

**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)**

**MUJAHID**

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Padjadjaran

**TETTET FITRIJANTI**

Program Studi Akuntansi, Fakultas Ekonomi, Universitas Padjadjaran

**ABSTRACT**

*This research was carried out to determine whether there is any effect of the issuance of Islamic bonds (sukuk), represented by the value and rating of the issuance to market reaction are depicted with cumulative abnormal stock return. Islamic bond issuance variable value with comparisons drawn to the total nominal value of equity issuance, sukuk to equity ratio. Islamic bond rating variable are converted into interval form of a letter issued by PT. Pefindo. Cumulative abnormal stock return variable is described as the sum of abnormal return from stock price of each company at about the publication of Islamic bonds (sukuk), which can be obtained if investors divested their shares in the stock market.*

*This research used descriptive method with survey approach. The subjects of this research are 14 companies that have issued Islamic bonds (sukuk) and have been listed on the Indonesia Stock Exchange in the period 2002 up to 2009. Statistical method used in this research was multiple linear regression method which at first, the normality was tested by Kolmogorov-Smirnov. The hypothesis test was at significance level for 5%.*

*The result of these hypothesis showed that there is no significant influence of the*

*issuance of Islamic bonds (sukuk) to cumulative abnormal stock return. The coefficient of determination is 19.5%. It means that the ability of independent variables, in this case the value and rating of the issuance of Islamic bonds (sukuk), to explain the dependent variable of cumulative abnormal stock return of sample firms amounted to 19.5%. The significance level from t test is greater than  $\alpha$ , it means that the  $H_0$  hypothesis was may not rejected, so there is no influence from the issuance of Islamic bonds (sukuk) to cumulative abnormal stock return. From the regression analysis, the  $b_1$  coefficient is negative (-0.034), which indicates the opposite direction of the relationship between the issuance of Islamic bonds (sukuk) and cumulative abnormal stock return. While the  $b_2$  coefficient is also negative (-0.016), which may indicate the opposite direction relationship between the rating of the issuance of Islamic bonds (sukuk) and cumulative abnormal stock return*

***Keywords: Islamic bond issuance, rating, cumulative abnormal stock return***

## **I. PENDAHULUAN**

Mengacu pada kondisi pasar dalam negeri Indonesia, industri perbankan dan keuangan syariah tumbuh dengan pesat. Menurut data Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia 2009, Sepanjang 2008 dan 2009 pemerintah telah menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebanyak 4 kali dengan total akumulatif mencapai Rp 19,8 triliun. Awal tahun 2009 pemerintah menerbitkan Obligasi syariah (sukuk) ritel seri SR-001 dan obligasi syariah (sukuk) global SNI 14. Untuk penerbitan obligasi syariah (sukuk) global sebesar 650 juta US dolar mengalami *over subscribed* hingga 7 kali lipatnya atau 4,7 miliar US dolar.

Kelebihan permintaan atas obligasi syariah (sukuk) global yang cukup besar ini menjadi sinyal prospek obligasi syariah (sukuk) sebagai alternatif sumber pembiayaan untuk membiayai pembangunan dalam negeri, khususnya pembangunan infrastruktur. Sedangkan

penerbitan obligasi syariah (sukuk) korporasi tahun 2009 sebesar Rp 2,070 triliun. Naik 34,94 persen dibandingkan tahun 2008 sebesar Rp 1,534 triliun. (**Ali Rama, [www.isefid.org](http://www.isefid.org)**).

Fakta pesatnya pertumbuhan ekonomi syariah ini tentu membawa dampak positif bagi para pelaku ekonomi, tidak terkecuali pelaku ekonomi di pasar keuangan. Pertumbuhan obligasi syariah (sukuk) global, obligasi syariah (sukuk) negara dan obligasi syariah (sukuk) perusahaan menjadi daya tarik tersendiri bagi para pelaku pasar keuangan tersebut. Khusus untuk obligasi syariah (sukuk) perusahaan, ini menjadi peluang dan alternatif yang bagus bagi perusahaan dalam memenuhi kebutuhan dananya. Pertumbuhan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dari tahun ke tahun juga memberikan sinyal bahwa instrumen keuangan syariah ini bisa menjadi penyokong kebutuhan pendanaan perusahaan untuk saat ini dan masa mendatang, di mana perusahaan bisa menerbitkan obligasi syariah (sukuk) sebagai alternatif pendanaannya selain menerbitkan saham yang selama ini sudah biasa dilakukan.

Sebagaimana diketahui, secara umum untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dalam menjalankan aktivitasnya, perusahaan dapat memilih alternatif sumber dana tambahan yang ada, antara lain melalui saham atau hutang jangka panjang (obligasi). Kedua jenis sumber dana ini memiliki kelebihan dan kekurangan yang harus dipertimbangkan oleh perusahaan karena akan mengubah struktur modal (*capital structure*) yang ada.

Perusahaan cenderung memilih penerbitan saham karena karakteristiknya yang lebih fleksibel (tidak ada kewajiban mengikat untuk membayar bunga dan pokok pinjaman) dibandingkan obligasi yang terkesan lebih kaku. Namun, jika dilihat dari keleluasaan dalam pengambilan keputusan, perusahaan lebih menyukai pendanaan obligasi daripada saham.

Di pasar modal Indonesia terdapat beberapa perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan saham, juga menerbitkan obligasi. Penerbitan obligasi ini bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan sinyal bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya di masa datang. (**Lucy Sumardi,**

2007).

