

PENGARUH PENERBITAN SUKUK KORPORASI TERHADAP REAKSI PASAR MODAL INDONESIA PERIODE 2002-2016

Fathima Dhiya Salsabilla

Politeknik Negeri Bandung
fdhijasalsabilla@gmail.com

Hasbi Assidiki Mauluddi

Politeknik Negeri Bandung
hasbiamauluddi@gmail.com

Abstract: *The study aims to determine the prediction of differences that occur in capital market reactions before and after the issuance of sukuk, seen from the chances of trading volume activity and average abnormal return. The object of this study is a company that issued sukuk in the period of 2002-2016. The sample that taken for research is using purposive sampling technique. The method used in this research is comparative test analysis method with the observation period 14 days before the issuance of sukuk and 14 days after the issuance of sukuk. Sources of data used are secondary data in the form of historical stock prices derived from the Otoritas Jasa Keuangan and the Indonesia Stock Exchange. The results of this study based on different test results using wilcoxon signed rank test showed that there was no significant changes in trading activity volume before and after the issuance of sukuk, proved by the significance of the test results of 0.887 bigger than the specified significance. Another test results using Paired Sample T-Test showed that there was no significant difference of abnormal return before and after issuance of sukuk, proved with significance of test result 0.913 bigger than the result of significance.*

Keywords: *Sukuk Issuance, Trading Activity Volume, Abnormal Average Return*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui prediksi perbedaan yang terjadi pada reaksi pasar modal sebelum dan setelah penerbitan sukuk korporasi yang dilihat dari perubahan trading volume activity dan average abnormal return. Objek pada penelitian ini merupakan perusahaan yang menerbitkan sukuk pada periode 2002-2016 dan diambil sampel penelitiannya menggunakan teknik purposive sampling. Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode analisis uji beda dengan periode pengamatan 14 hari sebelum penerbitan sukuk dan 14 hari setelah penerbitan sukuk. Sumber data yang digunakan merupakan data sekunder berupa historis harga saham yang berasal dari Otoritas Jasa Keuangan dan Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian ini berdasarkan hasil uji beda menggunakan uji wilcoxon signed rank test menunjukkan bahwa tidak terdapat perubahan trading volume activity yang signifikan diantara periode sebelum penerbitan dan setelah penerbitan sukuk, dibuktikan dengan signifikansi hasil uji sebesar 0,887 lebih besar dari signifikansi yang ditetapkan. Hasil uji beda menggunakan Paired Sample TTest menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan average abnormal return yang signifikan diantara periode sebelum penerbitan dan setelah penerbitan sukuk, dibuktikan dengan signifikansi hasil uji 0.913 lebih besar dari hasil signifikan yang ditetapkan.

Kata Kunci: *Penerbitan Sukuk, Trading Volume Activity, Abnormal Average Return*

1. PENDAHULUAN

Kehadiran pasar modal dapat menjadi sumber pembiayaan bagi perusahaan dan tempat bagi masyarakat untuk berinvestasi, karena pasar modal juga merupakan tempat bertemunya pihak dengan surplus dana dengan pihak yang defisit dana. Di Indonesia sendiri pasar modal berada dalam pengawasan Bursa Efek Indonesia dengan 2 sistem pasar modal, yaitu pasar modal konvensional dan pasar modal syariah. Pasar modal syariah berpedoman kepada aturan-aturan agama Islam. Dalam Islam segala kegiatan muamalah harus dilandaskan dengan prinsip-prinsip syariah yaitu jujur, adil, tepat baik ukuran maupun sasaran, tanpa *riba*, *gharar*, dan *maysir*, serta kegiatannya berprinsip profit and risk sharing. Maka kemudian hadir instrumen pasar modal syariah sebagai alternatif dan peluang dalam memenuhi kebutuhan dana. Sekuritas berbasis syariah dalam satu dekade terakhir telah mengalami perkembangan pesat diantaranya reksadana syariah, saham syariah, dan obligasi syariah atau sukuk sebagai bukti pengembangan keuangan syariah di dalam negeri.

