

Dampak penerbitan sukuk dan obligasi konvensional terhadap return saham perusahaan di Indonesia

Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono

Departmen ilmu Ekonomi, Universitas Islam Indonesia, Yogyakarta

e-mail: agus.widarjono@uui.ac.id

Keywords:

Sukuk, stock market, event study, abnormal returns

DOI:

[10.20885/JEKI.vol3.iss1.art6](https://doi.org/10.20885/JEKI.vol3.iss1.art6)

Abstract

Capital markets are an integral part of economic activity in many countries. One type of capital market is bonds. In Indonesia has developed two types of bonds are syariah-based bonds called sukuk and bonds are not based on sharia. The purpose of this study is to analyze the impact of issuance of sukuk and conventional bonds on stock returns. The company under study is a company that issues both sukuk and syariah bonds. This study uses event study to see the reaction of capital market to the event of issuance of sukuk and conventional bonds. The results showed that the abnormal return of stock is only influenced by variable of maturity value of sukuk and conventional bond. Thus, the stock market is not very responsive to the issuance of sukuk or conventional bonds.

Abstrak

Pasar modal merupakan bagian integral dari kegiatan ekonomi di berbagai negara. Salah satu jenis pasar modal adalah obligasi. Di Indonesia telah berkembang dua jenis obligasi yaitu obligasi yang berbasis syariah disebut sukuk dan obligasi yang tidak berbasis syariah. Tujuan penelitian ini adalah menganalisis dampak penerbitan sukuk dan obligasi konvensional terhadap return saham. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang menerbitkan baik sukuk maupun obligasi syariah. Penelitian ini menggunakan *event study* untuk melihat reaksi pasar modal terhadap peristiwa penerbitan sukuk maupun obligasi konvensional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa abnormal return saham hanya dipengaruhi oleh variabel nilai jatuh tempo sukuk maupun obligasi konvensional. Dengan demikian, pasar saham tidak terlalu responsif terhadap penerbitan sukuk maupun obligasi syariah konvensional.

Pendahuluan

Perusahaan yang berkembang sangat membutuhkan keberadaan pasar modal, untuk kepentingan penghimpunan modal dengan menjual saham yang dimiliki untuk publik, sedangkan investor sebagai pihak yang memiliki dana dapat menggunakan pasar modal sebagai salah satu alternatif untuk memperoleh keuntungan. Pasar modal menyediakan instrumen keuangan jangka panjang yang dapat dijualbelikan, berbentuk obligasi maupun modal sendiri yang baik diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta. Masyarakat akan memperoleh hasil berupa dividen dari pembelian saham melalui pasar modal atau bunga berupa kupon dari obligasi. Keputusan penjualan saham atau penerbitan obligasi perlu dilakukan pertimbangan dan pengukuran dengan matang serta mempertimbangan alternatif lain yang dapat dijadikan sebagai sumber pendanaan.

Obligasi adalah surat hutang jangka panjang yang diterbitkan oleh suatu lembaga dengan nilai nominal dan waktu jatuh tempo yang telah ditentukan. Pemerintah baik pusat atau daerah perusahaan swasta, ataupun BUMN, dapat menerbitkan obligasi. Saat ini, obligasi yang diperdagangkan salah satunya adalah obligasi kupon dengan tingkat suku bunga tetap dengan jatuh tempo sesuai masa berlaku obligasi (Astuti, 2003). Obligasi merupakan janji pihak penerbit untuk membayar sejumlah bunga dalam periode waktu tertentu dan membayar nilai nominal obligasi pada waktu jatuh tempo. Obligasi dianggap memiliki keuntungan diantaranya, rendahnya biaya modal setelah dikurangi pajak, pembayaran bunga dihitung sebagai pengurang pajak penghasilan, adanya kemungkinan peningkatan laba per lembar dengan *financial leverage*, serta tidak adanya perubahan pada kontrol operasionalisasi perusahaan oleh pemegang saham.

Adanya ketidaksamaan antara informasi yang dimiliki investor lebih dengan pihak manajemen atau biasa disebut asimetri informasi (*asymetric information*) menjadikan investor dalam pengambilan keputusan investasi, didasarkan pada keputusan yang diberikan oleh perusahaan, salah satunya adalah pengumuman penerbitan obligasi. Harapan adanya penerbitan obligasi mengindikasikan ekspansi yang akan dilakukan perusahaan untuk meningkatkan kinerja perusahaan.

Industri keuangan syariah saat ini tidak dapat dipungkiri mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Salah satu instrumen investasi berbasis syariah yang sedang trend di pasar modal Indonesia yaitu obligasi syariah atau dikenal dengan istilah *sukuk*. Obligasi syariah merujuk kepada fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi berupa bagi hasil atau margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Namun dalam islam, obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar bunga (sistem riba) tidak dibenarkan.

Dampak penerbitan obligasi syariah akan menyebabkan terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Selain itu perusahaan memperoleh pengurangan bagian *earning* yang dibayarkan untuk pajak perusahaan berupa *tax shield*. Penggunaan hutang dapat pula menurunkan nilai saham karena pengaruh biaya bunga dan biaya kepailitan yang mungkin timbul dari hutang (Afaf, 2008).

Untuk memenuhi kebutuhan dana, salah satu cara yang dapat dilakukan perusahaan adalah dengan menerbitkan obligasi. Dampak penerbitan obligasi adalah hutang jangka panjang akan mengalami peningkatan dan perubahan struktur modal. Adanya peningkatan hutang dapat memiliki dua interpretasi positif ataupun negatif yang akhirnya berdampak pada *return* saham perusahaan. *Return* saham perusahaan akan meningkat seiring peningkatan harga saham perusahaan begitu pula sebaliknya.

Praktek obligasi syariah berbeda dengan obligasi yang dikelola secara konvensional. Adanya prinsip pelarangan bunga dalam Islam, berdampak pada pembatasan penggunaan komponen bunga dalam instrumen keuangan (*interest-bearing instrument*). Salah satu penerapan dalam obligasi adalah penggunaan tingkat diskonto (*discount rate*) dalam perhitungan bunga obligasi. Sehingga dikeluarkanlah alternatif obligasi syariah yang dikenal dengan *sukuk*.

Keputusan investor yang melakukan transaksi di pasar modal didasarkan pada informasi yang dimiliki. Dalam upaya pengambilan keputusan investasi ini diperlukan informasi yang relevan dengan pasar modal. Obligasi yang merupakan *fixed claim* menyebabkan penerimaan perusahaan tidak bergantung pada besarnya laba yang dihasilkan, melainkan bunga yang dibayarkan beserta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo. Investor akan merespon informasi pengumuman adanya penerbitan obligasi syariah yang disampaikan. Apabila informasi tersebut dimanfaatkan oleh investor dalam mengambil keputusan investasi, maka hal ini dapat menyebabkan perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham (*trading volume activity*).

Setiap penerbitan obligasi atau surat hutang perusahaan merupakan informasi yang strategis sehingga akan mempengaruhi investasi saham. Muatan informasi digunakan untuk melihat fluktuasi dari sebuah pengumuman. Apabila pengumuman tersebut mengandung informasi, maka terdapat harapan dimana pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Dampak penerbitan obligasi terhadap return saham didasarkan pada teori signal (*Signaling Theory*). Teori ini mengatakan bahwa jika informasi penerbitan obligasi ini merupakan informasi yang memiliki arti dan makna bagi pasar maka reaksi pasar akan terlihat dari adanya perubahan harga saham sehingga menghasilkan selisih antara return yang diharapkan dengan return yang sesungguhnya.

Dalam prakteknya abnormal return saham digunakan untuk melihat dampak setiap ada informasi di pasar sekuritas termasuk penerbitan obligasi (Harvey et.al, 2003; Arshanapalli et. al, 2004; Ashhari et. Al, 2009). Dengan demikian jika ada abnormal return di pasar setelah adanya penerbitan obligasi maka dapat disimpulkan bahwa penerbitan obligasi mempengaruhi return saham sedangkan jika tidak terjadi abnormal return maka penerbitan obligasi tidak mempengaruhi return saham.

Pertama kali kemunculan pasar sukuk di bursa saham Malaysia, hingga saat ini telah berkembang pesat baik di negara Eropa, Asia, serta Timur Tengah. Di pasar modal Indonesia, obligasi syariah semakin dikenal setelah dikeluarkannya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Berbagai institusi seperti pemerintahan, perusahaan nasional dan korporasi mengeluarkan produk tersebut sebagai salah satu alternatif pembiayaan negara dan untuk pembiayaan perusahaan.

Beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari *sukuk*, seperti Malaysia, Bahrain, Qatar, Pakistan, Uni Emirate Arab, Brunei Darussalam, dan State of Saxoni Anhalt-Jerman. Umumnya, tujuan penerbitan sukuk negara (*sovereign sukuk*) adalah untuk kepentingan pendanaan negara secara umum (*general funding*) atau bertujuan membiayai proyek-proyek fasilitas umum. *Sukuk* dengan jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*.

Awal mula berkembangnya dunia dimulai dengan penerbitan *sovereign sukuk*, akan tetapi sukuk korporasi (*corporate sukuk*) menjadi dominan pada tahun-tahun selanjutnya. Data *Standard & Poor's Reports* (2008) mengindikasikan bahwa pada tahun 2003, pasar sukuk global didominasi *sovereign sukuk* sebesar 42% dan sebesar 58% berasal dari sukuk yang diterbitkan oleh lembaga keuangan. Akan tetapi, tahun 2007, sukuk korporasi mengambil alih dominasi pasar sukuk global, sekitar 71% dan lembaga keuangan sebesar 26% serta pemerintah sebesar 3%. Penerbitan sukuk korporasi umumnya bertujuan untuk ekspansi perusahaan. Hal ini umum dilakukan oleh perusahaan besar dari negara-negara di Asia Tenggara dan Timur Tengah.

Perkembangan nilai kemanfaatan sukuk akan mempengaruhi gairah investasi di pasar modal. Potensi pasar yang berminat terhadap sukuk menunjukkan peningkatan dari tahun ke tahun. Keadaan ini menunjukkan bahwa sukuk sudah diakui memiliki peran penting bagi peningkatan investasi yang berbasis syariah di Indonesia. Usaha untuk meningkatkan paksa investor untuk mendapatkan sukuk dilakukan bukan hanya dengan melakukan inovasi sukuk retail dan menawarkan beragam skim, tetapi juga melakukan penerbitan sukuk secara terukur kepada masyarakat. Untuk melihat kandungan informasi terhadap penerbitan dan pengumuman penjualan sukuk akibat adanya reaksi pasar terhadap kemanfaat sukuk dapat diketahui melalui tingkat *return*.

Pada penelitian sebelumnya, dampak penerbitan sukuk dan obligasi konvensional *return* saham sudah banyak dilakukan. Hasil penelitian sebelumnya beragam hasilnya, misalnya, penelitian Arshanapalli et. Al (2004) dan Burlacu (2000) menemukan bahwa perusahaan mengalami abnormal *returns* negatif setelah penerbitan obligasi konvensional. Sedangkan penelitian kasus di Indonesia juga sudah banyak dilakukan untuk penerbitan obligasi konvensional. Penelitian, Karyani dan Manurung (2006) dan Lucy Sumardi (2007) menunjukkan bahwa penerbitan obligasi tidak mempengaruhi abnormal *return* saham.

Penelitian pengaruh penerbitan sukuk terhadap *return* saham juga telah banyak dilakukan. Ashhari et. al (2009) dalam kasus di Malaysia menunjukkan bahwa penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap *return* saham. Mujahid (2010) menemukan bahwa penerbitan sukuk tidak berpengaruh terhadap tingkat *return* saham dalam kasus di Indonesia. Sedangkan penelitian Septianingtyas (2012) menghasilkan kesimpulan yang berlawanan arah dengan Mujahid yaitu penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Dari penelitian sebelumnya dapat diketahui bahwa ada hubungan beragam antara penerbitan sukuk dengan *return* saham dipengaruhi oleh beberapa faktor diluar kedua variabel tersebut. Penelitian ini ingin menganalisis ulang hubungan tersebut di tahun 2009 sampai 2013. Adapun rumusan penelitian ini adalah bagaimana pengaruh penerbitan sukuk terhadap *return* saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2009-2013. Selain itu, penelitian ini juga akan meneliti pengaruh penerbitan obligasi konvensional terhadap *return* saham pada periode yang sama dan kemudian membandingkan keduanya.

Metode Analisis

Penelitian ini adalah studi peristiwa (*event study*) yang digunakan untuk mengetahui reaksi pasar modal ketika terjadi penerbitan obligasi syariah (sukuk) maupun obligasi konvensional yang diwakili nilai penerbitan obligasi, waktu jatuh tempo, hutang perusahaan serta ukuran atau besarnya perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui dampak penerbitan obligasi terhadap *return* saham: perbandingan antara penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Adapun data yang digunakan dalam penelitian ini adalah Abnormal *Return* Saham (Y); nilai obligasi yang diterbitkan (X1); jatuh tempo obligasi (X2); besarnya total hutang perusahaan (X3); dan besarnya perusahaan (X4).

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data perusahaan yang tercatat di BEI dari tahun 2009-2013. Alasan digunakan data perusahaan yang berasal dari BEI karena perusahaan yang masuk BEI adalah perusahaan yang sudah *go public* dimana terdapat informasi yang berhubungan dengan kinerja perusahaan dan tersedianya laporan keuangan tahunan perusahaan. Adapun variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel abnormal *return* saham, nilai obligasi yang diterbitkan, jatuh tempo obligasi, besarnya total hutang perusahaan, dan besarnya perusahaan.

Pemilihan sampel berdasarkan pada perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2009-2013 dan perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan obligasi syariah (sukuk). Berdasarkan kriteria tersebut diperoleh sebanyak 15 perusahaan. Perusahaan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu PT.Indosat Tbk, PT.Berlian Laju Tanker Tbk, PT.Berlina Tbk, PT.Humpuss Intermoda Transportasi Tbk, PT.Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT.Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT.Titan Kimia Nusantara Tbk, PT. Mitra Adiperkasa Tbk, PT. Salim Ivomas Pratama, PT. Bakrieland Development Tbk, PT. Mayora Indah Tbk, PT. Adhi Karya (Persero) Tbk, PT. Apexindo Pratama Duta, PT. Ricky Putra Globalindo Tbk dan Bank Bukopin Tbk.

Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi. Adapun bentuk persamaan regresi dalam penelitian ini adalah:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + e_i \quad (1)$$

Dimana: Y (ARS) adalah Abnormal *Return* saham; X1(OFR) adalah Nilai penerbitan obligasi; X2(BMAT) adalah Jatuh tempo Obligasi; X3 (DEBT) adalah Besarnya Total Hutang Perusahaan; X4 (SIZE) adalah Besarnya (size) Perusahaan.

Variabel abnormal *return* saham adalah perbedaan antara nilai *retrun*. Adapun langkah menghitung abnormal *return* adalah menghitung nilai *return* dahulu. *Return* merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya dan dapat dihitung dengan rumus:

$$R_{it} = (P_{it} - P_{it-1}) / P_{it-1} \quad (2)$$

Dimana: R_{it} = return sesungguhnya; P_{it} = harga sekarang pada waktu ke- t ; P_{it-1} = harga sebelum pada waktu ke- t

Sedangkan model yang dipilih untuk mendapatkan hasil sesuai hipotesis adalah market adjusted model. model yang digunakan untuk menghitung tingkat return ekspektasi saham dari suatu perusahaan. Dalam model tersebut beranggapan bahwa return indeks pasar pada waktu berjalan merupakan penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu obligasi. Adapun rumus dari return ekspektasi yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) \beta \quad (3)$$

Dimana: $E(R_{it})$ = return ekspektasi atau expected return; R_{ft} = nilai suku bunga (rate) saham; R_{mt} = return indeks pasar (market) saham

Sedangkan return indeks pasar (market) dapat dihitung dengan menggunakan rumus:

$$R_{mt} = (IHSG_t - IHSG_{t-1}) / IHSG_{t-1}$$

Dimana IHSG adalah Indeks Harga Saham Gabungan. Dengan demikian return tidak normal (abnormal return) dapat dicari dari selisih antara return sesungguhnya yang terjadi dengan return ekspektasi, sebagai berikut:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Dimana AR_{it} = abnormal return saham t pada periode t ; R_{it} = return saham i pada periode t ; $E(R_{it})$ = Expected (nilai harapan) return saham i pada periode t .

Variabel nilai penerbitan obligasi (X_1) yang diwakili oleh tingkat *leverage* yang dinilai dari rasio nilai nominal penerbitan obligasi dengan total ekuitas perusahaan. Penentuan jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kinerja bisnis dan kemampuan aliran kas perusahaan. Variabel X_2 atau nilai jatuh tempo atau maturity ini adalah jangka waktu tempo suatu obligasi. Pada umumnya, semakin panjang jangka waktu, maka nilai kuponnya akan semakin tinggi yang akan diberikan kepada pembeli obligasi. Variabel bebas X_3 atau hutang perusahaan ini mengukur *leverage* perusahaan dimana *leverage* tersebut menunjukkan seberapa besar perusahaan dalam membiayai usahanya dari hutang. Total hutang perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya.

Variabel bebas X_4 atau besarnya perusahaan adalah besarnya aset perusahaan. Menurut Stein (1992), besarnya perusahaan dapat digunakan untuk proksi tingkat informasi yang asimetris (information asymmetry). Misalnya, perusahaan yang besar kemungkinan akan mempunyai perhatian yang cukup besar kepada para investor dan para analisis di pasar saham, sehingga para investor dan analisis akan melakukan kajian yang lebih hati-hati terhadap perusahaan ini ketika mengeluarkan sukuk dan obligasi konvensional.

Analisis Data Dan Pembahasan

Langkah pertama adalah melakukan analisis deskriptif. Analisis statistik deskriptif variabel digunakan untuk melihat karakteristik dari sampel yang digunakan. Analisis ini memaparkan informasi tentang nilai rata-rata, nilai tertinggi, nilai terendah dan standar deviasi dari masing-masing variabel yang terdapat dalam persamaan. Tabel 1 memperlihatkan statistik deskriptif variabel sampel yang diteliti pada obligasi konvensional, sedangkan Tabel 2 memperlihatkan statistik deskriptif yang diteliti pada obligasi syariah (sukuk).

Tabel 1. Statistik Deskriptif Obligasi Konvensional

	ARS	OFR	BMAT	DBT	SIZE
Mean	4.03E-17	0.265068	1.333333	12.49463	12.80741
Maximum	1.144477	1.901763	14.00000	13.80102	13.84172
Minimum	-1.305612	0.001465	0.000000	10.33184	11.70520
Std. Dev.	0.425822	0.370332	2.781859	0.754296	0.584054
Observations	75	75	75	75	75

Pada tabel 1 dapat diperoleh keterangan bahwa variabel nilai penerbitan obligasi konvensional (OFR) memiliki nilai maksimum = 1.901763 dan nilai minimumnya = 0.001465. Untuk Variabel jatuh temponya (BMAT) nilai maksimum = 14.00000 dan nilai minimum = 0.000000. Untuk variabel besarnya total hutang perusahaan (DBT) memiliki nilai maksimum = 13.80102 dan nilai minimum = 10.33184. Untuk variabel besarnya atau ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai maksimum = 13.84172 dan nilai minimum = 11.70520.

Sedangkan pada variabel abnormal return saham (ARS) atau variabel dependen (Y) memiliki nilai maksimum = 1.144477 dan nilai minimum = -1.305612.

Tabel 2. Statistik Deskriptif Sukuk

	ARS	OFR	BMAT	DBT	SIZE
Mean	4.03E-17	0.121686	1.333333	12.49463	12.80741
Maximum	1.144477	0.674719	14.00000	13.80102	13.84172
Minimum	-1.305612	0.000602	0.000000	10.33184	11.70520
Std. Dev.	0.425822	0.156114	2.781859	0.754296	0.584054
Observations	75	75	75	75	75

Pada tabel 2 dapat diperoleh keterangan bahwa variabel nilai penerbitan sukuk (OFR) memiliki nilai maksimum = 0.121686 dan nilai minimumnya = 0.000602. Untuk Variabel jatuh temponya (BMAT) nilai maksimum = 14.00000 dan nilai minimum = 0.000000. Untuk variabel besarnya total hutang perusahaan (DBT) memiliki nilai maksimum = 13.80102 dan nilai minimum = 10.33184. Untuk variabel besarnya atau ukuran perusahaan (SIZE) memiliki nilai maksimum = 13.84172 dan nilai minimum = 11.70520. Sedangkan pada variabel abnormal return saham (ARS) atau variabel dependen (Y) memiliki nilai maksimum = 1.144477 dan nilai minimum = -1.305612.

Model regresi linier berganda untuk mengetahui pengaruh nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo sukuk, total utang dan besarnya perusahaan terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan sukuk. Hasil regresi berganda persamaan pada persamaan obligasi konvensional disajikan pada tabel 3.

Tabel 3. Hasil Regresi Linier Berganda pada Obligasi Konvensional

Dependent Variable: ARS Method: Least Squares Sample: 1 75. Included observations: 75				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.577340	1.304340	0.442630	0.6594
OFR	-0.169319	0.159609	-1.060839	0.2924
BMAT	-0.042996	0.017901	-2.401906	0.0190
DBT	0.094165	0.094061	1.001105	0.3202
SIZE	-0.128963	0.136747	-0.943078	0.3489
R-squared	0.088051	Mean dependent var		4.03E-17
Adjusted R-squared	0.035939	S.D. dependent var		0.425822
S.E. of regression	0.418100	Akaike info criterion		1.158149
Sum squared resid	12.23655	Schwarz criterion		1.312649
Log likelihood	-38.43060	Hannan-Quinn criter.		1.219839
F-statistic	1.689662	Durbin-Watson stat		1.917463
Prob(F-statistic)	0.162115			

Dari Tabel 3 dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,577340 - 0,169319X_1 - 0,042996X_2 + 0,094165X_3 - 0,128963X_4$$

Langkah pertama dalam mengevaluasi hasil regresi adalah melakukan deteksi asumsi metode OLS. Tiga asumsi OLS tersebut adalah multikolinieritas, Heteroskedastisitas dan Autokorelasi. Jika ada heteroskedastisitas dan autokorelasi maka estimator OLS tidak BLUE. Untuk menguji ada tidaknya multikolinieritas dalam penelitian ini dengan uji Klien dengan membandingkan nilai R^2 model utama dengan regresi parsial pada setiap variabel bebasnya. Jika nilai R^2 parsial dari setiap variabel bebas lebih tinggi dari R^2 model utama maka model tersebut terdapat unsur multikolinieritas antara variabel independent dan jika R^2 parsial dari setiap variabel bebas lebih rendah dari R^2 model utama maka tidak ada korelasi antar variabel independent.

Tabel 4. Hasil Regresi Linear Berganda pada Obligasi Syariah (Sukuk)

Dependent Variable: ARS Method: Least Squares Sample: 1 75 Included observations: 75				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.719135	1.474779	0.487622	0.6273
OFR	-0.397948	0.433735	-0.917491	0.3620
BMAT	-0.043645	0.018066	-2.415920	0.0183
DBT	0.100976	0.096087	1.050883	0.2969
SIZE	-0.146336	0.153552	-0.953001	0.3439
R-squared	0.084400	Mean dependent var		4.03E-17
Adjusted R-squared	0.032080	S.D. dependent var		0.425822
S.E. of regression	0.418936	Akaike info criterion		1.162145
Sum squared resid	12.28553	Schwarz criterion		1.316644
Log likelihood	-38.58042	Hannan-Quinn criter.		1.223834
F-statistic	1.613150	Durbin-Watson stat		1.921420
Prob(F-statistic)	0.180609			

Dari tabel 4 dapat disusun persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = 0,719135 - 0,0397948X_1 - 0,043645X_2 + 0,100976X_3 - 0,146336X_4$$

Tabel 5. Uji Multikolinieritas Obligasi Konvensional

Regresi klien	R ² parsial	Ket
x1 dengan x2 x3 x4	0,323866	ada multiko
x2 dengan x1 x3 x4	0,047390	tidak ada multiko
x3 dengan x1 x2 x4	0,530723	ada multiko
x4 dengan x1 x2 x3	0,629671	ada multiko

R² model utama 0.088051

Tabel 6. Uji Multikolinieritas Obligasi Syariah (sukuk)

Regresi klien	R ² parsial	Ket
x1 dengan x2 x3 x4	0,482713	ada multiko
x2 dengan x1 x3 x4	0,060956	tidak ada multiko
x3 dengan x1 x2 x4	0,548509	ada multiko
x4 dengan x1 x2 x3	0,705120	ada multiko

R² model utama 0.084400

Berdasarkan Tabel 5 dan Tabel 6 dapat disimpulkan bahwa terdapat gejala multikolinieritas diantara variabel nilai penerbitan obligasi (OFR), total utang (DBT) dan besarnya perusahaan (SIZE), maka regresi pada persamaan regresi linear tersebut terdapat gejala multikolinearitas. Sedangkan pada variabel jatuh tempo (BMAT) tidak mengalami multikolinearitas karena nilai R² nya lebih kecil dari regresi aslinya.

Berdasarkan hasil uji Klien menunjukkan bahwa terdapat masalah multikolinieritas di dalam model karena ada beberapa koefisien regresi auxiliary lebih kecil dari pada koefisien regresi asli. Masalah multikolinieritas menghasilkan estimasi yang BLUE dimana dalam estimator BLUE tidak membutuhkan asumsi tidak adanya korelasi antar variabel independen. Multikolinieritas diindikasikan dengan standar error yang lebih besar disebabkan jumlah observasi yang sedikit. Walaupun menunjukkan masalah multikolinieritas, namun karena sugesti teori dan observasi sebelumnya maka model ini tetap digunakan.

Untuk mengetahui model regresi terjadi heterogenitas varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain maka dilakukan uji heterokedastisitas. Uji White digunakan untuk mengetahui masalah heterokedastisitas dalam penelitian ini. Apabila hasil uji white menunjukkan hubungan yang signifikan maka menunjukkan adanya masalah heterokedastisitas. Berdasarkan tabel 7 dan 8 nilai probabilitas chi squares lebih besar dari $\alpha = 5\%$, sehingga dapat disimpulkan bahwa sukuk maupun obligasi konvensional terdapat masalah heterokedastisitas.

Tabel 7. Uji Heterokedastisitas Obligasi Konvensional

Heteroskedasticity Test: White		
F-statistic	0.787643 Prob. F(14,60)	0.6781
Obs*R-squared	11.64381 Prob. Chi-Square(14)	0.6349
Scaled explained SS	14.55572 Prob. Chi-Square(14)	0.4092

Tabel 8. Uji Heterokedastisitas Obligasi Syariah

Heteroskedasticity Test: White		
F-statistic	1.159064 Prob. F(14,60)	0.3295
Obs*R-squared	15.96572 Prob. Chi-Square(14)	0.3155
Scaled explained SS	19.11231 Prob. Chi-Square(14)	0.1607

Uji LM yang dikenalkan oleh Breusch-Godfrey digunakan untuk mengetahui ada tidaknya masalah autokorelasi dengan membandingkan chi square hitung dengan chi square tabel. Masalah outokorelasi terjadi jika chi square hitung lebih besar dari nilai chi square tabel pada $\alpha = 5\%$. Berdasarkan hasil uji autokorelasi pada table 9 dan 10 menunjukkan nilai probabilitas chi square lebih besar dari $\alpha=5\%$ sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat masalah autokorelasi baik regresi sukuk dan obligasi konvensional

Tabel 9. Uji Autokorelasi Obligasi Konvensional

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:		
F-statistic	1.603644 Prob. F(2,68)	0.2087
Obs*R-squared	3.378118 Prob. Chi-Square(2)	0.1847

Tabel 10. Uji Autokorelasi Obligasi Syariah

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:		
F-statistic	1.539200 Prob. F(2,68)	0.2219
Obs*R-squared	3.248244 Prob. Chi-Square(2)	0.1971

Analisis selanjutnya adalah evaluasi koefisien determinasi (R^2) untuk mengetahui seberapa besar model regresi menjelaskan variabel dependen dan uji signifikansi variabel independen secara individu terhadap variabel dependen. Nilai R^2 yang diperoleh masing-masing obligasi baik konvensional maupun syariah hampir memiliki kesamaan, pada obligasi konvensional sebesar 0,088051 sedangkan pada sukuk sebesar 0,084400. Hal ini berarti nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo, total utang dan besarnya perusahaan memberikan kontribusi pengaruhnya terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi dan syariah yang terdaftar di BEI sebesar 0,8%. Sedangkan sisanya sebesar 99,2% dipengaruhi oleh variabel lainnya di luar model penelitian ini.

Uji hipotesis dengan uji t digunakan untuk mengetahui ada tidaknya pengaruh variabel nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo, total utang dan besarnya perusahaan secara individu terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan obligasi syariah (sukuk) yang terdaftar di BEI. Berdasarkan hasil tabel 3 dan 4, variabel yang mempengaruhi *abnormal return* adalah variabel variabel nilai jatuh tempo baik untuk obligasi konvensional maupun syariah.

Berdasarkan hasil analisis data diatas, maka dapat dinyatakan bahwa nilai penerbitan obligasi, total utang, dan besarnya perusahaan secara bersama-sama tidak berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan syariah yang terdaftar di BEI. Namun hanya pada variabel jatuh tempo saja pada obligasi konvensional dan sukuk yang berpengaruh terhadap *abnormal return* saham. Dengan tidak adanya pengaruh ini, maka sebelum menjatuhkan investasinya pada sebuah perusahaan, perlunya investor untuk memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhi nilai investasinya. Hal ini sejalan dengan penelitian sebelumnya. Penelitian Arshanapalli et. Al (2004) dan Burlacu (2000) menemukan bahwa perusahaan mengalami *abnormal returns* negatif setelah penerbitan obligasi konvensional. Sedangkan Kang dan Stulz (1996) dan Roon dan Veld (1998) menunjukkan bahwa perusahaan mengalami *abnormal return* yang positif.

Kemudian secara parsial, hanya nilai jatuh tempo yang berpengaruh signifikan terhadap *abnormal return* pada perusahaan yang menerbitkan obligasi konvensional dan obligasi syariah yang terdaftar di BEI. Hal

ini menginformasikan bahwa adanya kontribusi yang besar dari penerbitan obligasi yang diperdagangkan di pasar modal saat ini. Brigham (1996) menunjukkan bahwa beberapa keuntungan perusahaan yang menerbitkan obligasi, yaitu biaya modal yang rendah setelah pajak, bunga yang dibayarkan merupakan pengurang pajak penghasilan, laba per lembar akan meningkat melalui *financial leverage*, pemegang saham tidak berubah dalam mengontrol operasi perusahaan. Dan perusahaan akan mendapatkan sejumlah dana yang diperoleh dari berbagai investor, dengan tingginya dana yang diperoleh ini akan menjadikan perusahaan dapat melaksanakan aktivitas operasi perusahaan, sehingga ini akan mempengaruhi *return* saham dan *abnormal return* saham perusahaan.

Untuk pengaruh penerbitan obligasi konvensional terhadap Abnormal return saham ini menjelaskan bahwa dalam penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi bermakna bagi pasar modal maka akan mempengaruhi fluktuasi harga saham. Investor cenderung akan mengantisipasi informasi yang memberikan indikasi positif maupun negatif. Fluktuasi harga saham yang terjadi di sekitar waktu pemberitahuan penerbitan obligasi memberikan kesempatan investor untuk dapat mendapatkan return baik dibawah atau diatas return normal. Dan dari hasil penelitian menunjukkan bahwa reaksi dengan adanya reaksi harga saham yang ditunjukkan dengan adanya nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo, total hutang perusahaan, dan ukuran atau besarnya perusahaan tidak berpengaruh terhadap abnormal return saham di masing-masing perusahaan.

Pengaruh penerbitan sukuk terhadap abnormal return saham menjelaskan bahwa bagi investor yang melakukan investasi berorientasi jangka pendek di pasar modal. Sedangkan faktor yang mempengaruhi harga saham dipengaruhi oleh laporan keuangan perusahaan dan dipengaruhi oleh kondisi keuangan internasional. Dari hasil penelitian dapat ditunjukkan bahwa dengan adanya nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo, total hutang perusahaan, dan ukuran atau besarnya perusahaan pasar belum bisa bereaksi secara signifikan terhadap adanya penerbitan sukuk terhadap abnormal return saham. Kenyataan ini menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini tidak memuat informasi yang bermakna bagi investor.

Meningkatnya kegiatan investasi dan operasi perusahaan akan meningkatkan produksi dan distribusi barang dan jasa. Tingginya produktivitas dan distribusi barang dan jasa akan meningkatkan permintaan dari konsumen. Keseimbangan harga akan menciptakan tingkat keuntungan yang optimal sehingga *net income* perusahaan akan meningkat. Tingkat *net income* menunjukkan efektifitas perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya. Dengan meningkatnya kinerja keuangan perusahaan maka hal ini berdampak positif terhadap abnormal return saham.

Kesimpulan

Penelitian ini menganalisis dampak penerbitan obligasi baik konvensional maupun syariah terhadap return saham. Return saham diukur dengan abnormal return perusahaan. Ada beberapa variabel yang diteliti yaitu nilai penerbitan obligasi, nilai jatuh tempo sukuk, total utang dan besarnya perusahaan. Metode analisis yang digunakan adalah metode regresi. Perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang mengeluarkan obligasi baik konvensional maupun syariah.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa abnormal return saham hanya dipengaruhi oleh variabel nilai jatuh tempo obligasi, sedangkan nilai penerbitan obligasi, total hutang perusahaan, dan ukuran atau besarnya perusahaan tidak berpengaruh terhadap abnormal return saham. Dalam penerbitan sukuk maupun obligasi konvensional dapat disimpulkan bahwa pasar saham bereaksi tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan baik obligasi syariah atau Sukuk maupun obligasi konvensional. Dengan kata lain, bahwa penerbitan obligasi syariah maupun obligasi konvensional tidak memuat kandungan informasi yang bermakna bagi investor.

Daftar Pustaka

- Afaf, Nafian.2008. Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi terhadap Return Saham di Bursa Efek Jakarta. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia.
- Arshanapalli, B., Fabozzi, F., Switzer, L.N, and Gosselin, G.2004. New evidence on the market impact of convertible bond issues in US. Paper presented at annual meeting of California.
- Ashhari, Z.M., Chun, L. S., and Nassir, A. Md. 2009. Conventional vs Islamic Bond Announcements: the effects on Shareholders' wealth. *International Journal of Business and Management*, vol.4: 105-111.
- Burlacuu, R. 2000. New evidence on the pecking order hypothesis: the case of French convertible bond. *Journal of Multinational Financial Management*, 10: 439-459
- Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 20/DSN/MUI/IV/2001. Jenis Kegiatan Usaha yang Bertentangan dengan Syariah Islam.

- Harvey, C. R., Lins, K.V. and Rper, A. H. 2003.” The effect of Capital Structure when Expected agency costs are extreme”. *Journal of Financial Economics*, 74:3-30.
- Mujahid. 2010. Pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan terhadap reaksi pasar, pertemuan SNA di Purwokerto.
- Kang, J.K. and Kim Lian, K. 2000. How different is Japanese corporate finance? An investigation of the information content of new security issues. *The review of financial studies*, 9: 109-139
- Karyani, Etika dan Alder H.Manurung. 2006. “Pengaruh Pengumuman Bond Rating terhadap Return Saham Perusahaan Bursa Efek Jakarta 2003-2005’. *Jurnal Riset Akuntansi*, Vol. 9. No.3.
- Roon, F. and Veld, C.1998. Announcement effects of convertible bond loans and warrant-bond loans: an empirical analysis for the Dutch market. *Journal of Banking and Finance*, 22: 1481-1506.
- Septianingtyas, Devi Adelin. 2012. Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) perusahaan terhadap Return Saham, Skripsi S1, tidak dipublikasikan, Universitas Negeri Semarang
- Sri Astuti (2003), “Pengaruh Laporan Keuangan Terhadap Bond Rating Studi empiris pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta”, *Wahana*, Vol.6 No.2, p. 105-112.
- Sumardi, Lucy. 2007. Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap Abnormal Return Saham di Bursa Efek Jakarta: Periode 2000-2006. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan, Universitas Indonesia
- Wafa, A. K., Muhammad. 2010. Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Suku Ritel_I (periode Maret 2009-Juni 2010). *La_Riba: Jurnal Ekonomi Islam*, Vol 4 (2), p 160-178