Penelitian - penelitian sebelumnya mengenai topik serupa juga sudah pernah dilakukan. Sama halnya dengan penerbitan saham, penawaran obligasi juga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Penawaran obligasi akan memungkinkan pemegang saham mengalihkan risiko ke pemegang obligasi. Oleh sebab itu penawaran obligasi akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham. **Spieß dan John (1999)**, meneliti kinerja saham dalam jangka panjang setelah penawaran obligasi. Hasilnya menunjukkan bahwa kinerja *cumulative abnormal return* saham dalam jangka panjang adalah *underperformance*, baik obligasi biasa maupun *convertible bond*. Hasil penelitian ini bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa *cumulative abnormal return* mengikuti pengumuman obligasi adalah negatif dan tidak signifikan. Sebaliknya pembelian kembali obligasi akan meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan, yang akan direspon negatif oleh pemegang saham dan investor, sehingga harga saham akan menurun disekitar pengumuman penarikan kembali obligasi yang beredar. Penelitian lainnya dilakukan oleh **Lucy Sumardi (2007)** yang meneliti analisis pengaruh penerbitan obligasi terhadap *cumulative abnormal return* saham di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2006. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* saham.

Dari latar belakang tersebut, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat pengaruh antara penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh nilai dan rating terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

## II. KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Setiap perusahaan memerlukan modal untuk melakukan kegiatan operasionalnya.

Modal yang digunakan oleh perusahaan tersebut bisa berasal dari luar ataupun dari dalam perusahaan sendiri. Modal dari dalam bisa berasal dari laba ditahan, saham biasa dan saham preferen yang diterbitkan perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari luar adalah hutang yang diambil oleh perusahaan. Dimana modal yang berasal dari hutang dalam jangka panjang atau menengah, bisa berbentuk obligasi. Saham, baik saham biasa maupun saham preferen, dan obligasi yang diterbitkan perusahaan merupakan instrumen keuangan yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia. Upaya perusahaan untuk mendapatkan dan menambah modal ini menjadi bagian yang tidak terpisahkan dari kegiatan berinvestasi, terutama di pasar modal.

Pada penelitian ini, penulis tertarik untuk membahas tentang penerbitan obligasi syariah (sukuk) sebagai salah satu bentuk investasi dan pendanaan bagi perusahaan. Selain sebagai salah satu bentuk pendanaan bagi perusahaan, penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini juga dapat mempengaruhi investasi saham. **Nafiah Afaf (2008)** juga menjelaskan bahwa penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang di timbulkan dari adanya penggunaan hutang. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal.

Kemampuan penerbitan obligasi syariah (sukuk) dalam mempengaruhi investasi saham ini cukup beralasan melihat nilai manfaat yang terdapat dari penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini. Selain itu, potensi penerbitan obligasi syariah (sukuk) ke depan juga diprediksi akan semakin besar. **Ali Arsalan Tariq (2004)** menjelaskan manfaat obligasi

syariah (sukuk) sebagai berikut:

*“Generally, Sukuk are asset-backed, stable income, tradable and Shari’ah compatible trust certificates. The primary condition of issuance of Sukuk is the existence of assets on the balance sheet of the government, the monetary authority, the corporate body, the banking and financial institution or any entity which wants to mobilize the financial resources. The identification of suitable assets is the first, and arguably most integral, step in the process of issuing Sukuk certificates. Shari’ah considerations dictate that the pool of assets should not solely be comprised of debts from Islamic financial contracts (e.g. Murabaha, Istisna)”.*

Momentum penerbitan obligasi syariah (sukuk) harus menjadi informasi strategis yang berlevel tinggi yang menempatkan isu, tantangan dan peluang *Sustainability Development* bagi perusahaan dan sektor keuangan, khususnya keuangan Islam. Untuk melihat sejauh mana investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut dilakukan pengujian kandungan informasi peristiwa pengumuman atau penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang dapat diukur dengan menggunakan tingkat *return* saham.

Menurut **Jogiyanto (2008)**, pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Jika digunakan *abnormal return* maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Secara umum, hubungan antara tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh

perusahaan dengan kinerja pasar perusahaan masih sangat beragam. Secara teoritis, ada hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja pasar perusahaan. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga merupakan salah satu pengungkapan atas strategi pendanaan perusahaan sehingga pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan idealnya akan mempengaruhi keputusan investor yang tercermin dalam tingkat *return* saham. Hal ini disebabkan karena strategi penerbitan obligasi syariah (sukuk) telah terbukti memberikan nilai lebih kepada perusahaan maupun negara dalam mendorong ekspansi perusahaan dan pembangunan negara seperti yang dikemukakan oleh **Umar Mohammed Idris (2007)**:

*“Sukuk is a very important tool for the mobilization of the Islamic funds, since a big amount of the Islamic funds is inactive in the economy. Sukuk issuance has greatly contributed in the enhancement of more infrastructural developments in many of the Muslim countries by issuing sukuk that provide capital for mega projects”*

**Muhammad Firdaus, dkk dalam Sunarsih (2008)** juga mengatakan, Pada saat ini, yaitu mulai tahun 2002, di Bursa Efek Indonesia diperdagangkan instrumen keuangan baru, yaitu obligasi syariah. Obligasi syariah ini diterbitkan selain untuk menutupi kebutuhan modal kerja juga bisa digunakan untuk pembangunan infrastruktur baik oleh perusahaan atau pemerintah. Dengan demikian, obligasi syariah bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan. Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional. Tetapi kecenderungan investor memang berbeda-beda karena sudut pandang yang digunakan untuk menganalisis dan memprediksi investasi yang akan mereka lakukan pun berbeda. Walaupun kepedulian investor dan perusahaan makin berkembang pada alternatif investasi dan pendanaan bagi mereka, seperti adanya obligasi syariah (sukuk) ini, tetapi belum semua perusahaan menggunakan obligasi syariah (sukuk) sebagai instrumen pendanaannya selain saham yang memang masih dominan hingga saat ini. Mengacu kepada Siaran Pers BAPEPAM-LK pada

