

## THE REACTION OF INDONESIAN CAPITAL MARKET REACTION ON CORPORATE SUKUK ISSUANCE

### REAKSI PASAR MODAL INDONESIA TERHADAP PENERBITAN SUKUK KORPORASI

Dian Ayu Firtanasari, Muhammad Nafik Had Ryandono  
Departemen Ekonomi Syariah - Fakultas Ekonomi dan Bisnis - Universitas Airlangga  
dianayufir@gmail.com\*, muhammadnafik@feb.unair.ac.id

#### ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk yang diukur dengan *average abnormal return* dan *average trading volume activity*. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan menggunakan jenis penelitian *event study*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh pengumuman penerbitan sukuk korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2017-2020. Teknik pengambilan sampel dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yang kemudian diperoleh 17 tanggal pengumuman dari 8 perusahaan penerbit sukuk korporasi. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *one sample t-test* dan *paired sample t-test*. Hasil penelitian ini adalah terdapat *abnormal return* negatif signifikan pada  $t-4$  yang berarti terdapat reaksi pasar namun terdapat respon negatif dari investor, kemudian pada  $t-1, t-2, t-5, t+1, t+2, t+4$ , dan  $t+5$  menunjukkan hasil negatif tidak signifikan yang berarti tidak terdapat reaksi pasar dan tidak ada respon baik dari investor. Pada  $t-3, t+0, t+2$  dan  $t+3$  yang menunjukkan hasil positif tidak signifikan yang berarti tidak terdapat reaksi pasar tetapi terdapat respon positif dari investor. Namun tidak terdapat perbedaan *average abnormal return* sebelum maupun sesudah penerbitan sukuk. Hasil juga menunjukkan terdapat *trading volume activity* positif signifikan pada  $t-2, t-3, t-4, t-5$  dan  $t+2, t+3, t+4, t+5$ . Hal itu menandakan bahwa terdapat transaksi pembelian saham disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk yang berarti terdapat respon positif dari para investor. Namun tidak terdapat perbedaan *average trading volume activity* sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

**Kata kunci:** Reaksi Pasar, Event Study, Abnormal Return, Trading Volume Activity

#### ABSTRACT

This study aims to determine the market reaction to the announcement of Sukuk issuance as measured by abnormal returns and trading volume activities. This research used a quantitative approach by using the type of event study research. The populations in this study were all announcements published on the Indonesia Stock Exchange for the 2017-2020 period. The sampling technique in this study was *purposive sampling* then obtained 17 of announcement dates from 8 corporate Sukuk issuing companies. The analytical method used in this study was a *One-Sample t-test* and *Paired Sample t-test*. The results of this study are there are significant negative abnormal returns on  $t-4$ , which means there is a market reaction but there is a negative response from investors, then at  $t-1, t-2, t-5, t+1, t+2, t+4$ , and  $t+5$  show insignificant negative results, which means there is no market reaction and there is no good response from investors. Positive responses occur at  $t-3, t+2$ , and  $t+3$ , which show insignificant

#### Informasi artikel

Diterima: 22-10-2020  
Direview: 31-10-2020  
Diterbitkan: 29-11-2020

\*Korespondensi  
(Correspondence):  
Dian Ayu Firtanasari

Open access under Creative  
Commons Attribution-Non  
Commercial-Share A like 4.0  
International Licence  
(CC-BY-NC-SA)



positive results which means there is no market reaction but there is a positive response from investors. But there is no difference in the average abnormal returns before or after the Sukuk issuance. The results also show there is a significant positive trading volume activity on  $t-2$ ,  $t-3$ ,  $t-4$ ,  $t-5$  and  $t+2$ ,  $t+3$ ,  $t+4$ ,  $t+5$ . This indicates that there were stock purchase transactions around the date of the announcement of the Sukuk issuance, which means there is a positive response from investors. But there is no difference in average trading volume activity before or after the announcement of the Sukuk issuance.

**Keywords: Market Reaction, Event Study, Abnormal Return, Trading Volume Activity**

## I. PENDAHULUAN

Pasar modal memiliki peranan yang sangat penting bagi perekonomian banyak Negara, terutama Negara-negara yang menganut sistem ekonomi pasar. Pasar modal dapat menjadi sumber dana alternatif bagi perusahaan-perusahaan yang membutuhkan dana dalam pengembangan bisnisnya. Menurut Muhammad (2004), pasar modal memiliki peran yang penting yaitu memobilisasi dana dari para investor serta dapat dijadikan indikator perekonomian suatu Negara. Semakin penting peran pasar modal maka semakin penting juga informasi dari peristiwa yang masuk ke dalam pasar modal. Dengan adanya informasi yang masuk dalam pasar modal, maka para investor dapat memprediksi perkembangan perusahaan dan risiko yang mungkin akan diterima dimasa mendatang. Informasi yang diperoleh dapat berasal dari peristiwa internal atau peristiwa eksternal perusahaan. Peristiwa eksternal perusahaan akan direspon oleh investor dengan adanya fluktuasi harga dan volume perdagangan, sementara peristiwa internal perusahaan akan direspon oleh investor dengan adanya

perubahan harga saham perusahaan (Wibowo, 2017).

