

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Investasi adalah menanamkan atau menempatkan aset berupa harta maupun dana pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkatkan nilainya di masa mendatang. Sedangkan investasi keuangan adalah menanamkan dana pada surat berharga (*financial asset*) yang diharapkan akan meningkatkan nilainya di masa mendatang (Ghufron, 2005:12). Adapun salah satu wujud dari investasi keuangan yang cukup diminati para investor adalah investasi di pasar modal.

Pasar modal cukup diminati karena fungsi dari pasar modal sendiri adalah sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Fungsi ini menunjukkan peran penting pasar modal dalam menunjang perekonomian karena pasar modal dapat menghubungkan pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang mempunyai kelebihan dana. Di samping itu, pasar modal dapat mendorong terciptanya alokasi dana yang efisien, karena dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang optimal (Tandelilin, 2001:13).

Untuk mendapat *return* yang optimal, seorang investor dituntut untuk senantiasa mengikuti perkembangan pasar dan memiliki sebanyak mungkin informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham. Oleh karena itu, kebutuhan atas informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan di pasar

modal saat ini menjadi semakin meningkat seiring dengan perkembangan pasar modal itu sendiri. Investor harus mengikuti perkembangan pasar dan informasi karena pada dasarnya keberhasilan dari investasi ialah melakukan keputusan berdasarkan informasi (*making well-informed decision*). Karena setiap informasi akan mempengaruhi reaksi di lantai bursa (*information effect*) dan berguna untuk mendapatkan portofolio yang optimal.

Dewasa ini, *mindset* investor terhadap investasi bukan sekedar ingin mendapatkan *return* terbaik, namun juga investasi yang dapat memberikan ketenangan dari aktivitas investasinya. Sehingga pemikiran tersebut memunculkan instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah. Salah satu instrumen keuangan syariah yang telah diterbitkan baik oleh negara maupun korporasi adalah *sukuk* atau obligasi syariah.

Menurut Iqbal & Mirakhor (2008), Sukuk adalah jenis obligasi pasar modal Islam yang merupakan sebuah produk inovatif para pemikir Islam kontemporer dalam mengakomodir tuntutan zaman sesuai dengan munculnya era globalisasi ekonomi yang melahirkan kemajuan di bidang perdagangan, arus modal, investasi, dan keuangan yang bebas, serta faktor penggeraknya seperti munculnya berbagai instrumen keuangan dan investasi. Perkembangan pesat *sukuk* dilatar belakangi oleh faktor-faktor yang kuat, yaitu lahirnya berbagai fatwa haramnya obligasi konvensional oleh semua lembaga fatwa hukum Islam di dunia. Adapun fatwa Majelis Ulama Indonesia tentang keharaman obligasi terbit pada fatwa no: 32/DSN-MUI/IX/2002. Namun dalam fatwa tersebut obligasi tidak disebut secara eksplisit haram, tapi “belum sesuai dengan ketentuan syariah.”

Pada dasarnya *sukuk* sangat mirip dengan obligasi konvensional. *Sukuk* juga termasuk ke dalam sekuritas pendapatan tetap yang memberikan tingkat pengembalian (*return*) yang bersifat tetap (*fixed*) ataupun mengambang (*floating*). *Sukuk* juga diperdagangkan pada pasar sekunder meskipun jumlahnya tidak sebanyak obligasi konvensional. *Sukuk* juga diperingkat oleh lembaga pemeringkat internasional seperti halnya obligasi konvensional (*Malaysian Sukuk Market Handbook*, 2009). Meskipun memiliki beberapa persamaan dalam beberapa hal, pada prinsipnya *sukuk* memiliki perbedaan dengan obligasi konvensional.

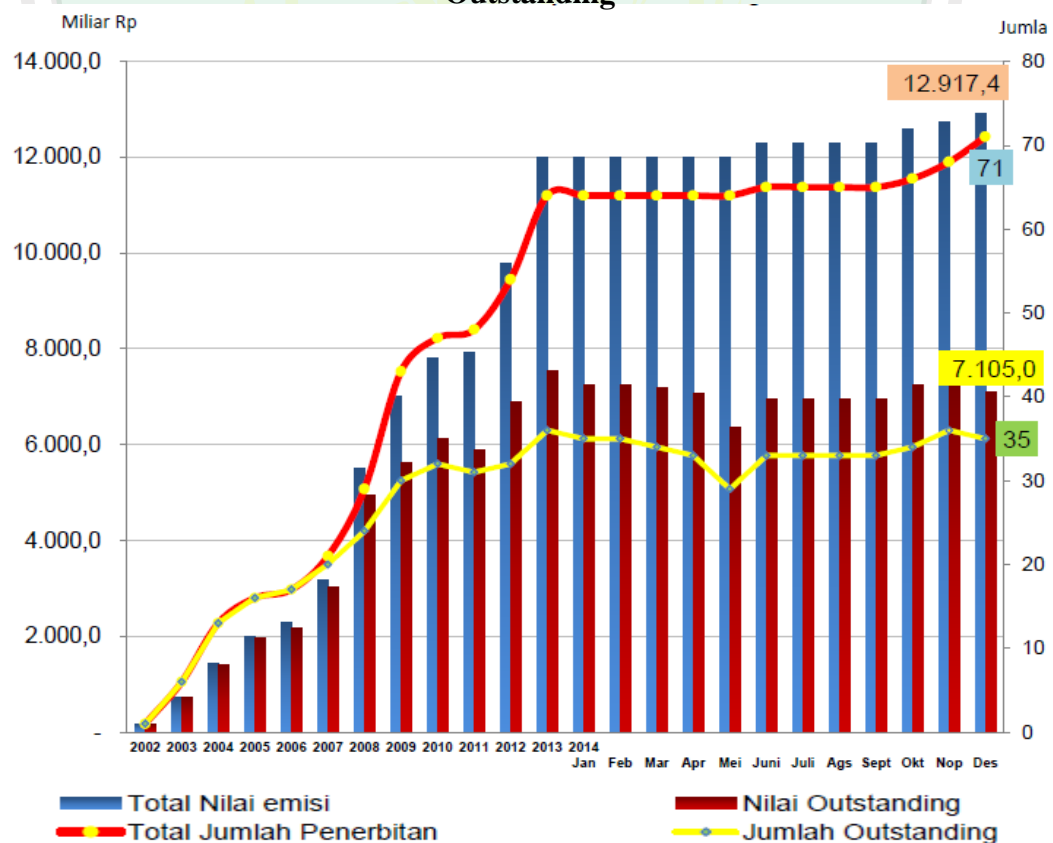
Perbedaan prinsip tersebut terjadi semenjak ada konvergensi pendapat *fiqh* bahwa bunga diharamkan dalam Islam karena merupakan salah satu bentuk dari riba, maka muncul pertanyaan-pertanyaan tentang diskonto dalam evaluasi investasi. Maka instrumen-instrumen yang mempunyai komponen bunga (*interest-bearing instrument*) ini keluar dari daftar investasi halal. Seperti halnya perusahaan yang menjamin dana melalui alat utang jangka panjang seperti obligasi konvensional pasti memberikan pendapatan kepada investor berupa bunga atau kupon (Huda & Nasution, 2007).

Berdasarkan data *Asian Development Bank* dalam *Asia Bond Monitor* (Maret 2014), Indonesia merupakan pasar sukuk terbesar kedua setelah Malaysia di antara negara *emerging market* di Asia Timur. Hal tersebut dikarenakan Indonesia adalah negara dengan penduduk muslim terbanyak di dunia mencapai 205 juta jiwa atau 88,1% dari jumlah penduduk. Bagi emiten penerbitan sukuk korporasi di Indonesia merupakan pangsa pasar yang menjanjikan.

Di sisi lain, pangsa pasar sukuk masih tergolong kecil dibandingkan dengan pasar obligasi konvensional, pertumbuhan Sukuk yang masih seumur jagung ini hanya menyumbang sebesar 7,4% dari total obligasi Negara.

Untuk meningkatkan pangsa pasar sukuk korporasi yang jumlahnya masih relatif kecil jika dibandingkan dengan obligasi korporasi. Para emiten melakukan penerbitan sukuk korporasi ritel yang diperkirakan dapat menambah jenis sukuk korporasi serta mendorong peningkatan jumlah investor individu di pasar modal. Sehingga dengan adanya kebijakan tersebut likuiditas perdagangan sukuk korporasi di pasar sekunder juga ikut meningkat. Berikut grafik perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia periode 2012-2014:

**Gambar 1.1 Perkembangan Penerbitan Sukuk dan Sukuk Korporasi Outstanding**



Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

Dari grafik diatas dapat diketahui total jumlah penerbitan sukuk korporasi selama tahun tiga tahun dari periode 2012-2013 menunjukkan peningkatan. Meskipun pada periode 2013-2014 cenderung stabil. Sepanjang 2014, hanya ada satu penawaran umum sukuk korporasi yaitu sukuk mudarabah berkelanjutan I tahap I Bank Internasional Indonesia (BII) 2014 senilai Rp 300 miliar. Hingga akhir tahun ini diperkirakan penerbitan sukuk korporasi hanya Rp 1 triliun-Rp 2 triliun. Minimnya penerbitan sukuk disebabkan oleh kurang likuidnya sukuk korporasi di pasar sekunder. Faktor lainnya adalah neraca perdagangan diperkirakan masih defisit, nilai tukar rupiah masih lemah dan tren suku bunga tinggi sehingga penerbitan obligasi semakin sulit. Hal ini menunjukkan pasar obligasi masih suram akibat tekanan ekonomi.

Meskipun pasar obligasi dalam kondisi suram, para emiten tetap termotivasi untuk melakukan penerbitan obligasi yang merupakan salah satu alternatif perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan dananya. Apabila perusahaan melakukan penerbitan maka akan meningkatkan hutang jangka panjang perusahaan dan struktur modal pun akan mengalami perubahan. Bagi investor atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti informasi positif maupun negatif. Baik informasi positif maupun negatif dari peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka akan berdampak pada *return* saham perusahaan. Jika investor memandang positif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham perusahaan akan mengalami kenaikan seiring naiknya harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika investor memandang negatif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham akan mengalami penurunan seiring menurunnya harga saham perusahaan.

Pengumuman penerbitan obligasi juga bisa menjadi informasi menarik bagi investor (*good news*), karena dipersepsikan bahwa prospek perusahaan di masa yang mendatang akan bagus. Adanya penerbitan obligasi menunjukkan bahwa perusahaan akan melakukan ekspansi yang akan meningkatkan kinerja perusahaan. Informasi ini akan direaksi oleh investor yang secara metodologis disebut sebagai *event study*.

Beberapa penelitian yang menggunakan *event study* untuk menguji reaksi pasar modal pada PT. Bursa Efek Indonesia, antara lain dilakukan oleh Mochamad Rizki Pratama (2013) mengenai pengaruh penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap reaksi pasar modal Indonesia. Hasil yang diperoleh adalah adanya variabel independen yang diwakili oleh nilai dan rating obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen (reaksi pasar modal yang diukur menggunakan *cumulative abnormal return*). Hal ini dibuktikan dengan besarnya pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal yaitu sebesar 11,8% sedangkan 88,2% lainnya dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diukur dalam penelitian.

Penelitian *event study* yang lain oleh Devi Adelin S. (2012) tentang pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan terhadap *return* saham (studi kasus pada perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di bursa efek Indonesia tahun 2002-2009). Dalam penelitiannya, secara parsial variabel nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Secara simultan variabel nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) berpengaruh dan

signifikan terhadap *return* saham. Penelitian yang dilakukan oleh Devi Adelin S. (2012) mendukung teori kinerja obligasi yang dapat dilihat menggunakan risiko obligasi, salah satunya adalah risiko spesifik. Menurut Jogiyanto (2007:171), risiko spesifik adalah risiko unik yang terdapat pada perusahaan, yaitu hal buruk yang terjadi di perusahaan diimbangi dengan hal baik di perusahaan lain. Risiko ini dapat didiversifikasikan dalam portofolio. Dalam obligasi, risiko ini biasanya ditunjukkan dalam rating.

Penelitian ini bermaksud untuk mengetahui kandungan informasi dari pengumuman *right issue* yang membuat pasar bereaksi terhadap peristiwa tersebut. Pengumuman *right issue* tersebut merupakan salah satu pengumuman yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar (Yusuf dkk., 2009). Jika suatu pengumuman mempunyai kandungan informasi, diharapkan akan terjadi reaksi ketika pasar menerima pengumuman tersebut (Ratnawati dan Triyuwono, 2009). Reaksi pasar tersebut dapat diukur dengan perubahan *abnormal return* dan volume perdagangan saham. *Abnormal return* sebagai nilai perubahan mencakup nilai perubahan harga saham, perubahan *return* saham, dan perubahan *return* pasar yang menunjukkan pasar bereaksi. Suatu peristiwa jika mengandung informasi, maka para investor akan dapat menikmati *abnormal return*. Begitu sebaliknya, jika suatu peristiwa tidak mengandung informasi maka investor tidak akan dapat menikmati *abnormal return*.

Seperti penelitian Mujahid & Tettet Fitrijanti (2010), yang mana dalam penelitiannya diketahui bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili dengan nilai penerbitan obligasi syariah dan rating penerbitan obligasi syariah

tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return* saham) baik secara simultan maupun parsial. Hasil penelitian tersebut membuat para peneliti selanjutnya mencari variabel lain untuk pengukuran reaksi pasar modal. Agar penelitian sesuai dengan yang diinginkan.

Selain *abnormal return*, reaksi pasar juga dapat diukur dengan melihat pergerakan aktivitas perdagangan saham di pasar modal menggunakan volume perdagangan saham. (Suryawijaya dan Setiawan, 1998). Perubahan volume perdagangan saham mencerminkan keputusan investasi oleh investor sebab menunjukkan aktivitas perdagangan saham di pasar modal. Umumnya dengan melakukan *right issue* akan meningkatkan jumlah saham yang beredar sehingga frekuensi perdagangan akan meningkat juga dan likuiditas saham pun meningkat.

Adapun penelitian mengenai reaksi pasar modal dengan menggunakan perhitungan *abnormal return* dan *cumulative abnormal return* seperti penelitian yang dilakukan oleh Ilsa Yunita (2014), dalam penelitiannya Terdapat *average abnormal return* yang positif dan signifikan pada t-9, t-5, t-2, t+1, t+2, dan t+5. Kemudian pada hasil uji *cumulative average abnormal return* terdapat kebocoran informasi pada t-6 dan t-5. Dan hasil penelitian pada TVA menunjukkan bahwa selama periode pengamatan terjadi kenaikan jumlah penjualan saham. Penelitian tersebut mendukung adanya teori diatas.

Berdasarkan penelitian terdahulu yang telah dipaparkan diatas, maka penulis merasa penelitian ini perlu dilakukan, karena memiliki perbedaan dengan penelitian sebelumnya. Perbedaan tersebut antara lain, untuk periode penelitian ini menggunakan jenjang waktu 3 tahun, kemudian data yang diambil adalah data



perusahaan yang melakukan pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi dalam waktu yang bersamaan pada tahun 2012-2014. Variabel yang digunakan untuk mengetahui reaksi pasar modal adalah dengan menggunakan dua metode sekaligus yaitu metode *cumulative abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA).

Pernyataan diatas menunjukkan bahwa penelitian ini terdapat *research gap* yang perlu untuk diteliti lebih lanjut. Karena itu peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk Dan Obligasi Korporasi”** Harapan peneliti penerbitan sukuk dan obligasi ini menjadi sebuah informasi yang baik (*good news*) bagi investor sehingga dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasinya.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan diatas, muncul beberapa masalah dalam penelitian ini, yaitu sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan *abnormal return* sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi?
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saham sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah diatas, maka tujuan yang diharapkan tercapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui adanya perbedaan yang signifikan *abnormal return* sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi?
2. Untuk mengetahui adanya perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saham sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi

### 1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah:

1. Bagi Praktis dan Investor Pasar Modal

Menjadi sumber informasi mengenai dampak penerbitan obligasi syariah terhadap perubahan harga saham dan aktivitas volume perdagangan saham yang dapat mempengaruhi tingkat keuntungan yang diperoleh investor, dan juga dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan dalam memilih instrument investasi di pasar modal.

2. Bagi Peneliti

Sebagai sumber referensi dan tambahan pengetahuan dalam rangka pengembangan penelitian selanjutnya yang sejenis.

### 3. Bagi Akademisi

Sebagai tambahan referensi dan pengetahuan mengenai dampak penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal di Indonesia sehingga dapat diterapkan dalam kegiatan akademisnya.

