi pasar (investor) terhadap suatu informasi ini merupakan esensi perdagangan di pasar modal dan karena itu pula menjadi ukuran apakah suatu pasar modal di suatu negara sudah efisien atau belum.

Dengan adanya penerbitan *bond* dan *sukuk*, maka pelaku pasar modal akan bereaksi pada saat dan setelah pengumuman penerbitan *bond* dan *sukuk* dipublikasikan. Untuk mengetahui reaksi dari pemodal karena adanya penerbitan *sukuk* dapat diamati pada aktivitas perdagangan saham. Harga saham diasumsikan mengalami perubahan ketika ada informasi baru dan diserap oleh pasar sehingga menghasilkan *return*. Apabila para investor menggunakan informasi yang berupa penerbitan *sukuk* dalam kegiatannya, maka publikasi penerbitan *sukuk* tersebut akan memberikan dampak berupa *return* saham.

Dari uraian tentang efek *sukuk* merupakan suatu efek yang masih mengalami perkembangan dan masih dalam kebijakan pengawasan yang masih disesuaikan, dibandingkan *bond*, *sukuk* merupakan efek baru dalam pasar modal, efek syariah mulai ramai semenjak tahun 2002, berbeda dengan obligasi yang di terbitkan lebih dulu dari semua efek *sukuk*.

Dari penjelasan di atas, maka variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *abnormal return* (AR). Variabel tersebut dipilih karena dapat digunakan untuk mengukur likuiditas dan ekspektasi ke depan perusahaan yang menerbitkan *sukuk*. Berdasarkan latar belakang masalah di atas, menarik untuk dicermati lebih lanjut mengenai besarnya reaksi para investor terhadap harga saham pada penerbitan *sukuk* dan *bond* korporasi yang ada di pasar modal, sehingga dipandang perlu untuk mengadakan sebuah penelitian yang berhubungan dengan masalah tersebut.

Pada penelitian-penelitian sebelumnya mengenai bahasan yang serupa juga sudah pernah dilakukan. Sama halnya dengan risiko penerbitan pada saham, penawaran atas pengumuman bond dan sukuk juga akan mempengaruhi pada suatu struktur modal perusahaan. Dalam penawaran sukuk dapat memungkinkan pemegang saham untuk mengalihkan risiko kepada pemegang sukuk. Oleh sebab itu penawaran sukuk akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham.

Event study yang dilakukan oleh Primadani (2016) meneliti tentang pengaruh reaksi pasar terhadap pengumuman sukuk. Peneliti menggunakan average abnormal return dan cumulative average abnormal return dalam menganalisis reaksi pasar. Hasilnya pasar merespon negatif akan penerbitan sukuk tersebut. Begitu pula penelitian yang dilakukan oleh Anis (2003). Penelitian tersebut menguji pengaruh pengumuman dividen terhadap stock return disekitar tanggal pengumuman. Hasil penelitian menyimpulkan bahwa terdapat kenaikan abnormal return yang tidak signifikan selama tanggal pengumuman dividen. Hasil penelitian ini tidak berhasil mendukung hipotesis bahwa pengumuman dividen mempunyai pengaruh positif terhadap stock returns. Perbedaan ini dimungkinkan karena keterbatasan-keterbatasan dalam penelitian ini.

Penelitian lain oleh Diansari dan Kusharyanti (2004) yang meneliti reaksi pasar atas perubahan penerbitan obligasi, menyimpulkan bahwa terdapat abnormal return saham yang signifikan pada saat pengumuman bond rating dan setelah pengumuman bond rating. Diketahui juga bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return saham sebelum pengumuman bond rating dan rata-rata abnormal return saham setelah pengumuman bond rating. Berdasarkan beberapa hasil penelitian di atas dapat disimpulkan bahwa pengaruh peristiwa yang terkait langsung dengan aktivitas ekonomi dan non ekonomi (sosial politik) terhadap reaksi pasar modal sangat bervariasi.

Penelitian Prasetya (2008) mengenai pengaruh kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan sukuk ijarah selama periode 2003-2007. Hasil dari penelitian ini menunjukkan perbedaan kinerja perusahaan sebelum dan setelah penerbitan sukuk tidak mengalami perubahan yang signifikan. Hasil penelitian ini dipengaruhi oleh jenis industri dari tiap perusahaan, sehingga hasil perhitungan masing-masing sampel perusahaan dapat berbeda dengan hasil perhitungan secara keseluruhan (empiris).