Dalam Islam, seorang muslim dilarang untuk menimbun harta kekayaannya, melainkan harus dimanfaatkan secara produktif dengan cara melakukan transaksi dan muamalah sesuai dengan syariah (Hidayat, 2011:23). Aktivitas muamalah dilakukan bertujuan untuk mencapai kemaslahatan diantara manusia, sebagaimana firman Allah SWT yang telah dijelaskan di dalam Al-Quran surat Al-Hasyr ayat 7:

مَا آفَاءَ اللَّهِ عَلَىٰ رَسُولِهِ مِنْ أَهْلِ الْقُرَىٰ فَلِلَّهِ وَلِلرَّسُولِ وَلِذِي الْقُرْبَىٰ وَالْيَتَامَىٰ وَالْمَسْكِينِ وَابْنِ السَّبِيلِ لَا يَكُونُ دُولَةً بَيْنَ الْأَغْنِيَاءِ مِنْكُمْ وَمَا آتَاكُمُ الرَّسُولُ فَخُذُوهُ وَمَا نَهَاكُمْ عَنْهُ فَانْتَهُوا وَاتَّقُوا اللَّهَ إِنَّ اللَّهَ شَدِيدُ الْعِقَابِ

Artinya: "Harta rampasan (fai) dari mereka yang diberikan Allah kepada Rasul-Nya (yang berasal) dari penduduk beberapa negeri, adalah untuk Allah, Rasul, kerabat (Rasul), anak-anak yatim, orang-orang miskin dan untuk orang-orang yang dalam perjalanan, agar harta itu jangan hanya beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu. Apa

yang diberikan Rasul kepadamu maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu maka tinggalkanlah. Dan bertakwalah kepada Allah. Sungguh, Allah sangat keras hukuman-Nya." (QS. Al-Hayr [59]:7).

Salah satu upaya masyarakat untuk memanfaatkan harta kekayaan adalah dengan berinvestasi secara syariah, salah satunya adalah investasi sukuk. Tabel di bawah ini menunjukkan pertumbuhan sukuk yang beredar selama periode delapan tahun terakhir dan jumlah seluruh sukuk yang diterbitkan hingga tahun 2019.

Tabel 1.  
Perkembangan Emisi Sukuk Korporasi

Tahun	Emisi Sukuk Korporasi	
	Total Nilai (Rp Triliun)	Jumlah Emiten (Perusahaan)
2012	6,88	32
2013	7,55	36
2014	7,11	35
2015	9,90	47
2016	11,88	53
2017	15,74	79
2018	21,30	99
2019	29,83	143

Sumber: OJK (Data Diolah, 2019)

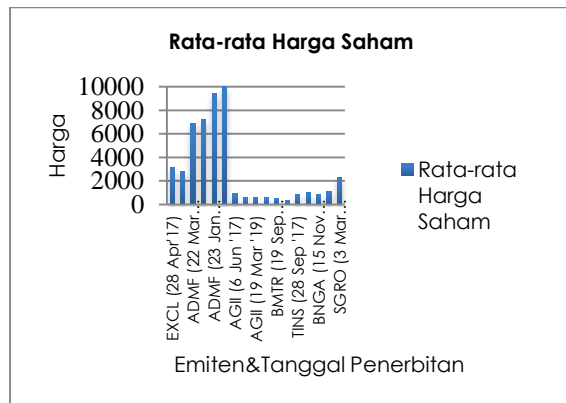
Dari tabel diatas dapat disimpulkan bahwa jumlah emiten penerbit sukuk mengalami peningkatan setiap tahunnya. Hal tersebut membuktikan bahwa dalam praktiknya, sukuk dibutuhkan dan dipilih sebagai sumber pendanaan jangka panjang. Dalam melakukan investasi, seorang investor sangat memerlukan informasi karena informasi yang dimiliki dapat mengurangi ketidakpastian yang terjadi sehingga keputusan yang diambil diharapkan dapat sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai (Sutrisno & Yuniartha,

2000). Menurut Suad (2001:269), informasi yang dibutuhkan investor dapat berasal dari kondisi internal maupun eksternal perusahaan. Dalam pasar modal efisien, pasar akan bereaksi secara cepat terhadap semua informasi yang relevan yang akan tercermin pada harga sekuritasnya. Menurut Jogiyanto (2009:392), perbedaan reaksi pasar terhadap informasi ini dimungkinkan dapat terjadi. *Signaling theory* menyatakan bahwa pasar akan bereaksi positif jika informasi yang dipublikasikan mengindikasikan sinyal yang menguntungkan. Sebaliknya, pasar akan bereaksi negatif terhadap informasi yang dirasa tidak menguntungkan. Informasi yang direspon pasar ini akan berdampak terhadap keputusan pembelian yang dilakukan investor.

Jika banyak investor berpandangan pesimis akibat sinyal negatif dari informasi yang diterima, maka ia akan mengurangi jumlah pembelian yang terjadi dan akan menambah penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong turun. Sebaliknya jika investor memandang optimis akibat sinyal positif dari informasi yang diterima, maka ia akan menambah jumlah pembelian yang terjadi dan akan menurunkan penawaran di pasar sehingga harga akan terdorong naik (Sharpe, Alexander dan Bailey, 2005).

Gambar 1 di bawah ini merupakan gambar rata-rata harga saham emiten selama 11 hari pengamatan. Semua emiten memiliki perbedaan rata-rata harga saham yang jauh karena berasal

dari berbagai sektor, diantaranya adalah sektor infrastruktur, keuangan, industri, investasi, pertambangan, dan perkebunan.



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 1.  
Harga Saham Emiten

Pergerakan harga saham yang paling tinggi pada PT. Adira Multi Finance (ADMF) yaitu sebesar 10.004 pada 16 April 2019. Dan pergerakan harga saham terendah pada PT. Bank Maybank Indonesia (BNII) yaitu sebesar 311,81 pada 11 Juli 2017.