31 Desember 2009 yang menyatakan bahwa:

*”Selama tahun 2009 terdapat 12 sukuk dari 7 Emiten yang memperoleh Pernyataan Efektif dari Bapepam-LK dengan total nilai emisi dari penerbitan sukuk tersebut sebesar Rp 1,22 triliun. Sampai dengan 29 Desember 2009, jumlah sukuk yang beredar telah mencapai 28 sukuk sehingga proporsi jumlah sukuk telah mencapai 12,12% dari total Efek bersifat utang yang beredar. Secara kumulatif, sampai dengan Desember 2009 jumlah sukuk yang telah diterbitkan mencapai 41 sukuk, meningkat sebesar 41,3% dibanding akhir tahun 2008 yang baru berjumlah 29 sukuk. Sementara total nilai emisi sukuk mencapai Rp 6,71 triliun pada Desember 2009, meningkat sebesar 22,20% dibanding akhir tahun 2008 yang baru mencapai Rp 5,49 triliun.”*

Kondisi ini menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang telah terjadi selama ini masih cenderung direspon secara konservatif dan hati-hati oleh perusahaan dan pasar. Dan jika melihat hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh penerbitan obligasi terhadap respon pasar, dimana hasilnya pasar cenderung merespon negatif bahkan tidak terpengaruh terhadap penerbitan obligasi yang dilakukan perusahaan, maka melihat kondisi penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang dilakukan oleh perusahaan saat ini sepertinya respon yang akan ditunjukkan pasar tidak akan jauh berbeda (cenderung direspon negatif dan tidak signifikan) dengan hasil penelitian sebelumnya. Namun demikian, dilihat dari perkembangan yang ada, ditambah dengan masih sangat “muda” nya umur keberadaan obligasi syariah (sukuk) ini di dunia pasar modal Indonesia, pencapaian yang telah diraih hingga saat ini masih bisa menumbuhkan potensi dan optimisme yang besar dari para investor dan pelaku pasar modal. Tingkat pertumbuhan obligasi syariah (sukuk) sebesar 41,3 % sepanjang tahun 2009 secara kasat mata menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif dengan adanya penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini. Tentu saja respon positif pasar ini tidak akan terjadi jika tingkat pengembalian atas investasi yang ada tidak bernilai positif dan menguntungkan juga.

Seperti yang telah dijelaskan secara sekilas pada pembahasan di atas, perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya 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* yang sesungguhnya. Oleh karena itu, dampak dari pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan-mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional- yang saat ini sedang berkembang di pasar tak luput dari perhatian investor.

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 (**Suluh Pramastuti, 2007**). Teori ini diperkuat oleh **Jogiyanto (2008:491)** :

*“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* (**Jogiyanto, 2008:529**). Dalam penelitian ini penulis menggunakan ukuran *cumulative abnormal return* saham karena

penerbitan obligasi syariah (sukuk) memiliki kandungan informasi yang memengaruhi perilaku pelaku pasar dan harga sekuritas serta penelitian dilakukan secara harian. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) akan berdampak pada semakin tersedianya jumlah dana yang dapat digunakan perusahaan untuk menjalankan investasi dan kegiatan operasionalnya. Meningkatnya aktivitas investasi dan operasi perusahaan akan menciptakan produksi dan distribusi barang dan jasa yang juga meningkat. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan roda ekonomi. Tercukupinya *supply* barang dan jasa akan mendorong pergerakan *demand* dari konsumen. Keseimbangan harga yang tercapai dari aktivitas ekonomi ini akan turut menciptakan tingkat keuntungan yang optimal, sehingga *net income* perusahaan akan semakin meningkat. Itu adalah suatu hubungan ekonomi secara sederhana.

Semakin besar *net income* menunjukkan semakin efektif perusahaan dalam aktivitas operasionalnya, sehingga kinerja keuangan perusahaan pun semakin meningkat. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan maka hal ini berdampak positif terhadap *cumulative abnormal return* saham (Setyowati, 2002: 95). Dalam penelitian ini, penulis memfokuskan *return* atas investasi penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini melalui *cumulative abnormal return* yang diperoleh dengan cara mengakumulasikan *abnormal return* saham yang terjadi.

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis yang akan diuji dalam penelitian ini adalah penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan berpengaruh terhadap *cumulative abnormal return* saham.

### III. METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik penentuan sampel yang

digunakan adalah *purposive sampling*. Kriteria yang dijadikan dasar pemilihan anggota sampel pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan telah menerbitkan saham sebelumnya di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan-perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia sejak periode 2002 s.d. 2009. Dari kriteria ini diperoleh 14 perusahaan sebagai sampel dengan total 26 penerbitan obligasi syariah (sukuk).

Objek penelitian ini adalah Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan sebagai variabel independen, dan *cumulative abnormal return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) tersebut serta terdaftar di BEI periode 2002 s.d. 2009 sebagai variabel dependen. Nilai penerbitan obligasi syariah (X1), Rating penerbitan obligasi syariah (X2), serta *cumulative abnormal return* saham perusahaan (Y). Nilai penerbitan obligasi syariah diukur melalui *sukuk to equity ratio*. Rating obligasi syariah diperoleh dengan mengkonversi rating berbentuk huruf ke dalam bentuk interval. Sementara itu, *cumulative abnormal return* saham perusahaan diperoleh dari hasil akumulasi *abnormal return* selama 2 hari, yaitu H-1 penerbitan dan pada saat hari H penerbitan.