Penelitian yang dilakukan oleh Rahmawati (2009) mengenai analisis pengaruh perbedaan abnormal return dan volume trading activity sebelum dan sesudah tanggal pengumuman dividen tunai pada perusahaan yang terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII). Hasil dari penelitian ini terdapat perbedaan yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman dividen tunai, sehingga pengumuman dividen tunai ini mengandung informasi yang positif.

Event study yang dilakukan oleh Aditya (2011) yang menganalisis return saham, trading volume activity, dan abnormal return saham sebelum dan sesudah aktivitas stock split pada perusahaan yang terdaftar di Daftar Efek Syariah (DES). Penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat kenaikan abnormal return dan volume trading yang tidak signifikan selama tanggal aktivitas stock split. Hal ini dikarenakan pada saat setelah terjadinya stock split banyak para investor menghentikan aktivitas perdagangannya (suspend) diakibatkan karena terjadinya krisis global pada waktu itu, sehingga banyak para investor yang tidak bereaksi terhadap adanya kejadian aktivitas stock split.

Jogiyanto (2010) mengemukakan bahwa studi tentang kandungan informasi bertujuan untuk melihat kandungan dari suatu peristiwa yang terjadi. Suatu peristiwa dikatakan memiliki informasi apabila peristiwa tersebut terdapat abnormal return. Pasar akan bereaksi atau abnormal return akan muncul pada saat pengumuman diinformasikan. Kandungan informasi dari pengumuman penerbitan sukuk akan menginformasikan kepada pasar tentang pandangan investor terhadap efek syariah berupa sukuk ini pada masa yang akan datang. Hal ini akan memberikan perubahan pada pasar modal dimana terdapat penyesuaian harga saham ketika penerbitan sukuk diumumkan. Kandungan informasi ini didasarkan pada *signaling theory*.

Sinyal akan penerbitan sukuk dianggap dapat merubah reaksi pasar saham karena sukuk dianggap suatu efek yang rendah akan risiko, tingkat gagal bayar lebih rendah dibandingkan efek lain, pembayaran dividen sukuk tetap setiap pembayarannya, kemudian investor yang tertarik juga bukan hanya investor syariah melainkan investor konvensional pun ikut andil dalam melihat efek sukuk ini. Tingkat hutang suatu perusahaan menjadi

salah satu pertimbangan investor dalam berinvestasi, namun karena karakter sukuk bukanlah hutang, melainkan kepemilikan sekuritas atas suatu proyek tertentu, sehingga sukuk dianggap dapat menggambarkan perusahaan dalam pemenuhan kebutuhan dalam operasionalnya.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Abd Rahim dan Ahmad (2014), rata-rata abnormal return disekitar pengumuman penerbitan sukuk terdapat rata-rata yang signifikan, hasil tersebut mengindikasikan bahwa abnormal return disekitar penerbitan sukuk memuat kandungan informasi (information content) yang bermakna good news bagi investor sehingga akan memberikan keuntungan kepada investor dan keuntungan tersebut akan meningkatkan kekayaan investor, sehingga hal ini menunjukkan sukuk menjadi instrumen yang dipertimbangkan oleh investor ketika mengambil keputusan dalam perdagangan saham. Berdasarkan hal tersebut di atas maka terdapat dugaan adanya perubahan rata-rata abnormal return pada saham yang signifikan disekitar pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

## Metode Penelitian

Kriteria pengambilan sampel dari penelitian ini adalah pertama, seluruh perusahaan go public yang melakukan pengumuman penerbitan bond dan sukuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2010-2016. Jumlah Perusahaan yang menerbitkan bond dan sukuk juga menerbitkan saham dan memiliki laporan saham harian yang dipublikasikan kepada publik di sekitar pengumuman penerbitan bond dan sukuk secara lengkap dalam tahun 2010-2016. Perusahaan yang sahamnya aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Serta selama periode uji, perusahaan tidak melakukan corporate action lain seperti pengumuman kebangkrutan, stock dividend, stock split, right issue dan akuisisi untuk menghindari terjadinya bias karena adanya informasi lain.