Dari penjelasan tersebut, penelitian ini dilakukan untuk mengetahui hubungan antara penerbitan sukuk korporasi dengan reaksi pasar saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Abnormal return* dan *trading volume activity* dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar. *Abnormal return* terjadi ketika sejumlah investor mampu mendapat return diatas normal karena kecepatan mendapatkan dan mengelola informasi menjadi keputusan investasi di pasar modal. *Abnormal return* merupakan selisih return sesungguhnya dengan return ekspektasi (Jogiyanto, 2003).

Selain itu, reaksi pasar juga ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham dikarenakan investor menggunakan informasi yang ada untuk analisis sehingga terjadi perubahan volume dalam perdagangan saham. Menurut (Ayu et al., 2015), reaksi pasar juga ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham dikarenakan investor menggunakan informasi yang ada untuk analisis sehingga terjadi perubahan volume dalam perdagangan saham. Likuid suatu sekuritas merupakan cepat lambatnya sekuritas tersebut dapat diperjualbelikan sehingga sekuritas yang likuid berarti sekuritas tersebut cepat laku terjual. Likuiditas dapat dilihat melalui aktivitas volume perdagangan saham (Hernoyo, 2013). Menurut (Khoiruddin & Faizati, 2014) *trading volume activity* akan menunjukkan seberapa besar transaksi perdagangan di bursa dilakukan dilihat dari volume perdagangan yang terealisasi.

Event study merupakan cara untuk menguji kandungan informasi dalam pengumuman penerbitan sukuk yang dapat memicu reaksi pasar. Event study juga dapat diartikan sebagai studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (event) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu

pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Jogiyanto, 2003).

Penelitian ini dilakukan karena terdapat beberapa hasil penelitian yang berbeda mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk. Menurut Christophe J. Godlewski (2011), menunjukkan bahwa terdapat reaksi negatif pasar saham yang signifikan terhadap pengumuman penerbitan sukuk. Hasil yang sama ditemukan dalam penelitian (Syazwani Abd Rahim, 2014). Namun hasil yang berbeda ditemukan oleh (Ahmad & Rusgianto, 2013), menunjukkan bahwa reaksi pasar positif tetapi signifikan terhadap pengumuman penerbitan sukuk yang mengindikasikan bahwa pengumuman penerbitan sukuk tidak membawa perubahan besar untuk pasar. Hal yang serupa ditemukan oleh (Abadi M. & Ghoniyah N, 2016), menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk. Menurut Fatimatuzzahra & Herlambang (2014), terdapat perbedaan *Abnormal Trading Volume Activity* (ATVA) pada sebelum dan setelah penerbitan sukuk selama periode pengamatan. Namun, hal yang berbeda ditemukan oleh Ghoniyah dkk (2008) yang membuktikan bahwa terdapat perbedaan tetapi tidak signifikan antara *trading volume activity* saham sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk. Kemudian, menurut Purwaningsih & Khoiruddin, menyatakan bahwa terdapat abnormal return yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman

penerbitan sukuk mudharabah pada t-10, t-8, dan t-6. Selain itu, tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk mudharabah. Berdasarkan uraian penjelasan diatas, maka dapat dirumuskan masalah sebagai berikut: Apakah terdapat Average Abnormal Return dan Average Trading Volume Activity yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk?

## II. LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### Pasar Modal Syariah

Pasar modal syariah menurut Sutedi (2011: 29) merupakan pasar modal yang dijalankan dengan prinsip-prinsip syariah, setiap transaksi surat berharga di pasar modal dilaksanakan sesuai dengan ketentuan syariat islam. Instrument-instrumen pasar modal berbasis syariah antara lain saham syariah, sukuk, reksadana syariah dan surat berharga lainnya yang berprinsip syariah. Karakteristik efek pada pasar modal syariah yaitu melarang transaksi yang berbasis bunga, bukan perusahaan perjudian, dan juga bukan perusahaan yang menjual barang haram (Soemitra, 2014: 84).

### Sukuk

Kata sukuk berasal dari bahasa Arab *shukuk*, bentuk jamak dari *shakk*, yang dalam peristilahan ekonomi berarti *legal instrument*, *dead*, atau *check*. Secara istilah sukuk didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad)

pembiayaan berdasarkan prinsip syariah. Sukuk dikeluarkan oleh lembaga/institusi/organisasi baik swasta maupun pemerintah kepada investor (*sukuk holder*). Penerbit sukuk wajib membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil atau marjin atau *fee* selama masa akad. Emiten wajib membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo (Ryandono, 2009: 246).

### **Efisiensi Pasar**

Menurut Fama (1970) dalam Jogiyanto (2008), mengemukakan tiga macam bentuk utama dari efisiensi pasar sebagai berikut:

1. Efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*) jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) informasi masa lalu. Untuk menguji pasar jenis ini dipergunakan koefisien korelasi perubahan harga saham untuk time lag tertentu.
2. Efisiensi pasar bentuk setengah kuat (*semistrong form*) dimana harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available*)
3. Efisiensi pasar bentuk kuat (*strong form*) yaitu apabila hargaharga sekuritas secara penuh (*fully reflect*) mencerminkan semua informasi yang tersedia termasuk informasi privat.

