

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Arum Melati (2013)

Tujuan penelitian ini untuk menganalisis pengaruh produk domestik bruto, ukuran perusahaan, jatuh tempo obligasi dan *debt to equity ratio* terhadap tingkat sewa sukuk ijarah. Hasil pengujian menunjukkan produk domestik bruto dan ukuran perusahaan terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat sewa sukuk ijarah, sedangkan jatuh tempo obligasi dan *debt to equity ratio* tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk ijarah.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan SPSS sebagai alat uji statistiknya dan keduanya juga menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan sebagai alat pengumpulan data serta menggunakan *equity ratio* sebagai variabel yang dipakai. Perbedaannya terletak pada variabel dependen yang digunakan. Penelitian Melati (2013) menggunakan variabel tingkat sewa sukuk. Penelitian yang peneliti akan lakukan menggunakan *return* saham karena ingin melihat reaksi atas harga saham.

Damalia Afiani (2013)

Tujuan dari penelitian ini untuk menganalisis pengaruh *likuiditas*, *produktivitas*, *profitabilitas*, dan *leverage* terhadap peringkat sukuk. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pengujian secara simultan ke empat variabel tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Pengujian secara parsial, variabel *likuiditas*

dan profitabilitas mempengaruhi peringkat sukuk, sedangkan *produktivitas* dan *leverage* tidak mempengaruhi peringkat sukuk.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan SPSS sebagai alat uji statistiknya dan keduanya juga menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan sebagai alat pengumpulan data. Sedangkan perbedaannya terletak pada variabel yang digunakan yaitu variabel *leverage*, *likuiditas*, *profitabilitas* dan *produktivitas*. Penelitian saat ini menggunakan nilai penerbitan obligasi dan rating sebagai variabelnya.

Ninik Amalia (2013)

Tujuan dari penelitian ini untuk menguji pengaruh informasi keuangan (*leverage*, *liquidity*, dan *profitability*) terhadap peringkat obligasi di PT PEFINDO. Hasilnya menunjukkan bahwa *leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* dan *debt to asset ratio* serta *profitability* yang diukur dengan *return on asset ratio* berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan SPSS sebagai alat uji statistiknya dan keduanya juga menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan sebagai alat pengumpulan data serta acuan lembaga PT. PEFINDO dalam menilai rating dari obligasi syariah. Perbedaannya terletak pada variabel yang digunakan. Penelitian yang dilakukan oleh Amalia (2013) menggunakan variabel *leverage*, *likuiditas*, *profitabilitas*. Penelitian saat ini menggunakan nilai penerbitan obligasi dan rating sebagai variabel independennya.

Septi Purwaningsih (2013)

Tujuan penelitian ini untuk mengetahui apakah *leverage*, *liquidity*, *secure* dan *maturity* berpengaruh secara parsial dan simultan terhadap rating sukuk. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel *leverage* dan *liquidity* secara parsial tidak berpengaruh terhadap rating sukuk. Variabel *secure* dan *maturity* secara parsial berpengaruh terhadap rating sukuk. Variabel *leverage*, *liquidity*, *secure* dan *maturity* secara simultan berpengaruh terhadap rating sukuk.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan SPSS sebagai alat uji statistiknya dan keduanya juga menggunakan data sekunder berupa laporan keuangan sebagai alat pengumpulan data serta acuan lembaga PT. PEFINDO dalam menilai rating dari obligasi syariah. Perbedaan dari keduanya yaitu variabel rating dalam penelitian Septi Purwaningsih (2013) di jadikan sebagai variabel dependen sedangkan penelitian saat ini menjadikan rating sebagai variabel independen.

Mujahid dan Tettet Fitrijanti (2010)

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh antara penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan yang diwakili oleh nilai dan rating terhadap *cummulative abnormal return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), baik secara simultan maupun secara parsial tidak berpengaruh terhadap *cummulative abnormal return* saham.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menggunakan variabel *return* saham untuk melihat reaksi pasar saham setelah adanya

pengumuman dan sama-sama menggunakan alat uji SPSS. Perbedaan dari keduanya yaitu pada jangka waktu tahun penelitian. Penelitian saat ini mengukur selama sepuluh tahun yaitu dari tahun 2003 hingga 2013. Tidak hanya itu, jika penelitian Mujahid dan Tetett Fitrijanti mengakumulasikan *return* saham atau *cummulative abnormal return* saham, peneliti saat ini hanya melihat *aktual return* saham dari *closing price* saham harian.