Periode pengamatan (event window) dalam penelitian ini diambil selama 11 disekitar tanggal pengumuman, yaitu 5 hari sebelum tanggal pengumuman bond dan sukuk (pre event window), 1 hari saat pengumuman bond dan sukuk. (event date), dan 5 hari setelah tanggal pengumuman bond dan sukuk (post event period). Pengambilan periode ini dilakukan untuk menghindari confounding effect dari adanya peristiwa lain, seperti right issue, warrant, additional shores, pengumuman dividen, saham bonus, merger dan lain-lain, karena pengambilan periode yang terlalu panjang ataupun terlalu pendek akan menyebabkan pengaruh yang bias.

Penentuan 10 hari dipilih dengan alasan periode 5 hari sebelum dan sesudah penerbitan bond dan sukuk cukup untuk mengetahui ada tidaknya perubahan yang ada pada abnormal return. Jika menggunakan waktu kurang dari 5 hari ada kemungkinan pasar modal relatif lambat menyerap informasi yang berkembang untuk harga keseimbangan baru. Jika menggunakan periode lebih dari 5 hari dikhawatirkan akan terjadi bias pada kesimpulan yang di ambil, karena terpengaruh dengan faktor lain seperti right issue, warrant, additional shores, pengumuman dividen, saham bonus, merger dan lain-lain. Ataupun juga kemungkinan efek bauran menyebabkan ukuran reaksi pasar menjadi tidak akurat mengingat adanya lebih dari satu event yang mempengaruhi.

## Peristiwa pengumuman penerbitan bond dan sukuk korporasi

Suatu informasi akan memberikan keseimbangan terhadap pasar, baik segala informasi yang masuk menjadikan pasar bergerak sesuai dengan keseimbangannya atau tidak. Salah satu informasi yang penulis angkat berupa informasi akan penerbitan bond dan sukuk. Event penerbitan bond dan sukuk merupakan corporate action yang biasa mempengaruhi harga saham pada perusahaan, sehingga dengan adanya penerbitan bond dan sukuk bisa memberikan informasi terhadap investor yang dilakukan oleh perusahaan. Dengan diterbitkannya bond dan sukuk diharapkan memberikan perubahan harga saham dan volume perdagangan di sekitar pengumuman tersebut.

## Abnormal Return

Abnormal return atau excess return merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi dalam return normal. Return normal merupakan return ekspektasian (return yang diharapkan oleh investor). Dengan demikian abnormal return adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasian.

Dalam menghitung abnormal return penulis menggunakan market Adjusted model, yang menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pasar saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

## Hasil dan Pembahasan

Setelah dilakukan pengambilan sampel Objek penelitian penulis mensortir dari 12 perusahaan menjadi 6 perusahaan, karena penulis membatasi sampel dengan beberapa criteria di antaranya perusahaan yang sahamnya masih aktif dan berada di bursa efek dalam kurun waktu 2010-2016. Kemudian perusahaan yang sama-sama

menerbitkan efek *sukuk* dan *bond*, dan perusahaan yang menerbitkan telah *go public* yang terdapat di bursa efek. Dengan batasan tersebut maka perusahaan yang terpilih sebanyak enam perusahaan di antaranya, PT Adira Dinamika Multi, PT Indosat, PT Adhi Karya, PT Sumarrecon Agung, PT Mayora, dan PT TPS Food.

### Pengujian T Statistik Pada Bond

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji t dengan taraf signifikansi 1%, 5%, 10% yang dilakukan terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerbitan *bond* korporasi. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui signifikansi pengaruh yang ditimbulkan oleh pengumuman penerbitan *sukuk* di sekitar pengumuman terhadap perubahan harga saham perusahaan yang menerbitkan *sukuk* di Bursa Efek Indonesia dilihat dari perhitungan *abnormal return*. Berikut adalah hasil uji t terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerbitan *Bond* korporasi:

**Tabel 1:** Signifikansi Rata-rata *Abnormal Return* pada Efek Penerbitan *Bond* 2010-2016

Hari	AAR	t hitung	Signifikansi
-5	-0.00127	-0.34793	
-4	-0.04487	-1.07679	
-3	-0.00040	-0.10108	
-2	0.00780	2.02626	*
-1	-0.00514	-0.44163	
0	0.00600	0.72253	
1	0.00324	0.54292	
2	-0.00263	-0.55038	
3	-0.00918	-2.31174	**
4	0.00001	0.00118	
5	0.00419	1.12015	

\* pengujian tingkat 10% ( $t > 1.725$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 \*\* pengujian tingkat 5% ( $t > 2.086$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 \*\*\* pengujian tingkat 1% ( $t > 2.845$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 df = 21-1

Pada table 1 di atas menggambarkan adanya *abnormal return* yang direspon baik secara positif maupun negative, yang signifikan dengan nilai *abnormal return* 0.00780 pada t-2 dengan tingkat signifikansi sebesar 10% dengan asumsi  $2.026 > 1.725$ , yang menggambarkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara positif oleh para investor.

Kemudian *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t+3 dengan nilai 0.00780 pada tingkat signifikansi sebesar 5% dengan asumsi  $-2.311 > 2.086$ . Hal ini menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara negative oleh para investor.

### Pengujian t Statistik Pada Sukuk

Pengujian hipotesis ini menggunakan uji t dengan taraf signifikansi 1%, 5%, 10% yang dilakukan terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerbitan *sukuk* korporasi. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui signifikansi pengaruh yang ditimbulkan oleh pengumuman penerbitan *sukuk* di sekitar pengumuman terhadap perubahan harga saham perusahaan yang menerbitkan *sukuk* di Bursa Efek Indonesia dilihat dari perhitungan *abnormal return*. Berikut adalah hasil uji t terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerbitan *sukuk* korporasi.

Tabel menggambarkan adanya *abnormal return* yang direspon baik secara positif maupun negative, yang signifikan dengan nilai *abnormal return* 0.01273 pada t-1 dengan tingkat signifikansi sebesar 10% dengan asumsi  $1.260 > 1.833$ , yang menggambarkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara positif oleh para investor.

Kemudian *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t+1 dengan nilai 0.01900 pada tingkat signifikansi sebesar 10% dengan asumsi  $-2.187 > 2.262$ , hal ini menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara positif oleh para investor. *Abnormal return* yang signifikan terjadi pada t+4 dengan nilai -0.01333 pada tingkat signifikansi sebesar 10% dengan asumsi  $-2.032 > 1.833$ , hal ini menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara negatif oleh para investor.

Kemudian *abnormal return* yang signifikan terjadi pada t+1 dengan nilai 0.01192 pada tingkat signifikansi sebesar 5% dengan asumsi  $2.294 > 2.262$ , hal ini menunjukkan adanya *abnormal return* yang signifikan yang di respon secara positif oleh para investor.

**Tabel 2:** Signifikansi Rata-rata *Return* Tidak Normal pada Efek Penerbitan *Sukuk* 2010-2016

Hari	AAR	t hitung	Signifikansi
-5	0.00641	1.02811	
-4	0.00430	0.52867	
-3	0.01244	0.99332	
-2	0.00252	0.35991	
-1	0.01273	2.12020	*
0	0.00866	1.26070	
1	0.01900	2.18740	*
2	-0.00045	-0.07448	
3	-0.00670	-1.75521	
4	-0.01333	-2.03296	*
5	0.01192	2.29466	**

\* pengujian tingkat 10% ( $t > 1.833$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 \*\* pengujian tingkat 5% ( $t > 2.262$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 \*\*\* pengujian tingkat 1% ( $t > 3.20$  untuk pengujian dua sisi dengan k besar)  
 df = 10-1

Sumber: data diolah

#### Pengujian *t-Test: Paired Two Sample for Means*

Pengujian hipotesis ini menggunakan *t-Test: Paired Two Sample for Means* uji t dengan taraf signifikansi 5%, yang dilakukan terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerrbitan *bond* dan *sukuk* korporasi. Tujuan dari pengujian ini adalah untuk mengetahui varian dari kedua efek yang bidangnya sama namun berbeda dalam segi data yang ditimbulkan oleh pengumuman penerbitan *bond* dan *sukuk* terhadap perubahan harga saham perusahaan di Bursa Efek Indonesia dilihat dari perhitungan *abnormal return*. Berikut adalah hasil *t-Test: Paired Two Sample for Means* terhadap rata-rata *abnormal return* saham di sekitar pengumuman penerbitan *bond* dan *sukuk* korporasi:

**Tabel 3:** *t-Test Paired Two Sample for Means* untuk Rata rata *Return* Tidak Normal pada Efek Penerbitan *Bond* dan *Sukuk* 2010-2016

Hasil	Variable 1	Variable 2
Mean	-0.0038	0.0044
Variance	0.0002	0.0001
Observations	11	11
Pearson Correlation	0.2753	
Hypothesized Mean Difference	0	
Df	10	
t Stat	-1.7871	
P(T<=t) one-tail	0.0521	
t Critical one-tail	1.8124	
P(T<=t) two-tail	0.1042	
t Critical two-tail	2.2281	

Sumber: data diolah

Dari table 3 variabel 1 merupakan variabel *bond* dan variabel 2 merupakan variabel *sukuk*. Hasil uji pada table 3 di atas dengan menggunakan pengujian *t-Test: Paired Two Sample for Means* pada tingkat signifikansi 0.05 menunjukkan data *abnormal return bond* dan *sukuk* tidak signifikan dengan hasil data  $0.052108 > 0.05$ .

Perkembangan investasi di pasar modal mempunyai daya tarik sendiri bagi para investor, berbagai informasi investor cari untuk keperluan dalam mengamankan dananya, investasi di dunia saham menjadi salah satu hal yang paling di minati oleh para investor, sehingga likuiditas suatu perusahaan atas asset dan hutang menjadipertimbangan para investor.

Setiap surat hutang yang diterbitkan perusahaan menjadi suatu *signal* kepada investor menilai perusahaan tersebut, apakah surat hutang ini dapat memberikan informasi yang positif atau negatif.

Peranan *bond* dan *sukuk* juga ikut mempengaruhi reaksi pasar terhadap harga saham itu tersendiri, dengan adanya penelitian ini penulis memaparkan hubungan investor dengan penerbitan surat hutang perusahaan berupa *bond* dan *sukuk* dari berbagai macam sudut pandang. Pada dasarnya perusahaan yang dalam penelitian oleh penulis bergerak dengan berbeda beda bidang, dimulai dari telekomunikasi, makanan, pembiayaan, *manufactur* dan lain sebagainya, hal ini menjadikan karakter sendiri perusahaan menilai surat utang yang akan di terbitkan.

Dari keenam perusahaan yang menjadi objek penelitian penulis, terlihat asset, bidang, besaran hutang yang di terbitkan, dan waktu penerbitan memiliki data yang berbeda-beda. Disini memberikan banyak pertimbangan dan hasil yang berbeda-beda, sehingga didalam penelitian ini penulis membagi tahapan uji analisis data dengan beberapa tahapan, dimulai dengan perhitungan tingkat risiko dengan mengetahui variansi tingkat efek *bond* dan *sukuk* tersebut per penerbitan setiap masing-masing perusahaan, kemudian melakukan uji t statistik dengan uji dua sisi antara *bond* dan *sukuk*, dan yang terakhir sama seperti pengujian sebelumnya melakukan uji yang sama namun perusahaan yang menjadi objek penellitian diklasifikasikan berdasarkan tingkatan rating yang di peroleh masing-masing perusahaan menurut PT Pefindo sebagai badan pemeringkat rating perusahaan di dalam bursa.

Terlihat dari hasil uji individu, beberapa perusahaan terlihat ada yang mengalami abnormal return yang signifikan dengan loncatan rata rata abnormal return yang cukup tinggi dari seluruh hasil abnormal return, perusahaan Adira Dinamika Multi pada terbitan *bond* tanggal 13 November 2014 memiliki abnormal return paling tinggi dengan nilai varian 0.0053 di bandingkan dengan varian lainnya. Kemudian di ikuti dengan *sukuk* nya indiat dengan varian 0.014.