### **Reaksi Pasar**

Reaksi pasar merupakan reaksi dari para investor saham yang kemudian akan mempengaruhi harga saham perusahaan. Pasar saham akan bereaksi

ketika memperoleh informasi yang didapatkan dari peristiwa yang terjadi pada perusahaan terkait. Begitu pula dengan investor, jika memperoleh informasi dari peristiwa yang terjadi pada perusahaan terkait maka investor akan bereaksi. Baik itu peristiwa yang berasal dari eksternal maupun internal perusahaan (Sukirno, 2003).

### **Signaling Theory**

Signaling theory merupakan suatu teori yang digunakan untuk mengetahui perilaku dua pihak baik itu individu atau organisasi yang mempunyai peluang untuk mengakses suatu informasi (Conelly dkk, 2011). Signaling theory berfokus pada bagaimana mengurangi asimetri informasi dari dua pihak (Spence, 2002) dalam (Conelly dkk, 2011).

### **Event Study**

Pada awalnya, event study diperkenalkan oleh Fama, Fisher, Jensen, dan Rol pada tahun 1969. Pada saat itu, event study digunakan untuk melihat reaksi investor atas peristiwa perusahaan yang dapat dijadikan sebagai informasi (Hirvonen, 2009). Sementara menurut Kritzman (1994) mempunyai tujuan untuk melihat hubungan antara suatu kejadian atau peristiwa yang mempengaruhi surat berharga dan pendapat dari surat berharga tersebut.

### **Abnormal Return**

Salah satu pengukuran reaksi pasar modal dapat dilakukan dengan menghitung nilai *abnormal return*. *Abnormal Return* merupakan selisih antara *actual return* dengan *expected return*

(Jogiyanto, 2009:557). Berikut adalah rumus untuk menghitung abnormal return:

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

Keterangan:

$AR_{it}$  = Abnormal return untuk saham  $i$  pada hari ke  $t$

$R_{it}$  = Actual return untuk saham  $i$  pada hari ke  $t$

$E(R_{it})$  = Expected return untuk saham  $i$  pada hari ke  $t$

### **Trading Volume Activity**

Trading Volume Activity (TVA) merupakan suatu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar. Cara TVA melihat reaksi pasar adalah melalui parameter volume perdagangan saham. Hasil perhitungan dari TVA mencerminkan perbandingan antara jumlah saham yang diperdagangkan dengan jumlah saham yang beredar dalam suatu periode tertentu (Suryawijaya dan Setiawan, 1998) dalam (Sukmaningrum et al., 2019) Ditinjau dari fungsinya, Trading Volume Activity merupakan suatu variasi dari event study. Rumus untuk menghitung Trading Volume Activity adalah sebagai berikut :

$TVA$

$$= \frac{\sum \text{saham emiten diperdagangkan hari ke } t}{\sum \text{Saham emiten yang tercatat di BEI}}$$

### **Hipotesis dan Model Empiris**

Bagi investor, penerbitan sukuk dapat dijadikan sebagai kabar baik (*goodnews*). Dengan bertambahnya modal maka diharapkan akan bertambah jumlah produksi dan laba perusahaan, sehingga deviden yang akan diperoleh oleh para investor saham juga akan

bertambah. Jika investor merespon kabar baik tersebut maka akan ditandai dengan adanya perubahan harga saham disekitar tanggal penerbitan sukuk.

Menurut Tandellin (2010), untuk melihat adanya reaksi pasar dapat dilihat melalui *abnormal return*. *Abnormal return* merupakan selisih dari return sesungguhnya dan dengan return ekspektasi. Jika return sesungguhnya lebih besar dibandingkan dengan return ekspektasi (return pasar) maka akan terdapat abnormal return positif atau dengan kata lain respon dari investor adalah positif (Jogiyanto, 2015). Dari uraian tersebut maka diperoleh hipotesis sebagai berikut.

$H_1$  : Terdapat *Average Abnormal Return* (AAR) yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

$H_2$  : Terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* (AAR) sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

Selain Abnormal Return, untuk melihat reaksi pasar juga bisa dilihat pada volume perdagangan saham. Trading Volume Activity merupakan instrumen yang digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi melalui parameter perubahan volume perdagangan saham (Fatmawati dan Asri, 1999). Dari uraian tersebut diperoleh hipotesis sebagai berikut.

$H_3$  : Terdapat *Average Trading Volume Activity* (ATVA) yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

H<sub>4</sub> : Terdapat perbedaan *Average Trading Volume Activity (ATVA)* sebelum dan sesudah menerbitkan sukuk.

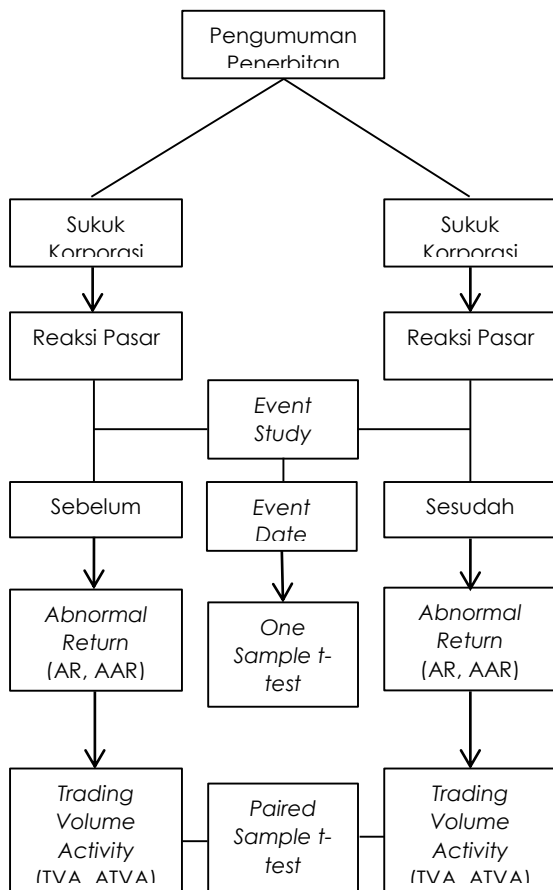
### III. METODE PENELITIAN

#### Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif dengan menggunakan metode *Event Study* atau studi peristiwa.