Selanjutnya, dilakukan uji kelayakan dengan menggunakan metode asumsi klasik, yaitu uji multikolinearitas, heteroskedastisitas, dan normalitas. Data hasil penelitian dianalisis dengan menggunakan analisis regresi berganda. Pengujian hipotesis dilakukan dengan uji statistik F untuk menguji apakah variabel bebas (X) yang digunakan dalam penelitian ini secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel terikat (Y), dengan taraf keyakinan 95% dan  $\alpha = 5\%$ . Uji statistik t juga digunakan untuk menguji apakah variabel bebas (X) yang digunakan dalam penelitian ini secara parsial memiliki pengaruh signifikan terhadap variabel terikat (Y), dengan  $\alpha = 5\%$

#### IV. PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

Uji multikolinieritas menghasilkan bahwa nilai *tolerance* menunjukkan tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai *tolerance* kurang dari 10 persen (0,838) yang berarti tidak ada korelasi antarvariabel bebas. Nilai VIF menunjukkan bahwa tidak ada variabel bebas yang memiliki nilai VIF lebih dari 10 (1.194). Berdasarkan ketentuan ini dapat disimpulkan bahwa variabel penelitian ini tidak mengandung problem multikolinieritas. Uji heteroskedastisitas menunjukkan bahwa model regresi tidak mengandung adanya heteroskedastisitas. Hal ini terlihat dari probabilitas signifikansi tiap-tiap variabel X1, X2, yaitu sebesar 0,554 dan 0,078. Uji normalitas dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik-titik) pada sumbu diagonal dari grafik normal plot. Berdasarkan hasil pengujian, data model regresi penelitian ini berdistribusi normal.

Hasil dari persamaan regresi menunjukkan koefisien X1 bernilai negatif (-0,034) dan koefisien X2 (-0,016),. Ini berarti bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (X1) dan rating penerbitan obligasi syariah (X2) memiliki hubungan yang negatif atau berlawanan arah terhadap cumulative abnormal return. Hasil pengujian hipotesis menunjukkan hasil sebagai berikut.

(1) Uji statistik F (Uji regresi secara simultan).

#### Hasil Uji F

##### ANOVA<sup>b</sup>

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1 Regression	.008	2	.004	2.778	.083a
Residual	.033	23	.001		
Total	.041	25			

a. Predictors: (Constant), Rating penerbitan obligasi syariah, Nilai Obligasi Syariah

b. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Berdasarkan hasil perhitungan di atas, diperoleh nilai F hitung sebesar 2.778. Setelah itu langkah selanjutnya adalah menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  dengan membandingkan antara nilai F hitung dengan F tabel. Adapun kriteria yang digunakan untuk

menentukan daerah penerimaan dan daerah penolakan adalah sebagai berikut:

Ho ditolak :  $F_{hitung} > F_{tabel}$

Ho tidak dapat ditolak :  $F_{hitung} < F_{tabel}$

Nilai F tabel ditentukan oleh:

1. *Degree of freedom* ( $v_1$ ) pembilang :  $k = 2$   
*Degree of freedom* ( $v_2$ ) penyebut :  $n-k-1 = 26-2-1 = 23$
2.  $\alpha = 0.05$
3. Uji dua pihak

Berdasarkan data F tabel yang diperoleh dari tabel distribusi F, maka diperoleh nilai F tabel adalah 3.42. Dengan demikian,  $F_{hitung} < F_{tabel}$  ( $2.778 < 3.42$ ). Di samping itu, dapat juga dilihat bahwa  $Sig. 0.083 > 0.05$ . Maka Ho tidak dapat ditolak.

Dari hasil pengujian di atas, dapat disimpulkan bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili dengan nilai penerbitan obligasi syariah dan rating penerbitan obligasi syariah **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham) secara simultan.

(2) Uji statistik t (Uji regresi secara parsial)

**Hasil Uji t**  
Coefficientsa

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.122	.068		1.802	.085		
Nilai Obligasi Syariah	-.034	.057	-.123	-.600	.554	.838	1.194
Rating penerbitan obligasi syariah	-.016	.009	-.377	-1.845	.078	.838	1.194

a. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

Dari tabel di atas dapat diperoleh :

1. t hitung untuk variabel nilai penerbitan obligasi syariah sebesar -0.600
2. t hitung untuk variabel rating penerbitan obligasi syariah sebesar -1.845

Lalu langkah selanjutnya adalah menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  dengan membandingkan antara  $t$  hitung dengan  $t$  tabel. Adapun kriteria yang digunakan untuk menentukan daerah penerimaan dan penolakan  $H_0$  adalah :

$H_0$  ditolak bila :  $t$  hitung  $>$   $t$  tabel atau  $-t$  hitung  $<$   $-t$  tabel

$H_0$  tidak dapat ditolak bila :  $-t$  tabel  $\leq t$  hitung  $\leq t$  tabel

Nilai  $t$  tabel ditentukan oleh:

1. *Degree of freedom* (df) :  $n-k-1 = 26-2-1 = 23$
2.  $\alpha = 0.05$
3. Uji dua pihak

$n$  = jumlah observasi ;  $k$  = jumlah variabel tidak termasuk konstanta

Dari daftar nilai  $t$  tabel dengan  $df = 23$  dan tingkat signifikansi 0.05, akan diperoleh  $t$  tabel sebesar  $\pm 2.069$ . Sedangkan nilai  $t$  hitung dapat dilihat pada tabel 4.8 Hasil Koefisien Regresi. Dan dari hasil perhitungan di atas dapat dilihat bahwa untuk :

1. Variabel nilai penerbitan obligasi syariah :  $-t$  tabel  $\leq t$  hitung  $\leq t$  tabel ( $-2.069 \leq -0.600 \leq 2.069$ ) sehingga  $H_0$  tidak dapat ditolak.
2. Variabel rating penerbitan obligasi syariah :  $-t$  tabel  $\leq t$  hitung  $\leq t$  tabel ( $-2.069 \leq -1.845 \leq 2.069$ ) sehingga  $H_0$  tidak dapat ditolak.