Pada hasil perhitungan risiko masing-masing perusahaan terlihat dua perusahaan ini paling terpengaruhi dengan adanya abnormal return yang memiliki varian paling tinggi, memang terlihat dari capital market kedua perusahaan tersebut terbilang paling tinggi dibanding yang lainnya. Selain itu kedua perusahaan tersebut juga memiliki peringkat rating yang baik sehingga banyak investor memusatkan perhatiannya kepada kedua perusahaan ini dibanding yang lainnya. Dari hasil perhitungan varian terlihat hampir semua perusahaan menunjukkan adanya abnormal return yang dapat merubah harga saham perusahaan, namun secara individu kita bisa bedakan dari masing masing penerbitan yang memiliki perubahan yang paling signifikan dan perubahan yang masih terbilang efisien.

Kemudian pada tahapan uji yang kedua, dengan melakukan uji t statistik menunjukkan adanya respon yang signifikan baik sebelum maupun sesudah pengumuman *bond* dan *sukuk*. Penerbitan *bond* dan *sukuk* menjadi titik peneletian atau disebut juga dengan  $t_0$ . Penulis mengambil hari  $k$   $t_0$  dengan asumsi sekitar pengumuman *bond* dan *sukuk* terjadi respon-respon yang dilakukan oleh investor, biasanya sebelum penerbitan efek *bond* dan *sukuk* terlebih dahulu diumumkan bahwa perusahaan tersebut akan melakukan penerbitan surat hutang, biasanya dalam kurun waktu seminggu sebelum penerbitan dilakukan, sehingga ketika adanya  $t_0$  sebagai penerbitan efek maka dipastikan informasi penerbitan telah bocor terlebihdahulu ke investor, namun permasalahan yang penulis paparkan disini adalah adak tidaknya kebocoran informasi tersebut direspon oleh investor secara signifikan, baik *positive* maupun *negative*, karena kebiasaan investor merespon suatu efek ada kalanya dengan cepat dan ada kalanya lambat.

Pada pengujian t statistik ini penulis mengambil jendela waktu selama 11 hari yang meliputi  $t-5$  sampai  $t-1$  sebagai jendela waktu sebelum penerbitan efek *bond* dan *sukuk*, jendela watu ini merupakan jarak antara pengumuman akan diterbitkannya efek dengan waktu penerbitan efek tersebut diterbitkan, kemudian  $t_0$  yang merupakan sebagai *event date*, yakni waktu terjadinya penerbitan efek *bond* dan *sukuk*, dan  $t+1$  sampai  $t+5$  sebagai hari setelah penerbitan efek *bond* dan *sukuk*.

Pada Pengujian T Statistik pada *bond* menunjukkan ada dua hari yang signifikan, dengan  $t-2$  secara positif dan  $t+3$  secara negative, melihat hasil data tersebut menunjukkan investor merespon sebelum dan sesudah listing efek *bond* tersebut. Para investor merespot dengan cepat akan penerbitan *bond* sebagai informasi *good news* bagi mereka, sehingga respon investor positif, namun setelah 3 hari melakukan pengamatan, tepatnya

setelah penerbitan, kemudian investor merespon secara negative informasi *bond* tersebut, investor menanggapinya bahwa *bond* mengandung informasi bad news bagi mereka.

Pada pengujian T statistik pada *sukuk* menunjukkan *sukuk* direspon secara signifikan, terlihat dengan t-1 *sukuk* mengalami respon positif, kemudian mengalami respon yang signifikan kembali pada t+1, t+4, dan t+5. Informasi yang masuk menurut investor merupakan berita yang *good news*, investor menanggapi *sukuk* secara *positive*.

Dari kedua efek *bond* dan *sukuk* menunjukkan sama-sama terjadi perubahan *abnormal return* sebelum dan sesudah penerbitan efek, hal ini menunjukkan bahwa selama rentan waktu kebocoran informasi pada sebelum penerbitan *bond* dan *sukuk* ada *abnormal return* yang signifikan dalam hari-hari tertentu. Hal ini menyimpulkan bahwa investor selalu memantau perkembangan *bond* dan *sukuk* sehingga sebelum diterbitkannya pun para investor sudah meresponnya dengan cepat. Melihat hasil data *t-Test: Paired Two Sample for Means* pada *bond* dan *sukuk* untuk keenam perusahaan yang menjadi objek penelitian menyimpulkan tidak terjadi perbedaan mean yang signifikan, hal ini menunjukkan posisi *bond* dan *sukuk* sama sama memberikan pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan.

Kemudian pada tahapan uji yang ketiga penulis mengklasifikasi kan perusahaan berdasarkan ratingnya, penulis mengklasifikasikan dengan 2 golongan, yang pertama, golongan perusahaan yang memiliki rating paling baik diantara yang lainnya, dan golongan yang kedua merupakan perusahaan yang memiliki rating terendah dibandingkan yang lainnya, hasil dari pengklasifikasian tersebut maka didapatkan perusahaan yang memiliki rating tertinggi meliputi perusahaan : Adira Dinamika multi, Indosat dan Mayora, sedangkan untuk perusahaan yang tergolong memiliki rating rendah menurut pefindo meliputi : Adhi Karya, Summarecon Agung, dan TPS Food.

Hasil dari pengklasifikasian pada rating golongan baik, didapatkan hasil pada efek *bond* dengan signifikansi 1% untuk t-4, t-3, t-2, t-1, dan t+3, kemudian signifikansi 5% terjadi pada t+1 dan t+2, dan signifikansi 10% terjadi pada t0 dan t+5, sedangkan pada *sukuk* signifikansi pada 1% terjadi pada t+4 dan signifikansi 10% terjadi pada t-5 dan t+2.

Melihat hasil data *t-Test: Paired Two Sample for Means* pada *bond* dan *sukuk* untuk ketiga perusahaan yang memiliki rating tinggi tidak terjadi perbedaan mean yang signifikan, hal ini menunjukkan posisi *bond* dan *sukuk* sama sama memberikan pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan.

Sedangkan hasil pada rating golongan rendah, semua perusahaan yang menjadi objek penelitian tidak merespon satu haripun terhadap abnormal return, baik itu *bond* maupun *sukuk*, hal ini menyimpulkan bahwa tidak adanya perubahan *abnormal return* yang signifikan di dalam penerbitan *bond* dan *sukuk* untuk rating rendah.

Melihat hasil data *t-Test: Paired Two Sample for Means* pada *bond* dan *sukuk* untuk ketiga perusahaan yang memiliki rating rendah tidak terjadi perbedaan *mean* yang signifikan, hal ini menunjukkan posisi *bond* dan *sukuk* sama sama memberikan pengaruh terhadap harga saham suatu perusahaan

Pada hasil uji t statistic secara global pada keenam perusahaan terlihat *sukuk* dan *bond* merespon secara cepat informasi tersebut, namun berbeda dengan hasil yang dikelompokan antara perusahaan yang memiliki rating terbaik dan terendah. Pada rating terbaik *bond* dan *sukuk* direspon baik, bahkan tingkat signifikansinya sangat tinggi, kecepatan informasi yang diterima lebih baik dibandingkan *bond* dan *sukuk* yang paling rendah.

Pada *bond* dan *sukuk* dengan rating terendah tidak terjadi hari-hari yang signifikan, pada kelompok ini dapat disimpulkan bahwa efek *bond* dan *sukuk* tidak mempengaruhi harga saham suatu perusahaan, likuiditas dan asset suatu perusahaan akan suatu surat hutang bukan termasuk informasi yang terlalu jadi objek perhatian investor, dikarenakan dengan struktur asset dan likuiditas yang ternilai investor sebagai suatu perusahaan yang relative kecil untuk meninvestasikan dananya.

Dari penjelasan secara rinci yang telah penulis paparkan sebelumnya, dapat ditarik kesimpulan bahwa, investor lebih tertarik pada keamanan suatu dananya dan tingkat keuntungan yang diharapkan, terlihat jelas dari perhitungan risiki, uji signifikansi investor lebih memilih merespon pada perusahaan seperti indosat, adhi karya dan mayora, ini merupakan perusahaan yang terbilang memiliki keutamaan dari pada perusahaan lainnya, melihat capital market, asset dan nilai efek yang diterbitkan jauh lebih banyak dibandingkan perusahaan yang terbilang masih memiliki beberapa criteria yang rendah, sehingga jelas investor lebih tertarik dengan seberapa banyak dia mendapatkkan keuntungan dan seberapa banyak keamanan dana yang diinvestasikannya itu, karena seperti analisa yang keumuman investor ketahui, bahwa perusahaan besar kemungkinan bangkrut dalam jangka pendek merupakan kemungkinan yang kecil, serta dilihat underlying asset nya memungkinkan menjadi jaminan investor dalam wujud dari sebuah investasinya.