#### Model Empiris

Model Empiris penelitian ini adalah sebagai berikut:



Sumber: Data Diolah (2020)

Gambar 2.  
Model Empiris

#### Definisi Operasional Variabel

Berikut definisi operasional dari variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian:

Tabel 2.  
Definisi Operasional Variabel

No	Variabel	Definisi dan Pengukuran
1.	Pengumuman Penerbitan Sukuk	Tanggal pengumuman penerbitan sukuk yang telah dipublikasikan di pasar.
2.	<i>Abnormal Return</i>	Abnormal Return merupakan selisih antara actual return dengan expected return (Jogiyanto, 2009:557) $R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$ $E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{Mt} + \epsilon_{it}$ $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$
3.	<i>Trading Volume Activity</i>	<i>Trading Volume Activity</i> merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi yang dipublikasikan melalui parameter perubahan volume perdagangan saham (Fatmawati dan Asri, 1999) $TVA = \frac{\sum \text{saham yg beredar hari ke } t}{\sum \text{Saham yang tercatat di BEI}}$

#### Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder harian yaitu harga saham emiten penerbit sukuk periode 2017-2020. Data yang diperlukan meliputi tanggal pengumuman penerbitan, histori harga saham penutupan harian, jumlah saham beredar, harga indeks pasar penutupan harian, dan volume perdagangan saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data tersebut dapat diperoleh di laman website [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), [www.duniainvestasi.com](http://www.duniainvestasi.com), dan [www.investing.com](http://www.investing.com).

#### Populasi

Populasi penelitian adalah 26 perusahaan penerbit sukuk. 26 perusahaan tersebut akan dipilah dan dipilih sesuai dengan kriteria penentuan sampel.



### Sampel

Teknik sampling yang digunakan adalah *purposive sampling*. Sampel dalam penelitian ini adalah 17 peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dari 8 perusahaan.

### Teknik Analisis

Penelitian ini menggunakan teknik analisis one sample t-test dan paired sample t-test dengan software SPSS versi 20. Analisis ini dapat menguji adanya average abnormal return dan average trading volume activity disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk. Berikut adalah langkah-langkah uji t untuk average abnormal return:

1. Merumuskan hipotesis terhadap AAR  
 $H_{0,1} : AAR = 0$  : Terdapat Average Abnormal Return (AAR) yang tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.  
 $H_{1,1} : AAR \neq 0$  : Terdapat Average Abnormal Return (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.
2. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%
3. Melakukan pengujian AAR dengan *uji one sample t-test* menggunakan SPSS versi 20.
4. Kriteria pengujian:  
 $H_{0,1}$  diterima apabila  $t_{value} \geq (\alpha) = 5\%$   
 $H_{0,2}$  diterima apabila  $t_{value} < (\alpha) = 5\%$

Berikut adalah langkah-langkah dalam uji-t untuk average trading volume activity:

1. Merumuskan hipotesis terhadap ATVA

$H_{0,1} : ATVA = 0$  : Terdapat Average Trading Volume Activity (ATVA) yang tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

$H_{1,1} : ATVA \neq 0$  : Terdapat Average Trading Volume Activity (ATVA) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

2. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%
3. Melakukan pengujian ATVA dengan *uji one sample t-test* menggunakan SPSS versi 20.
4. Kriteria pengujian :  
 $H_{0,1}$  diterima apabila  $t_{value} \geq (\alpha) = 5\%$   
 $H_{0,2}$  diterima apabila  $t_{value} < (\alpha) = 5\%$

Selain melakukan uji one sample t-test, selanjutnya juga melakukan uji paired sample t test pada data rata-rata abnormal return dan trading volume activity, untuk melihat signifikansi data sebelum dan sesudah terjadinya peristiwa. Langkah-langkah pengujiannya sebagai berikut:

1. Merumuskan hipotesis  
 $H_{0,1} : AAR = 0$  : Terdapat perbedaan yang tidak signifikan pada Average Abnormal Return (AAR) yang tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.  
 $H_{1,1} : AAR \neq 0$  : Terdapat Average Abnormal Return (AAR) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.
2. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%

3. Melakukan pengujian statistik paired sampel t-test menggunakan SPSS versi 20.

4. Kriteria pengujian :

$H_{0.1}$  diterima apabila  $t_{value} \geq (\alpha) = 5\%$

$H_{0.2}$  diterima apabila  $t_{value} < (\alpha) = 5\%$

Berikut adalah langkah-langkah pengujian paired sample t-test pada average trading volume activity:

1. Merumuskan hipotesis

$H_{0.1}$  :  $ATVA = 0$  : Terdapat perbedaan yang tidak signifikan pada Average Trading Volume Activity (ATVA) yang tidak signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

$H_{1.1}$  :  $ATVA \neq 0$  : Terdapat Average Trading Volume Activity (ATVA) yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk.

2. Menentukan tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%

3. Melakukan pengujian statistik paired sampel t-test pada ATVA menggunakan SPSS versi 20.

4. Kriteria pengujian :

$H_{0.1}$  diterima apabila  $t_{value} \geq (\alpha) = 5\%$

$H_{0.2}$  diterima apabila  $t_{value} < (\alpha) = 5\%$ .

#### IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Pembahasan hasil penelitian didasarkan pada uji one sample t-test untuk menguji hipotesis tentang reaksi saham perusahaan penerbit sukuk serta uji paired t-test untuk menguji hipotesis perbedaan aktivitas volume perdagangan saham perusahaan pada sebelum dan setelah penerbitan sukuk. Berikut adalah hasil uji one sample t-test pada abnormal return.

Tabel 3.  
Hasil Uji One Sample t-test AR

One-Sample Test				
Test Value = 0				
Periode	t	df	Sig. (2-tailed)	Kesimpulan
ARmin5	-1.229	16	.237	Tidak Signifikan
ARmin4	-2.182	16	.044	Signifikan
ARmin3	.656	16	.521	Tidak Signifikan
ARmin2	-.332	16	.744	Tidak Signifikan
ARmin1	-.083	16	.935	Tidak Signifikan
AR0	.043	16	.966	Tidak Signifikan
ARplus1	-.058	16	.955	Tidak Signifikan
ARplus2	1.049	16	.310	Tidak Signifikan
ARplus3	.208	16	.838	Tidak Signifikan
ARplus4	-.150	16	.883	Tidak Signifikan
ARplus5	-2.044	16	.058	Tidak Signifikan

Sumber: Output SPSS 20 (2020)

Keterangan:

\*\*= Signifikansi pada tingkat 5% ( $t > 2.119$ ) untuk pengujian dua sisi dengan  $df = 16$

Tabel 3 menunjukkan bahwa pada t-4 terdapat abnormal return negatif signifikan. Adanya abnormal return yang negatif signifikan pada hari ke 4 sebelum pengumuman menunjukkan bahwa telah terjadi kebocoran informasi mengenai penerbitan sukuk namun mendapat sinyal yang negatif dari investor. Kemudian pada t-1,t-2,t-5,t+1,t+2,t+4, dan t+5 menunjukkan hasil negatif tidak signifikan yang berarti tidak terdapat reaksi pasar dan tidak ada respon baik dari investor. Respon positif terjadi pada t-3,t-0,t+2 dan t+3 yang menunjukkan hasil positif tidak signifikan yang berarti walaupun tidak terdapat reaksi pasar namun terdapat respon positif dari investor. Adanya respon yang fluktuatif menunjukkan bahwa tidak seluruh investor mengetahui adanya

informasi bahwa penerbitan sukuk benar-benar akan dilakukan dalam waktu yang telah ditentukan. Berdasarkan dengan konsep pasar secara informasi, Abnormal Return yang fluktuatif menunjukkan bahwa investor menganalisis corporate action berupa penerbitan sukuk dalam mendasarkan keputusan investasinya untuk membeli, membiarkan atau menjual saham yang dimiliki. Sementara nilai Abnormal Return yang positif menunjukkan bahwa penerbitan sukuk merupakan good news bagi sebagian investor. Informasi tersebut dinilai investor sebagai sinyal baik dengan harapan perusahaan penerbit sukuk mempunyai prospek jangka panjang yang lebih baik.

Sedangkan, AAR dengan nilai negatif mengindikasikan bahwa investor masih menilai dan mempertimbangkan perusahaan dari sisi risiko, baik risiko sistematis (systematic risk) maupun risiko tidak sistematis (unsystematic risk) perusahaan penerbit sukuk.

Oleh karena itu investor yang cerdas tentu akan melakukan analisis terlebih dahulu sebelum mengambil keputusan. Bukan hanya analisis teknikal saja melainkan analisis fundamental yang ada di dalam perusahaan dalam pengambilan keputusan. Karena investor menganggap bahwa prospek dan kinerja perusahaan yang baik akan memberikan return yang baik pula. Sehingga investor tidak serta merta akan mengambil keputusan tanpa pertimbangan secara matang. Selain itu investor syariah tidak akan melakukan kegiatan yang mengandung unsur gharar,

maysir, atau spekulasi karena hal itu jelas dilarang dalam islam. Selanjutnya adalah hasil uji one sample t-test pada trading volume activity, sebagai berikut.

Tabel 4.  
Hasil Uji One Sample t-test TVA

One-Sample Test				
Periode	Test Value = 0			
	t	df	Sig. (2-tailed)	Kesimpulan
TVAmin5	2.872	16	.011	Signifikan
TVAmin4	2.878	16	.011	Signifikan
TVAmin3	3.158	16	.006	Signifikan
TVAmin2	3.013	16	.008	Signifikan
TVAmin1	1.677	16	.113	Tidak Signifikan
TVA0	1.978	16	.065	Tidak Signifikan
TVAplus1	1.931	16	.071	Tidak Signifikan
TVAplus2	2.559	16	.021	Signifikan
TVAplus3	2.825	16	.012	Signifikan
TVAplus4	2.874	16	.011	Signifikan
TVAplus5	2.973	16	.009	Signifikan

Sumber: Output SPSS 20 (2020)

Keterangan:

\*\*= Signifikansi pada tingkat 5% ( $t > 2.119$ ) untuk pengujian dua sisi dengan  $df = 16$