Warsito Kawedar dan Suwanti (2009)

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh peristiwa pengumuman *bond rating* terhadap rata-rata *abnormal return* sebelum dan sesudah pengumuman. Kegunaan penelitian ini adalah memberikan informasi tentang keterkaitan sebuah pengumuman terhadap fluktuasi harga di BEJ sehingga bermanfaat bagi investor. Hasil penelitian menunjukkan bahwa informasi pengumuman *bond rating* memiliki kandungan informasi yang cukup yang menyebabkan terjadinya perbedaan dalam preferensi investor yang tercermin dalam perubahan *abnormal return* saham.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menghitung *aktual return* saham untuk melihat reaksi pasar saham setelah adanya pengumuman dan menggunakan alat uji SPSS. Perbedaannya terletak pada variabel independen yang dipakai oleh Warsito (2009) yaitu *bond rating*. Penelitian saat ini menggunakan nilai penerbitan obligasi dan rating sebagai variabel independennya

Nunung Ghoniyah, Mutamimah dan Jenar Widayati (2008)

Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Untuk menganalisis apakah

terjadi *abnormal return* dan *trading volume activity* atas pengumuman penerbitan obligasi syariah. Hasil penelitian menunjukkan pengujian baik dengan *abnormal return* maupun *trading volume activity*, secara umum disimpulkan bahwa pasar bereaksi tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menghitung *aktual return* saham untuk melihat reaksi pasar saham setelah adanya pengumuman dan menggunakan alat uji SPSS. Perbedaannya terletak pada variabel independen yang digunakan oleh Nunung (2008) yaitu reaksi pasar modal Indonesia dan menggunakan penelitian *event study*. Penelitian saat ini menggunakan reaksi harga pasar saham sebagai variabel dependennya.

Wei Cheng, Nuttawat Visaltanachoti dan Puspakaran Kesayan (2005)

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk melihat reaksi pasar saham setelah penerbitan obligasi konversi di pasar modal Jepang. Hasil dari penelitian Wei Cheng dkk menunjukkan bahwa *cummulative abnormal return* mengikuti pengumuman obligasi adalah negatif pada pengumuman obligasi konversi di pasar modal Jepang.

Persamaan dari kedua penelitian ini yaitu sama-sama menghitung *aktual return* saham untuk melihat reaksi pasar saham setelah adanya pengumuman. Perbedaannya terletak pada tahun dan negara penelitian. Penelitian Wei Cheng (2005) menggunakan pengamatan pada tahun 1996 sampai 2002 dengan melihat pasar modal Jepang serta melihat pengumuman dari obligasi konversi. Penelitian saat ini menggunakan pengamatan selama sepuluh tahun yaitu 2003 sampai 2013

dengan melihat pasar modal di Indonesia setelah pengumuman obligasi syariah (sukuk).

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No.	Penelitian Terdahulu	Metode Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Arum Melati (2013), “Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Sewa Sukuk Ijarah”	<ol style="list-style-type: none"> 1. Variabel Independen: Produk domestik bruto, ukuran perusahaan, jatuh tempo obligasi, dan <i>debt to equity ratio</i> 2. Variabel Dependen: Tingkat sewa sukuk ijarah 3. Alat Uji Statistik: SPSS 4. Menggunakan data sekunder berupa Laporan Keuangan tahunan dan data eksternal 	Produk domestik bruto dan ukuran perusahaan terbukti memiliki pengaruh negatif terhadap tingkat sewa sukuk ijarah, sedangkan jatuh tempo obligasi dan <i>debt to equity ratio</i> tidak berpengaruh terhadap tingkat sewa sukuk ijarah.
2.	Damalia Afiani (2013), “Pengaruh Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, Dan Leverage Terhadap Peringkat Sukuk (Studi Empiris Pada Bank Umum Syariah Dan Unit Usaha Syariah Periode (2008-2010)”	<ol style="list-style-type: none"> 1. Variabel Independen: <i>likuiditas</i>, <i>produktivitas</i>, <i>profitabilitas</i>, dan <i>leverage</i> 2. Variabel Dependen: peringkat sukuk 3. Alat Uji Statistik: SPSS 4. Menggunakan data sekunder berupa Laporan Keuangan pada Bank dan Unit Usaha 	Menunjukkan bahwa pengujian secara simultan ke empat variabel tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Pengujian secara parsial, variabel likuiditas dan profitabilitas mempengaruhi peringkat sukuk, sedangkan <i>produktivitas</i> dan <i>leverage</i> tidak mempengaruhi peringkat sukuk
3.	Ninik Amalia (2013), “Pemeringkatan Obligasi PT.PEFINDO: Berdasarkan Informasi Keuangan”	<ol style="list-style-type: none"> 1. Variabel Independen: <i>leverage</i>, <i>liquidity</i>, dan <i>profitability</i> 2. Variabel Dependen: <i>Rating of Bond</i> 3. Alat Uji Statistik: 	Leverage yang diukur dengan <i>debt to equity ratio</i> dan <i>debt to asset ratio</i> serta <i>profitability</i> yang diukur dengan <i>return on asset ratio</i> berpengaruh signifikan

		SPSS 4. Menggunakan data sekunder berupa Laporan Keuangan	terhadap peringkat obligasi
4.	Septi Purwaningsih (2013), “Faktor Yang Mempengaruhi Rating Sukuk Yang ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi”.	1. Variabel Independen: <i>leverage, liquidity, secure, dan maturity</i> 2. Variabel Dependen : Rating Sukuk 3. Alat Uji Statistik: SPSS Menggunakan data sekunder	Variabel <i>leverage</i> dan <i>liquidity</i> secara parsial tidak berpengaruh terhadap rating sukuk. Variabel <i>secure</i> dan <i>maturity</i> secara parsial berpengaruh terhadap rating sukuk. Variabel <i>leverage, liquidity, secure</i> dan <i>maturity</i> secara simultan berpengaruh terhadap rating sukuk.
5.	Mujahid dan Tetet Fitrijanti (2010), “Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar”.	1. Variabel Independen: Nilai penerbitan obligasi dan Rating obligasi syariah 2. Variabel Dependen : <i>cummulative abnormal return</i> saham 3. Alat Uji Statistik: SPSS 4. Menggunakan data sekunder	Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), baik secara simultan maupun secara parsial tidak berpengaruh terhadap <i>cummulative abnormal return</i> saham.
6.	Warsito Kawedar dan Suwanti (2009), “Pengaruh Pengumuman Bond Rating Versi PT Pefindo Terhadap Abnormal Return Saham Perusahaan Di Bursa Efek Jakarta”.	1. Variabel Independen: <i>Bond Rating</i> 2. Variabel Dependen : <i>Abnormal return</i> saham 3. Alat Uji Statistik: SPSS 4. Menggunakan data sekunder	Terdapat perbedaan yang signifikan rata-rata abnormal sebelum dan sesudah pengumuman <i>bond rating</i>
7.	Nunung Ghoniyah , Mutamimah, dan Jenar Widayati (2008), “Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman	1. Variabel Independen: <i>cummulative abnormal return</i> saham. 2. Variabel Dependen : Pengumuman penerbitan Obligasi	Hasil penelitian menunjukkan pengujian baik dengan <i>abnormal return</i> maupun <i>trading volume activity</i> , secara umum disimpulkan bahwa pasar bereaksi

	Penerbitan Obligasi Syariah”.	Syariah 3. Penelitian <i>event study</i> 4. Menggunakan data sekunder	tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah
8.	Wei Cheng, Nuttawat Visaltanachoti dan Puspakaran Kesayan (2005), “Reaksi Pasar Saham setelah Penerbitan Obligasi Konversi: Bukti dari Jepang”>	1. Variabel Independen: <i>abnormal return</i> saham. 2. Variabel Dependen : Pengumuman penerbitan Obligasi Konversi 3. Penelitian <i>event study</i> 4. Menggunakan data sekunder	<i>cummulative abnormal return</i> mengikuti pengumuman obligasi adalah negatif pada pengumuman obligasi konversi di pasar modal Jepang.

Sumber : Diolah

2.2 Landasan Teori

Signalling Theory

Teori Signalling yaitu suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru. (Jogiyanto, 2008: 491). Informasi penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini kemudian akan memberikan suatu pertanda (signal) bagaimana efeknya bagi *return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) sekaligus mengeluarkan saham di pasar bursa efek sehingga Signalling Theory berlaku di sini, di mana setiap tindakan mengandung informasi yang bermakna bagi pengambilan keputusan.

Menurut Hapyani P (2009) dalam membangun signaling teori berdasarkan adanya *assimetric information* antara *well-informed manager* dan *poor-informed stockholder*. Teori ini berdasarkan pemikiran bahwa menejer akan mengumumkan

kepada investor ketika mendapatkan informasi yang baik, bertujuan menaikkan nilai perusahaan, namun investor tidak akan mempercayai tersebut. Solusinya perusahaan bernilai tinggi akan berusaha melakukan signaling pada financial policy mereka yang memakan biaya besar sehingga tidak akan ditiru oleh perusahaan yang memiliki nilai lebih rendah.

Signal adalah proses yang memakan biaya berupa *deadweight costing*, bertujuan untuk menyakinkan investor tentang nilai perusahaan. Signal yang baik adalah yang tidak dapat ditiru oleh perusahaan lain yang memiliki nilai lebih rendah, karena faktor biaya.

Teori ini akan mengungkapkan bahwa investor dapat membedakan antara perusahaan yang memiliki nilai tinggi dengan perusahaan yang memiliki nilai rendah dengan mengobservasi kepemilikan struktur pemodalannya serta menandai valuasi tinggi untuk perusahaan yang *highly levered*. Ekuilibrium stabil karena perusahaan bernilai rendah tidak dapat meniru perusahaan yang lebih tinggi. Kelemahan lain adalah tidak dapat menjelaskan mengapa perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan dan nilai *intangible asset* tinggi harus menggunakan lebih banyak hutang dari pada perusahaan yang *mature (tangible asset tinggi)* yang tidak menggunakan hutang, akan tetapi didalam teori diperlukan untuk mengurangi efek dari ketidaksimetrisan informasi.

Definisi Obligasi Syariah

Menurut Fatwa dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 : Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang Obligasi Syariah

yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Ketentuan khusus dalam Fatwa DSN ini menjelaskan bahwa akad-akad yang digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:

- a. Mudharabah (Muqaradhah)/ Qiradh
- b. Musyarakah
- c. Murabahah
- d. Salam
- e. Istishna
- f. Ijarah

Dari ke enam akad tersebut, hanya mengambil akad Mudharabah, dan Ijarah sebagai bahan penelitian.

Karakteristik Sukuk

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk. Ciri khas lain sukuk adalah, jika sertifikat tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal. (Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, 2009)

Tabel 2.2

Perbedaan sukuk dengan obligasi dan saham adalah sebagai berikut :

Deskripsi	Sukuk	Obligasi	Saham
Prinsip Dasar	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek	Surat pernyataan utang dari issuer	Kepemilikan saham dalam perusahaan
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada asset/proyek yang spesifik	Emiten menyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
Penggunaan Dana	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	Dapat digunakan untuk apa saja
Jenis Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin, capital gain	Bunga/kupon, capital gain	Dividen / capital Gain

Sumber: Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, 2009

1. Obligasi syariah Mudharabah

Menurut Fatwa dewan Syariah Nasional Nomor: 33/DSN MUI/IX/2002 :

Obligasi Syariah Mudharabah adalah Obligasi Syariah yang berdasarkan akad Mudharabah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Mudharabah. Emiten dalam Obligasi Syariah Mudharabah adalah Mudharib sedangkan pemegang Obligasi Syariah Mudharabah adalah Shahibul Mal. Mengenai ketentuan khusus yang ditulis dalam fatwa ini yaitu akad yang digunakan dalam Obligasi Syariah Mudharabah adalah akad Mudharabah. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (Mudharib) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (Shahibul Mal) harus bersih dari unsur non halal. Nisbah keuntungan dalam Obligasi Syariah Mudharabah ditentukan sesuai kesepakatan, sebelum emisi (penerbitan) Obligasi Syariah Mudharabah. Pembagian pendapatan (hasil) dapat dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan, dengan ketentuan pada saat jatuh

tempo diperhitungkan secara keseluruhan. Apabila Emiten (Mudharib) lalai dan/atau melanggar syarat perjanjian dan/atau melampaui batas, Mudharib berkewajiban menjamin pengembalian dana Mudharabah, dan Shahibul Mal dapat meminta Mudharib untuk membuat surat pengakuan hutang.

2. Obligasi Syariah Ijarah

Menurut Fatwa dewan Syariah Nasional Nomor: 41/DSN MUI/III/2004:

Obligasi Syariah Ijarah adalah Obligasi Syariah berdasarkan akad Ijarah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No.09/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Ijarah. Pemegang Obligasi Syariah Ijarah(OSI) dapat bertindak sebagai Musta'jir (penyewa) dan dapat pula bertindak sebagai Mu'jir (pemberi sewa).

Ketentuan khusus yang dikeluarkan menurut Fatwa, dijelaskan bahwa Akad yang digunakan dalam OSI adalah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI nomor 9/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Ijarah, terutama mengenai rukun dan syarat akad. Pemegang OSI sebagai pemilik aset (a'yan) atau manfaat (manafi') dalam menyewakan (ijarah) asset atau manfaat yang menjadi haknya kepada pihak lain dilakukan melalui Emiten sebagai wakil. Emiten yang bertindak sebagai wakil dari Pemegang OSI dapat menyewa untuk dirinya sendiri atau menyewakan kepada pihak lain. Dalam hal Emiten bertindak sebagai penyewa untuk dirinya sendiri, maka Emiten wajib membayar sewa dalam jumlah dan waktu yang disepakati sebagai imbalan ('iwadh ma'lum) sebagaimana jika penyewaan dilakukan kepada pihak lain.

Definisi Pasar Modal Syariah

Menurut Wikipedia, definisi pasar modal sesuai dengan Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) adalah kegiatan yang bersangkutan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik yang berkaitan dengan Efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan Efek.

Berdasarkan definisi tersebut, terminologi pasar modal syariah dapat diartikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam UUPM yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, pasar modal syariah bukanlah suatu sistem yang terpisah dari sistem pasar modal secara keseluruhan. Secara umum kegiatan Pasar Modal Syariah tidak memiliki perbedaan dengan pasar modal konvensional, namun terdapat beberapa karakteristik khusus Pasar Modal Syariah yaitu bahwa produk dan mekanisme transaksi tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Pertumbuhan Pasar Modal Indonesia

Perkembangan pasar modal Indonesia hingga sampai saat ini telah mengalami peningkatan yang cukup signifikan, dan perkembangannya secara global telah membuktikan bahwa kualitas dari kinerja investasi di Indonesia cukup menarik untuk para investor asing maupun lokal. Ditinjau dari awal berdirinya Pasar Modal Indonesia yang diberi nama *Indonesian Stock Exchange* (JKSE) telah lahir jauh sebelum Indonesia merdeka pada masa kolonial Belanda (1912 di Batavia). Kinerja pasar modal dan perannya dimasyarakat pada masa perang dunia I dan II sempat mengalami vakum (1956-1977), kemudian 1977 mulai mengalami

pertumbuhan beriringan dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan oleh pemerintah. Pada tanggal 10 Agustus 1977, presiden Soeharto membuka kembali pasar modal yang dijalankan dibawah BAPEPAM, kemudian pada 1988-1990 BEJ (Bursa Efek Jakarta) terbuka untuk PMA (Penanam Modal Asing) sehingga aktivitas dari bursa terlihat meningkat. Bursa Efek Surabaya (BES) didirikan 16 Juni 1989 dan akhirnya mengalami merger tahun 1995 dengan BEJ. Perkembangan eksplisit yang terlihat di BEJ dengan dukungan teknologi dimulai tahun 1995 hingga seterusnya yang dimulai dari penerapan sistem otomasi dengan sistem komputer JATS (*Jakarta Automated Trading System*) dan tahun 2002 telah menerapkan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*). Perkembangan yang signifikan telah dirasakan oleh pasar modal Indonesia sehingga mendorong perubahan nama menjadi “Bursa Efek Indonesia”. Pertumbuhan yang signifikan itu didukung oleh perekonomian Indonesia yang memiliki pertumbuhan yang mengagumkan sehingga para investor tertarik untuk menanamkan modal ke pasar modal Indonesia. Saat ini pasar modal telah menyesuaikan diri dengan konsep global yang disebut sebagai “*Global Capital Market*” sehingga BEI harus menerapkan sistem perdagangan baru kembali yaitu “JATS-NextG”.

Manfaat Pasar Modal

- a. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha.
- b. Sebagai wahana investasi bagi investor sekaligus memungkinkan upaya diversifikasi.
- c. Penyebaran kepemilikan perusahaan sampai lapisan masyarakat menengah.

- d. Penyebaran kepemilikan, keterbukaan & profesionalisme, menciptakan iklim berusaha yang sehat.
- e. Menciptakan lapangan kerja profesi yang menarik.
- f. Alternatif investasi yang memberikan potensi keuntungan dan risiko yang dapat diperhitungkan melalui keterbukaan informasi, likuiditas, dan diversifikasi investasi.
- g. Membina iklim keterbukaan bagi dunia usaha, memberikan akses kontrol sosial.
- h. Pengelolaan perusahaan yang profesional.
- i. Sumber pembiayaan jangka panjang bagi perusahaan (emiten).

Namun, di negara maju maupun di negara sedang berkembang, pasar modal berperan juga sebagai agen pembangunan, yaitu sebagai alat memobilisasi dana, baik yang ada dalam perekonomian domestik maupun yang berasal dari luar negeri. Dalam pembentukan pasar modal memiliki tujuan sebagai berikut:

- a. Menghimpun kesempatan kepada masyarakat untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi.
- b. Memberi kesempatan kepada masyarakat untuk ikut memiliki perusahaan dan ikut menikmati hasilnya (laba).

Jenis – Jenis Pasar Modal

1. Pasar Perdana, yaitu pasar pertama kali sekuritas dijual ke publik.

2. Pasar Sekunder (reguler), yaitu pasar di mana perdagangan efek dilakukan oleh anggota bursa yang ingin menjual atau membeli efek yang penyelesaiannya dilakukan pada hari T+4.
3. Pasar Non Reguler yaitu, transaksi OTC yang dibuat oleh anggota bursa yang terdaftar di bursa.
4. Pasar Tunai yaitu, sistem negosiasi berdasarkan pembayaran tunai dan diciptakan untuk pialang yang gagal memenuhi kewajiban menyelesaikan transaksi pada pasar reguler atau non-reguler.
5. Pasar Segera yaitu, merupakan pasar perdagangan efek yang dilakukan oleh anggota Bursa Efek dan KPEI yang ingin menjual atau membeli efek yang penyelesaiannya dilakukan pada hari bursa berikutnya setelah terjadinya Transaksi Bursa (T+1).

Lembaga Penunjang Pasar Modal

- a. Bursa Efek
- b. Biro Administrasi Efek
- c. Kustodian
- d. Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian
- e. Bank Kustodian
- f. Lembaga Kliring dan Penjaminan
- g. Wali Amanat
- h. Pemeringkat Efek

Kelebihan Pasar Modal

Dalam perkembangannya, pasar modal memiliki kelebihan yang dapat menguntungkan bagi pemerintahan.

1. Merupakan leading indicator (petunjuk penting) tren ekonomi atau kemajuan ekonomi negara.
2. Mendorong laju pertumbuhan ekonomi karena kegiatan ekonomi berjalan dengan lancar (tidak kekurangan modal).
3. Memperluas pertumbuhan lapangan kerja seiring meningkatnya pertumbuhan ekonomi.

Kerugian Pasar Modal

Secara umum terdapat beberapa kerugian pada pasar modal. Kerugian tersebut, antara lain berkaitan dengan adanya sejumlah risiko dari investasi atas sejumlah produk pasar modal, yaitu sebagai berikut.

1. Risiko pasar (market risk) yang identik dengan risiko nilai tukar dan tingkat suku bunga, yaitu risiko yang timbul akibat adanya perubahan harga, tingkat suku bunga, nilai tukar yang terus berfluktuasi sesuai dengan conjungtur pasar.
2. Risiko penanaman kembali (reinvestment risk), adalah risiko bagi investor karena terpaksa mengambil investasi yang memberi hasil lebih rendah akibat naiknya tingkat suku bunga.
3. Risiko gagal bayar atau tagih (default risk), adalah risiko yang timbul karena pembayaran yang harus dilakukan pada saat jatuh tempo tidak terpenuhi.

4. Risiko fundamental ekonomi (fundamental risk), adalah risiko yang timbul akibat perubahan-perubahan kondisi perekonomian makro, domestik maupun internasional, moneter, fiskal dan kebijaksanaan pemerintah lainnya.

Nilai Penerbitan Obligasi

Dalam penerbitan obligasi pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan jumlah emisi obligasi. Apabila perusahaan membutuhkan dana Rp 400 Milyar maka dengan jumlah sama akan diterbitkan obligasi senilai dana tersebut. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

Rating Obligasi

Rating merupakan salah satu acuan dari investor ketika akan memutuskan membeli suatu obligasi. Informasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat sangat membantu investor untuk memilih sekuritas obligasi mana yang tepat. Rating yang baik tidak hanya menunjukkan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya, tetapi juga menunjukkan bahwa kinerja perusahaan berlangsung secara efektif dan efisien karena mampu mengelola hutang untuk kemajuan bisnis yang dijalankan. Agen pemeringkat obligasi adalah lembaga independen yang memberi informasi pemeringkatan skala risiko utang, salah satu diantaranya adalah sekuritas obligasi sebagai petunjuk seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuannya dalam membayar bunga

dan melunasi pokok pinjaman. Indonesia memiliki dua lembaga pemeringkat sekuritas hutang, yaitu Pemeringkat Efek Indonesia (PT PEFINDO) dan PT Kasnic Credit Rating Indonesia (Ninik Amalia, 2013). Namun saat ini, sudah ada perusahaan baru yang juga dapat menentukan rating perusahaan yaitu Fitch Rating Indonesia dan ICRA (Indonesia Credit Rating Agency).

Menurut Afiani (2013), peringkat (rating) yang diberikan oleh rating agency akan menyatakan apakah obligasi berada pada peringkat *investment grade* atau *non investment grade*. Agen pemeringkat seperti Pefindo dan Kasnic menilai dan mengevaluasi sekuritas utang perusahaan atau bank yang diperdagangkan secara umum, dalam bentuk peringkat maupun perubahan peringkat suatu obligasi, dan selanjutnya diumumkan ke pasar. *Investment Grade* mencerminkan suatu perusahaan dianggap memiliki kemampuan dalam melunasi hutangnya. Sehingga kategori ini banyak dipilih para investor karena dianggap investasinya aman. *Non Investment Grade* mencerminkan suatu perusahaan dianggap memiliki kemampuan yang meragukan dalam memenuhi kewajibannya. Jadi, perusahaan yang seperti ini biasanya sulit untuk mencari pendanaan sehingga biasanya mereka memberikan kupon atau imbalan hasil.

Prinsipnya, semakin rendah rating obligasi berarti semakin tinggi risiko gagal bayar dan berarti semakin tinggi pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan investor.

Tabel 2.3
Interpretasi Rating Pefindo

AAA	Obligasi yang diperingkat sebagai AAA adalah obligasi dengan peringkat tertinggi yang diberikan oleh Pefindo. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat superior dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
AA	Obligasi dengan peringkat AA hanya berbeda sedikit dengan obligasi dengan peringkat AAA. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
A	Obligasi dengan peringkat A mengindikasikan kapasitas penerbit obligasi untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya relatif kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi lainnya, tetapi obligasi ini tetap lebih mudah terpengaruh oleh perubahan keadaan dan kondisi ekonomi daripada obligasi peringkat AAA dan AA.
BBB	Obligasi berperingkat BBB mengindikasikan parameter yang cukup aman dibandingkan dengan obligasi Indonesia lainnya. Memburuknya kondisi ekonomi atau perubahan keadaan akan mempengaruhi kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.
BB	Obligasi dengan peringkat BB menggambarkan parameter perlindungan yang relatif agak lemah dibandingkan obligasi lainnya. Kapasitas dari penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya cukup rawan terhadap ketidakpastian terhadap kondisi bisnis, finansial, dan ekonomi.
B	Obligasi dengan peringkat B menggambarkan parameter perlindungan yang relatif lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Penerbit obligasi masih mempunyai kapasitas untuk membayar kewajiban jangka panjangnya tetapi adanya kondisi-kondisi ekonomi, bisnis, dan finansial yang buruk akan sangat mempengaruhi kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.
CCC	Obligasi dengan peringkat CCC berpotensi untuk tidak membayar kewajibannya dan tergantung pada kondisi finansial dan bisnis yang baik untuk dapat membayar kewajibannya tersebut.
SD	Obligasi dengan peringkat SD (Selective Default) akan diberikan pada penerbit obligasi yang telah gagal membayar satu atau lebih obligasinya pada saat jatuh tempo.
D	Obligasi diberi peringkat D jika penerbit obligasi tersebut gagal membayar kewajibannya dan otomatis diberikan pada saat penerbit pertama kali gagal membayar kewajibannya. Pengecualian diberikan jika pembayaran bunga telah lewat dari tanggal jatuh tempo tetapi masih di dalam periode grace atau telatnya pembayaran terjadi karena adanya perselisihan komersial bonafide.

Sumber : PT.PEFINDO

Return Saham

Return saham merupakan pendapatan yang diperoleh oleh pemegang saham sebagai hasil dari investasinya di suatu perusahaan. *Return* saham ini dibedakan menjadi dua jenis, yaitu : *return* realisasi (*realized return*) dan *return* ekspektasi (*expected return*). *Return* realisasi merupakan *return* yang sudah terjadi (sesungguhnya) dan dihitung berdasarkan data historis. *Return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor untuk masa mendatang. Jika *return* realisasi sifatnya sudah terjadi, *return* ekspektasi sifatnya belum terjadi serta dapat diestimasi dengan beberapa pendekatan, misalnya pendekatan market model.

Abnormal return merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Sehingga, *abnormal return* merupakan selisih antara *return* yang sesungguhnya terjadi (*aktual return*) dengan *return* ekspektasi. *Abnormal return* biasanya dipicu oleh “peristiwa”. Misalnya seperti merger, pengumuman dividen, pengumuman perusahaan produktif, peningkatan suku bunga, serta adanya tuntutan hukum. Semua peristiwa tersebut dapat mempengaruhi adanya *abnormal return*.

Return saham dan *abnormal return* dapat digunakan untuk melakukan penilaian kinerja surat berharga. Pada dasarnya ada beberapa model untuk menghitung *abnormal return*, di antaranya market model/single index model dan capital asset pricing model. Kedua model tersebut sulit dilakukan karena harus melakukan estimasi untuk beta, tingkat bunga bebas risiko dan *return* pasar.

2.3 Kerangka Teoritis

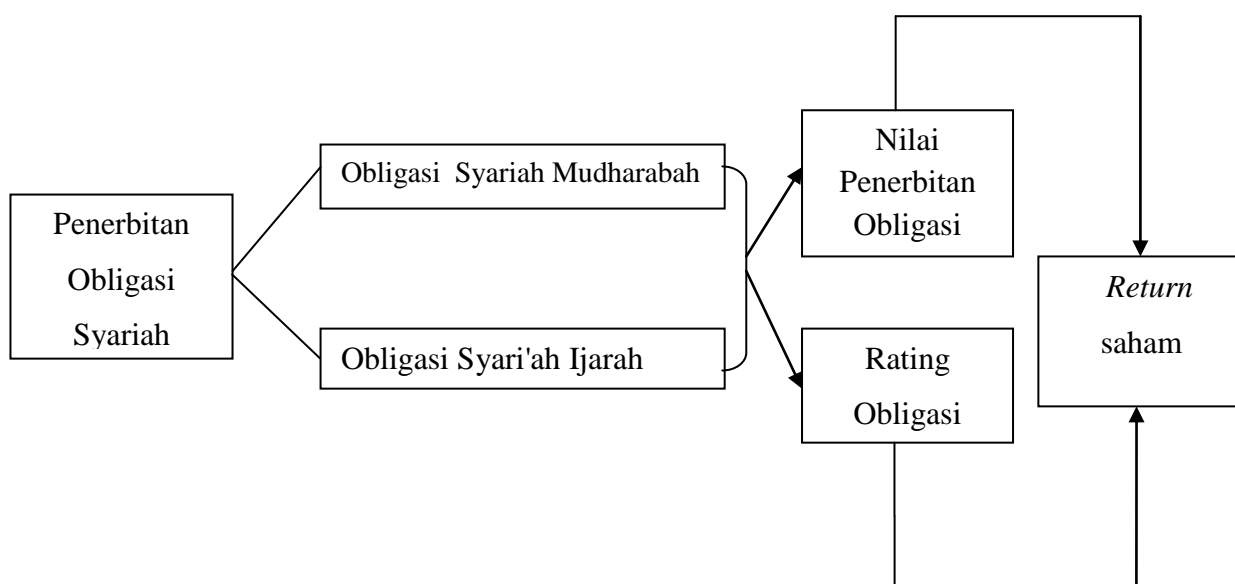
Obligasi Syariah (sukuk) saat ini diminati oleh investor. Selain prinsipnya yang syariah, investor juga dapat melihat akan kinerja dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah ini. Hal ini menarik banyak perusahaan di Indonesia menerbitkan obligasi syariah karena memanfaatkan peluang ini.

Obligasi Syariah (sukuk) menurut MUI memiliki banyak akad jenisnya. Namun, di Indonesia saat ini hanya terdapat dua jenis akad yaitu akad Mudharabah dan akad Ijarah. Perusahaan di Indonesia dapat menerbitkan sukuk dengan memilih salah satu dari jenis akad ini. Saat perusahaan mulai mengumumkan penerbitan obligasi syariah, investor akan mencari informasi mengenai obligasi yang diterbitkan. Penerbitan obligasi syariah ini dapat mempengaruhi *return* saham. Informasi ini bisa dilihat dari nilai penerbitan obligasi dan rating obligasi yang nantinya diserap oleh pasar. Rating obligasi biasa dijadikan sebuah informasi mengenai obligasi syariah yang diterbitkan tersebut. Sehingga, rating yang diumumkan akan berdampak pula pada *return* saham yang ada di pasar modal. Oleh karena itu, dari penerbitan obligasi syariah yang dilakukan perusahaan, investor akan melihat nilai penerbitan obligasi syariah atau nilai emisi dari obligasi tersebut dan melihat rating obligasi tersebut. Ke dua faktor ini menjadi variabel independen dalam penelitian. Nilai penerbitan obligasi dilihat dari nilai emisi obligasi dan rating obligasi sesuai dari hasil pemeringkatan rating yang dilakukan oleh PT. Pefindo.

Penelitian ini dilakukan untuk meneliti pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar saham yang diwakili oleh nilai penerbitan obligasi

dan rating obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Reaksi pasar saham ini dapat dilihat dari *return* saham dan *abnormal return* saham yang mencerminkan bagaimana return saham di pasar modal setelah perusahaan mengumumkan penerbitan obligasi syariah. Dalam hal ini, *return* saham dijadikan ukuran karena dapat memiliki kandungan informasi yang akhirnya mempengaruhi harga sekuritas di pasar modal.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat diperoleh kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 2.4
Kerangka Pemikiran

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pada tinjauan pustaka, yaitu landasan teori dan penelitian terdahulu maka hipotesis yang ada dapat dijelaskan sebagai berikut:

H1 : Nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh terhadap *return* saham

H2 : Rating obligasi syariah berpengaruh terhadap *return* saham