

**PENGARUH PENERBITAN SUKUK TERHADAP REAKSI PASAR
MODAL SYARIAH
(Studi Empiris di BEI tahun 2018)**

Oleh:

Ahmad Syarifudin*

Afiffudin**

M. Cholid Mawardi***

Email : ahsyun212@gmail.com

Program Akuntansi Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Universitas Islam Malang

ABSTRACT

The development of a good capital market in a country is one of the characteristics of an advanced industrial country, because the capital market is one of the important elements to measure the economic progress of a country. Information on bond issuance for investors is good information, because investors judge that bond issuance shows companies are able to improve company performance. This information can have an impact on stock prices if the information gets a positive response from investors.

The researcher conducted this study aimed to determine the effect of sukuk issuance on the reaction of the Islamic capital market. This study included quantitative research with a sample of 23 sukuk issuance and using secondary data which included financial statements, Jakarta Islamic index, sukuk rating, sukuk issuance value. Data analysis using data normality test, classic assumption test, multiple linear regression analysis, and hypothesis testing. The analysis found that the value and rating of sukuk issuance simultaneously had a significant effect on the reaction of the Islamic capital market, to partially analyze the value and rating of sukuk issuance significantly influenced the reaction of the Islamic capital market.

Keywords: *Sukuk Value, Sukuk Rating, and Islamic Capital Market*

PENDAHULUAN

Perkembangan pasar modal yang baik di suatu negara merupakan salah satu ciri dari negara industri maju, karena pasar modal merupakan salah satu elemen penting untuk mengukur kemajuan perekonomian suatu negara. Informasi penerbitan obligasi bagi investor merupakan informasi yang bagus, karena investor menilai dengan penerbitan obligasi menunjukkan perusahaan mampu dalam meningkatkan kinerja perusahaan. Informasi tersebut dapat berdampak pada harga saham jika informasi tersebut mendapat respon positif dari investor. Asia merupakan tempat yang sangat menarik bagi investasi syariah, terutama investasi sukuk. Berdasarkan *database* IFIS menunjukkan bahwa pasar Asia adalah pasar yang paling banyak berkontribusi. Hal ini bisa terlihat dari *market share* kawasan yang mencapai angka 77%, lebih tinggi 60% dari di kawasan Timur Tengah yang *market share*-nya hanya mencapai angka 17%. Sedangkan untuk negara yang menjadi *leading issuer* sukuk adalah Malaysia, dengan *market share* yang mencapai angka 75,37%, kemudian disusul oleh Pakistan dengan *market share* sebesar 6,55%. Berdasarkan prediksi dari Asosiasi Perbankan Syariah Indonesia (2019) proyek-proyek pemerintah akan menjadi fokus pembiayaan perbankan syariah pada 2019. Salah satu sumber pembiayaan syariah untuk membiayai proyek ini adalah sukuk, karena banyak pihak memperkirakan penerbitan sukuk pada 2019 akan semakin marak. Data statistik sukuk yang di keluarkan OJK per Desember 2018 jumlah outstanding sukuk sebanyak 104 dengan nilai outstanding 22,023 milyar rupiah. Dalam penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pratama (2012) dalam penelitiannya dengan judul “Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap reaksi Pasar Modal Indonesia”. Survei penelitian ini dilakukan terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah selama tahun 2011. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal senilai 11,8%, sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi faktor lain yang tidak diukur dalam penelitiannya. Rini (2018), dengan judul “Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar”. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *average abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal penerbitan obligasi syariah (sukuk). Oleh karena itu dilakukan penelitian dalam penelitian terdahulu belum ada penelitian untuk menguji pengaruh penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi pasar modal syariah (studi empiris di BEI pada tahun 2018)” sehingga peneliti memilih judul tersebut.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi pasar modal syariah. Adapun manfaat dalam penelitian ini adalah diharapkan menambahkan wawasan serta memberi pemahaman tentang investasi sukuk, serta dapat dijadikan sebagai salah satu rujukan atau pedoman untuk penelitian di masa yang akan datang dan dapat di kembangkan secara luas.

KERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Pasar Modal Syariah

Menurut UU nomor 8 tahun 1994 pasar modal syariah adalah perdagangan efek dan penawaran umum perusahaan publik dengan menerbitkan efek serta profesi dan lembaga yang berkaitan dengan efek yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Produk dalam pasar modal syariah mencakup saham syariah, reksadana syariah, *exchange traded fund* syariah, efek beragun aset syariah (EBA)

Sukuk (Obligasi Syariah)

Menurut Lembaga Keuangan dan Otoritas Jasa Keuangan nomor IX.A.13 sukuk adalah bukti kepemilikan atau efek syariah (sertifikat) yang mewakili bagian tertentu dan yang bernilai sama seperti aset berwujud tertentu, jasa, aset proyek tertentu, dan kegiatan investasi yang ditentukan. Hasil dari penelitian yang dilakukan Pratama (2012) menyatakan bahwa nilai dan rating penerbitan sukuk tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar modal. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Fajri (2018) menyatakan bahwa penerbitan sukuk berpengaruh terhadap pasar modal Indonesia.

Nilai Penerbitan Sukuk

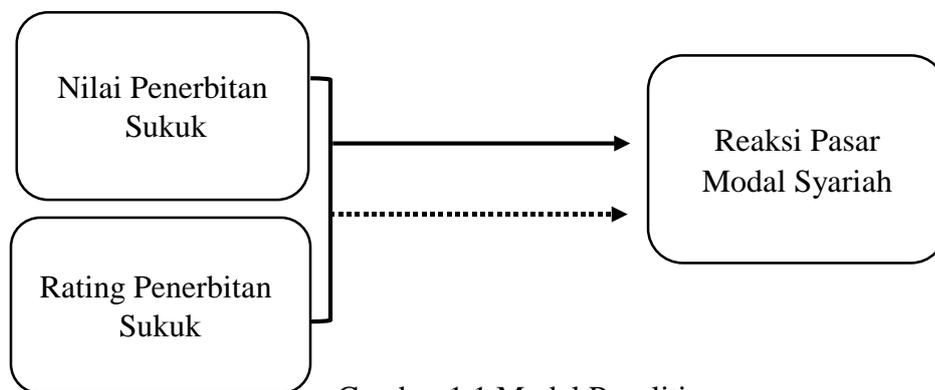
Nilai penerbitan sukuk merupakan nilai yang secara nominal bervariasi saat sukuk tersebut diterbitkan dengan jumlah serta jenis yang berbeda dalam setiap penerbitan sukuk.

Rating Penerbitan Sukuk

Rating penerbitan sukuk adalah sebuah peringkat yang dimana untuk menilai penerbitan sukuk yang dapat digunakan sebagai acuan investor untuk menentukan investasi sukuk yang tepat dan dalam pemeringkatan dilakukan oleh lembaga PT. Pefindo.

Model Penelitian

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



Dengan Hipotesis

H1 : Ada pengaruh signifikan dari nilai penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi dipasar modal syariah

H2 : Ada pengaruh signifikan dari rating penerbitan sukuk (obligasi syariah) terhadap reaksi pasar modal syariah

METODE PENELITIAN

Populasi Dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah nilai penerbitan sukuk di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2018 dengan jumlah sampel sebanyak 23 penerbitan sukuk dengan rating yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo per Desember 2018.

Definisi Operasional Variabel

Nilai Penerbitan Sukuk

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

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

Rating Penerbitan Sukuk

Rating penerbitan sukuk merupakan peringkat sukuk yang diterbitkan oleh lembaga penerbit yaitu PT. Pefindo yang kemudian di konversikan dalam bentuk interval. Berikut rating penerbitan sukuk:

Rating (Huruf)	Angka
idAAA	18
idAA+	17
idAA	16
idAA-	15
idA+	14
idA	13
idA-	12
idBB+	11
idBBB	10
idBBB-	9
idBBB+	8
idBB	7
idBB-	6
idB+	5
idB	4
idB-	3
idCCC	2
idD	1

Reaksi Pasar Modal Syariah

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

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

Dimana :

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

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

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

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

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

Dimana :

Rit : *return* sesungguhnya

Pit : harga sekarang pada waktu ke-t

$Pit-1$: harga sebelum pada waktu ke-t

Ekspektasi *return* untuk penelitian ini dengan metode *market-adjusted model* yang dalam model ini tidak menggunakan metode estimasi yang ada pada model lain, untuk melakukan estimasi *return* sekuritas sama dengan *return* indeks pasar sehingga tidak memerlukan metode periode estimasi. Peneliti meyakini untuk terjadinya reaksi dari peristiwa yang diamati tidak peristiwa yang lain bisa berpengaruh terhadap peristiwa yang selanjutnya akan diamati. Berikut rumus untuk menghitung *return* indeks pasar :

$$Rmj = (JIIt-JIIt-1)/JIIt-1$$

Keterangan :

Rmj : *Return* ekspektasian saham pasar yang pada periode ke-t terjadi

$JIIt$: Jakarta Islami Indeks pada peristiwa ke-t yang terjadi

$JIIt-1$: Jakarta Islami Indeks yang pada peristiwa ke-t-1 terjadi

Analisis Regresi Linier Berganda

Regresi linier berganda dapat dihitung dengan rumus manual model least square sebagai berikut :

$$Y = a + bx_1 + bx_2 + e$$

Y : variabel terikat (cummulative abnormal return saham)

a : konstanta harga Y jika X_1 dan $X_2 = 0$

b : koefisien regresi

x_1 : nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk).

x_2 : rating sukuk (obligasi syariah)

e : standar eror

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas

Menunjukkan nilai dari *Asymp.sig.(2-tailed)* lebih besar senilai $0,092 \geq 0,05$ sehingga H_0 ditolak dan menerima H_1 , data dalam penelitian ini dapat disimpulkan berdistribusi normal. Sehingga sampel yang digunakan mewakili populasi penelitian. Hasil uji normalitas tersaji dalam tabel berikut :

Tabel 1
 Hasil Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Residual
N		23
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.06680077
Most Extreme Differences	Absolute	.259
	Positive	.259
	Negative	-.183
Kolmogorov-Smirnov Z		1.242
Asymp. Sig. (2-tailed)		.092

Statistik Deskriptif

Hasil dari analisis statistik deskriptif menjelaskan bahwa nilai sukuk tertinggi dari perusahaan sebesar 0,3524 dengan nilai terendahnya sebesar 0,0008 dari total ekuitas perusahaan. Sedangkan nilai rata-rata sukuk perusahaan sebesar 0,039373 dari total ekuitas perusahaan, dan simpanan baku dari sukuk sebesar 0,786607. Hasil untuk rating sukuk perusahaan dengan nilai tertinggi sebesar 9,91 dan nilai terendahnya sebesar 2,3044, untuk rata-rata rating sukuk sebesar 8,98966 serta simpanan baku sebesar 1,7563545. Sedangkan untuk *cummulative abnormal return* saham perusahaan, dengan nilai rata-rata 0,027833 residualnya 0,0709239, nilai tertingginya 0,2346 dan terendahnya -0,0636. Hasil analisis statistik deskriptif tersaji dalam tabel berikut :

Tabel 2
 Hasil Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic	Statistic
SER	23	.0008	.3524	.039373	.0786607
Rating	23	2.3044	9.9100	8.989668E0	1.7563545
CAR	23	-.0636	.2346	.027833	.0709239
Valid N (listwise)	23				

Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Koefisien regresi X_1 bertanda negatif menjelaskan setiap kenaikan satuan SER maka *cummulative abnormal return* saham akan turun sebesar 0,567. Begitu juga koefisien regresi X_2 bertanda negatif yang berarti setiap kenaikan satuan Rating Maka *cummulative abnormal return* turun sebesar 0,033. Konstanta yang memiliki nilai 0,35 menunjukkan apabila ada penurunan nilai serta rating penerbitan sukuk sama dengan 0, maka *cummulative abnormal return* saham bernilai 0,35. Hasil analisis regresi linier berganda tersaji dalam tabel berikut :

Tabel 3
 Hasil Analisis Regresi Linier Berganda

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.350	.114		3.077	.006
¹ SER	-.567	.261	-.629	-2.177	.042
Rating	-.033	.012	-.826	-2.855	.010

a. Dependent Variable: CAR

Hasil Uji Hipotesis

a. Hasil Uji F (Simultan)

Data F tabel yang didapat dari tabel distribusi diperoleh nilai F tabel sebesar 3,49 sedangkan F hitung sebesar 4,077. Menunjukkan bahwa nilai dari F hitung > F tabel maka H1 diterima sehingga terdapat pengaruh variabel X terhadap variabel Y maka nilai penerbitan sukuk dan rating sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal syariah. Berikut tabel hasil uji F :

Tabel 4
 Hasil Uji F

ANOVA^b

Model	Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Regression	.032	2	.016	4.077	.033 ^a
1 Residual	.079	20	.004		
Total	.111	22			

a. Predictors: (Constant), Rating, SER

b. Dependent Variable: CAR

b. Uji Koefisien Determinasi (R²)

Berdasarkan hasil dari uji koefisien determinasi (R²), pengaruh yang diberikan variabel bebas terhadap variabel terikatnya sebesar 0,290 atau 29% baik nilai penerbitan sukuk maupun rating penerbitan sukuk. Sedangkan sisanya sebesar 71% itu dipengaruhi variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam analisis ini. Berikut tabel hasil uji R² :

Tabel 5
 Hasil Uji R²

Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.538 ^a	.290	.219	.0626952

a. Predictors: (Constant), Rating, SER

b. Dependent Variable: CAR

c. Hasil Uji t (Parsial)

Berdasarkan hasil penelitian diperoleh nilai signifikan t hitung nilai penerbitan sukuk sebesar $0,045 < 0,05$ dapat disimpulkan H1 diterima dan menolak H0 sehingga terdapat pengaruh terhadap reaksi pasar modal syariah. Sedangkan nilai t hitung rating penerbitan obligasi syariah dengan nilai signifikansi sebesar 0,010 dapat disimpulkan H1 diterima dan Menolak H0. Sehingga berpengaruh terhadap reaksi pasar modal syariah. Berikut tabel hasil uji t:

Tabel 6
 Hasil Uji t

Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
(Constant)	.350	.114		3.077	.006
¹ SER	-.567	.261	-.629	-2.177	.042
Rating	-.033	.012	-.826	-2.855	.010

a. Dependent Variable: CAR

Implikasi Hasil Penelitian

Nilai Penerbitan Sukuk Terhadap Pasar Modal Syariah

Hasil uji hipotesis dalam penelitian menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif serta signifikan terhadap reaksi pasar modal syariah. Dengan hasil yang didapatkan dinyatakan nilai penerbitan sukuk dapat memberikan informasi bagi investor dengan menggunakan alat ukur Jakarta Islamic Indeks (JII), maka dapat dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan oleh investor dalam mengalokasikan dananya, yang memungkinkan meningkatnya Jakarta Islamic Indeks secara signifikan.

Penelitian yang dilakukan Pratama (2012) yang meneliti tentang pengaruh nilai penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah yang menyatakan bahwa hasil dari hasil penelitian tidak berpengaruh secara signifikan sehingga tidak sejalan dengan penelitian ini.

Rating Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Modal Syariah

Hasil uji hipotesis dalam penelitian menunjukkan bahwa adanya pengaruh positif serta signifikan terhadap reaksi pasar modal syariah. Dengan hasil yang didapatkan dinyatakan rating penerbitan sukuk dapat memberikan informasi bagi investor dengan rating yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dapat dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan oleh investor dalam mengalokasikan dananya, serta meningkatnya rating dari sukuk perusahaan.

Penelitian yang dilakukan Pratama (2012) yang meneliti tentang pengaruh rating penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah yang menyatakan bahwa hasil dari hasil penelitian tidak berpengaruh secara signifikan sehingga tidak sejalan dengan penelitian ini.

Nilai Penerbitan Sukuk Dan Rating Penerbitan Sukuk Terhadap Pasar Modal Syariah

Hasil uji hipotesis secara simultan menunjukkan bahwa nilai penerbitan sukuk serta rating penerbitan sukuk berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar modal syariah. Dengan hasil yang didapatkan dinyatakan nilai penerbitan sukuk dan rating penerbitan sukuk dapat memberikan informasi yang baik bagi variabel pasar modal dengan menggunakan Jakarta Islamic Indeks (JII) sehingga nilai penerbitan sukuk serta rating penerbitan sukuk dapat dijadikan acuan investor untuk melakukan investasi di pasar modal syariah serta dapat menjadikan Jakarta Islamic Indeks meningkat secara signifikan.

Simpulan

1. Terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel nilai dan rating penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah
2. Nilai penerbitan sukuk secara parsial berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal syariah
3. Rating penerbitan sukuk secara parsial berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal syariah

Keterbatasan Penelitian dan Saran

Batasan dalam penelitian ini antaranya :

1. Terdapat beberapa metode perhitungan return ekspektasian dan pada penelitian ini dihitung menggunakan metode *market adjusted* model yang menggunakan Jakarta Islamic Indeks (JII) dan tidak menggunakan periode estimasi.
2. Penelitian ini menggunakan periode 1 tahunan yaitu tahun 2018.
3. Dari hasil perhitungan koefisien determinasi terdapat variabel lain yang tidak dimasukkan dalam analisis ini. Disimpulkan terdapat variabel lain yang telah masuk kedalam pasar selain nilai penerbitan sukuk dan rating penerbitan sukuk.

Saran yang peneliti ajukan untuk penelitian selanjutnya yaitu:

1. Dalam menghitung *return* dapat menggunakan metode lainnya seperti *market model* dan *average abnormal return* dengan metode estimasi.
2. Menambah periode dalam penelitian karena sukuk telah berkembang menjadi pesaing obligasi konvensional serta memperluas populasi penelitian.
3. Menambahkan variabel lain karena masih banyak pengaruh dari variabel lain yang mempengaruhi reaksi pasar modal syariah selain nilai penerbitan sukuk dan rating penerbitan sukuk.

DAFTAR PUSTAKA

- Fajri, 2018. Pengaruh Saham Syariah, Obligasi Syariah, dan Reksadana Syariah terhadap Reaksi Pasar Modal Syariah. Malang : *Jurnal JEMA*. Fakultas Ekonomi dan Bisnis. Universitas Islam Malang.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 *Tentang Obligasi Syariah*
- Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 40/DSN-MUI/X/2003 *tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip syariah di bidang pasar modal.*
- Ghazali, I. 2016. *Aplikasi analisis multivariate dengan program IBM SPSS23*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Gujarati, Damodar. 2011. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Buku 1, Edisi 5th Ed. Jakarta: Salemba Empat.
- Kurniawati, Dwi . 2014. Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya bagi Pasar Modal Syariah. *Jurnal FE*. Universitas Negeri Surabaya.
- Pratama, Risky 2012. Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survei terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011). *Jurnal Fakultas Ekonomi Universitas Wisnuwardana*.
- Sugiyono. 2016. *Metode penelitian bisnis (Pendekatan kuantitatif, kualitatif, dan (R&D))*. Bandung: Alfabeta.
- www.ojk.go.id
www.idx.co.id
www.Pefindo.co.id

*) Ahmad Syarifudin adalah Alumni Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Unisma

**) Afifudin adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Unisma

***) M. Cholid Mawardi adalah Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Dan Bisnis Unisma