Tabel 4 menunjukkan bahwa Dari tabel diatas diketahui bahwa terdapat *trading volume activity* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk. Pada tabel diatas nilai t-hitung pada t-2,t-3,t-4,t-5,t+2,t+3,t+4, dan t+5 menunjukkan nilai yang lebih besar dari t-tabel (2.119) sehingga nilai *trading volume activity* dinyatakan signifikan pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%. Seluruh nilai t-hitung menunjukkan nilai positif yang berarti terjadi transaksi pembelian saham disekitar pengumuman penerbitan sukuk. Hal tersebut dapat diartikan bahwa terdapat respon yang baik dari investor, karena para investor menganggap bahwa penerbitan sukuk akan menambah dana perusahaan yang kemudian akan dapat digunakan untuk meningkatkan nilai perusahaan. Hal tersebut dimungkinkan bahwa investor

saham mengantisipasi kandungan dan risiko yang ditimbulkan atas penerbitan sukuk, karena jika dalam jangka panjang perusahaan mengalami kepailitan maka investor pemegang sukuk akan menjadi prioritas pertama dalam pembayaran kewajibannya dibanding pemegang sekuritas lainnya.

Untuk mengetahui perbedaan average abnormal return dan average trading volume activity sebelum dan sesudah penerbitan, maka dilakukan uji paired sample t-test sebagai berikut.

Tabel 5.  
Hasil Uji Paired Sample t-test AAR

		Paired Differences					t	Df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Paired	AARS sebelum – AARS sesudah	-.00393385	.0099978	.00447204	-.01635022	.00848252	-0.880	4	.429

Sumber: Output SPSS 20 (2020)

Tabel 5 merupakan hasil dari uji paired sample t-test pada average abnormal return. Hasil menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.429 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  (0.05). Maka berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa hipotesis  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara Average Abnormal Return (AAR) sebelum maupun sesudah adanya peristiwa. Return yang di dapat investor masih dalam batas kewajaran. Investor dimungkinkan masih melakukan *wait and see* dengan adanya

peristiwa pengumuman tersebut. Selanjutnya adalah uji paired sample t-test pada average trading volume activity.

Tabel 6.  
Hasil Uji Paired Sample t-test ATVA

		Paired Differences					t	Df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower	Upper			
Paired	ATVAS sebelum – ATVAS sesudah	.00001230	.00031473	.00014075	-.00037849	.00040309	0.087	4	.935

Sumber: Output SPSS 20 (2020)

Tabel 6 menunjukkan hasil pengujian hipotesis uji beda Average Trading Activity (ATVA) sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan Sukuk. Adapun, hasil setelah peristiwa yang tercantum pada nilai signifikansi (*sig. 2 tailed*) adalah sebesar 0,935 yang berarti lebih besar dari tingkat signifikansi  $\alpha=5\%$  (0.05), sehingga dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara Average Trading Activity (ATVA) sebelum maupun sesudah adanya peristiwa. Tidak adanya perbedaan yang signifikan dimungkinkan karena terdapat "second best choice" yang terjadi akibat sukuk kurang liquid di pasar sekunder, ini menjadi pertimbangan bagi investor dalam membeli sukuk sebab mereka harus menahannya hingga jatuh tempo. Masih terbatasnya penerbitan sukuk korporasi di Indonesia baik dari aspek jumlah, variasi tenor maupun jenis akad. Hal tersebut menjadi bahan evaluasi para

investor dalam menilai penerbitan sukuk yang dilakukan perusahaan. Menurut Jogiyanto (2008), bentuk efisiensi pasar tidak hanya ditinjau dari ketersediaan informasi namun juga dilihat dari kecanggihan pelaku pasar dalam pengambilan keputusan berdasarkan analisis dan informasi yang tersedia. Pada hasil pengujian hipotesis yang dilakukan, menunjukkan bahwa investor di Indonesia kurang bisa memberikan feedback cepat dalam mengevaluasi informasi yang diterimanya, dan juga karena sebagian investor menganggap bahwa penerbitan sukuk bukanlah good news sehingga tidak mengubah preferensi investor dalam keputusan investasinya. Belum meratanya informasi dan kurangnya pengetahuan investor mengenai instrumen sukuk menjadi salah satu penyebabnya. Investor di pasar modal belum sepenuhnya terbiasa dengan sistem akad, bagi hasil, fee/ujrah dan margin pada sukuk.

Hal tersebut juga dievaluasi oleh investor saham dalam menilai penerbitan sukuk yang dilakukan perusahaan, dilihat dari risiko yang terkandung dalam penerbitan sukuk sehingga investor mengantisipasi penerbitan sukuk dan beberapa investor menganggap bahwa penerbitan sukuk tidak menambah nilai perusahaan.

## V. SIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dilakukan, maka dapat dituliskan kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat abnormal return negatif signifikan pada t-4 saja. Kemudian

pada t-1,t-2,t-5,t+1,t+2,t+4, dan t+5 menunjukkan hasil negatif tidak signifikan. Respon positif terjadi pada t-3,t-0,t+2 dan t+3 yang menunjukkan hasil positif tidak signifikan.

2. Terdapat *trading volume activity* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk. Nilai t-hitung pada t-2,t-3,t-4,t-5,t+2,t+3,t+4, dan t+5 menunjukkan nilai yang lebih besar dari t-tabel (2.119) sehingga nilai *trading volume activity* dinyatakan signifikan pada tingkat signifikansi ( $\alpha$ ) = 5%.
3. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *Average Abnormal Return (AAR)* sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan sukuk.
4. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *Average Trading Volume Activity (ATVA)* sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan sukuk.

## Saran

Berdasarkan pada hasil analisa dan keterbatasan pada penelitian ini maka penelitian ini masih terdapat banyak kekurangan, sehingga masih perlu diperbaiki dalam penelitian berikutnya yang mungkin memiliki kesamaan pada objek dan variable. Adapun saran yang diajukan adalah sebagai berikut:

1. Menggunakan metode lain dalam menghitung *expected return* seperti *mean adjusted model* atau *market model*.

2. Menggunakan uji statistik yang digunakan dalam pengujian hipotesis yang lain seperti *one way anova* atau yang lainnya.
3. Memperpanjang periode penelitian mengingat semakin tahun obligasi syariah (sukuk) semakin berkembang.
4. Dalam penelitian ini tidak membahas dan menganalisis lebih dalam mengenai pengaruh eksternal.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, N., & Rusgianto, S. (2013). Information content of post-crisis sukuk announcement in Malaysia. *Middle-East Journal of Scientific Research*, 13, 50–55. <https://doi.org/10.5829/idosi.mejsr.2013.13.1881>
- Ayu, S., Nurmalasari, D., & Yulianto, A. (2015). Analisis pengaruh perubahan arus kas terhadap return saham. *Management Analysis Journal*, 4(4), 289–300. <https://doi.org/10.15294/maj.v4i4.8881>
- Christophe J. Godlewski, R. T.-A. and L. W. (2011). Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments? In *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 14(3), 1-37. . <https://doi.org/10.1080/13651820500534892>
- Fatimatuzzahra, V., & Herlambang, L. (2014). Reaksi pasar atas penerbitan sukuk. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori dan Terapan*, 1(5), 363–378.
- Ghoniayah, A. M. T. dan. (2016). Studi potensi kebangkrutan pada perusahaan industri properti yang go public di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Riset Bisnis Indonesia*, 13(1), 91–100.
- Ghoniayah, Mutamimah, & J., W. (2008). Reaksi pasar modal Indonesia terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. *Simposium Nasional Akuntansi (SNA) Ke XI Pontianak*.
- Hernoyo, M. A. (2013). Pengaruh stock split announcement terhadap volume perdagangan dan return. *Management Analysis Journal*, 2(1), 110–116. <https://doi.org/10.15294/maj.v2i1.2015>
- Hidayat, T. (2011). *Buku pintar investasi syariah*. Jakarta: Mediakita.
- Jogiyanto, H. (2003). *Teori portofolio dan analisis investasi*, edisi ketiga. Yogyakarta: BPFE.
- Jogiyanto, H. (2008). *Teori Potofolio dan Analisis Investasi*, edisi kelima. Yogyakarta: BPFE.
- Jogiyanto, H. (2009). *Sistem informasi manajemen*. Jakarta: Penerbit Andi.
- Jogiyanto, H. (2015). *Teori portofolio dan analisis investasi*, edisi kesepuluh. Yogyakarta: BPFE.
- Khoiruddin, M., & Faizati, E. R. (2014). Reaksi pasar terhadap dividend announcement perusahaan yang sahamnya masuk daftar efek syariah. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 5(2), 209–219. <https://doi.org/10.15294/jdm.v5i2.3662>
- Kritzman, & Mark. (1994). What practitioners need to know about event studies. *Financial Analyst Journal*, 50(6), 17-20.
- Purwaningsih, & Mohammad, K. (2016). Reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk mudharabah dan obligasi konvensional. *Management Analysis Journal*, 5(4), 299–313.
- Ryandono, M. N. H. (2009). *Bursa efek dan investasi syariah*. Jakarta: Serambi Ilmu Semesta.
- Sharpe, W. F., Alexander, G. J., & Jeffery Bailey. (2005). *Investasi, edisi keenam*. Jakarta: Indeks.
- Soemitra, A. (2014). *Masa depan pasar modal syariah di Indonesia*. Jakarta: Prenada Media.
- Suad, H. (2001). *Dasar-dasar teori portofolio dan analisis sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Sukirno. (2003). *Event study sebuah pendekatan dalam penelitian akuntansi*. Majalah informasi no. 1 tahun 2003.
- Sukmaningrum, Madyan, & Hendratmi. (2019). Reaksi pasar saham yang

- terdaftar dalam Jakarta Islamic Index (JII) terhadap pengumuman penetapan gubernur DKI Jakarta tahun 2017. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 5(1), 1. <https://doi.org/10.20473/jebis.v5i1.10087>
- Suryawijaya, M. A. F. A. S. (1998). Reaksi pasar modal Indonesia terhadap peristiwa politik dalam negeri (Event study pada peristiwa 27 Juli 1996). *Journal Kelola*, 18(7), 137-153.
- Sutedi. (2011). *Good corporate governance*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Sutrisno, W., & Yuniartha, F. (2000). Pengaruh stock split terhadap likuiditas dan return saham di Bursa Efek Jakarta. *Jurnal Manajemen dan Wirausaha*, 2(2), 1-13. <https://doi.org/10.9744/jmk.2.2.pp.1>
- 13
- Syazwani Abd Rahim, N. A. (2014). Stock market reactions following sukuk announcement: An analysis of Dow Jones Islamic Market Index (2004-2011). *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 5(6), 29-35. <http://www.iosrjournals.org/iosr-jef/papers/Vol5-Issue6/Version-3/E05632935.pdf>
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio dan investasi: Teori dan aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit Kanisius.
- Wibowo, A. (2017). Reaksi investor pasar modal Indonesia terhadap paket kebijakan ekonomi tahap I Jokowi-JK (Studi pada Saham LQ 45 periode Agustus 2015 - Pebruari 2016). *Media Ekonomi dan Manajemen*, 32(1), 58-70.