Hal ini diperkuat dengan nilai *Sig.* untuk masing-masing variabel yang dapat dilihat pada Tabel dimana:

1. Variabel  $X_1 - Y$  : *Sig*  $>$   $\alpha$  ( $0.554 > 0.05$ )
2. Variabel  $X_2 - Y$  : *Sig*  $>$   $\alpha$  ( $0.078 > 0.05$ )

Dari uji hipotesis yang dilakukan, maka dapat ditarik kesimpulan :

1. Dengan tingkat signifikansi 0.05, nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham) secara parsial

2. Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham) secara parsial.

Hasil penelitian ini juga sesuai dengan penelitian berikutnya yang dilakukan oleh **Wei Cheng, Nuttawat Visaltanachoti, Puspakaran Kesayan pada (2005)** yang menyatakan bahwa *cumulative abnormal return* mengikuti pengumuman obligasi adalah negatif pada pengumuman *convertible bond* di pasar modal Jepang. Penelitian tersebut juga menyatakan bahwa tidak ada bukti yang cukup untuk menjelaskan adanya hubungan asosiasi antara *leverage* dan *abnormal return*. Jika kita membandingkan dengan pasar modal Amerika Serikat untuk kasus yang sama, maka reaksi Wall Street juga serupa dengan hasil penelitian ini. **Dann dan Mikkelson (1984)** menyatakan bahwa pasar modal Amerika Serikat jatuh 2.31% pada satu hari sebelum dan saat hari pengumuman *convertible bond*. Hasil reaksi pasar atas penerbitan obligasi yang pernah terjadi di beberapa negara sebelumnya semakin menegaskan hasil penelitian yang dilakukan penulis saat ini, sehingga penerbitan obligasi syariah yang terjadi Indonesia juga direspon negatif oleh pasar diiringi dengan tidak adanya pengaruh yang signifikan atas penerbitan tersebut. Kondisi pasar modal Indonesia yang merupakan bagian dari pasar modal global sehingga turut terkena imbas perubahan-perubahan global juga sedikit banyak mempengaruhi hasil penelitian penulis ini. Sehingga pengumuman penerbitan obligasi syariah yang terjadi di dalam pasar Indonesia tidak terlalu mempengaruhi pertimbangan investor dan tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham perusahaan - perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah tersebut.

Selain itu, ada beberapa hal yang memungkinkan mengapa hasil penelitian penulis sejalan dengan teori yang ada. **Nafiah Afaf (2008)** menjelaskan bahwa penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan leverage perusahaan. Di satu sisi peningkatan leverage akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan

dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang ditimbulkan dari adanya penggunaan hutang. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal.

Meskipun demikian, dari penelitian yang juga pernah dilakukan, penerbitan obligasi tidak selalu direspon negatif oleh pasar. Hasil penelitian yang dilakukan oleh **Jun-Koo Kang, Yong-Cheol Kim, Kyung-Joo Park, and Rene M. Stulz (1995)** menunjukkan respon sebaliknya. Pasar justru bereaksi positif atas adanya pengumuman penerbitan obligasi dalam bentuk *offshore dollar-denominated equity-linked debt* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Jepang antara 1977-1989. Penelitian ini menghasilkan *abnormal return* yang positif dan signifikan sebesar 0.5% pada 3 hari sekitar waktu pengumuman penerbitan. Kim dan Stulz (1988) dengan menggunakan sampel *Eurobond* yang dikeluarkan oleh perusahaan Amerika Serikat juga mendapatkan hasil yang sama, pasar bereaksi positif sehingga mereka mendapatkan *positive average abnormal stock return* di sekitar waktu pengumuman penawaran obligasi. Hasil ini tentu saja berlawanan dengan literatur yang ada tentang reaksi harga pasar dan *return* saham perusahaan pada saat penerbitan obligasi domestik, yang berdasarkan penelitian menghasilkan laporan yang negatif atau bahkan tidak memberikan pengaruh terhadap kesejahteraan investor dan perusahaan. Penelitian lainnya yang juga menghasilkan respon serupa adalah penelitian **Maria Concepcion Verona Martel dan Yaiza Garcia Padron (2006)** yang meneliti tentang respon pasar melalui pergerakan harga sahamnya atas informasi penerbitan obligasi yang dilakukan oleh perusahaan pada *Spanish Stock Market*. Maria dan Yaiza mendapatkan kesimpulan bahwa *Spanish Stock Market* bereaksi positif dan signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi yang terjadi. Reaksi pasar yang positif dan signifikan ini terjadi pada perusahaan yang menerapkan kebijakan

pembayaran dividen rendah (*low dividends*).