Obligasi syariah atau sukuk merupakan instrumen yang diperdagangkan di bursa efek syariah. Sukuk tidak sama dengan obligasi konvensional yang diungkapkan sebagai surat bukti utang yang memiliki bungayang harus dibayarkan pada tanggal tertentu, dan akan dibayarkan pokoknya pada akhir periode, namun sukuk merupakan surat bukti investasi berbasis syariah yang ditentukan dalam jangka waktu tertentu. Dalam pengertian lain sukuk merupakan bukti kepemilikan atas *underlying asset* yang dapat berupa barang atau jasa, kemudian penerbit sukuk akan membayarkan hak pemilik sukuk atas keuntungan yang dihasilkan dari proyek/aset yang dibiayai oleh sukuk tersebut.

Pasar sukuk dunia pertama kali hadir di negara Malaysia, pada tahun 2001 Malaysia menerbitkan sukuk senilai USD 150.000.000 dengan akad ijarah. Pasar sukuk kemudian berkembang pesat di Asia, Timur Tengah, negara-negara Eropa hingga negara-negara di benua Afrika. Menurut International Islamic Financial Market, hingga 2015 terdapat 27 negara yang telah menerbitkan sukuk, dengan nilai total mencapai USD 767 milyar. Dari keseluruhan jumlah sukuk outstanding pada tahun 2015, 94% dari keseluruhan jumlah sukuk di dominasi oleh negara 5 negara. Peringkat pertama dipegang oleh Malaysia dengan presentase mencapai 57%, kemudian Arab Saudi 17%, United Arab Emirate 10%, Indonesia 6%, dan Qatar 4%. Sisanya diikuti oleh negara seperti Turki, Bahrain, Maldives, Brunei, Inggris, dan Jerman.

Pengesahan Undang Undang No.19 Tahun 2008 mengenai SBSN menjadi penanda perkembangan sekuritas sukuk di Indonesia. Meskipun regulasi mengenai pengaturan jenis akad yang dapat digunakan untuk menerbitkan sukuk telah diterbitkan pada tahun 2002 oleh Dewan Syariah Nasional MUI, maka sukuk yang diterbitkan di pasar modal Indonesia dapat menggunakan dua jenis akad yaitu Ijarah dan Mudharabah dan diatur berdasarkan Fatwa DSN-MUI nomor 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Mudharabah dan Fatwa DSNMUI nomor 41/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Ijarah. Sukuk dengan akad ijarah memiliki return

bersifat tetap atau fixed income, hal ini dikarenakan akad ijarah dilaksanakan berdasarkan sistem sewa. Sedangkan sukuk mudharabah menggunakan sistem bagi hasil sesuai dengan nisbah yang ditetapkan, maka return yang dihasilkan bersifat floating income yaitu bergantung kepada kinerja dan profitabilitas dari proyek yang dibiayai oleh sukuk tersebut.

Gambar 1. Perkembangan Sukuk Korporasi



Pertumbuhan sukuk korporasi secara keseluruhan dapat dilihat pada Gambar 1, yaitu dengan terdapatnya peningkatan total nilai dan jumlah emisi sukuk. Pada 2002 terdapat 1 emiten sukuk dengan jumlah emisi senilai Rp 175 M hingga pada 2016 jumlah emiten menjadi 100 emiten dengan jumlah emisi mencapai Rp 20.425,4 M. Hal ini merupakan gambaran bahwa sekuritas sukuk di pasar modal memiliki tingkat penawaran yang tinggi. Sehingga kemudian perusahaan merasa sukuk memiliki peluang yang sangat baik untuk digunakan sebagai instrumen untuk mendapatkan tambahan modal dari investor. Maka dari itu kesempatan ini juga tidak hanya dimanfaatkan oleh perusahaan berbasis syariah seperti PT. Bank Mandiri Syariah, Tbk. namun juga oleh perusahaan non-syariah seperti PT. Indosat, Tbk; PT. Adhi Karya (Persero), Tbk; PT. Perusahaan Listrik Negara.

Perusahaan-perusahaan yang melaksanakan emisi sukuk banyak diantaranya yang sebelumnya telah melaksanakan go public yaitu dengan menjual saham perusahaannya kepada publik melalui Bursa Efek Indonesia. Hingga Desember 2016 terdapat 22 perusahaan yang telah menerbitkan saham sebelum melaksanakan emisi sukuk. Alasan utama perusahaan yang telah melakukan go public untuk menerbitkan sukuk adalah untuk melaksanakan ekspansi perusahaan dengan tujuan mendapatkan tambahan keuntungan. Dana masyarakat yang masuk melalui penerbitan sukuk akan memberikan pengaruh bagi perusahaan karena dana tersebut dapat merubah struktur modal perusahaan. Perubahan struktur modal diharapkan dapat meningkatkan operasional perusahaan kemudian mempengaruhi profitabilitasnya. Perubahan tersebut dapat menjadi positif, negatif, bahkan stagnan.

Selain itu penerbitan sukuk yang dilakukan oleh perusahaan membuat pilihan dalam melaksanakan sebuah investasi di pasar modal menjadi lebih beragam, baik dari segi bentuk sekuritas, harga sekuritas, hingga akad atas sekuritas yang ditawarkan. Keberagaman yang hadir membuat seorang investor harus lebih cermat dalam

menanamkan dananya. Diharapkan dengan penerbitan sukuk yang diiringi dengan good news dapat meningkatkan harapan peningkatan aktivitas produksi dan investasi perusahaan. Investor harus mengikuti perkembangan pasar dan informasi karena pada dasarnya keberhasilan dari investasi ialah dengan melakukan keputusan berdasarkan investasi. Sehingga dalam menawarkan sekuritas ke pasar modal perusahaan harus dapat melengkapinya dengan informasi yang dibutuhkan oleh investor, seperti laporan keuangan dan informasi lainnya termasuk penerbitan sukuk.

Untuk mengetahui pengaruh kandungan informasi penerbitan sukuk terhadap reaksi sekuritas lainnya maka dilakukan *event study* atau pengamatan terhadap peristiwa penerbitan sukuk. *Event study* akan menggambarkan reaksi pasar modal yang kemudian akan tercermin melalui perubahan harga saham atas event tersebut atau dalam hal ini adalah penerbitan sukuk korporasi. Terdapat dua variabel yang dapat digunakan untuk menggambarkan reaksi pasar modal pada saat dilakukannya event study yaitu volume penjualan saham atau trading volume activity dan abnormal return. Trading volume activity sendiri merupakan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan pada waktu tertentu dengan jumlah saham perusahaan yang beredar pada periode tertentu dan akan menggambarkan likuiditas suatu saham, likuiditas yang dimaksud adalah seberapa cepat suatu saham dapat diperjualbelikan. Maka semakin sering saham tersebut diperjualbelikan maka semakin likuid saham tersebut yang berarti pula semakin tinggi nilai trading volume activity. Sedangkan abnormal return adalah perbandingan antara return sesungguhnya dengan return yang diharapkan.

2. KAJIAN PUSTAKA

Secara garis besar pasar modal merupakan penghubung antara investor sebagai pihak surplus dengan institusi baik perusahaan swasta maupun milik negara selanjutnya disebut emiten sebagai pihak yang membutuhkan dana. Dalam pasar modal terdapat transaksi perdagangan sekuritas keuangan yang dapat berupa saham, reksadana, obligasi dan instrumen-instrumen derivatif lainnya.

Jogiyanto (2010) menyebutkan bahwa *event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda, karena pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi darisuatu pengumuman. Jika pengumuman itu mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar akan ditunjukkan oleh adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksinya dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return.

Maramis (2013) menyatakan bahwa *event study* pada dasarnya adalah suatu bentuk metodologi dalam penelitian keuangan khususnya mengenai reaksi pasar modal yang tercermin melalui harga saham yang berubah atas suatu kejadian atau *event*.

Menurut Jogiyanto (2010), studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Sehingga dapat disimpulkan, bahwa *abnormal return* terjadi karena dipicu oleh adanya kejadian atau peristiwa tertentu, misalnya hari libur nasional, suasana politik, kejadian-kejadian luar biasa, *stock split*, penawaran perdana, *suspend* dan lain-lain. Dengan demikian *abnormal return* adalah selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi.

Rumus *abnormal return* dikutip dari Jogiyanto (2010) mengestimasi *expected return* dengan menggunakan beberapa model estimasi antara lain, dan pada penelitian ini digunakan Market model. Perhitungan return ekspektasi dengan market model ini dapat dilakukan dengan 2 tahap: Pertama, perhitungan return ekpektasi ke-i pada periode estimasi. Kedua, menggunakan model ekpektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots \dots \dots (i)$$

Keterangan:

$E(R_{it})$: return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode estimasi t

α_i : intercept, independen terhadap R_{mt}

β_i : slope, resiko sistematis, dependen terhadap R_{mt}

R_{mt} : return pasar, yang dihitung dengan rumus:

$$R_{mt} = \frac{IHS_{gt} - IHS_{gt-1}}{IHS_{gt-1}}$$

ε_{it} : kesalahan residu sekuritas i pada periode estimasi ke t

Trading volume activity merupakan salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi-informasi yang masuk pada pasar modal. Volume transaksi merupakan unsur kunci dalam melakukan prediksi terhadap pergerakan pasar. *Trading volume activity* ditunjukkan dengan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada saat waktu dan saham tertentu. *Trading volume activity* juga dapat digunakan sebagai ukuran dari kekuatan atau kelemahan pasar. *Trading volume activity* dihitung dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dari perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama. Peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dapat dilihat keberhasilannya dengan melihat reaksi pasar modal terhadap pengambilan kebijakan tersebut.

Menurut Jama'an (2008), *signaling theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. *Signaling theory* menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. Manajer memberikan informasi

melalui laporan keuangan bahwa mereka menerapkan kebijakan akuntansi konservatisme yang menghasilkan laba yang lebih berkualitas karena prinsip ini mencegah perusahaan melakukan tindakan membesar-besarkan laba dan membantu pengguna laporan keuangan dengan menyajikan laba maupun aktiva yang tidak dilebih-lebihkan. Selanjutnya informasi yang disajikan akan diaudit dan diberikan opini oleh pihak eksternal perusahaan.

Hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini adalah apakah penerbitan sukuk akan memberikan pengaruh terhadap reaksi pasar modal dilihat dari variabel *trading volume activity* dan *average abnormal return*. Berdasarkan telaah literatur dan penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Diduga terdapat perbedaan *trading volume activity* secara signifikan sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

H₂: Diduga terdapat perbedaan *average abnormal return* secara signifikan sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

3. METODOLOGI

Metode penelitian yang digunakan merupakan metode penelitian deskriptif kuantitatif. Data yang diperoleh dari sampel populasi penelitian dianalisis sesuai dengan metode statistik yang digunakan kemudian diinterpretasikan. Penelitian ini akan dilakukan berdasarkan metode kuantitatif deskriptif yaitu suatu bentuk penelitian yang berdasarkan pada data yang dikumpulkan selama penelitian secara sistematis mengenai fakta-fakta dan sifat-sifat dari objek yang diteliti dengan menggabungkan hubungan antar variabel yang terlibat.

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu data yang diperoleh oleh peneliti secara langsung dari objek penelitian, yang merupakan hasil pencatatan dan pengumpulan pihak tersebut, berupa kumpulan harga saham historis pada periode penerbitan sukuk masing-masing perusahaan penerbit sukuk.

Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia (BEI) hingga tahun 2016 baik berupa sukuk ijarah maupun sukuk mudharabah. Adapun teknik sampling yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*.

Statistik deskriptif memberikan gambaran tentang data yang disajikan baik dalam bentuk numerik maupun secara grafik. Dalam penelitian ini data disajikan dalam bentuk numerik berupa nilai rata-rata (mean) dan standar deviasi. Pengujian normalitas adalah pengujian tentang kenormalan distribusi data. Uji ini merupakan pengujian yang paling banyak dilakukan untuk analisis statistik parametrik. Karena data yang berdistribusi normal merupakan syarat dilakukannya tes parametrik. Sedangkan untuk data yang tidak mempunyai distribusi normal, maka analisisnya menggunakan tes non-parametrik. Pada penelitian ini uji normalitas dilakukan dengan metode uji kolmogorov-smirnov. Pengujian akan dilakukan menggunakan program SPSS.

Pada penelitian ini emiten dipilih berdasarkan teknik *purposive sampling*, yaitu dengan ditetapkannya beberapa kriteria, yaitu:

- a. Perusahaan terdaftar/listed pada Bursa Efek Indonesia;
- b. Perusahaan telah melaksanakan Initial Public Offering dan menerbitkan Sukuk pada periode 2002-2016;
- c. Terdapat data transaksi penjualan saham periode 14 hari sebelum dan sesudah proses penerbitan sukuk.

Sampel berdistribusi normal apabila Asymptotic sig > tingkat keyakinan yang digunakan dalam pengujian (tingkat kepercayaan 95% atau $\alpha=5\%$). Sebaliknya sampel dikatakan tidak normal apabila asymptotic sig < tingkat kepercayaan. Jika sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik yaitu Paired Sample T-Test dan jika sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan adalah uji non parametrik yaitu Wilcoxon Sign Ranks Test.

Uji hipotesis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah uji statistik non parametrik dan uji statistik parametrik. Uji statistik non parametrik digunakan apabila data kurang dari 30, tidak berdistribusi normal dan tidak linear. Sementara Uji statistik parametrik digunakan apabila data berdistribusi normal. Uji hipotesis pada penelitian ini menggunakan uji Wilcoxon Sign Ranks Test dan Paired Sample T-Test untuk melihat hubungan variabel-variabel yang diteliti. Analisis data ini dilakukan untuk melihat hubungan antar variabel apabila variabel lain konstan.

Paired Sample T-Test adalah uji statistik parametrik yang digunakan untuk menguji hipotesis, jika data yang disajikan adalah data yang terdistribusi normal. Uji ini dilaksanakan ketika kedua sampel merupakan sampel yang saling berpasangan, dan jika sampel mengalami perlakuan yang berbeda antara satu sama lain.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil yang diperoleh atas uji normalitas yang dilakukan terhadap variabel trading volume activity dan average abnormal return merupakan hasil uji normalitas bagi variabel trading volume activity, hasil dari uji normalitasnya memiliki nilai 0.05 dan 0.03. Menunjukkan bahwa data tersebut tidak terdistribusi normal. Maka tahap selanjutnya adalah variabel trading volume activity akan diuji hipotesis menggunakan alat uji wilcoxon signed ranks test. Merupakan hasil uji normalitas bagi variabel average abnormal return, hasil uji normalitas memiliki nilai 0.145 dan 0.110. Menunjukkan bahwa data tersebut memiliki distribusi normal, maka variabel average abnormal return akan menggunakan alat uji paired sample t-test untuk menguji hipotesis.

Uji paired sample t-test pada penelitian ini akan digunakan untuk menguji hipotesis dari variabel average abnormal return, sehingga dapat diketahui pengaruh yang terjadi terhadap average abnormal return sebelum dan sesudah dilaksanakannya penerbitan sukuk. Hasil menunjukkan nilai signifikan adalah 0,913 yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan nilai average abnormal return sebelum dan sesudah penerbitan sukuk korporasi karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05.

Uji wilcoxon signed ranks test digunakan untuk menguji hipotesis dari variabel trading volume activity. Uji ini dilakukan untuk mengetahui apakah terdapat perubahan trading volume activity sebelum dan sesudah dilaksanakannya penerbitan

sukuk. Didapat hasil uji bahwa 5 sampel trading volume activity sesudah penerbitan sukuk lebih kecil daripada sebelum penerbitan sukuk dengan nilai rata-rata 5.80. Selain itu didapat pula hasil uji bahwa 5 sampel trading volume activity sesudah penerbitan sukuk lebih besar daripada sebelum penerbitan sukuk dengan nilai rata-rata 5.20.

Berdasarkan hasil pengujian wilcoxon signed ranks test menunjukkan bahwa tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha = 0,878$ lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu $\alpha=0,05$. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa hipotesis alternatif pertama (H_a) ditolak atau tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *trading volume activity* sebelum dan sesudah penerbitan sukuk dilaksanakan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa 10 sampel perusahaan yang menerbitkan sukuk korporasi pada periode 2002-2016 tidak mengalami perubahan rata-rata trading volume activity. Hal ini dibuktikan dengan hasil pengujian wilcoxon signed test yang menunjukkan tingkat hasil pengujian sebesar $\alpha = 0,887$ lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu $\alpha = 0,05$. Berdasarkan hasil penelitian ini maka dapat dikatakan H_0 diterima dan H_A ditolak, yaitu bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan trading volume activity pada periode sebelum dan sesudah penerbitan sukuk. Hasil ini tidak sesuai dengan penelitian Yunita (2014) bahwa terdapat pengaruh yang signifikan pada *trading volume activity*. Hal ini diartikan bahwa investor merespon terhadap pengumuman penerbitan sukuk sebagai sinyal yang positif, karena para investor memang menganggap bahwa penerbitan sukuk akan menambah dana perusahaan yang kemudian akan digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan.

Tidak adanya perbedaan yang signifikan dapat diartikan bahwa investor sudah tidak lagi menganggap penerbitan sukuk berbeda dengan penerbitan obligasi yang hanya menimbulkan resiko leverage yang tinggi. Karena, jika investor menganggap penerbitan hanya menimbulkan resiko leverage, investor akan memilih untuk membeli sekuritas yang lebih likuid, tidak seperti sukuk yang mengharuskan investor menunggu lama untuk mendapat return.

Hal ini sejatinya merupakan perwujudan bahwa sukuk memang memiliki keistimewaan yang lebih dibandingkan dengan sekuritas lainnya. Bahwa sukuk bukan hanya merupakan surat bukti utang, tetapi bukti atas investasi yang nyata yaitu dengan adanya underlying asset. Sehingga sukuk hanya bisa diterbitkan jika perusahaan berniat untuk melakukan ekspansi yang bertujuan untuk meningkatkan value perusahaan. Ini juga terbukti bahkan saat krisis ekonomi melanda, pertumbuhan sukuk justru mengarah kepada keadaan yang positif. Karena sebenarnya resiko yang dimiliki sukuk lebih kecil, hal ini diakibatkan resiko finansial yang ditanggung oleh stakeholder maupun perusahaan lebih kecil dibandingkan dengan sekuritas yang berbasis utang seperti obligasi. Maka dari itu penilaian harga pasar wajar sukuk dan obligasi harus dipisahkan sehingga variabel underlying asset dapat dimasukkan sebagai salah satu variabel yang mempengaruhi return sukuk.

Berdasarkan hasil penelitian menunjukkan bahwa 10 sampel perusahaan yang melakukan penerbitan sukuk pada periode 2002-2016 tidak mengalami perubahan rata-rata average abnormal return sebelum dan sesudah penerbitan sukuk tidak. Hal

ini dibuktikan dengan hasil pengujian paired sample t-test yang menunjukkan tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha = 0.913$ lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan $\alpha = 0,05$. Dari hasil dapat dikatakan bahwa H_0 diterima dan H_A ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada average abnormal return sebelum dan sesudah menerbitkan sukuk.

Hasil average abnormal return yang negatif juga disebabkan oleh anggapan investor yang masih menganggap bahwa sukuk bekerja dengan prinsip obligasi, padahal jelas bahwa prinsip obligasi dan sukuk itu berbeda. Ketidakhahaman ini juga bisa dianggap sebagai bentuk asymmetric information karena sebagian investor sudah menilai baik penerbitan sukuk, dan sebagian belum. Selain itu return yang negatif disebabkan dominasi penurunan harga saham yang menurun lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang lain sehingga secara keseluruhan nilainya negatif.

Dalam signaling theory menyatakan bahwa manajer menyampaikan informasi yang baik mengenai kondisi perusahaan, dimana hal tersebut ditunjukkan dengan adanya abnormal return yang positif di sekitar penerbitan sukuk. Tidak adanya perbedaan abnormal return signifikan pada periode sebelum dan sesudah penerbitan sukuk dapat diartikan bahwa penerbitan sukuk tidak membawa kandungan informasi/signaling tentang akan adanya perbedaan keuntungan di masa mendatang. Atau terdapat asymmetric information di kalangan investor pada waktu penerbitan sukuk. Setelah penerbitan sukuk, kinerja perusahaan belum cukup baik sehingga belum cukup mampu meningkatkan harga saham di pasar. Akibatnya harga saham tidak cukup berfluktuasi, dan kesempatan untuk mendapatkan abnormal return pun juga berkurang.

5. PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perubahan yang terjadi terhadap trading volume activity dan average abnormal return perusahaan-perusahaan yang melakukan penerbitan sukuk korporasi dan terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode 2002-2016. Berdasarkan pembahasan, maka dapat dirumuskan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

- a. Berdasarkan hasil uji wilcoxon signed ranks test terhadap trading volume activity pada periode sebelum dan setelah penerbitan sukuk dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan diantara nilai trading volume activity sebelum dan sesudah melaksanakan penerbitan sukuk korporasi. Hal ini dibuktikan secara statistik dengan tingkat signifikansi hasil pengujian sebesar $\alpha=0,887$ lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu $\alpha=0,05$, sehingga H_a ditolak dan H_0 diterima. Dalam penelitian ini diketahui terdapat kenaikan rata-rata mean trading volume activity sebelum dan sesudah melakukan penerbitan sukuk, yang dapat disimpulkan juga bahwa investor menyambut baik penerbitan sukuk korporasi.

- b. Berdasarkan hasil uji Paired Sample T-Test yang digunakan untuk menguji variabel average abnormal return sebelum dan setelah melaksanakan penerbitan sukuk dapat diambil kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan average abnormal return yang signifikan. Hal ini dibuktikan dengan hasil uji statistik dengan signifikansi $\alpha=0.913$ lebih besar dari tingkat signifikansi yang telah ditetapkan yaitu $\alpha=0,05$. Selain itu dilihat dari rata-rata abnormal return sebelum dan sesudah menerbitkan sukuk Hal ini menggambarkan bahwa walaupun pasar tertarik dan menyambut baik penerbitan sukuk, namun kinerja perusahaan belum cukup baik sehingga belum mampu untuk meningkatkan harga saham di pasar. Sehingga terdapat nilai abnormal return yang bernilai negatif.

5.2 Saran

Kemudian setelah dilakukan penelitian, pembahasan dan perumusan kesimpulan penelitian, penulis memberikan beberapa saran dan masukan yang berkaitan dengan penelitian ini untuk dijadikan bahan pertimbangan bagi pihak yang berkepentingan, diantaranya adalah.

- a. Bagi perusahaan yang akan menerbitkan sukuk agar perusahaan dapat lebih memanfaatkan alternatif instrumen ini karena penerbitan sukuk disambut baik oleh pasar modal;
- b. Bagi peneliti selanjutnya agar menambah periode pengamatan sehingga menambah akurasi hasil penelitian, dan diharapkan untuk menggunakan metode lain dalam melakukan penghitungan variabel.

DAFTAR PUSTAKA

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions (AAOIFI). Shari'a Standard No. 17. Investment Sukuk.
- Ahmad Fadlurrahman Bayuny. 2013. *Pengaruh Sukuk Terhadap Profitabilitas dan Nilai Perusahaan Emiten*. Yogyakarta: UIN Sunan Kalijaga.
- Annisa Nurrohmah. *Komparatif Sukuk Korporasi dan Profitabilitas Sukuk Emiten Sebelum dan Sesudah Menerbitkan Sukuk*. Bandung: Politeknik Negeri Bandung
- Fatimatuzzahra, Vita dan Leo Herlambang. 2014. *Reaksi Pasar atas Penerbitan Sukuk (Studi pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012)*. Universitas Padjajaran.
- Firmansyah, Dody Alfian. 2016. *Analisis Perbandingan Trading Volume Activity Dan Abnormal Return Sebelum Sesudah Stock Split*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya.
- Handityo Nugraha. 2013. *Perkembangan Sukuk di Dunia*. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Hartono, J. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE.

- Huda, Nurul. Nasution dan Edwin Mustofa. 2008. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UMP AMP YPKN
- Ikromi Ramadhani. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap Profitabilitas*. Forum Silaturahmi Studi Ekonomi Islam (FoSSEI): Jurnal Etikonomi Vol. 12 No. 2 Oktober 2013
- Ilsa Yunita. 2014. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan-Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Tahun 2002-2013*. Yogyakarta: UIN Sunan Kalijaga.
- Iqbal, Zamir & Abas Mirakhor. 2008. *Pengantar Keuangan Islam: Teori & Praktik*. Jakarta: Kencana.
- Jama'an. 2008. *Teori Manajemen Keuangan, Pemasaran, Perbankan dan SDM*. <http://ekonomi.kabo.biz/2011/07/teori-sinyal.html>.
- Jogiyanto. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi 7. BPFE. Yogyakarta.
- Maramis, Joubert B. 2013. *Metodologi Penelitian Manajemen Keuangan: Metode Event Study*. Universitas Sam Ratulangi Manado.
- Mochammad Rizki Pratama. 2013. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia*. Bandung: Universitas Widyatama
- Mufti Alam Adha. 2013. *Analisis Pengaruh Nilai Sukuk, Rating Sukuk, Dan Risiko Sukuk Terhadap Last Yield Sukuk*. Yogyakarta: UIN Sunan Kalijaga.
- Muhammad Kamal Zubair. 2012. *Obligasi Dan Sukuk Dalam Perspektif Keuangan Islam*. Jurnal Ilmu Syariah dan Hukum Asy-Syirah.
- Mujahid dan Tettet Fitrijianti. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar*. Simposium Nasional Akuntansi XIII Purwekerto 2010.
- Munawir, S. 2014. *Analisis Laporan Keuangan*. Edisi 4, Cetakan ke- 17. Yogyakarta: Liberty.
- Nugroho, Handityo. 2013. *Perkembangan Sukuk Dunia*. Universitas Indonesia.
- Nugroho, Ebtanto Pungky. 2013. *Analisis Dampak Pemecahan Saham terhadap Trading Volume Activity dan Abnormal Return Saham Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Universitas Negeri Yogyakarta.
- Putri, Rianda Ajeng Ardiyanti dan Leo Herlambang. *Pengaruh Penerbitan Sukuk Ijarah Terhadap Return on Assets, Return On Equity Dan Earning Per Share Emiten Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009 – 2013*. JESTT Vol. 2 No. 6 Juni 2015
- Pradono dan P. Adiatna. *Peluang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur Transportasi*. Simposium Xiii Fstpt, Unika

- Soegijapranata. Republik Indonesia. 1995. *UndangUndang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal*. Lembaran Negara RI Tahun 1995, No. 3608. Sekretariat Negara. Jakarta.
- Ryandono, M.N. Hadi. 2009. *Bursa Efek Infestasi Syariah*. Jakarta: Serambi.
- Samsul, Mohamad. 2008. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Erlangga.
- Sholihin, Ahmad. 2010. *Buku Pintar Ekonomi Syariah*. Jakarta:PT Gramedia
- Sugiyono. 2010. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif & RND*. Bandung: Alfabeta
- Sunariyah. 2013. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi 6. Penerbit UPP AMP YKPN. Yogyakarta.
- Suryawijaya, Marwan A dan Faizal Arief Setiawan. 1998. *Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Peristiwa Politik dalam Negeri (Event study pada peristiwa 27 Juli 1996)*. Journal Kelola No.18/VII/1998, hal.137-153.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Kanisius. Yogyakarta.
- Umam, Khaerul. 2013. *Pasar Modal Syariah & Praktik Pasar Modal Syariah*. Bandung: Pustaka Setia.
- Usman, Hundaeni dan P.S Akbar. 2003. *Metodologi Penelitian Sosial*. Jakarta: Bumi Aksara.
- Vita Fatimatuzzahra. Jurnal: *Reaksi Pasar Atas Penerbita Sukuk*. JESTT Vol.1 No.5 Mei 2014.
- Waspada, Ikaputera.2010. *Pengetahuan Pasar Modal dan Portofolio*. Laboratorium Pendidikan Ekonomi dan Koperasi. Bandung.
- Widoatmodjo, Sawidji. 2009. *Pasar Modal Indonesia Pengantar dan Studi Kasus*. Bogor: Ghalia Indonesia.
- Yuyun Nurqalam Ismail. 2016. *Analisis Perbandingan Kinerja Keuangan Perusahaan Setelah Menerbitkan Obligasi Syariah*. Makassar: Universitas Hassanudin.