

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Review Hasil – hasil Penelitian Terdahulu

Sebelum melakukan penelitian, penulis melakukan review hasil penelitian terdahulu dari beberapa jurnal nasional dan jurnal internasional yang telah melakukan penelitian. Hasil-hasil dari penelitian direview untuk mengetahui masalah-masalah apa saja yang dibahas dan mengetahui hal apa saja yang berpengaruh terhadap penelitian terdahulu dengan tema yang dibahas.

Pada penelitian yang dilakukan Ridlo *et al.* (2020), penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*), *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) dan risiko obligasi syariah (*sukuk*) terhadap reaksi pasar modal pada perusahaan non bank yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Penelitian ini adalah jenis penelitian yang menggunakan metode kuantitatif yang menggunakan jenis data sekunder dengan model data panel. Data panel yaitu data bulanan dari masing-masing variabel. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. *Rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan, dan untuk risiko obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal.

Pada penelitian yang dilakukan Wijyaningtyas & Wahidahwati (2016), penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh nilai penerbitan, *rating* penerbitan, dan umur obligasi syariah (*sukuk*) terhadap reaksi pasar modal yang diukur dengan *cumulative abnormal return*. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode *purposive sampling* dan berdasarkan kriteria yang ditentukan maka diperoleh 43 obligasi syariah dari 18 perusahaan penerbit obligasi syariah yang memenuhi kriteria. Teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda. Berdasarkan hasil analisis regresi linier berganda dengan

tingkat signifikan 5% hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai penerbitan sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, variabel *rating* penerbitan sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif, dan variabel umur sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Iskandar & Ridwan (2019), penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh nilai penerbitan sukuk kepada *return saham*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah penelitian kuantitatif. Hasil penelitian ini menunjukkan nilai penerbitan sukuk dan *rating* penerbitan sukuk bersama-sama berpengaruh terhadap *return saham*, nilai penerbitan sukuk secara parsial berpengaruh terhadap *return saham*, dan *rating* penerbitan sukuk secara parsial berpengaruh terhadap *return saham*.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Ainurrochma & Priyadi (2016), populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia antara tahun 2006 sampai 2014. Dalam penelitian ini, berdasarkan kriteria *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 12 perusahaan dengan total 32 obligasi syariah (*sukuk*) yang diterbitkan. Dalam penelitian ini, teknik analisis regresi linier berganda digunakan dengan alat SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*). Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel *rating* penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh terhadap *return saham*. Sedangkan variabel nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) dan *Debt to Equity Ratio* tidak berpengaruh terhadap *return saham*.

Pada penelitian yang dilakukan Arief *et al.* (2018), penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh nilai penerbitan sukuk dan peringkat sukuk terhadap reaksi pasar modal Indonesia terhadap umur sukuk sebagai pada perusahaan yang menerbitkan sukuk dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2016-2018. Pada tahun 2016-2018 terdapat 42 sampel penerbitan sukuk. Metode pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Teknik analisis data yang

digunakan adalah regresi linier berganda dan penyesuaian. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial nilai penerbitan sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal Indonesia, sedangkan peringkat sukuk tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar modal Indonesia, dan umur sukuk tidak dapat memoderasi hubungan antara nilai penerbitan sukuk dan peringkat sukuk terhadap reaksi pasar modal Indonesia.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Sherif & Erkol (2016) dari Universitas Kairo, penelitian ini bertujuan untuk mengetahui secara komprehensif dampak pengumuman perusahaan menerbitkan obligasi konvensional dibandingkan dengan sukuk di bursa. Selain itu, penelitian ini mengkaji apakah pilihan instrumen bergantung pada status pajak emiten dan dukungan pemerintah. Studi ini menggunakan metodologi penelitian peristiwa, model pasar, dan indeks FTSE Bursa Malaysia GOLD untuk empat belas jendela peristiwa yang berbeda, lima di antaranya simetris dan sembilan asimetris. Penelitian ini hanya menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan pada reaksi penerbitan obligasi syariah dan obligasi konvensional selama periode dan periode sebelum krisis. Penelitian ini menemukan bahwa dibandingkan dengan obligasi konvensional, insentif pajak dan dukungan pemerintah merupakan penentu penting dalam penerbitan obligasi syariah. Bukti dapat dikonfirmasi dengan menggunakan berbagai pemeriksaan ketahanan (termasuk empat indeks pasar yang berbeda dan uji parametrik dan non-parametrik).

Pada penelitian yang dilakukan oleh Al Trad & Bhuyan (2015) Universitas Kuwait, Tinjauan pustaka tentang sukuk dan data dari pasar utang Kuwait menunjukkan bahwa pasar Kuwait dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi global di pasar utang, terutama pada saat diperkenalkannya sukuk. Pelaku pasar menggunakan instrumen sukuk sebagai alternatif obligasi konvensional. Selama krisis keuangan global, Kuwait gagal dalam sukuknya, yang direstrukturisasi untuk melunasi kewajibannya. Pertumbuhan pesat pasar keuangan Islam global baru-baru ini telah membuat sukuk dan instrumen keuangan Islam lainnya lebih menarik bagi investor. Selain itu, sukuk yang diterbitkan di Kuwait terbatas dibandingkan dengan obligasi konvensional karena (1) kurangnya pengalaman dalam penyusunan sukuk dibandingkan dengan yang

konvensional, (2) tidak ada penerbitan sukuk yang diwakili oleh Bank Sentral Kuwait dibandingkan dengan penerbitan obligasi dan (3) investor masih menunggu untuk melihat apa yang terjadi pada default sukuk.

Pada penelitian yang dilakukan oleh Borhan & Ahmad (2018) Universitas Teknologi MARA, penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi determinan dari peringkat sukuk perusahaan Malaysia dan mencoba untuk mengetahui determinan mana yang memiliki pengaruh paling signifikan. Studi tersebut menemukan bahwa hanya tiga variabel yang secara signifikan mempengaruhi peringkat Sukuk. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Sukuk Ijarah yang dijamin atau Sukuk Musyarakah yang dijamin yang diterbitkan oleh perusahaan yang sangat menguntungkan memiliki kemungkinan lebih tinggi untuk mendapatkan peringkat AAA atau peringkat AA dibandingkan dengan mendapatkan peringkat A. Jenis Sukuk, khususnya Sukuk Murabahah, adalah Variabel yang paling signifikan mempengaruhi peringkat Sukuk. Namun, ukuran perusahaan bukan merupakan penentu yang signifikan dari peringkat Sukuk dalam konteks penelitian ini.

## **2.2 Landasan Teori**

### **2.2.1 *Signalling Theory***

Brigham & Houston (2014:284) mengatakan bahwa *signalling theory* merupakan cara pandang pemegang saham atas kemampuan perusahaan untuk memberikan nilai tambah bagi perusahaan di masa depan, dimana informasi diberikan oleh manajemen perusahaan kepada pemegang saham. Tindakan ini dilakukan perusahaan untuk memberi isyarat kepada pemegang saham atau investor bahwa manajemen perusahaan melihat prospek perusahaan kedepan sehingga dapat membedakan antara perusahaan yang berkualitas baik dan kualitas buruk.

Menurut Hartono (2015:392) informasi yang diberikan berupa pengumuman akan menjadi sinyal bagi investor untuk mengambil keputusan investasi. Jika pengumannya mengandung nilai positif, maka pasar diharapkan bereaksi saat pengumuman diterima oleh pasar. Setelah

berita diumumkan dan semua pelaku pasar telah menerima informasi tersebut, pelaku pasar akan terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai sinyal baik (*good news*) atau sinyal buruk (*bad news*).

### **2.2.2 Pasar Modal**

Pentingnya peran pasar modal dalam perekonomian adalah untuk mengalokasikan dana masyarakat. Menurut Hartono (2017:10) pasar modal merupakan media perusahaan yang dapat meningkatkan permintaan jangka Panjang melalui penerbitan obligasi atau menjual saham. Selain itu, pasar modal juga berperan sebagai media distribusi yang produktif, yang dapat mentransfer dana dari pemberi pinjaman kepada debitur. Alokasi dana yang produktif ini terjadi Ketika investor (individu dengan kelebihan dana) dapat meminjamkannya kepada individu lain yang lebih produktif yang membutuhkan lebih banyak dana.

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang pasar modal menjelaskan bahwa pasar modal adalah pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek diantara mereka. Bursa efek pada dasarnya merupakan media yang menjembatani hubungan antara dan pemilik dan pengguna modal. Pihak yang memiliki dana investasi (investor) adalah orang perseorangan atau lembaga /badan usaha yang menggunakan dananya usaha produktif dengan menanamkan modalnya pada saham atau obligasi. Pihak yang membutuhkan dana (emiten) adalah perusahaan yang membutuhkan dana atau dana tambahan untuk memenuhi kebutuhan usahanya.

Pasar modal berperan sebagai lembaga perantara dan berperan penting dalam pasar modal dalam mendukung perekonomian karena dapat memandu semua pihak yang membutuhkan dana investor untuk menyediakan dana. Selain pasar modal juga dapat mendorong pembentukan alokasi modal yang efektif, karena dengan adanya pasar modal investor dapat memilih alternatif investasi yang memberikan imbal hasil yang relatif

besar (Tandelilin, 2010:100). Bentuk instrumen pasar modal adalah surat berharga (efek), yang terdiri dari saham (*stock*), obligasi (*bonds*), *right*, *warrant*, dan produk turunan (*derivative*).

Menurut Rodoni & Fathoni (2019:62) pasar modal memiliki berbagai fungsi, antara lain:

1. Membuka peluang bisnis dan investasi
2. Meningkatkan pemegang saham dengan menjual saham untuk meningkatkan likuiditas.
3. Membantu perusahaan memperoleh dana dari pihak luar (investor) untuk mengembangkan usahanya.
4. Membedakan operasi bisnis perusahaan dari fluktuasi saham jangka pendek, fluktuasi harga saham jangka pendek biasa terjadi di pasar modal.
5. Kinerja emiten dalam mengelola bisnisnya dapat dievaluasi yang tercermin dari harga sahamnya.

### 2.2.3 Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah (*Islamic stock exchange*) adalah kegiatan yang berkaitan dengan perdagangan efek syariah perusahaan publik dan lembaga profesi yang terkait dengan surat berharga yang mereka terbitkan. Semua produk dan mekanisme operasinya sesuai dengan hukum muamalat. Pasar modal syariah juga dapat diartikan sebagai pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah (Rodoni & Fathoni, 2019:58).

Pasar modal syariah di Indonesia secara resmi dimulai pada tanggal 14 Maret 2003, bersamaan dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM-LK dengan Dewan Syariah Nasional-MUI. Namun instrumen pasar modal syariah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan diluncurkannya Danareksa Investment Management.

Menurut Rodoni & Fathoni (2019:59) dalam pasar modal, instrumen yang diperdagangkan merupakan instrumen jangka panjang yang terdiri dari dua jenis, yaitu modal (saham) dan utang (obligasi). Penerbit instrumen pasar modal ialah pemerintah (*public authorities*) dan pihak swasta (*private*

*sector*). Di Indonesia terdapat pasar modal syariah yang menerapkan sistem syariah Islam dalam operasinya. Selama ini terdapat tiga pasar modal syariah yang berbentuk indeks, yaitu Jakarta Islamic Index (JII), Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), dan Jakarta Islamic Index (JII70 Index).

Menurut Awaluddin (2016) pasar modal berperan menjalankan dua fungsi secara bersamaan, yaitu fungsi ekonomi dengan memenuhi dua kepentingan yaitu pihak yang mempunyai kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana, dan fungsi keuangan dengan memberikan peluang untuk mendapatkan keuntungan bagi pemilik dana melalui investasi. Dengan kedua fungsi tersebut masyarakat dapat menyiapkan dananya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan resiko dari setiap instrumen.

Menurut Rodoni & Fathoni (2019:62) karakteristik pasar modal syariah yaitu :

1. Semua transaksi perdagangan saham harus dilakukan di bursa efek.
2. Perdagangan saham perlu mempersiapkan tanah pasca perdagangan, pada tahap ini perdagangan saham dilakukan melalui pialang.
3. Setiap perusahaan yang menjual efeknya di pasar wajib menyampaikan informasi perhitungan untung dan rugi dan neraca keuntungan paling lama tiga bulan kepada komite manajemen bursa.
4. Harga Saham Tertinggi (HST) akan diberlakukan komite manajemen bursa kepada masing-masing perusahaan dengan interval tidak lebih dari tiga bulan sekali.
5. Tidak diperbolehkan memperdagangkan saham dengan harga melebihi HST.
6. Rumus untuk menentukan HST

$$HST = \frac{\text{Jumlah Kekayaan Bersih Perusahaan}}{\text{Jumlah Saham yang diterbitkan}}$$

7. Semua perusahaan yang terdaftar di pasar modal syariah harus memenuhi standar akuntansi syariah yang dijamin oleh komite manajemen bursa.
8. Perdagangan saham hanya bisa berlangsung dalam satu minggu setelah mengkonfirmasi HST.

9. Perusahaan hanya dapat menerbitkan saham baru selama periode perdagangan dengan harga HST

#### 2.2.4 Reaksi Pasar Modal

Reaksi pasar modal adalah respon dan tanggapan yang diperoleh dari informasi yang mengarah pada perubahan pasar (khususnya pasar modal). Informasi yang diterima tidak hanya berasal dari pihak internal, tetapi juga berpengaruh dari pihak eksternal perusahaan (Yuniartha & Sujana, 2016). Pasar akan bereaksi terhadap peristiwa yang mengandung informasi. Suatu peristiwa bisa disamakan dengan kejutan (*surprise*) atau suatu hal yang tidak terduga (*unexpected*). Sesuatu yang tidak mengejutkan atau yang diantisipasi atau diharapkan sebelumnya tidak akan menyebabkan reaksi pasar (Hartono, 2017:9).

Menurut Hartono (2017:11) analisis isi informasi untuk mengetahui bagaimana reaksi dari pengumuman tersebut. Jika terdapat informasi dalam pengumumannya, harapan pasar akan bereaksi saat pengumuman tersebut diterima pasar. Respon ini dapat diukur dengan pengembalian sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Dalam menggunakan *abnormal return* dapat disimpulkan bahwa suatu pengumuman yang memuat informasi akan memberikan *abnormal return* pada pasar dan sebaliknya apabila tidak terdapat informasi maka tidak akan memberikan *abnormal return* pada pasar.

Menurut Hartono (2017:13) *cumulative abnormal return* dapat dihitung dalam beberapa langkah. Pertama adalah menentukan atau mencari *actual return*, menghitung tingkat *return* pasar, kemudian menghitung tingkat *abnormal return*, dan langkah terakhir adalah menghitung *cumulative abnormal return*. Berikut langkah-langkah untuk menghitung *cumulative abnormal return*.

1. Menentukan *return actual*

Berikut ini adalah rumus untuk menentukan *actual return* :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

$P_{i,t}$  : Harga obligasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t-1}$  : Harga obligasi sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke-t-1

## 2. Menentukan *return* pasar

*Return* pasar menggunakan model yang disesuaikan pasar (Market-adjusted Model) menganggap bahwa prediksi yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model tersebut, maka tidak perlu menggunakan waktu estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar. *Return* pasar dihitung dengan rumus :

$$RM_t = \frac{IHSG_{it} - IHSG_{it-1}}{IHSG_{it-1}}$$

Keterangan:

$R_{m,t}$  : Actual *return* pasar yang terjadi pada periode peristiwa ke-t.

$IHSG_t$  : Indeks harga sukuk gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke-t.

$IHSG_{t-1}$  : Indeks harga sukuk gabungan yang terjadi pada periode peristiwa ke-t

## 3. Menentukan *abnormal return*

Selisih antara *return* aktual dengan *return* ekspektasi. Dapat dihitung dengan rumus :

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}]$$

Keterangan :

$AR_{i,t}$  : abnormal *return* sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

$R_{i,t}$  : *Return* aktual yang terjadi pada sekuritas ke-i pada periode ke-t

$E[R_{i,t}]$  : *Return* ekspektasi sekuritas ke-i

## 4. Menentukan CAR

Cara menghitung CAR adalah menjumlahkan *abnormal return* pada hari sebelumnya periode peristiwa dengan rumus sebagai berikut :

$$ART_{Ni.t} = \sum RT_{Ni.a}$$

Keterangan:

$ART_{Ni.t}$  : Akumulasi *abnormal return* obligasi perusahaan i pada periode t yang diakumulasi dari *abnormal return* obligasi perusahaan

### 2.2.5 Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Abdalloh (2018:95) mengatakan bahwa sukuk merupakan salah satu jenis sekuritas berbasis syariah yang paling terkenal dan paling banyak dibicarakan oleh para ahli keuangan syariah. Sukuk tidak sama dengan obligasi, meskipun keduanya merupakan efek pendapatan tetap karena obligasi adalah efek surat utang (*debt securities*) sedangkan sukuk adalah efek berbasis syariah yang didasarkan pada sekuritisasi aset (*asset securitization*).

Menurut Hakim (2019:187) sukuk (bahasa Arab: *صكوك*, bentuk jamak dari *صك* *Shak*, instrumen legal, amal, cek) yang dalam bahasa arab berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Sukuk bukanlah sekuritas hutang tetapi bukti kepemilikan bersama atas aset / proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus memiliki aset yang dapat menjadi dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim properti dalam sukuk didasarkan pada aset / proyek tertentu. Dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan bisnis yang halal. Imbalan bagi pemilik sukuk bisa dalam bentuk *reward*, *profit sharing* atau *margin*, tergantung jenis kontrak yang digunakan untuk menerbitkan sukuk tersebut.

DSN (Majelis Syariah Nasional) dan MUI (Majelis Ulama Indonesia) mengeluarkan fatwa tentang sukuk, fatwa tersebut adalah No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah (*Sukuk*). Obligasi syariah (*Sukuk*) adalah surat berharga yang bersifat jangka Panjang sesuai dengan prinsip syariah yang diterbitkan perusahaan kepada pemegang obligasi syariah (*Sukuk*), penerbit diwajibkan untuk membayar kembali pelunasan tersebut

kepada pemegang obligasi syariah (*Sukuk*) dalam bentuk bagi hasil/*margin/fee*, dan membayar kembali obligasi syariah pada saat jatuh tempo.

Menurut Rodoni & Fathoni (2019:101) terdapat beberapa prinsip yang harus dipenuhi oleh sukuk :

1. Pembiayaan hanya untuk transaksi atau kegiatan bisnis tertentu, yang harus dicatat secara terpisah untuk menentukan pendapatan yang dihasilkan.
2. Pendapatan investasi yang akan diterima pemilik dana merupakan fungsi pendapatan perusahaan dari penjualan dana / aset obligasi syariah, bukan pendapatan dari kegiatan usaha lainnya.
3. Tidak boleh memberikan jaminan waktu untuk hasil usaha.
4. Pembiayaan penerbitan obligasi syariah tidak dapat digunakan untuk menggantikan hutang yang ada.
5. Perubahan nilai pasar obligasi syariah tidak berarti perubahan jumlah hutangnya.
6. Obligasi syariah dapat dijual kembali kepada pemilik dana atau penerbit lain (jika memenuhi persyaratan hukum positif yang berlaku). Sukuk dapat dijual dengan harga yang lebih rendah dari nilai nominalnya (modal awal). Jika perusahaan mengalami kerugian.
7. Jika pemilik dana tidak harus menanggung kerugian, maka pemilik bisnis harus mengikat diri (akad Jaiz) untuk menanggung semua biaya kegiatan usaha yang melebihi pendapatan usaha.
8. Pemilik dana (penerbit) dapat menerima bagian dari pendapatan (*revenue sharing*) jika pemilik usaha mengikatkan diri untuk membatasi penggunaan pendapatan sebagai biaya usaha.

### **2.2.6 Nilai Penerbitan Obligasi Syariah**

Purwaningsih & Khoiruddin (2016) mengatakan bahwa Nilai dapat diartikan sebagai hal yang penting dan berguna, penerbitan diartikan sebagai proses dimana sesuatu muncul, dan pada saat yang bersamaan sukuk didefinisikan sebagai sekuritas jangka panjang berdasarkan hukum Syariah.

Menurut Ridlo *et al.* (2020) Nilai penerbitan sukuk adalah pembelian surat utang jangka panjang yang didasarkan pada hukum Syariah dan membawa manfaat bagi pembangunan nasional.

Nilai penerbitan sukuk adalah jumlah nominal yang dikeluarkan perusahaan sama dengan dana yang dibutuhkan. Penerbitan obligasi tersebut sesuai dengan kebutuhan keuangan perusahaan, jika membutuhkan dana Rp 200 miliar maka perseroan akan menerbitkan obligasi senilai Rp 200 miliar. Penerbit akan menentukan jumlah dana yang dibutuhkan dengan menjual sukuk, yang dikenal sebagai jumlah penerbitan obligasi. Menentukan ukuran penerbitan obligasi tergantung pada kemampuan perusahaan untuk arus kas dan kinerja bisnis (Ainurrochma & Priyadi, 2016).

### **2.2.7 Rating Penerbitan Obligasi Syariah**

Ainurrochma & Priyadi (2016) mengatakan bahwa *rating* adalah pernyataan tentang kondisi debitur dan apa yang mungkin dilakukan serta apa yang akan dilakukan terkait dengan hutang yang dimiliki. Dapat dikatakan bahwa *rating* adalah upaya untuk mengukur risiko kegagalan, yaitu kemungkinan penerbit atau peminjam tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya. *Rating* obligasi perusahaan memberi investor indikasi kualitas investasi pada obligasi yang mereka minati. Di Indonesia, obligasi diperingkat oleh PT. PEFINDO yang didirikan pada tanggal 21 Desember 1993 dan PT. KASNIC Creding Rating.

*Rating* obligasi sangat penting karena dapat memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang kemungkinan kegagalan hutang perusahaan. Peringkat yang diberikan oleh *rating agency* dapat dibagi menjadi dua, yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*. *investment grade* adalah obligasi dengan tingkat risiko kredit yang lebih rendah sehingga memiliki peringkat yang tinggi. Umumnya obligasi *investment grade* adalah obligasi dengan peringkat AAA, AA, A, dan BBB. Sedangkan obligasi *non-investment grade* atau juga disebut *junk bond* merupakan kebalikan dari obligasi *investment grade*. Dimana obligasi ini memiliki risiko kredit yang tinggi sehingga memiliki peringkat yang rendah.

Obligasi yang masuk ke dalam obligasi *non-investment grade* adalah obligasi yang memiliki peringkat BB, B, CCC dan DD, biasanya ditambah dengan tanda negatif (-) maupun positif (+) untuk menunjukkan kekuatan relatifnya (Fathoni *et al.*, 2016).

**Tabel 2.1** Standar Peringkat Menurut Pefindo

Peringkat	Keterangan
AAA	Memiliki kapasitas superior dalam long-term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya
AA	Terdapat sedikit perbedaan dengan AAA, tingkat AA memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam long term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya.
A	Memiliki kapasitas kuat dengan long-term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek pasif dan perubahan ekonomi.
BBB	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam long-term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kapasitas obligor akan melemah dengan kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan.
BB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam long-term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai.
B	Memiliki kapasitas yang lemah dalam long-term financial commitment dibandingkan dengan obligor lainnya. Sehingga obligor tidak memiliki kemampuan untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi.
CCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai financial commitment.
D	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai financial commitment.

Sumber : PT Pefindo (2017)

### 2.2.8 Umur Obligasi Syariah

Setiap obligasi memiliki jatuh tempo atau dikenal dengan istilah *maturity date*, yaitu tanggal di mana nilai pokok obligasi harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Penerbit obligasi memiliki kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi pada tanggal jatuh tempo (biasanya

ditentukan dalam kontrak yang disepakati sebelumnya). Jangka waktu obligasi berkisar dari 1 sampai lebih dari 5 tahun. Kesimpulannya, semakin tinggi kupon atau bunganya, semakin lama jatuh tempo obligasi. Obligasi dengan jangka waktu 1 tahun lebih mudah diprediksi dibandingkan dengan obligasi dengan jangka waktu 5 tahun karena semakin pendek jangka waktu obligasi maka semakin rendah risikonya (Wijyaningtyas & Wahidahwati, 2016).

## **2.3 Pengaruh Antar Variabel**

### **2.3.1 Pengaruh Nilai Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Modal**

Manan (2012:138) mengatakan bahwa saat menerbitkan obligasi, penerbit akan dengan jelas menyatakan berapa besar modal yang dibutuhkan untuk menjual obligasi tersebut. Istilah yang ada disebut penerbitan obligasi. Jika perusahaan membutuhkan modal sebesar Rp 200 miliar, maka perusahaan akan menerbitkan obligasi yang setara dengan modal tersebut. Besaran penerbitan obligasi tergantung pada kapasitas arus kas perseroan dan kinerja bisnis. Nilai emisi obligasi syariah diukur dari jumlah obligasi syariah yang diterbitkan. Jumlah obligasi syariah yang diterbitkan diukur dengan berapa kali perusahaan menerbitkan obligasi syariah.

Purwaningsih & Khoiruddin (2016) mengatakan bahwa penerbitan sukuk merupakan strategi perusahaan yang akan berdampak pada perubahan struktur permodalan perusahaan dan dapat menyebabkan peningkatan utang jangka panjang. Sukuk dapat bereaksi positif atau negatif. Investor akan merespon informasi terkait pengumuman penerbitan sukuk. Jika investor menggunakan informasi yang tersedia saat membuat keputusan investasi, pengumuman tersebut dapat berdampak pada aktivitas yang mengubah harga sukuk dan volume transaksi saham. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan sukuk merupakan salah satu pengumuman yang dapat menimbulkan reaksi pasar. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan *abnormal return* yang signifikan dari sekuritas yang relevan.

Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ridlo *et al.* (2020) mengungkapkan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. Akan tetapi, bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh Wijayaningtyas & Wahidahwati (2016) mengatakan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar modal. Oleh karena itu, jawaban sementara saya yaitu nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal sesuai dengan teori yang dipaparkan dan sejalan dengan penelitian Ridlo *et al.*, (2020).

### 2.3.2 Pengaruh *Rating* Penerbitan Sukuk Terhadap Reaksi Pasar Modal

Ainurrochma & Priyadi (2016) mengatakan bahwa *rating* adalah pernyataan tentang kondisi debitur dan apa yang mungkin dilakukan serta apa yang akan dilakukan terkait dengan hutang yang dimiliki. Dapat dikatakan bahwa *rating* adalah upaya untuk mengukur risiko kegagalan, yaitu kemungkinan penerbit atau peminjam tidak dapat memenuhi kewajiban finansialnya. *Rating* obligasi perusahaan memberi investor indikasi kualitas investasi pada obligasi yang mereka minati. *Rating* obligasi sangat penting karena dapat memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang kemungkinan kegagalan hutang perusahaan.

Fathoni *et al.*, (2016) mengatakan bahwa perusahaan yang berkinerja baik akan memberikan *rating* obligasi syariah yang baik untuk investasi. Ketika investor memilih untuk berinvestasi sukuk, investor akan memantau perkembangan perusahaan terlebih dahulu, jika pertumbuhan perusahaan berkualitas baik maka perusahaan penerbit sukuk juga akan memiliki *rating* yang baik. Dengan demikian, reaksi pasar modal dapat dipengaruhi dan diukur dengan *abnormal return* atas saham suatu perusahaan, sehingga investor dapat dibandingkan dengan perusahaan lain yang dipilih sebagai tujuan investasi bagi investor.

Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ridlo *et al.* (2020) mengungkapkan bahwa *rating* obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh

positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. Sedangkan dalam penelitian yang dilakukan oleh Savitri (2015) menyatakan bahwa *rating* obligasi syariah (*sukuk*) tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar modal. Oleh karena itu jawaban sementara saya yaitu *rating* obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, karena rating obligasi sangat penting yang dapat memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang kemungkinan kegagalan hutang perusahaan. Hal ini sejalan dengan dengan teori yang dipaparkan dan sejalan dengan penelitian Ridlo *et al*, (2020).

### 2.3.3 Pengaruh Umur Obligasi Syariah Terhadap Reaksi Pasar Modal

Menurut Melzatia *et al*, (2018) umur sukuk ini diukur menggunakan skala nominal karena variabel umur sukuk merupakan variabel *dummy*. Investor lebih tertarik pada obligasi jangka pendek karena pemegang sukuk dianggap mampu membayar utang yang sebagian besar dibayar pada saat jatuh tempo, dibandingkan dengan obligasi jangka panjang. Hal ini karena untuk jangka waktu yang lama investor menanggung risiko tinggi, hasilnya pun demikian yang diperoleh investor bahkan lebih tinggi. Begitu pula sebaliknya, semakin pendek tanggal jatuh tempo sukuk tersebut maka akan semakin rendah risiko investasinya, sehingga hasil yang diperoleh investor semakin kecil.

Teori ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Iswara *et al*, (2019) membuktikan bahwa umur obligasi syariah (*sukuk*) tidak berpengaruh dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. Akan tetapi, bertolak belakang dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Wijayaningtyas & Wahidahwati (2016) mengatakan bahwa umur obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif. Oleh karena itu, jawaban sementara saya yaitu umur obligasi syariah (*sukuk*) tidak berpengaruh dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. sesuai dengan teori yang dipaparkan dan sejalan dengan penelitian Iswara *et al*, (2019).

## 2.4 Pengembangan Hipotesis

Menurut Sugiyono (2017:93) pengertian hipotesis merupakan jawaban sementara atas rumusan pertanyaan penelitian. Oleh karena itu penyajian pertanyaan penelitian biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan. Dikatakan bersifat sementara, karena jawaban yang diberikan hanya berdasarkan teori yang relevan dan bukan berdasarkan faktor empiris yang diperoleh melalui pengumpulan data. Berdasarkan penjabaran teori, tujuan penelitian ini dan rumusan masalah yang ada, maka dapat disusun hipotesis sebagai berikut :

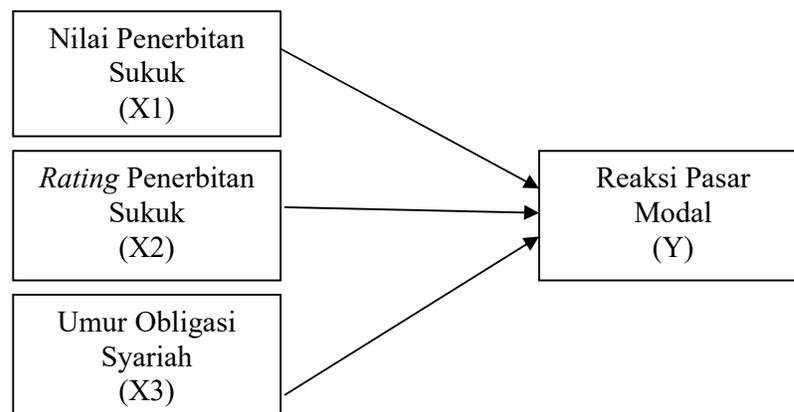
H1 : Terdapat pengaruh Nilai Penerbitan Sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah.

H2 : Terdapat pengaruh *Rating* Penerbitan Sukuk terhadap reaksi pasar modal syariah.

H3 : Terdapat pengaruh Umur Obligasi Syariah terhadap reaksi pasar modal syariah.

## 2.5 Kerangka Konseptual Penelitian

Notoatmodjo (2014:2016) mengatakan bahwa kerangka konseptual adalah suatu uraian dan visualisasi tentang hubungan atau kaitan antara variabel-variabel yang diamati atau diukur melalui penelitian yang akan dilakukan. Kerangka konseptual dapat dilihat sebagai berikut :



**Gambar 2.1** Kerangka Konseptual

*Sumber : Diolah Penulis (2021)*

Berdasarkan pada gambar 2.1 kerangka konseptual dapat diperoleh jawaban sementara Nilai Penerbitan, *Rating* Penerbitan dan Umur Obligasi Syariah berpengaruh dan signifikan terhadap reaksi pasar modal.