Di sisi lain, koefisien variabel  $X_2$ , rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga bernilai negatif tidak signifikan, yaitu sebesar - **0.016**. Hal ini menunjukkan hubungan yang negatif atau berlawanan arah antara *cumulative abnormal return* saham perusahaan dengan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk). Di mana apabila terjadi peningkatan 1 satuan pada rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), maka *cumulative abnormal return* saham perusahaan sampel akan turun sebesar **0.016**. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya oleh **Prita Murdiati (2007)** yang menyatakan bahwa pengumuman *bond rating* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham baik sebelum maupun sesudah pengumuman *bond rating* tersebut. **Lucy Sumardi (2007)** juga menyatakan hal serupa dalam penelitiannya, bahwa rating obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return saham*. Untuk kasus perubahan *bond rating* terhadap *return* saham juga hasilnya tidak berbeda. **Etika Karyani dan Adler H. Manurung (2006)** yang mengambil sampel seluruh perusahaan yang mengalami perubahan *bond rating* antara tahun 2004-2008 menemukan hasil bahwa perubahan *bond rating* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham sekitar pengumuman perubahan *bond rating*. Hasil penelitian **M.J. Barron, A.D. Clare & S.H. Thomas (1997)** tentang *The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns* juga mendukung hasil penelitian penulis saat ini. Di UK, rating obligasi (*new rating*), apakah itu untuk jangka pendek atau jangka panjang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham.

Perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang

akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya 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* yang sesungguhnya. Oleh karena itu, dampak dari nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan -mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional- yang saat ini sedang berkembang di pasar tak luput dari perhatian investor, walaupun sampai saat ini pengaruhnya masih belum signifikan dan relatif kecil.

Untuk kasus penelitian yang dilakukan penulis saat ini, arah hubungan negatif antara nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap *cumulative abnormal return* saham perusahaan sebagai hasil penelitian ini dapat terjadi karena harga saham perusahaan yang mengalami penurunan CAR tersebut mendominasi perusahaan yang lainnya. Oleh karena itu, secara agregat pengaruhnya akan negatif. Selain itu, rendahnya kemampuan variabel independen, yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dalam menerangkan *cumulative abnormal return* saham sebagai variabel dependen ini dapat juga dikarenakan masih begitu banyak faktor eksternal dan internal perusahaan lainnya yang turut berpengaruh terhadap nilai *cumulative abnormal return* saham harian perusahaan. Seperti halnya yang diungkapkan oleh **Chen, Roll dan Ross (1986)** dalam **Michell Suharli (2004)** yang melakukan penelitian dalam 2 tahap. Tahap pertama dengan menggunakan regresi *time series* yang hasilnya menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, yaitu:

1. Tingkat Inflasi
2. Perbedaan antara tingkat suku bunga jangka pendek dan jangka panjang.
3. Perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang beresiko tinggi dan rendah
4. Tingkat kegiatan dalam industri.

**Burnmeister dan McElroy (1988)** dalam **Michell Suharli (2004)** melanjutkan penelitian Chen, Roll dan Ross yang hasilnya menyatakan terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap *return* suatu saham. Nilai dan 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, nilai dan 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. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini bisa saja akan berdampak pada harga saham perusahaan dalam beberapa waktu kedepan.

Pengujian hipotesis juga menghasilkan perhitungan koefisien determinansi ( $R^2$ ) yang menunjukkan angka sebesar 0.195 atau 19.5%. Hal ini berarti 19.5% variasi *cumulative abnormal return* saham perusahaan dapat dijelaskan oleh variasi variabel independen nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan, sedangkan sisanya 81.5% dipengaruhi oleh faktor-faktor lainnya.

## **V.SIMPULAN DAN SARAN**

Berdasarkan pembahasan sebelumnya, dapat disimpulkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah, baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap *cumulative abnormal return*. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi dengan melihat kegunaan atas suatu informasi keuangan yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) dari suatu perusahaan. Bagi investor yang akan berinvestasi di pasar modal dan memiliki orientasi jangka pendek, faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh laporan keuangan perusahaan tersebut tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi

keuangan global. Oleh karena itu, dalam mengambil keputusan investasi seorang investor harus juga peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan dengan perusahaan atau industri tersebut.

Peneliti selanjutnya disarankan untuk Memperluas populasi yang digunakan dan memperpanjang periode waktu penelitian, menambah variabel makro lainnya dan memperbanyak target penelitian. Selain itu, dapat melakukan penelitian dengan topik yang sama, namun menggunakan variabel independen dan dependen yang berbeda dari penelitian yang telah penulis lakukan saat ini.

## DAFTAR PUSTAKA

- Barron, M.J., A.D. Clare and S.H. Thomas. 2003. "The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns". *Journal of Business and Accounting*, Vol.24, No.3, pp.497-509.
- Cheng, Wei., Visaltanachoti, N., and Kesayan P.. 2005. "A Stock Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan". *International Journal of Business*, 10(4) 2005.
- Dann, L.Y., and W.H. Mikkelson. 1984. : "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change, and Financing-Related Information". *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, pp.157-186.
- Etikah Karyani dan Adler H. Manurung. 2006 . "Pengaruh Pengumuman Perubahan Bond Rating terhadap Return Saham Perusahaan Bursa Efek Jakarta 2003-2005". *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol.9, No.3.
- Jogiyanto, H.M. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 2008. BPFE:Yogyakarta.
- Kang, J.K., Y.C. Kim., K.J. Park., and R.M. Stulz. 1995. "An Analysis of The Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and Warrant Bond Issues". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.30, pp.257-270.
- Lucy Sumardi. 2007. *Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap Abnormal Return Saham di bursa Efek Jakarta: Periode 2000-2006*. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia.
- Mamduh M. Hanafi. 2006. *Valuation of Syariah Bond*. *Jurnal Asy-Syir'ah Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga*, Vol. 40. No. II.
- Martel, Maria C.V., and Padron, Yaiza Garcia. 2006. "Debt and Informative Content: Evidence in Spanish Stock Market". *International Research Journal of Finance and Economics*. Issue 4 (2006).
- Michell Suharli. 2004. *Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang mempengaruhi Return Saham pada Industri Food&Beverages di Bursa Efek Jakarta*. Universitas Katolik Indonesia Atmajaya.
- Nafiah Afaf. 2008. *Analisis pengaruh pengumuman penerbitan obligasi terhadap return saham di bursa efek Jakarta*. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan.
- Prita Murdati. 2007. *Dampak Pengumuman Bond Rating terhadap Return Perusahaan di Bursa Efek Jakarta*. Skripsi yang tidak dipublikasikan, Universitas Negeri Semarang.
- Spieß, D.Katherine and Affleck-Graves, John. 1999. "The Long-Run Performance of Common Stock Following Debt Offerings". *Journal of Financial Economics*, 54 (1999), p.45-73.

