

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai Analisis Perbandingan Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, seperti hasil penelitian yang dilakukan oleh:

Dwi Kurnia Dinianto pada tahun 2012 dengan judul Analisis Perbedaan Return dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Perubahan Komposisi Index SRI-KEHATI (2009-2012). Ia menyimpulkan bahwa hasil penelitian menunjukkan pengumuman tersebut tidak mempunyai kandungan informasi sehingga tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang ditunjukkan dengan tidak adanya rata-rata *return* dan *trading volume activity* (TVA) yang signifikan.

Tias Widayanti pada tahun 2007 dengan judul Pengaruh Pengumuman Peringkat Obligasi Terhadap Reaksi Pasar Saham. Ia menyimpulkan bahwa pasar memberikan reaksi yang tidak signifikan pada peringkat naik. Kemudian pasar juga bereaksi negatif yang signifikan mulai dari satu hari penurunan peringkat diumumkan. Dan hasil uji korelasi *spearman* untuk penurunan peringkat obligasi diperoleh hasil bahwa faktor-faktor besaran perusahaan, *financial leverage*, besaran perubahan peringkat, perubahan kategori, dan jenis industri secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar saham. Jadi seluruh hipotesis dalam penelitian tidak dapat diterima.

Lucy Sumardi pada tahun 2006 dengan judul Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Abnormal Return Saham Di Bursa Efek Jakarta: Periode 2000-2006. Ia menyimpulkan bahwa penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham. *Leverage ratio* tidak berpengaruh positif terhadap *abnormal return* saham dan rating tidak berpengaruh terhadap perubahan tersebut, tetapi PER berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, dan perbedaan rating memberikan perbedaan pada pengaruh tersebut.

Nunung Ghoniyah, Mutamimah, dan Jenar Widayati pada tahun 2008 dengan judul Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah. Ia menyimpulkan Berdasarkan hasil pengujian baik dengan indikator *abnormal return* maupun *trading volume activity*, secara umum disimpulkan bahwa pasar bereaksi tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Dengan kata lain bahwa penerbitan obligasi syariah tidak memuat kandungan informasi (*information content*) yang bermakna (*good news*) bagi investor.

Titah Lestari Kosasih pada tahun 2010 dengan judul Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Dampaknya Terhadap *Return* Saham (Studi peristiwa pada emiten yang terdaftar di BEI yang menerbitkan obligasi syariah periode 2005-2009). Ia menyimpulkan bahwa perolehan *return* harian saham pada periode sebelum tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah secara umum cenderung menurun. Perolehan *return* harian saham sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah secara umum cenderung meningkat. Selama 5 periode *return* sesudah peristiwa pengumuman obligasi syariah tersebut. Pengumuman

penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham harian. Hal ini bermakna bahwa pasar telah bereaksi positif terhadap informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah, dan obligasi syariah menjadi instrumen yang dipertimbangkan oleh investor ketika mengambil keputusan dalam perdagangan saham.

Mujahid dan Tettet Fitrijanti pada tahun 2010 dengan judul Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar (Survey terhadap perusahaan - perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2002-2009). Ia menyimpulkan bahwa nilai dan rating penerbitan obligasi syariah, baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap cumulative abnormal return. Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai informasi bagi investor dalam mengambil keputusan untuk melakukan investasi dengan melihat kegunaan atas suatu informasi keuangan yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) dari suatu perusahaan. Bagi investor yang akan berinvestasi di pasar modal dan memiliki orientasi jangka pendek, faktor yang mempengaruhi harga saham tidak hanya dipengaruhi oleh laporan keuangan perusahaan tersebut tetapi juga dipengaruhi oleh kondisi keuangan global. Oleh karena itu, dalam mengambil keputusan investasi seorang investor harus juga peka terhadap informasi-informasi yang berkaitan dengan kondisi keuangan yang berhubungan dengan perusahaan atau industri tersebut.

Devi Adelin Septianingtyas pada tahun 2012 dengan judul 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). Ia menyimpulkan bahwa 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. Hasil koefisien determinasi menunjukkan bahwa variabel bebas secara bersama-sama dapat menjelaskan variabel terikat sebesar 0,604 atau 60,4% dan sisanya sebesar 39,6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

M. Rizki Pratama pada tahun 2013 dengan judul Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (*sukuk*) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2011). Ia menyimpulkan bahwa variabel independen yaitu nilai dan rating obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen yaitu reaksi pasar modal yang diukur dengan *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.

Ni Putu Sentia Dewi dan I Nyoman Wijana Asmara Putra pada tahun 2013 dengan judul Pengaruh Pengumuman *Right Issue* Pada *Abnormal Return* Dan Volume Perdagangan Saham. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah hasil analisis data ditemukan bahwa pengumuman *right issue* tidak berpengaruh

signifikan terhadap *abnormal return* perusahaan-perusahaan yang melakukan *right issue* namun berpengaruh secara signifikan terhadap volume perdagangan saham.

Ilsa yunita pada tahun 2014 dengan judul Pengaruh Penerbitan Obligasi Syari'ah (sukuk) Perusahaan-Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Tahun 2002-2013. Ia menyimpulkan bahwa terdapat average abnormal return yang positif dan signifikan pada t-9, t-5, t-2, t+1, t+2, dan t+5 hal tersebut disebabkan karena investor menganggap bahwa pengumuman penerbitan merupakan berita baik. Hal ini mendukung adanya hipotesis pertama. Namun terdapat 10 hari periode penelitian berpengaruh signifikan namun negatif yaitu pada t-10, t-8, t-7, t-6, t-3, t-1, t0, t+6, t+7, dan t-8. Jadi penelitian ini menyimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang positif dan signifikan pada hari tertentu saja. Hasil penelitian pada *trading volume activity* menunjukkan bahwa selama periode pengamatan terjadi kenaikan jumlah penjualan saham. Hal ini mendukung adanya hipotesis kedua yang menyatakan bahwa pengumuman penerbitan sukuk berpengaruh terhadap kenaikan penjualan saham. Investor menganggap bahwa penerbitan sukuk merupakan berita baik dan mereka merespon dengan meningkatnya jumlah penjualan saham.

Tabel 2.1
Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Var/ Alat Uji	Hasil Penelitian
1.	Dwi Kurnia Dinianto (2012)	Analisis Perbedaan Return dan Aktivitas Volume Perdagangan Saham Sebelum dan Sesudah Pengumuman Perubahan Komposisi Index SRI-KEHATI (2009-2012)	Var: - <i>Return</i> - Aktivitas volume perdagangan Alat Uji: - Uji beda t-test	-H1: Tidak ada perbedaan yang signifikan dalam <i>return</i> , baik sebelum dengan sesudah pengumuman perubahan komposisi saham indeks Sri-Kehati. -H2: Tidak ada perbedaan yang signifikan rata-rata trading volume activity (TVA), baik sebelum dengan sesudah pengumuman perubahan komposisi saham indeks Sri-Kehati.
2.	Tias Widayanti (2007)	Pengaruh Pengumuman Peringkat Obligasi Terhadap Reaksi Pasar Saham	Var: - Perubahan peringkat (naik/turun) - Reaksi pasar (CAR) Alat Uji: -Uji <i>parametric one sample t- test</i>	-H1: tidak signifikan pada peringkat naik. -H2: negatif yang signifikan mulai dari satu hari peringkat diumumkan. -H3: tidak dapat dilakukan pengujian. -H4: Faktor besaran secara parsial tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar.
3.	Lucy Sumardi (2007)	Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Abnormal Return Saham Di Bursa Efek Jakarta: Periode 2000-2006	Var: - Variabel dependen: leverage ratio, PER - Variabel independen: dummy rating	-Penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap <i>abnormal return</i> saham. -Leverage ratio tidak berpengaruh positif terhadap <i>abnormal return</i> saham dan rating tidak berpengaruh terhadap perubahan tersebut.

			independen: CAR Alat Uji: <i>paired-sample t-test</i>	-PER berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham, dan perbedaan rating memberikan perbedaan pada pengaruh tersebut.
4.	Nunung Ghoniyah, Mutamimah, dan Jenar Widayati (2008)	Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah	Var: - <i>Abnormal Return</i> dan <i>Trading Volume Activity</i> (TVA) Alat Uji: -Uji normalitas -Uji beda t-test	-H1: terdapat <i>Abnormal return</i> yang positif tetapi tidak signifikan saat pengumuman. -H2: terdapat <i>trading volume activity</i> yang positif dan signifikan saat pengumuman. -H3 dan H4: terdapat perbedaan tetapi tidak signifikan antara <i>abnormal return</i> dan TVA sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah.
5.	Titah Lestari Kosasih (2010)	Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Dampaknya Terhadap <i>Return Saham</i> (Studi Peristiwa Pada Emiten Yang Terdaftar Di BEI Yang Menerbitkan Obligasi Syariah Periode 2005-2009)	<i>Return saham</i> sebelum dan sesudah Alat Uji: - <i>Paired Sample Test</i> (Uji Beda Rata-rata Dua Sampel Berpasangan)	Pengumuman penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return saham</i> harian.

6.	Mujahid & Tettet Fitrijanti (2010)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar (Survey Terhadap Perusahaan - Perusahaan Yang Menerbitkan Obligasi Syariah Dan Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia Tahun 2002-2009)	Var: -Variabel Independen: nilai dan rating -Variabel dependen: <i>cumulative abnormal return</i> saham Alat Uji: -Uji normalitas -Uji beda t-test	Variabel nilai dan rating penerbitan obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap reaksi pasar (<i>cumulative abnormal return</i> saham) secara simultan maupun parsial.
7.	Devi Adelin Septianingtyas (2012)	Pengaruh Nilai Dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap <i>Return</i> Saham (Studi Kasus pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah dan Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2002-2009).	Var: - Variabel dependen: nilai dan rating - Variabel independen: return saham Alat Uji: - Uji normalitas - Uji beda t-test	- Variabel dependen: nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (<i>sukuk</i>) berpengaruh positif dan signifikan terhadap <i>return</i> saham. (parsial) - Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (<i>sukuk</i>) berpengaruh dan signifikan terhadap <i>return</i> saham. (simultan)

8.	M. Rizki Pratama (2013)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia.	Var: -Variabel independen: nilai dan rating penerbitan obligasi syariah) -Variabel dependen: reaksi pasar terhadap <i>cumulative abnormal return</i> saham. Alat Uji: - Uji t - Uji f	- Variabel independen tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap variabel dependen.
9.	Ni Putu Sentia Dewi, I Nyoman Wijana Asmara Putra (2013)	Pengaruh Pengumuman <i>Right Issue</i> Pada <i>Abnormal Return</i> Dan Volume Perdagangan Saham	Var: - <i>Abnormal Return</i> - TVA Alat Uji: - <i>paired sample t-test</i>	pengumuman <i>right issue</i> tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>abnormal return</i> perusahaan-perusahaan yang melakukan <i>right issue</i> namun berpengaruh secara signifikan terhadap volume perdagangan saham.
10.	Ilsa Yunita (2014)	Pengaruh Penerbitan Obligasi Syari'ah (Sukuk) Perusahaan-perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Tahun 2002-2013."	Var: - <i>Average abnormal return</i> , <i>cumulative average abnormal return</i> , dan <i>trading volume activity</i> Alat Uji: - Uji normalitas - Uji beda t-test	- Terdapat <i>average abnormal return</i> yang positif dan signifikan pada t-9, t-5, t-2, t+1, t+2, dan t+5. - Hasil uji <i>cumulative average abnormal return</i> terdapat kebocoran informasi pada t-6 dan t-5. - Hasil penelitian pada TVA menunjukkan bahwa selama periode pengamatan terjadi kenaikan jumlah penjualan saham.

11.	Anggi Dian Pratiwi (2015)	Analisis Perbandingan Reaksi Pasar Modal Terhadap Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi di Bursa Efek Indonesia	Var: -Cumulative <i>Abnormal Return</i> -Trading Volume Activity Alat Uji: - Uji normalitas - Uji beda t-test	
-----	------------------------------	---	--	--

Sumber: data diolah



Adapun persamaan dan perbedaan antara penelitian terdahulu dengan yang penulis lakukan adalah sebagai berikut:

Tabel 2.2
Perbedaan dan Persamaan Penelitian Terdahulu

No.	Faktor-Faktor	Persamaan	Perbedaan
1	Variabel yang diteliti	-	Jumlah variabel lebih banyak dari penelitian terdahulu
2	Objek penelitian	Menggunakan indeks BEI	
3	Periode penelitian	-	Periode pengamatan berbeda dengan penelitian terdahulu
4	Alat uji	Uji normalitas, dan uji beda t-test <i>paired sampel test</i>	
5	Cara menghitung variabel	Penelitian ini menggunakan pengukuran untuk <i>expected return</i> -nya dengan menggunakan metode <i>market adjusted model</i> .	
6.	Objek penelitian		Penelitian lain hanya meneliti satu obyek misalnya obligasi syariah atau obligasi konvensional saja. Sedangkan penelitian ini meneliti kedua obyek.

Sumber: data diolah

2.2 Kajian Teori

2.2.1 Pasar Modal

2.2.1.1 Pengertian Pasar Modal

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas.

Dengan demikian, pasar modal juga bisa diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi. Sedangkan tempat di mana terjadinya jual beli sekuritas disebut dengan bursa efek. Oleh karena itu, bursa efek merupakan arti dari pasar modal secara fisik. (Tandelilin, 2001:13)

2.2.1.2 Instrumen Pasar Modal

Menurut Anoraga dan Pakarti (2008:54) yang dimaksud dengan instrumen pasar modal adalah semua surat-surat berharga (*securities*) yang diperdagangkan di bursa. Instrumen pasar modal ini umumnya bersifat jangka panjang.

Dewasa ini instrumen yang sudah ada di pasar modal terdiri dari saham, obligasi, dan sertifikat. Sekuritas yang diperdagangkan di bursa efek adalah saham, obligasi, sedangkan sertifikat diperdagangkan di luar bursa melalui bank pemerintah.

Sebagaimana yang telah diuraikan di atas, bahwa instrumen yang diperdagangkan adalah surat pengakuan utang dan surat berharga komersial seperti saham, obligasi, *right*, *warrant*, *option*, dan sebagainya. Demikian juga yang berlaku di pasar modal syariah, tetapi instrumen tersebut sudah disesuaikan dengan prinsip-prinsip syariah, terutama prinsip bagi hasil.

2.2.2 Investasi

2.2.2.1 Pengertian

Istilah investasi berasal dari bahasa Latin, yaitu *investire* (memakai), sedangkan dalam bahasa Inggris disebut dengan *investment*. Para ahli dalam bidang investasi memiliki pandangan yang berbeda mengenai konsep teoritis

tentang investasi. Dalam kamus istilah Pasar Modal dan Keuangan kata investasi diartikan sebagai penanaman uang atau modal dalam suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan (Arifin, *dalam* Huda dkk, 2008:7). Dan dalam Kamus Lengkap Ekonomi, investasi didefinisikan sebagai penukaran uang dengan bentuk-bentuk kekayaan lain seperti saham atau harta tidak bergerak yang diharapkan dapat di tahan selama periode waktu tertentu supaya menghasilkan pendapatan (Huda dkk., 2008:7).

Sedangkan pendapat lainnya investasi diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2001:3). Jadi pada dasarnya sama yaitu penempatan sejumlah kekayaan untuk mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang.

2.2.2.2 Tujuan

Sedangkan tujuan investasi adalah mendapatkan sejumlah pendapatan keuntungan. Dalam konteks perekonomian, menurut Tandelilin (2001:4-5) ada beberapa motif mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain adalah:

- a. Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa yang akan datang.
Kebutuhan untuk mendapatkan hidup yang layak merupakan keinginan setiap manusia, sehingga upaya-upaya untuk mencapai hal tersebut di masa depan selalu akan dilakukan.
- b. Mengurangi tekanan inflasi. Faktor inflasi tidak pernah dapat dihindarkan dalam kehidupan ekonomi, yang dapat dilakukan adalah meminimalkan risiko akibat adanya inflasi, hal demikian karena variabel inflasi dapat mengoreksi

seluruh pendapatan yang ada. Investasi dalam sebuah bisnis tertentu dapat dikategorikan sebagai langkah mitigasi yang efektif.

- c. Sebagai usaha untuk menghemat pajak. Di beberapa negara belahan dunia melakukan kebijakan yang bersifat mendorong tumbuhnya investasi di masyarakat melalui pemberian fasilitas perpajakan kepada masyarakat yang melakukan investasi pada usaha tertentu.

Untuk mencapai tujuan investasi, investasi membutuhkan suatu proses dalam pengambilan keputusan, sehingga keputusan tersebut sudah mempertimbangkan ekspektasi *return* yang didapatkan dan juga risiko yang akan dihadapi. Menurut Sharpe (1995), pada dasarnya ada beberapa tahapan dalam pengambilan keputusan investasi antara lain:

1. Menentukan kebijakan investasi

Pada tahapan ini, investor menentukan tujuan investasi dan berapa kekayaannya yang dapat diinvestasikan. Hal ini penting karena ada hubungan positif antara risiko dan *return*.

2. Analisis sekuritas

Pada tahap ini, investor harus melakukan analisis sekuritas yang meliputi penilaian terhadap sekuritas secara individual atau atas beberapa kelompok sekuritas. Salah satu tujuan dari melakukan penilaian atas sekuritas tersebut adalah untuk mengidentifikasikan sekuritas yang salah harga (*mispriced*). Ada yang berpendapat lain bahwa tujuan dari penilaian sekuritas itu didasarkan atas preferensi risiko para investor, pola kebutuhan, kas, dan sebagainya.

3. Pembentukan portofolio

Pada tahap ini investor membentuk portofolio yang melibatkan identifikasi aset khusus mana yang akan diinvestasikan dan juga menentukan seberapa besar investasi pada tiap aset tersebut.

4. Melakukan revisi portofolio

Pada tahap ini, berkenaan dengan pengulangan secara periodik dari tiga tahap sebelumnya. Sejalan dengan waktu, investor mungkin mengubah tujuan investasinya, yaitu berusaha membentuk portofolio baru yang lebih optimal. Motivasi lainnya disesuaikan dengan preferensi investor tentang risiko dan *return* itu sendiri.

5. Evaluasi kinerja portofolio

Pada tahap terakhir ini, investor melakukan penilaian terhadap kinerja portofolio secara periodik dalam arti tidak hanya *return* yang diperhatikan, tetapi juga risiko yang dihadapi. Jadi, diperlukan ukuran yang tepat tentang *return* dan risiko juga standar yang relevan.

2.2.2.3 Jenis Investasi

Pada dasarnya investasi dapat digolongkan ke dalam beberapa jenis, yakni berdasarkan aset, pengaruh, sumber pembiayaan, dan bentuknya. Dalam kaitan ini, Salim dan Budi Sutrisno (2008:36-39) menjelaskan sebagai berikut:

a. Investasi berdasarkan asetnya

Investasi ini merupakan penggolongan investasi dari aspek modal atau kekayaannya. Investasi ini dibagi kepada dua jenis, yaitu: a. *real assets* yang merupakan investasi berwujud, seperti gedung-gedung, kendaraan, dan

sebagainnya; b. *financial assets*, yaitu yang berupa dokumen (surat-surat berharga) yang diperdagangkan di pasar uang, seperti deposito, *commercial paper*, surat berharga pasar uang (SBPU), dan sebagainya. *Financial assets* juga diperdagangkan di pasar modal, seperti saham, obligasi, *warrant*, opsi, dan sebagainya.

b. Investasi Berdasarkan Pengaruh

Investasi model ini merupakan investasi yang didasarkan pada faktor dan keadaan yang memengaruhi atau tidak berpengaruh dari kegiatan investasi.

c. Investasi Berdasarkan Sumber Pembiayaan

Investasi model ini didasarkan kepada pembiayaan asal atau asal-usul investasi itu memperoleh dana. Investasi ini dibagi menjadi dua macam: a. investasi yang bersumber dana dari dalam negeri (PMDN), investornya dari dalam negeri; dan b. investasi yang bersumber dari modal asing, pembiayaan investasi bersumber dari investor asing.

d. Investasi Berdasarkan Bentuk

Investasi berdasarkan bentuk merupakan investasi yang di dasarkan pada cara menanamkan investasinya. Investasi modal ini dibagi kepada dua bentuk, yaitu: a. investasi langsung dilaksanakan oleh pemiliknya sendiri, seperti membangun pabrik; b. investasi tidak langsung yang sering disebut dengan investasi portofolio.

2.2.3 Efisiensi Pasar

Menurut Jogiyanto (2007), menyajikan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar berdasarkan ketiga macam bentuk dari informasi, yaitu informasi

masa lalu, informasi sekarang yang sedang dipublikasikan dan informasi privat, sebagai berikut:

a. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*).

Pasar dikatakan efisiensi dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi.

b. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*).

Pasar dikatakan efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*), termasuk informasi yang berada dalam laporan-laporan keuangan perusahaan emiten.

c. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*).

Pasar dikatakan efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*), jika harga-harga sekuritas secara penuh (*fully reflect*) mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

2.2.4 *Event Study*

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2007:410).

Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. Jogiyanto (2007)

menyatakan bahwa pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

2.2.5 *Abnormal Return*

2.2.5.1 *Return*

Menurut Jogiyanto (2007), studi peristiwa menganalisis *return* tidak normal (*abnormal return*) dari sekuritas yang mungkin terjadi disekitar pengumuman dari suatu peristiwa. *Abnormal return* atau *excess return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* normal. Sehingga dapat disimpulkan, bahwa *abnormal return* terjadi karena dipicu oleh adanya kejadian atau peristiwa tertentu, misalnya hari libur nasional, suasana politik, kejadian-kejadian luar biasa, *stock split*, penawaran perdana, *suspend* dan lain-lain. Dengan demikian *return* tidak normal (*Abnormal return*) adalah selisih antara *return* sesungguhnya yang terjadi dengan *return* ekspektasi. Formulasinya adalah, sebagai berikut:

$$RTN_{i,t} = R_{i,t} - E[R_{i,t}] \dots\dots\dots(2.1)$$

Keterangan:

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

$R_{i,t}$: *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada

periode peristiwa ke- t .

$E[R_{i,t}]$: *return* ekspektasi sekuritas ke- i untuk periode peristiwa ke- t .

2.2.5.2 *Expected Return*

Expected Return merupakan *return* yang digunakan untuk pengambilam keputusan investasi. *Expected Return* penting jika dibandingkan dengan *return* historis karena *Expected Return* merupakan *return* yang diharapkan dari investasi yang akan dilakukan (Jogiyanto, 2007). Dengan kata lain, *Expected Return* adalah *return* yang diharapkan investor yang akan diperoleh di masa yang akan datang dimana sifatnya belum terjadi.

Menurut Brown dan Warner (1985) terdapat tiga model dalam mengestimasi *Expected Return*, yaitu sebagai berikut:

a. *Mean-adjusted Model*

Model disesuaikan rata-rata (*Mean-adjusted Model*) menganggap bahwa *return* ekspektasi yang bernilai konstan sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama periode estimasi (*estimation period*):

$$\boxed{E[R_{i,t}] = \frac{1}{T} \sum_{j=1}^T R_{i,j}} \quad \dots\dots\dots(2.2)$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$: *Expected Return* sekuritas ke- i pada periode peristiwa ke- t

$R_{i,j}$: *return* realisasi sekuritas ke- i pada periode estimasi ke- j

T : lamanya periode estimasi, yaitu dari t_1 sampai dengan t_2

Periode estimasi (*estimation period*) umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa. Periode peristiwa (*event period*) disebut juga periode pengamatan atau jendela peristiwa (*event period*).

b. *Market Model*

Perhitungan *Expected Return* dengan model pasar (*Market Model*) dilakukan dengan dua tahap, yaitu pertama membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi, dan kedua menggunakan model ekspektasi tersebut untuk mengestimasi *Expected Return* di periode jendela. Model ekspektasi dapat dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan:

$$R_{i,j} = \alpha_i + \beta_i.RM_j + e_{i,j} \quad \dots\dots\dots(2.3)$$

Keterangan:

$R_{i,j}$: *return* realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

β_i : *intercept* untuk sekuritas ke-i

α_i : koefisien *slope* yang merupakan Beta dari sekuritas ke-i

RM_j : *return* indeks pasar pada periode estimasi ke-j

$e_{i,j}$: kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

c. *Market-adjusted Model*

Model disesuaikan pasar (*Market-adjusted Model*) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak

perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar.

$$E[R_{i,t}] = R_{Mit} \quad \dots\dots\dots(2.4)$$

Keterangan:

$E[R_{i,t}]$: *Expected Return* sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{M,i,t}$: *return* pasar dari sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

Dalam penelitian ini, *Expected Return* dihitung dengan menggunakan *Market-adjusted Model* karena model ini mengestimasi *return* sekuritas sebesar *return* indeks pasarnya sehingga tidak perlu menggunakan periode estimasi. Hal ini dilakukan untuk meyakinkan peneliti bahwa reaksi yang terjadi adalah akibat dari peristiwa yang diamati dan bukan karena peristiwa lain yang bisa mempengaruhi peristiwa yang akan diamati tersebut.

2.2.5.3 Cumulative Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2007:450), beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal. Akumulasi *return* tidak normal atau *cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan *return* tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$ARTN_{i,t} = \sum RTN_{i,a} \quad \dots\dots\dots(2.5)$$

Keterangan:

$ARTN_{i,t}$ = akumulasi *return* tidak normal sekuritas ke- i pada hari ke- t

$RTN_{i,a}$ = *return* tidak normal untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a

2.2.6 *Trading Volume Activity* (TVA)

2.2.6.1 Pengertian *Trading volume activity* (TVA)

Trading volume activity (TVA) yang juga disebut dengan aktivitas volume perdagangan saham merupakan salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi-informasi yang masuk pada pasar modal.

Trading volume activity (Aktivitas Volume Perdagangan) merupakan penjualan dari setiap transaksi yang terjadi di bursa saham pada saat waktu dan saham tertentu, dan merupakan salah satu faktor yang juga memberikan pengaruh terhadap pergerakan saham. Volume transaksi merupakan unsur kunci dalam melakukan prediksi terhadap pergerakan saham.

Trading Volume Activity (TVA) dianggap sebagai ukuran dari kekuatan atau kelemahan pasar. Ketika TVA cenderung meningkat selama harga mengalami peningkatan maka pasar diindikasikan dalam keadaan *bullish*. Dan ketika volume perdagangan cenderung mengalami penurunan selama harga mengalami kenaikan maka pasar dalam keadaan *bearish* (Suryawijaya, 1998:42).

2.2.6.2 Perhitungan *Trading Volume Activity* (TVA)

Perhitungan *Trading Volume Activity* dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dari perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama, menurut Suryawijaya (1998:42) didapat persamaan sebagai berikut:

...(2.6)

2.2.6.3 Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi dengan *Trading Volume Activity* (TVA)

Peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi merupakan salah satu aksi korporasi yang dilakukan emiten untuk menarik investor. Keberhasilan emiten dalam pengambilan kebijakan tersebut dapat dilihat pada reaksi pasar modal. Menurut Suryawijaya (1998:42), *Trading Volume Activity* merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar.

2.2.7 Kajian Keislaman

2.2.7.1 Pasar Modal Syariah

Menurut Manan (2009:77) pasar modal syariah adalah pasar modal yang dijalankan dengan prinsip-prinsip syariah, setiap transaksi perdagangan surat berharga di pasar modal dilaksanakan sesuai dengan ketentuan syariat Islam.

Pasar Modal menurut pasal 13 UU Nomor. 8 Tahun 1995 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. Sedangkan prinsip syari`ah menurut pasal 1 ayat (13) UU No. 10 tahun 1998 adalah aturan perjanjian berdasarkan hukum Islam antara bank dan pihak lain untuk penyimpanan dana dan atau pembiayaan kegiatan

usaha, atau kegiatan lainnya yang dinyatakan sesuai dengan syariah, antara lain, pembiayaan berdasarkan prinsip bagi hasil (*mudharabah*), pembiayaan berdasarkan prinsip penyertaan modal (*musyarakah*), prinsip jual beli barang dengan memperoleh keuntungan (*murabahah*), atau pembiayaan barang modal berdasarkan prinsip sewa murni tanpa pilihan (*ijarah*), atau dengan adanya pilihan pemindahan kepemilikan atas barang yang disewa dari pihak bank oleh pihak lain (*ijarah wa iqtina*).

Dari kedua definisi dapat disimpulkan bahwa pasar modal syariah adalah yang seluruh mekanismenya berdasarkan prinsip syariah. Hal tersebut sesuai dengan ayat Al-quran berikut ini.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَذَرُوا مَا بَقِيَ مِنَ الرِّبَا إِن كُنتُمْ مُؤْمِنِينَ ﴿٢٧٨﴾
فَإِن لَّمْ تَفْعَلُوا فَأْذَنُوا بِحَرْبٍ مِّنَ اللَّهِ وَرَسُولِهِ ۖ وَإِن تُبْتِغُوا فَلَكَمَّ رُءُوسُ
أَمْوَالِكُمْ لَا تَظْلُمُونَ وَلَا تُظْلَمُونَ ﴿٢٧٩﴾

“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa Riba (yang belum dipungut) jika kamu orang-orang yang beriman. Maka jika kamu tidak mengerjakan (meninggalkan sisa riba), Maka ketahuilah, bahwa Allah dan Rasul-Nya akan memerangimu. dan jika kamu bertaubat (dari pengambilan riba), Maka bagimu pokok hartamu; kamu tidak Menganiaya dan tidak (pula) dianiaya” (QS. Al-Baqarah/ 2 : 278-279).

Pasar modal syariah secara resmi diluncurkan pada tanggal 14 Maret 2003 bersamaan dengan penandatanganan MOU antara BAPEPAM dengan Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI). Walaupun secara resmi diluncurkan pada tahun 2003, namun instrumen pasar modal syariah telah hadir di Indonesia pada tahun 1997. Hal ini ditandai dengan peluncuran

Danareksa Syariah pada 3 Juli 1997 oleh PT. Danareksa Investment Management. Selanjutnya Bursa Efek Jakarta berkerjasama dengan PT. Danareksa Investment Management meluncurkan Jakarta Islamic Index pada tanggal 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan dananya secara syariah. Perkembangan selanjutnya, instrumen investasi syariah di pasar modal terus bertambah dengan kehadiran Obligasi Syariah PT. Indosat Tbk pada awal September 2002. Instrumen ini merupakan obligasi syariah pertama dan dilanjutkan dengan penerbitan obligasi syariah lainnya. Pada tahun 2004, terbit untuk pertama kali obligasi syariah dengan akad sewa atau dikenal dengan obligasi syariah Ijarah Selanjutnya, pada tahun 2006 muncul instrumen baru yaitu Reksa Dana Indeks dimana indeks yang dijadikan sebagai *underlying* adalah Indeks JII.

2.2.7.2 Investasi Dalam Perspektif Syariah

Islam sebagai *din* yang komprehensif (*syumul*) dalam ajaran dan norma mengatur seluruh aktivitas manusia di segala bidang. Investasi sebagai salah satu bagian dari aktivitas perekonomian tidak dapat mengabaikan aspek postulat, konsep, serta diskursus yang menjadi *background* dalam pembentukan sebuah pengetahuan yang memiliki multidimensi yang mendasar dan mendalam. Islam sangat menjunjung tinggi ilmu pengetahuan yang memiliki multidimensi yang mendasar dan mendalam.

Investasi merupakan salah satu ajaran dari konsep Islam yang memenuhi proses *tadrij* dan *trichotomy* pengetahuan tersebut. Hal tersebut dapat dibuktikan bahwa konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual

karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal, oleh karenanya investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim. Hal tersebut dijelaskan dalam Al-Qur'an surat Al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٨﴾

“Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan” (Q.S. Al-Hasyr/ 59 : 18).

Dalam Al-Qur'an surat Lukman ayat 34 secara tegas Allah SWT. Menyatakan bahwa tiada seorang pun di alam semesta ini yang dapat mengetahui apa yang akan diperbuat, diusahakan, serta kejadian apa yang akan terjadi pada hari esok. Sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ ۚ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ۚ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ ۚ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

“Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal” (Q.S. Lukman/ 31 : 34).

Konsep investasi dalam ajaran Islam yang diwujudkan dalam bentuk *nonfinansial* yang berimplikasi terhadap kehidupan ekonomi yang kuat juga tertuang dalam Al-Qur'an surat an-Nisa' ayat 9 sebagai berikut:

وَلْيَخْشَ الَّذِينَ لَوْ تَرَكَوْا مِنْ خَلْفِهِمْ ذُرِّيَّةً ضِعَفًا خَافُوا عَلَيْهِمْ فَلْيَتَّقُوا اللَّهَ وَلْيَقُولُوا قَوْلًا سَدِيدًا ﴿٩﴾

“Dan hendaklah takut kepada Allah orang-orang yang seandainya meninggalkan dibelakang mereka anak-anak yang lemah, yang mereka khawatir terhadap (kesejahteraan) mereka. oleh sebab itu hendaklah mereka bertakwa kepada Allah dan hendaklah mereka mengucapkan Perkataan yang benar” (Q.S. an-Nisa/ 4 : 9).

Ayat tersebut menganjurkan untuk berinvestasi dengan mempersiapkan generasi yang kuat, baik aspek intelektualitas, fisik, maupun aspek keimanan sehingga terbentuklah sebuah kepribadian yang utuh dengan kapasitas:

- a. Memiliki akidah yang benar
- b. Ibadah dengan cara yang benar
- c. Memiliki akhlak yang mulia
- d. Intelektualitas yang memadai
- e. Mampu untuk bekerja/mandiri
- f. Disiplin atas waktu, dan
- g. Bermanfaat bagi orang lain.

Dengan 7 (tujuh) bekal tersebut diharapkan sebuah generasi sebagai hasil investasi jangka panjang para orang tua dapat menjalani kehidupan dengan baik, sejahtera, serta tentram.

Selain itu, larangan Allah SWT. Bagi seluruh hamba untuk memakan harta sesama secara batil dan perintah untuk melakukan aktivitas perniagaan yang

didasari dengan rasa saling ridha di antara para pihak terlibat, sesuai dengan Firman Allah dalam Al-Qur'an surat an-Nisa' ayat 29.

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا لَا تَأْكُلُوا أَمْوَالَكُمْ بَيْنَكُمْ بِالْبَاطِلِ إِلَّا أَنْ تَكُونَ
تِجَارَةً عَنْ تَرَاضٍ مِّنْكُمْ وَلَا تَقْتُلُوا أَنْفُسَكُمْ إِنَّ اللَّهَ كَانَ بِكُمْ رَحِيمًا ﴿٢٩﴾

"Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang Berlaku dengan suka sama-suka di antara kamu. dan janganlah kamu membunuh dirimu; Sesungguhnya Allah adalah Maha Penyayang kepadamu" (Q.S an-Nisa'/ 4 : 29).

Larangan membunuh diri sendiri mencakup juga larangan membunuh orang lain, sebab membunuh orang lain berarti membunuh diri sendiri, karena umat merupakan suatu kesatuan. Ayat ini juga merupakan landasan dasar tentang tata cara berinvestasi yang sehat dan benar. (Huda dan Nasution, 2008:17-23).

2.2.7.3 Perbedaan sukuk dan Obligasi Konvensional dalam Islam

a. Obligasi Konvensional

Menurut Sutedi (2009:1) obligasi adalah suatu perikatan yang berisi janji. Obligasi merupakan surat yang berisi janji di mana salah satu pihaknya (*principal* atau penerbit) bias berupa perusahaan maupun pemerintah. Janji di dalam obligasi merupakan janji untuk membayar sejumlah uang pada waktu tertentu, yaitu pada tanggal jatuh tempo yang telah ditentukan. Oleh karena itu, dalam obligasi memuat janji bahwa dalam utang tersebut akan diberikan bunga yang bentuknya tergantung pada kesepakatan, apakah bunga mengambang atau bunga tetap.

Obligasi secara ringkasnya adalah utang, tapi dalam bentuk sekuriti. Penerbit obligasi merupakan si peminjam atau debitur, sedangkan

pemegang obligasi adalah pemberi pinjaman atau kreditor dan “kupon” obligasi adalah bunga pinjaman yang harus dibayar oleh debitur kepada kreditor. Dengan penerbitan obligasi ini, dimungkinkan bagi penerbit obligasi guna memperoleh pembiayaan investasi jangka panjangnya dengan sumber dana dari luar perusahaan (Sutedi, 2009:2).

Penerbit obligasi hampir setiap badan hukum dapat menerbitkan obligasi, namun peraturan yang mengatur mengenai tata cara penerbitan obligasi ini sangat ketat sekali. Penggolongan penerbit obligasi biasanya terdiri atas (Sutedi, 2009:3):

1. Lembaga *supranasional*, misalnya Bank Investasi Eropa atau Bank Pembangunan Asia.
2. Pemerintah suatu negara menerbitkan obligasi pemerintah dalam mata uang negaranya maupun obligasi pemerintah dalam denominasi bvaluta asing yang biasa disebut dengan obligasi interbnasional (*sovereign bond*).
3. Sub-*sovereign*, provinsi, negara, atau otoritas daerah.di Amerika dikenal sebagai obligasi daerah (*municipal bond*). Di Indonesia dikenal sebagai Surat Utang Negara (SUN) lembaga pemerintah. Obligasi ini biasa juga disebut *agency bond*, atau *agencies*.
4. Perusahaan yang menerbitkan obligasi swasta.
5. *Special purpose vehicles* adalah perusahaan yang didirikan dengan suatu tujuan khusus guna menguasai asset tertentu yang ditujukan guna penerbitan suatu obligasi yang biasa disebut Efek Beragun Aset.

Dari sistem pembayaran bunga, dikenal dua macam jenis, yaitu *coupon bond*, di mana bunga dibayarkan secara periodik dengan menggunakan kupon obligasi, dan juga *zero coupon bond*, di mana bunga akan dibayarkan sekaligus pada saat pembelian sehingga akan mengurangi harga obligasi, sementara pada saat jatuh tempo pemegang akan mendapatkan pelunasan penuh.

Dari segi penarikan kembali oleh penerbitannya, ada obligasi yang ditarik oleh emiten sebelum masa jatuh tempo. Ini yang disebut dengan *callability*. Untuk mengganti kerugian bagi investor, penerbit obligasi akan memberikan harga premium. Dalam obligasi juga ada istilah *sinking fund*, di mana emiten akan membayar atas seluruh atau sebagian nilai obligasi sebelum jatuh tempo secara bertahap.

Ada juga obligasi dalam bentuk *convertible bond*, di mana obligasi ini dapat ditukar dengan saham baik milik penerbit sendiri maupun saham dari perusahaan lain yang dimiliki oleh penerbit. Tetapi ada pula obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham, dan hanya mendapatkan pelunasan pada jatuh tempo saja. Jenis terakhir ini sering disebut *nonconvertible bond*. (Anoraga, 2008:70).

b. Obligasi Syariah (Sukuk)

Sukuk adalah akar kata daripada bahasa Arab “sakk”, jamaknya “sukuk” atau “sakaik”, yang berarti “memukul atau membentur”, dan bias juga bermakna “pencetakan atau menempa” sehingga kalau dikatakan “sakkan nukud” bermakna “pencetakan atau penempahan uang”. (*Majma’*

al-Lughah al-‘Arabiyyah, 1980:648 dan *Lisan al-‘Arab*, 1985:172, dalam Wahid, 2010:92).

Di dalam Islam, istilah obligasi lebih dikenal dengan istilah sukuk. Merujuk kepada Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, “Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”.

Tabel 2.3
Perbedaan Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah

Karakteristik	Obligasi Konvensional	Obligasi Syariah
Sifat kepemilikan	Surat utang	Investasi
Sumber pendapatan	Nilai utang	<i>Income</i>
Pembayaran pendapatan	Tetap	Variabel dan tetap
Risiko	Bebas risiko	Tidak bebas risiko
Underlying asset	Tidak ada	Ada
Penggunaan hasil penerbitan	Bebas	Sesuai syariah
Investor	Konvensional	Islami, Konvensional
Harga	<i>Market Price</i>	<i>Market Price</i>
Penghasilan	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>	Imbalan, bagi hasil, margin
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Pihak terkait	Obligor/issuer, investor	Obligor, SPV, Investor, Trustee

Sumber: diolah dari berbagai sumber

Meski secara prinsip terdapat perbedaan, masih ada beberapa kesamaan antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional. Beberapa kesamaan tersebut di antaranya adalah memiliki jatuh tempo, pokok harus dibayarkan kembali saat jatuh tempo, pembayaran pendapatan dilakukan secara periodik, dijamin oleh aset dan dimungkinkan konversi menjadi saham biasa. Fatwa Dewan Syari'ah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syari'ah terdapat beberapa Firman Allah SWT:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوفُوا بِالْعُقُودِ

"Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu..." (Q.S. Al-Maidah/ 5 : 1).

.... وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا

"Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfaat) sampai ia dewasa dan penuhilah janji; Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungan jawabnya." (Q.S. Al-Isra/ 17 : 34)

Hadits Rasulullah saw:

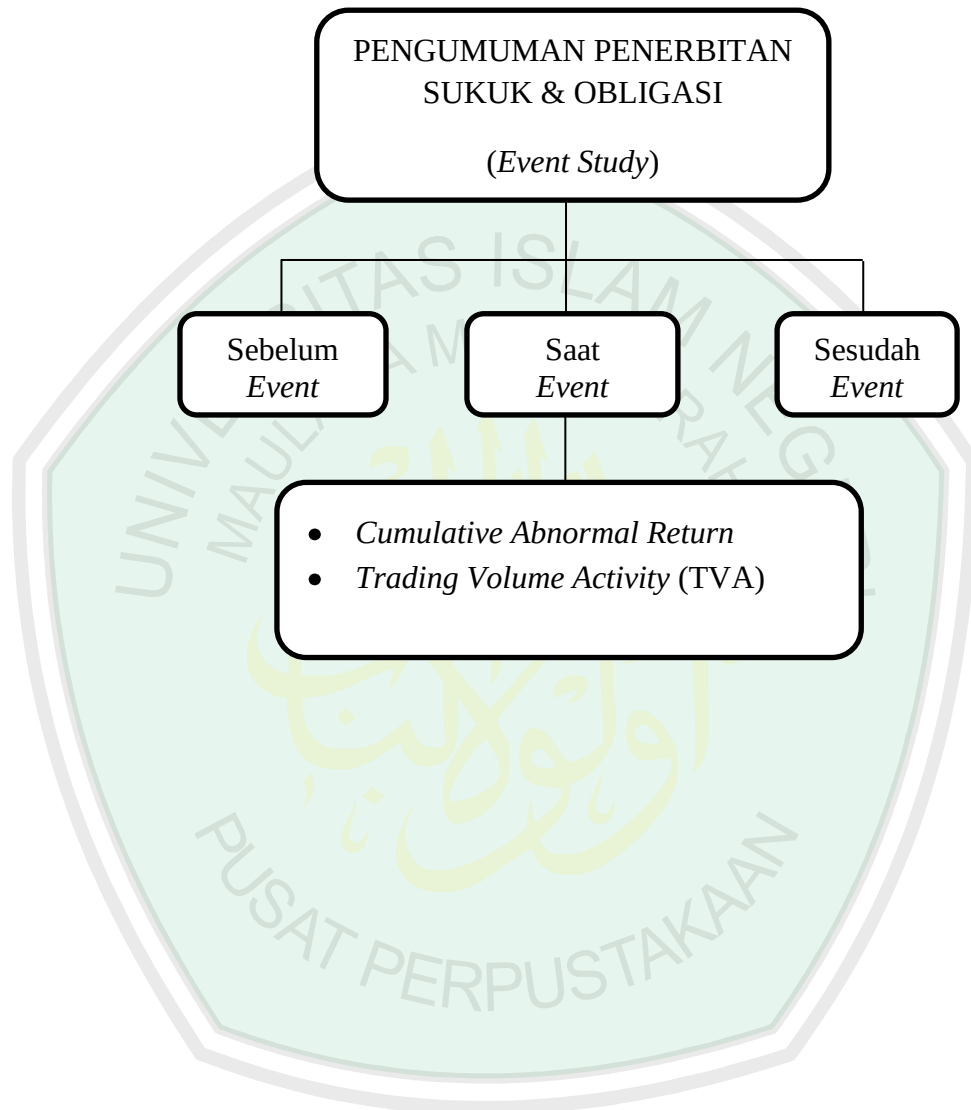
"Perdamaian dapat dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram" (HR. Tirmizi dari Amr bin Auf).

2.3 Kerangka Berpikir

Suatu peristiwa dapat mempengaruhi harga saham – saham yang diperdagangkan di pasar modal apabila peristiwa tersebut dinilai memiliki kandungan informasi bagi para investor, dan informasi tersebut diterima dengan baik oleh para investor, baik sebelum peristiwa, saat, dan setelah peristiwa. Peristiwa yang memiliki kandungan informasi positif akan memberikan individual investor atau kelompok investor memperoleh keuntungan yang tidak normal (*abnormal return*). Di sisi lain peristiwa yang memiliki kandungan informasi negatif akan mengurangi nilai *return* sesuai dengan penurunan harga saham.

Peristiwa penerbitan yang memiliki kandungan informasi relevan bagi investor akan menimbulkan reaksi pasar yang tercermin melalui perubahan harga saham. Reaksi ini dapat diukur dengan indikator *cumulative abnormal return* dan *trading volume activity* (TVA). Jika pasar bereaksi akan terdapat CAR dan TVA yang signifikan di seputar terjadinya masing – masing kelompok peristiwa, yaitu di dalam rentang *event period*-nya. Rata – rata CAR dan TVA sebelum, saat, dan sesudah masing – masing kelompok peristiwa kemudian dibandingkan dengan melakukan uji beda (*paired sample T-test*). Selain itu, pasar dimungkinkan bereaksi secara berbeda terhadap peristiwa penerbitan sukuk dan obligasi secara bersamaan, dibuktikan dengan melakukan uji beda CAR dan TVA sebelum, saat dan setelah peristiwa tersebut. Hal ini dapat diilustrasikan sebagai berikut :

Gambar 2.1
Kerangka Berpikir



2.4 Hipotesis

Hipotesis merupakan prediksi mengenai kemungkinan hasil dari suatu penelitian. Hipotesis merupakan jawaban yang sifatnya sementara terhadap permasalahan yang diajukan dalam penelitian. Hipotesis belum tentu benar, benar tidaknya suatu hipotesis tergantung hasil pengujian dari data empiris (Sudjarwo dan Basrowi, 2009:75).

Dengan menguji hipotesis dan menegaskan perkiraan hubungan, diharapkan bahwa solusi dapat ditemukan untuk mengatasi masalah yang dihadapi. Hipotesis adalah hubungan antara dua variabel atau lebih yang diperkirakan secara logis dalam bentuk pernyataan yang dapat diuji (Sekaran, 2009:135). Berdasarkan uraian di atas, maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah:

1. Pengaruh sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Menurut Jogiyanto (2007: 450), beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal. Akumulasi *return* tidak normal atau *cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan *return* tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas.

Mengacu pada penelitian Agus (2000) menunjukkan tidak adanya perbedaan ataupun pengaruh yang signifikan sebelum, saat dan sesudah pengumuman baik sukuk maupun obligasi. Kemudian penelitian yang dilakukan Nunung (2008) analisis terdapat *Abnormal return* yang positif tetapi

tidak signifikan saat pengumuman. Adapun penelitian Titah (2009), Devi (2012) menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham

Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H2 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Pengaruh sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi terhadap *Cumulative Abnormal Return*.

Mengacu pada penelitian Agus (2000), Tias (2007), Lucy (2007), Mujahid & Tettet (2010), Rizki (2013), dan Ni Putu (2013), menunjukkan tidak adanya perbedaan ataupun pengaruh yang signifikan sebelum dan sesudah pengumuman baik sukuk maupun obligasi. Kemudian penelitian yang dilakukan Nunung (2008) analisis menunjukkan terdapat perbedaan tetapi tidak signifikan. Adapun penelitian Titah (2009), Devi (2012) menunjukkan terdapat pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham

Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

2. Pengaruh sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi terhadap *Trading Volume Activity*

Trading Volume Activity adalah merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui pergerakan aktivitas volume perdagangan saham di pasar (Suryawijaya, 1998).

Mengacu pada penelitian Nunung (2008), Ni Putu (2013), dan Ilsa (2014) terdapat *trading volume activity* yang positif dan signifikan saat pengumuman.

Maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H4 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H5 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Pengaruh sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi terhadap *Cumulative Abnormal Return*.

Mengacu pada penelitian Nunung (2008), Ni Putu (2013), dan Ilsa (2014) analisis menunjukkan *trading volume activity* berpengaruh positif dan signifikan pada periode sebelum dan sesudah penerbitan sukuk dan obligasi.

H6 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saham sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.