Nampak jelas pada hasil ketiga perusahaan yang memiliki rating rendah tidak ada satu haripun yang direspon, jelas pada hasil data tersebut menunjukkan investor ragu akan investasi terhadap ketiga perusahaan yang memiliki rating rendah, sehingga baik *bond* dan *sukuk* dapat disimpulkan sama seperti event-event yang lain, bahwa pengaruh sebuah informasi bukan hanya terletak pada suatu event nya saja namun terletak pada besar

kecilnya perusahaan tersebut, makin dipercaya investor makin besar pula respon yang diberikan, makin kecil perusahaan maka akan semakin kecil pula pengaruh investor terhadap perusahaan tersebut.

Karakteristik investor juga menunjukkan lebih menyukai kepada tingkat keuntungan, pada asumsi awal penulis jelaskan bahwa *sukuk* memiliki keuntungan lebih dibandingkan *bond*, karena selain investor syariah *sukuk* juga diminati oleh investor konvensional, berbeda halnya dengan *bond* yang masih memiliki investor konvensional saja, namun hasil akhir dari penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat keuntunganlah yang sangat mendominasi reaksi pasar, sehingga landasan syariah menjadi pertimbangan selanjutnya setelah keuntungan yang diharapkan.

## Kesimpulan

Berdasarkan hasil pengujian baik dengan indikator abnormal return, disimpulkan terdapatnya perubahan yang signifikan terhadap penerbitan bond dan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan, namun tidak semua bond dan sukuk direspon oleh pasar.

*Bond* cenderung pergerakannya lebih direspon oleh pasar, hal ini disebabkan karena pasar sudah familiar dengan bond yang diterbitkan perusahaan, karena terlihat jelas efek bond lebih banyak di terbitkan oleh perusahaan tersebut dibandingkan sukuk. *Bond* lebih memiliki signifikansi lebih banyak dibandingkan sukuk sehingga investor cenderung lebih menyukai bond dibandingkan sukuk, tingkat keuntungan menjadi alasan kuat mengapa bond lebih diminati. Adanya respon yang signifikan pada bond dan sukuk pada pengujian secara keseluruhan, sedangkan dengan pengklasifikasian menurut rating, bond dan sukuk hanya direspon ketika perusahaan itu dikatakan baik.

## Daftar Pustaka

- Aditya, I. (2011). *Analisis Return Saham, Trading Volume Activity, dan Abnormal Return Saham Sebelum dan Sesudah Aktivitas Stock Split*. Skripsi UIN Sunan Kalijaga, Yogyakarta
- Anis, I.(2003). Pengaruh Pengumuman Dividen Terhadap Stock Return disekitar Tanggal Pengumuman: Pengujian Signaling Hypothesis pada Bursa Efek Jakarta, *Media Akuntansi, Auditing dan Informasi* , (3) 1: 76-99
- Diansari, E. & Kusharyanti. (2004). Reaksi Pasar Atas Perubahan Pemingkatan Obligasi, *Jurnal Wahana*, (7) 2, 113-125
- Jogiyanto, H. (2010). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi Edisi ketujuh*, Yogyakarta: BPFE
- Husnan, S. Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas. Cet. Keempat, Yogyakarta: AMP YKPN, 2005.
- Primadani, R. (2013). Reaksi Pasar Terhadap Penerbitan Obligasi Syari'ah Pada Tahun 2005-2011, *Jurnal Ilmu Manajemen*, (1) 1
- Prasetya, D. (2008). *Analisis Pengaruh Kinerja Perusahaan Sebelum dan Setelah Penerbitan Sukuk Ijarah dengan menggunakan Dummy Variable selama periode 2003-2007*. Skripsi Universitas Indonesia, Depok
- Rahmawati, Y. (2009). *Analisis Pengaruh Perbedaan Abnormal Return dan Volume Trading Activity Sebelum dan Sesudah Tanggal Pengumuman Deviden Tunai Pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index (JII)*. Skripsi tidak dipublikasikan, UIN Sunan Kalijaga, Yogyakarta