Suluh Pramastuti. 2007. *Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis*. Program Pascasarjana Universitas Gadjah Mada: Yogyakarta.

Sunarsih. 2008. *Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia*. Jurnal Asy-Syir'ah Fakultas Syariah UIN Sunan Kalijaga. Vol. 42 No. 1.

Tariq, Ali Arsalan. 2004. *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Tesis S2 yang dipublikasikan.

Widhy Setyowati. 2002. "Pengaruh kandungan Informasi Keuangan Terhadap Abnormal Return Saham (Studi Kasus pada Miscellaneous Industry di Bursa Efek Jakarta)". Jurnal Bisnis dan Ekonomi. Tesis program pasca sarjana STIE, Semarang.

*Indonesian Capital Market Directory*. 2008.

Laporan Triwulan 3 Direktorat Internasional Bank Indonesia 2009

Siaran Pers BAPEPAM-LK Departemen Keuangan Republik Indonesia 31 Desember 2009

[http://www.isefid.org/index.php?option=com\\_content&view=article&id=496:sukuk-success-stories-in-indonesia-and-beyond&catid=27:opini&Itemid=18](http://www.isefid.org/index.php?option=com_content&view=article&id=496:sukuk-success-stories-in-indonesia-and-beyond&catid=27:opini&Itemid=18) diakses pada 13 April 2010

## LAMPIRAN

**Tabel 1**  
**Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan**

<b>No</b>	<b>Nama Sukuk</b>	<b>Nama Perusahaan</b>	<b>Kode</b>	<b>Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) (Sukuk to Equity Ratio)</b>
1	OS Mudharabah Indosat Tahun 2002	PT Indosat Tbk	ISAT	0,016504
2	OS Ijarah Indosat Tahun 2005	PT Indosat Tbk	ISAT	0,064018
3	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	PT Indosat Tbk	ISAT	0,084000
4	Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	PT Indosat Tbk	ISAT	0,408353
5	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri A	PT Indosat Tbk	ISAT	0,596044
6	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri B	PT Indosat Tbk	ISAT	0,140241
7	OS Berlian Laju Tanker Syariah Mudharabah Th. 2003	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	0,218853
8	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	0,021515
9	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri A	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	0,239113
10	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri B	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA	0,026071
11	OS Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	0,066586
12	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	0,238697

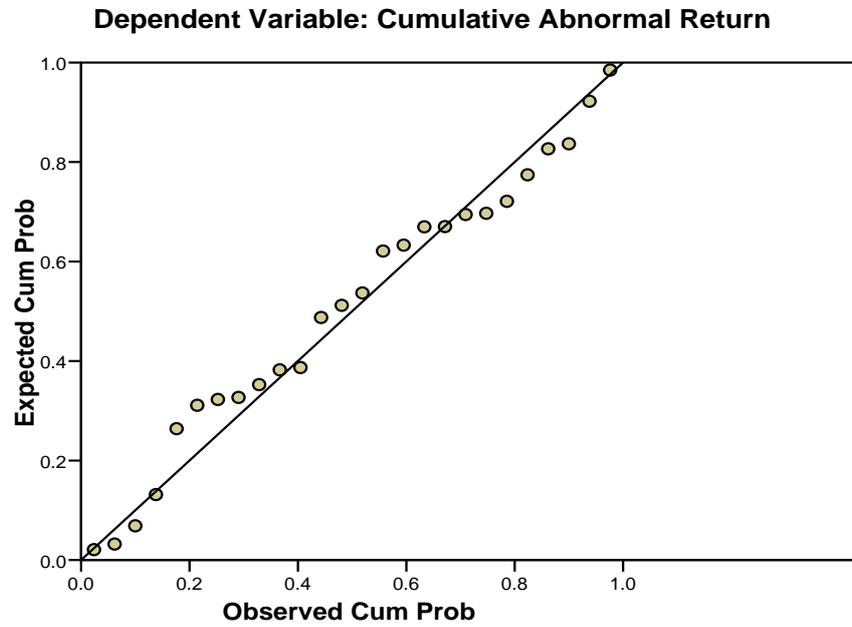
	2009 Seri A			
13	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA	0,034376
14	OS Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk	SONA	0,169873
15	OS Ijarah Berlina I Tahun 2004	PT Berlina Tbk	BRNA	0,129091
16	OS Ijarah I HITS Tahun 2004	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk	HITS	0,297405
17	OS Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	PT Apexindo Pratama Duta Tbk	APEX	0,027736
18	OS Ijarah I Ricky Putra Globalindo Tahun 2005	PT Ricky Putra Globalindo Tbk	RICY	0,041913
19	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI	0,007525
20	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	PT Mayora Indah Tbk	MYOR	0,009197
21	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	PT Summarecon Agung Tbk	SMRA	0,013036
22	Sukuk Ijarah Metrodata Eletronics I Tahun 2008	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL	0,019554
23	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri A	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY	0,001559
24	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri B	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY	0,009578
25	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri A	PT Mitra Adiperkasa Tbk	ADHI	0,074532
26	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri A	PT Mitra Adiperkasa Tbk	ADHI	0,030278

**Tabel 2**  
**Nilai Konversi Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)**

No	EMITEN	Rating Obligasi Syariah (Sukuk)			Waktu Penilaian Rating
		Huruf	Data Ordinal	Succesive Interval	
1	ISAT 1	idAA+(sy)	17	9.488	Nov-02
2	ISAT 2	idAA+(sy)	17	9.488	Apr-05
3	ISAT 3	idAA+(sy)	17	9.488	May-07
4	ISAT 4	idAA+(sy)	17	9.488	Feb-08
5	ISAT 5	idAA+(sy)	17	9.488	Nov-09
6	ISAT 6	idAA+(sy)	17	9.488	Nov-09
7	BLTA 1	IdA(sy)	13	7.664	May-03
8	BLTA 2	IdAA-(sy)	15	8.845	May-07
9	BLTA 3	IdA(sy)	13	7.664	Apr-09
10	BLTA 4	IdA(sy)	13	7.664	Apr-09
11	MPPA 1	IdA+(Sy)	14	8.320	May-04
12	MPPA 2	IdA+(Sy)	14	8.320	Apr-09
13	MPPA 3	IdA+(Sy)	14	8.320	Apr-09
14	SONA	IdA+(Sy)	14	8.320	Mar-04
15	BRNA	idA(sy)	13	7.664	Oct-04
16	HITS	IdA+(Sy)	14	8.320	Oct-04
17	APEX	idA-(Sy)	12	7.220	Jan-05
18	RICY	idBB-(Sy)	6	6.000	Dec-04
19	ADHI	idA-(sy)	12	7.220	May-07
20	MYOR	IdA+(Sy)	14	8.320	Mar-08
21	SMRA	idA-(Sy)	12	7.220	Jun-08
22	MTDL	IdA+(Sy)	14	8.320	Jun-08
23	ELTY1	idBBB+(sy)	11	6.726	Jun-09
24	ELTY2	idBBB+(sy)	11	6.726	Jun-09
25	MAPI 1	idA+(sy)	14	8.320	Sep-09
26	MAPI 2	idA+(sy)	14	8.320	Sep-09

**Gambar 1**

**Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual**



**Tabel 3**  
**Hasil Uji Normalitas**  
**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

**One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test**

		Unstandardized Residual
N		26
Normal Parameters <sup>a,b</sup>	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.03637660
Most Extreme Differences	Absolute	.111
	Positive	.078
	Negative	-.111
Kolmogorov-Smirnov Z		.568
Asymp. Sig. (2-tailed)		.904

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

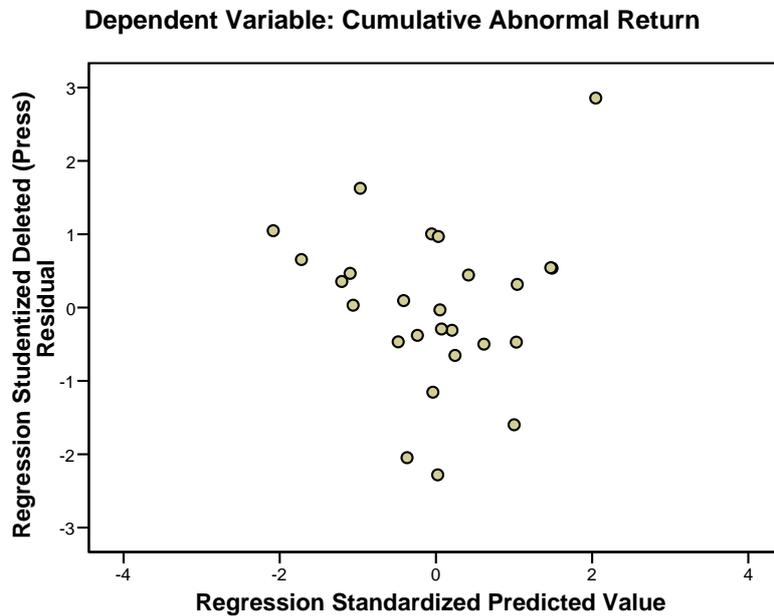
**Tabel 4**  
**Hasil Uji Multikolinieritas**  
**Coefficientsa**

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1 (Constant)	.122	.068		1.802	.085		
Nilai Obligasi Syariah	-.034	.057	-.123	-.600	.554	.838	1.194
Rating penerbitan obligasi syariah	-.016	.009	-.377	-1.845	.078	.838	1.194

a. Dependent Variable: Cumulative Abnormal Return

**Gambar 2**  
**Scatterplot Uji Heteroskedastisitas**

**Scatterplot**



Hipotesis yang diteliti dalam penelitian ini adalah:

- Secara Parsial

$H_{01} : \beta = 0$ , Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

$H_{a_1} : \beta \neq 0$ , Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

$H_{o_2} : \beta = 0$ , Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

$H_{a_2} : \beta \neq 0$ , Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

- Secara Simultan

$H_{o_3} : \beta = 0$ , Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **tidak mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)

$H_{a_3} : \beta \neq 0$ , Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan **mempunyai pengaruh yang signifikan** terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham)