



**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)**

SKRIPSI

**Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi
pada Universitas Negeri Semarang**

PERPUSTAKAAN
UNNES

Oleh

**Devi Adelin Septianingtyas
NIM 7350408044**

**JURUSAN MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI SEMARANG
2012**

PERSETUJUAN PEMBIMBING

Skripsi ini telah disetujui oleh Pembimbing untuk diajukan ke sidang panitia ujian skripsi pada :

Hari :

Tanggal :

Pembimbing I

Pembimbing II

Dr. Murwatiningsih, M.M.

NIP. 195201231980032001

RR. Endang Sutrasmawati, S.H., S.E., M.M.

NIP. 196704182000122001

Mengetahui

a.n Ketua Jurusan Manajemen

Sekretaris Jurusan

Dra. Palupiningdyah, M.Si.

NIP. 195208041980032001

PENGESAHAN KELULUSAN

Skripsi ini telah dipertahankan di depan Sidang Panitia Ujian Skripsi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang pada :

Hari :

Tanggal :

Penguji

Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si.

NIP.197504042006042001

Anggota I

Anggota II

Dr. Murwatiningsih, M.M.

NIP. 195201231980032001

RR. Endang Sutrasmawati, S.H., S.E., M.M.

NIP. 196704182000122001

Mengetahui,

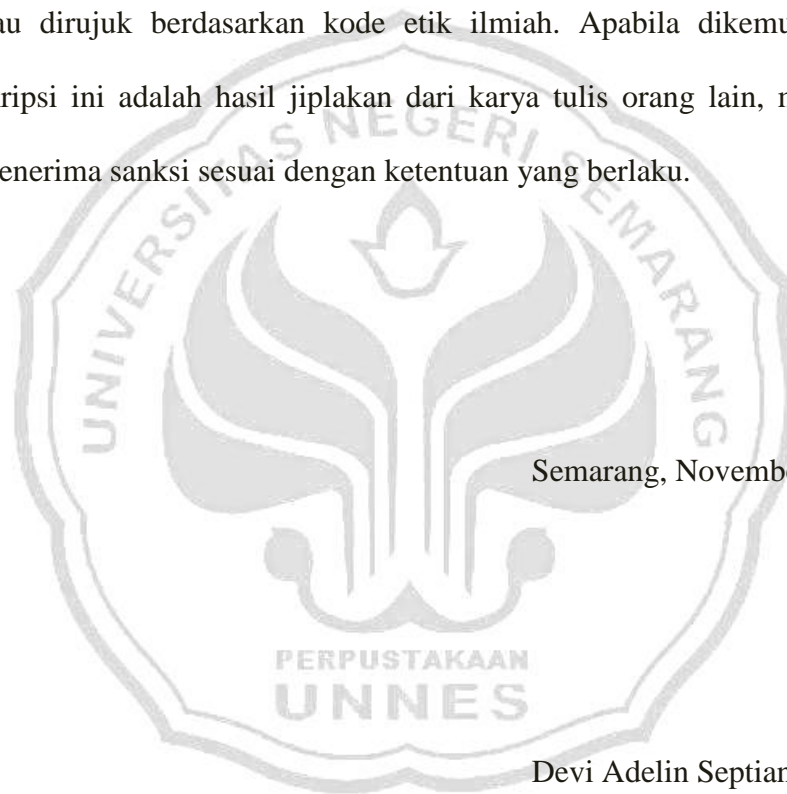
Dekan Fakultas Ekonomi

Dr. S. Martono, M.Si.

NIP. 196603081989011001

PERNYATAAN

Saya menyatakan bahwa yang tertulis di dalam skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri, bukan jiplakan dari karya tulis orang lain, baik sebagian atau seluruhnya. Pendapat atau temuan orang lain yang terdapat dalam skripsi ini dikutip atau dirujuk berdasarkan kode etik ilmiah. Apabila dikemudian hari terbukti skripsi ini adalah hasil jiplakan dari karya tulis orang lain, maka saya bersedia menerima sanksi sesuai dengan ketentuan yang berlaku.



Semarang, November 2012

Devi Adelin Septianingtyas

NIM 7350408044

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

Motto

Jadilah seperti karang di lautan yang kuat dihantam ombak
dan kerjakanlah hal yang bermanfaat untuk diri sendiri dan orang lain,
karena hidup hanyalah sekali.

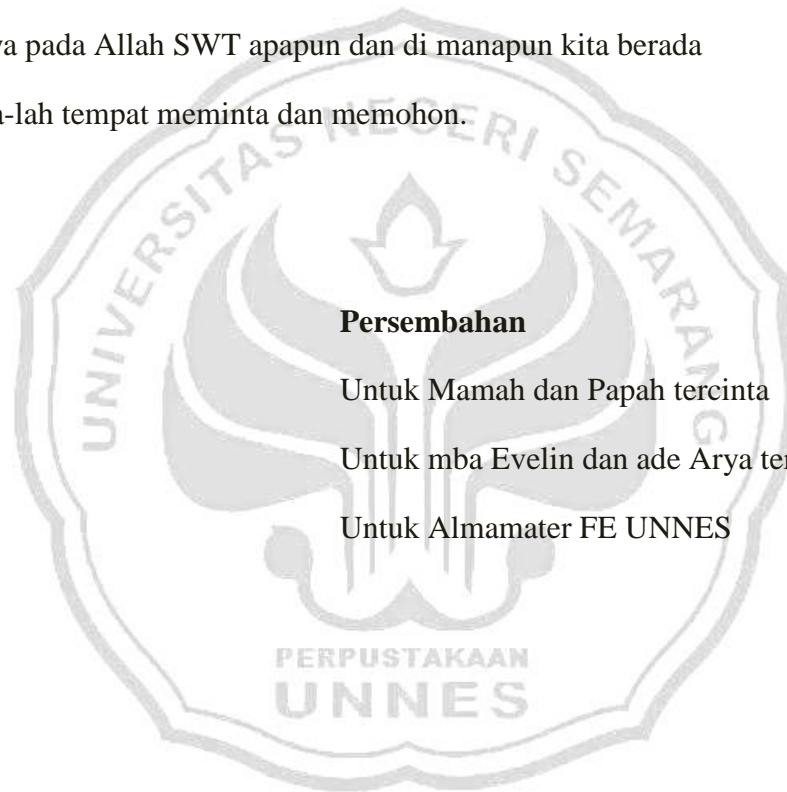
Ingat hanya pada Allah SWT apapun dan di manapun kita berada
kepada Dia-lah tempat meminta dan memohon.

Persembahan

Untuk Mamah dan Papah tercinta

Untuk mba Evelin dan ade Arya tersayang

Untuk Almamater FE UNNES



PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayahNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “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)”

Skripsi ini disusun dalam rangka menyelesaikan studi Strata 1 untuk mencapai gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang. Tidak sedikit hambatan yang dihadapi baik dalam pelaksanaan penelitian maupun dalam penyusunan skripsi ini. Akan tetapi, atas bimbingan dan bantuan dari beberapa pihak akhirnya skripsi ini dapat terselesaikan. Oleh karena itu, dengan segala kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih kepada :

1. Prof. Dr. H. Sudijono Sastroatmodjo, M.Si., selaku Rektor Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan kesempatan untuk menyelesaikan studi di Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
2. Dr. S. Martono, M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan ijin penelitian untuk penyusunan skripsi ini.
3. Drs. Sugiharto, M.Si., selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang.

4. Dra. Palupiningdyah, M.Si., selaku Sekretaris Jurusan Manajemen Universitas Negeri Semarang yang telah memberikan ijin penelitian untuk penyusunan skripsi ini.
5. Dr. Murwatiningsih, M.M., selaku Dosen Pembimbing I yang dengan sabar telah berkenan meluangkan waktunya untuk memberikan bimbingan, arahan, bahkan buah pikiran, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
6. RR. Endang Sutrasmawati, S.H., S.E., M.M., selaku Dosen Pembimbing II yang telah berkenan meluangkan waktu di tengah-tengah kesibukannya untuk memberikan bimbingan dan masukan hingga akhir penulisan skripsi.
7. Dwi Cahyaningdyah, S.E., M.Si., selaku Penguji Utama yang telah berkenan meluangkan waktunya untuk menguji dan memberikan banyak masukan bermanfaat bagi penelitian ini.
8. Dosen dan Staff Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang.
9. Mamah dan Papah tercinta, Mba Evelin, serta Adek Arya terima kasih atas semua do'a dan motivasi yang tiada henti sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
10. Muhammad Yusron, terima kasih atas semua do'a, motivasi, dan semangat yang selalu tercurah untuk penulis.
11. Rekan-rekan Manajemen Unnes Angkatan 2008, Budi Kumala Dewi, Wuni Nariswari, Herliyana, terima kasih atas bantuan dan dukungannya.

12. Semua pihak yang tidak bisa saya sebutkan satu per satu, terima kasih atas dukungan dan kasih sayang yang begitu luar biasa.

Atas bantuan yang telah diberikan, penulis ucapkan terima kasih. Semoga mendapatkan ridho dan balasan dari Allah SWT dan semoga karya sederhana ini dapat bermanfaat. *Amin.*

Semarang, November 2012



Penulis

Devi Adelin Septianingtyas

SARI

Septianingtyas, Devi Adelin. 2012. “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)”. Skripsi. Jurusan Manajemen. Fakultas Ekonomi. Universitas Negeri Semarang. Pembimbing I. Dr. Murwatiningsih, M.M. Pembimbing II. RR. Endang Sutrasmawati, S.H., S.E., M.M. 99 halaman.

Kata Kunci : Nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*), Rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*), *Return* Saham

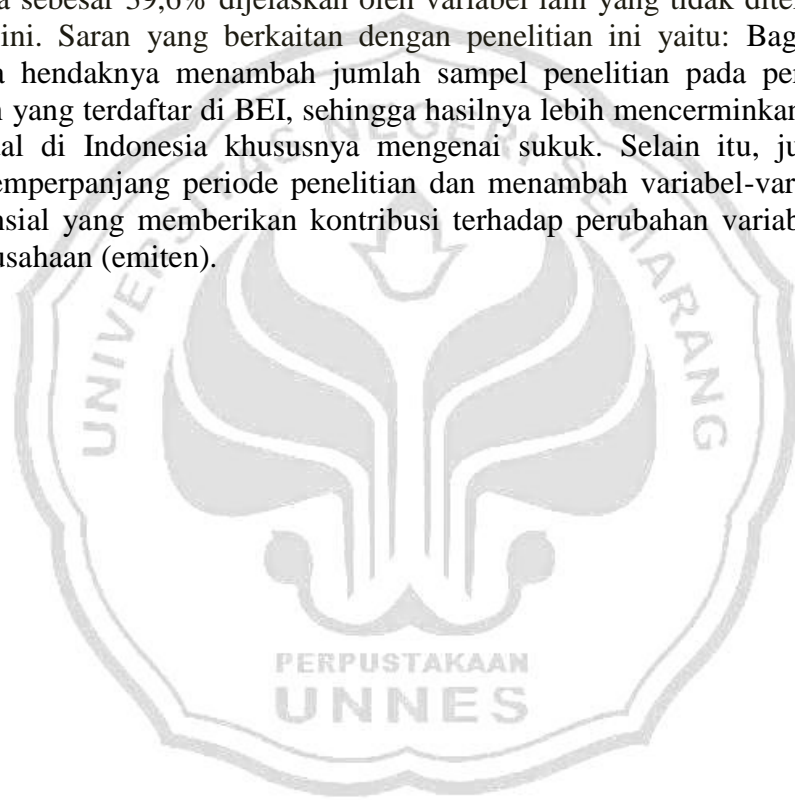
Dalam mengembangkan usahanya atau melakukan ekspansi, perusahaan sering dihadapkan pada berbagai kendala. Salah satu kendala yang dihadapi perusahaan yaitu masalah pemenuhan kebutuhan dana. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan berusaha mencari sumber-sumber pendanaan dari luar di antaranya melalui pasar modal. Salah satu instrumen investasi berbasis syariah yang sedang trend di pasar modal Indonesia yaitu obligasi syariah atau dikenal dengan istilah *sukuk*. Permasalahan dalam penelitian ini adalah penerbitan obligasi syariah mengalami banyak kendala sehingga mempengaruhi *return* perusahaan (emiten). Tujuan penelitian ini adalah mendeskripsikan dan menganalisis sejauh mana pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) baik secara parsial maupun simultan terhadap *return* saham.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2002-2009 sebanyak 41 penerbitan. Berdasarkan kriteia *purposive sampling* diperoleh sampel sebanyak 32 penerbitan. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini antara lain : uji normalitas, uji asumsi klasik, analisis regresi linier berganda, uji simultan (F), uji parsial (t), dan koefisien determinasi.

Hasil penelitian diperoleh: (1) Nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) mempunyai nilai t_{hitung} sebesar 4,668 dengan signifikansi sebesar $0,000 < 0,05$. (2) Rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) mempunyai nilai t_{hitung} sebesar 3,270 dengan signifikansi sebesar $0,003 < 0,05$.

(3) Nilai dan Rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) secara simultan diperoleh nilai F_{hitung} 24,669 dengan nilai signifikansi $0,000 < \alpha < 0,05$. (4) Persamaan regresi dalam penelitian ini adalah $Y = 0,239 + 0,89X_1 + 0,93 X_2$. (5) Hasil koefisien determinasi (*Ajusted R-Square*) sebesar 0,604 atau 60,4%.

Berdasarkan hasil penelitian di atas, dapat diambil kesimpulan 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. Saran yang berkaitan dengan penelitian ini yaitu: Bagi peneliti selanjutnya hendaknya menambah jumlah sampel penelitian pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI, sehingga hasilnya lebih mencerminkan keadaan pasar modal di Indonesia khususnya mengenai *sukuk*. Selain itu, juga dapat dengan memperpanjang periode penelitian dan menambah variabel-variabel lain yang potensial yang memberikan kontribusi terhadap perubahan variabel *return* saham perusahaan (emiten).



ABSTRACT

Septianingtyas, Devi Adelin. 2012. "Value and Rating Publishing Influence Islamic Bonds (Sukuk) Effect to Stock Return (Case Study on The Companies That Issue Islamic Bonds and Listed in Indonesia Stock Exchange from 2002 to 2009)". Final Project. Management Departement. Economic Faculty. Semarang State University. Advisor I Dr. Murwatiningsih, M.M. Advisor II RR. Endang Sutrasmawati, S.H., S.E., M.M. 99 pages.

Key words : Value issuance of Islamic bonds, Rating issuance of Islamic bonds, Market reaction(Cumulative abnormal stock returns).

In developing or expanding their business, companies are often faced with many obstacles. One of the obstacles facing the company is meeting the needs of funding problems. These conditions cause firms to seek funding from sources outside of which the capital market. One of the Sharia-compliant investment instrument that is a trend in the capital market, namely Indonesia Islamic bonds known as sukuk. Problems in this research is shariah bonds experienced many obstacles that affect the return of the company (issuer). The purpose of this research is to describe and analyze the extent to which the influence of the value and rating Islamic bonds (sukuk) either partially or simultaneously to the market reaction (Cumulative abnormal stock returns).

The population in this study are all companies that issue Islamic bonds (sukuk) and listed on the Indonesia Stock Exchange in the year 2002-2009 by 41 publishing. Based on purposive sampling kriteria obtained a sample of 32 publications. The method is used to collect data is documentation. Analysis method used in this research are: normality test, the classical assumption, multiple linear regression analysis, simultaneous test (F), the partial test (t), and the coefficient of determination.

The results were obtained: (1) The issuance of Islamic bonds (sukuk) has a t value of 4.668 with a significance of $0.000 < 0.05$. (2) Rating issuance of Islamic bonds (sukuk) has a t value of 3.270 with a significance of $0.003 < 0.05$. (3) Value and Rating issuance of Islamic bonds (sukuk) simultaneously obtained value of F count 24.669 with a significance value $0.000 < \alpha 0.05$. (4) The regression equation in this study is $Y = 0,239 + 0,89X1 + 0,93 X2$.

(5) The coefficient of determination (R-Square adjusted) of 0.604 or 60.4%. Based on the above results, it can be concluded partially Value and Rating variables issuance of Islamic bonds (sukuk) have positive and significant impact on stock returns. Simultaneously Value and Rating variables issuance of Islamic bonds (sukuk) and significant effect on stock returns. The results of the coefficient

of determination indicates that the independent variables together can explain the dependent variable of 0.604 or 60.4% and the remaining 39.6% is explained by other variables not examined in this study.

Suggestions related to this study are: To further research should increase the number of research samples on companies listed on the Stock Exchange, so the results are more reflective of the state of the capital market in Indonesia, especially the sukuk. In addition, it can also extend the research period and adding other variables that potentially contribute to changes in the company's stock return variable (the issuer).



DAFTAR ISI

PERSETUJUAN PEMBIMBING	ii
PENGESAHAN KELULUSAN	iii
PERNYATAAN	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN	v
PRAKATA	vi
SARI	ix
ABSTRACT	xi
DAFTAR ISI	xiii
DAFTAR TABEL	xvii
DAFTAR GAMBAR	xix
DAFTAR LAMPIRAN	xx
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Rumusan Masalah	10
1.3 Tujuan Penelitian	11
1.4 Manfaat Penelitian	12
BAB II KERANGKA TEORITIS	
2.1 Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk).....	14
2.1.1 Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk)	14
2.1.2 Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)	18
2.1.3 Jenis Obligasi Syariah (Sukuk)	22

2.2 Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk).....	25
2.3 Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk).....	31
2.4 Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk).....	32
2.5 <i>Return</i> Saham.....	41
2.6 Penelitian Terdahulu.....	43
2.7 Kerangka Berfikir.....	53
2.8 Hipotesis.....	56

BAB III METODE PENELITIAN

3.1 Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel.....	57
3.2 Variabel Penelitian.....	60
3.3 Sumber dan Jenis Data.....	61
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	62
3.5 Metode Analisis Data.....	63
3.5.1 Uji Normalitas.....	64
3.5.2 Uji Asumsi Klasik.....	64
3.5.2.1 Uji Heteroskedastisitas.....	65
3.5.2.2 Uji Multikolinearitas.....	68
3.5.2.3 Uji Autokorelasi.....	69
3.5.3 Analisis Statistik.....	70
3.5.3.1 Analisis Regresi Berganda.....	70
3.5.3.2 Uji Hipotesis.....	71
3.5.3.2.1 Uji F.....	71
3.5.3.2.2 Uji t.....	72
3.5.3.2.3 Koefisien Determinasi.....	73

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian	75
4.1.1 Deskriptif Penelitian	75
4.1.2 Deskriptif Statistik	76
4.2 Analisis Data	78
4.2.1 Uji Normalitas	78
4.2.2 Uji Asumsi Klasik	80
4.2.2.1 Uji Heteroskedastisitas	80
4.2.2.2 Uji Multikolinearitas	83
4.2.2.3 Uji Autokorelasi	84
4.3 Uji Hipotesis	86
4.3.1 Uji F (Simultan)	88
4.3.2 Uji t (Parsial)	89
4.3.3 Koefisien Determinasi	91
4.4 Pembahasan	95

BAB V PENUTUP

5.1 Simpulan	95
5.2 Saran	95

DAFTAR PUSTAKA	97
-----------------------------	----

LAMPIRAN- LAMPIRAN	100
---------------------------------	-----

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
2.1 Perbandingan Obligasi Syariah (sukuk) dengan Obligasi Konvensional	19
2.2 Interpretasi Rating Pefindo	39
2.3 Penelitian Terdahulu	48
3.1 Sampel Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah (sukuk).....	58
4.1 Kriteria Sampel Penelitian	76
4.2 Statistik Deskriptif	77
4.3 Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i>	80
4.4 Uji Glejser	82
4.5 Uji Multikolinearitas.....	84
4.6 Pengukuran Uji <i>Durbin Watson</i>	85
4.7 Uji <i>Durbin Watson</i>	86
4.8 Hasil Perhitungan Regresi Berganda.....	87

4.9	Hasil Uji F (Simultan)	89
4.10	Hasil Uji t (Parsial)	90
4.11	Koefisien Determinasi	91



DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1 Kerangka Berfikir	55
4.1 Uji Normalitas menggunakan <i>P-Plot</i>	79
4.2 Uji Heteroskedastisitas menggunakan <i>Scatterplot</i>	81



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
Tabulasi Data Penelitian	100



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Perusahaan dalam mencapai tujuan yang diinginkan membutuhkan sumber pembiayaan yang dapat diperoleh melalui pembiayaan internal dan pembiayaan eksternal. Keputusan pendanaan perusahaan akan berpengaruh terhadap kondisi struktur modal perusahaan yang merupakan bauran sumber pendanaan permanen. Pemilihan jenis pendanaan mempunyai pengaruh yang besar dalam pengambilan keputusan investasi perusahaan, dimana pada setiap sumber pendanaan ada biaya yang harus ditanggung. Biaya ini menjadi pertimbangan atas tingkat pengembalian yang diharapkan dari kegiatan investasi termasuk risiko dari investasi. Jenis pendanaan yang banyak digunakan untuk kegiatan investasi perusahaan adalah modal dari pemilik (*owners*), pinjaman dari bank, obligasi dan saham. Kombinasi struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

Dalam hal perusahaan menggunakan pendanaan dari luar, pinjaman (*debt*) lebih diutamakan daripada pendanaan dengan tambahan modal dari pemegang saham baru (*external equity*). Perusahaan mempunyai hak untuk menentukan kapan penerbitan saham dan obligasi tersebut dilakukan setelah izin prinsip dari otoritas berwenang diperoleh. Keputusan perusahaan untuk menerbitkan obligasi dipengaruhi oleh harga pasar.

Obligasi dapat diperdagangkan (jual/beli) dengan harga yang lebih tinggi dari nilai nominalnya (*at premium*) jika kondisi pasar sedang marak (*bullish*), atau sebaliknya lebih rendah dari nilai nominalnya (*at discount*) jika kondisi pasar sedang lesu (*bearish*).

Disisi lain obligasi berbeda dengan saham karena secara umum harus memberikan bunga/kupon dalam jumlah tertentu kepada investor secara berskala, kecuali untuk *zero coupon bonds*. Perusahaan diuntungkan jika kupon yang harus dibayar nilainya rendah atau bahkan lebih rendah dari suku bunga kredit bank sebagai substitusi sumber pembiayaan. Graham dan Harvey (2001) mengemukakan, penerbitan obligasi perusahaan lebih banyak terjadi pada saat suku bunga relatif rendah. Barry (2009) memaparkan bahwa terjadi peningkatan jumlah penerbitan obligasi pada saat suku bunga sedang dalam tren penurunan atau lebih rendah dari periode sebelumnya. Keputusan untuk menerbitkan obligasi juga dapat dilandasi oleh keyakinan bahwa suku bunga akan mengalami peningkatan.

Dalam mengembangkan usahanya atau melakukan ekspansi, perusahaan sering dihadapkan pada berbagai kendala. Salah satu kendala yang dihadapi perusahaan yaitu masalah pemenuhan kebutuhan dana. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan berusaha mencari sumber-sumber pendanaan dari luar di antaranya melalui pasar modal. Bahkan dalam perekonomian negara modern, pasar modal di suatu negara seringkali dijadikan tolak ukur kemajuan perekonomian negara tersebut.

Sedangkan bagi para investor, pasar modal merupakan wahana yang dapat memberikan keuntungan yang cukup signifikan bagi mereka.

Pasar modal merupakan instrumen keuangan yang penting dalam suatu perekonomian, yang berfungsi untuk mobilisasi dana masyarakat (investor) ke sektor produktif (perusahaan). Peran intermediasi keuangan dari masyarakat (investor) tersebut ke sektor perusahaan yang dimaksudkan untuk mencapai kemakmuran. Selain itu pasar modal juga dapat bermanfaat sebagai sarana untuk meningkatkan efisiensi alokasi sumber dana, penunjang tercapainya perekonomian sehat, meningkatkan penerimaan negara, memperbaiki struktur modal perusahaan, serta mengurangi ketergantungan hutang luar negeri pada sektor swasta (Ang, 2001:18-21).

Pasar modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (Badan Pelaksana Pasar Modal).

Akhir-akhir ini banyak bermunculan segala sesuatu yang berbasis syariah . Salah satu instrumen investasi berbasis syariah yang sedang trend di pasar modal Indonesia yaitu obligasi syariah atau dikenal dengan istilah *sukuk*. Obligasi syariah merujuk kepada fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/ DSN-MUI/IX/2002 adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi

berupa bagi hasil atau *margin / fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Penerbitan obligasi syariah akan menyebabkan terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* di mana perusahaan dapat mengurangi bagian *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang timbul dari adanya penggunaan hutang (Nafiah Afaf 2008).

Penerbitan obligasi syariah 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 lain atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti 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.

Pasar sukuk muncul pertama kali di bursa saham Malaysia dan terus berkembang pesat di Asia, Timur Tengah, dan Eropa. Di pasar modal Indonesia, pasca dikeluarkannya Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), maka obligasi syariah semakin dikenal. Tidak hanya pemerintah yang mengeluarkan produk tersebut sebagai salah satu alternatif pembiayaan negara, tetapi perusahaan nasional atau korporasi pun juga ikut menerbitkan produk yang sama untuk pembiayaan perusahaan.

Pada saat ini beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari *sukuk*, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxoni Anhalt-Jerman. Penerbitan sukuk negara (*sovereign sukuk*) tersebut biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, seperti pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu *sukuk* juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*, yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) yang juga dapat digunakan sebagai instrument pasar uang (Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah 2008).

Perkembangan sukuk di dunia dimulai dengan penerbitan *sovereign sukuk*, namun pada tahun-tahun berikutnya sukuk korporasi (*corporate sukuk*) lebih mendominasi. Data *Standard & Poor's Reports* (2008) menunjukkan bahwa pada tahun 2003, *sovereign sukuk* masih mendominasi pasar sukuk

global yaitu 42% dan sukuk yang diterbitkan oleh lembaga keuangan sebesar 58%. Namun pada tahun 2007, justru sukuk korporasi yang mendominasi pasar sukuk global, yaitu sekitar 71%, lembaga keuangan 26%, dan pemerintah tinggal 3%. Umumnya, penerbitan sukuk korporasi ditujukan untuk ekspansi usaha. Terutama oleh perusahaan-perusahaan besar dari negara-negara Timur Tengah dan Asia Tenggara.

Di Indonesia, perusahaan yang pertama kali menerbitkan obligasi syariah yaitu PT. INDOSAT Tbk. Kepeloporan Indosat dalam pasar obligasi syariah dimulai pada tahun 2002 lalu, dengan penerbitan obligasi mudharabah senilai Rp 175 milyar. Sebagai salah satu bentuk pendanaan untuk memenuhi kebutuhan investasi, dan telah dilunasi oleh perusahaan pada tahun 2007. Dilanjutkan dengan penerbitan obligasi syariah ijarah I pada tahun 2005 senilai Rp 285 milyar dan penerbitan obligasi syariah ijarah II pada tahun 2007 senilai Rp 400 milyar.

Sepanjang tahun 2008 dan 2009 pemerintah telah menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebanyak 4 kali dengan total akumulatif mencapai Rp 19,8 triliun. Awal tahun 2009 pemerintah telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) ritel seri SR-001 dan obligasi syariah (sukuk) global SNI 14. Untuk penerbitan obligasi syariah (sukuk) global sebesar 650 juta US dollar mengalami *over subscribed* hingga 7 kali lipatnya atau 4,7 milyar US dollar. Semakin berkembangnya investasi pada instrumen obligasi syariah di Indonesia akan membuat pilihan baru bagi para investor dalam berinvestasi.

Namun terdapat permasalahan yang timbul dari penerbitan obligasi syariah ini, yaitu *cost of fund*, aspek likuiditas, sulitnya mencari aset dasar (*underlying asset*), regulasi perundang-undangan, hingga pemeringkatan sukuk.

Walaupun dipandang sangat potensial dan prospektif, perkembangan obligasi syariah di Indonesia dikategorikan sangat lambat. Total emisi hingga tahun 2009 baru mencapai 6,71 triliun rupiah (sekitar \$700 juta) dibandingkan dengan Malaysia yang pada pertengahan 2007 saja telah membukukan total emisi RM 111,5 miliar (\$33 milyar).

Masih minimnya minat korporasi menerbitkan sukuk lantaran banyak kendala dalam menerbitkan surat utang syariah ini. Permasalahan yang harus dihadapi perusahaan dalam menerbitkan sukuk antara lain mencari aset dasar (*underlying asset*) yang dijadikan jaminan. Pasalnya suatu perusahaan tidak bisa memajang sembarang aset bagi aset dasar sukuk. Jangan sampai obligasi gagal bayar dan tidak ada aset yang bisa diambil investor. Investor juga masih kurang meminati sukuk korporasi lantaran tidak likuid. Hal ini dikarenakan penerbitan obligasi syariah di Indonesia masih didominasi perusahaan pembiayaan dan perbankan. Padahal kedua sektor ini dianggap tidak sesuai syariah karena dianggap mendapat keuntungan dari riba.

Setiap penerbitan obligasi syariah atau sukuk korporasi kini wajib disertai pemeringkatan efek. Setiap perusahaan yang terdaftar di pasar modal atau emiten yang akan menerbitkan sukuk wajib memperoleh peringkat efek

dari perusahaan pemeringkat efek. Dalam dokumen pemeringkat efek, setidaknya harus ada informasi mengenai keunggulan emiten serta sukuk yang diterbitkan. Dokumen juga harus memuat keterangan tentang kemampuan emiten memenuhi kewajibannya yang muncul dari penerbitan sukuk. Selain itu, dokumen itu harus memuat kelemahan emiten dan sukuk yang diterbitkan serta kaitannya dengan risiko yang mungkin dihadapi pemegang efek (Revisi peraturan Bapepam-LK nomor IX.C.11).

Pemeringkatan sukuk sangat diperlukan untuk mencerminkan kemampuan emiten memenuhi kewajibannya. Adapun teknis pemeringkatan sukuk korporasi agak berbeda dengan pemeringkatan obligasi korporasi konvensional. Dalam penerbitan sukuk, pemeringkatan juga dilakukan dengan menelaah aset dasar (*underlying asset*) yang digunakan sebagai jaminan untuk pelunasan hutang. Selama ini minat untuk menerbitkan sukuk korporasi terbilang masih rendah. Salah satu penyebabnya adalah tahapan penerbitan sukuk korporasi yang lebih panjang daripada menerbitkan obligasi konvensional.

Selain itu, biaya dana atau *cost of fund* untuk penerbitan sukuk lebih besar dibandingkan dengan ongkos menerbitkan surat utang konvensional. Investor akan meminta *risk premium* lebih tinggi daripada konvensional lantaran pasar sukuk belum likuid.

Pasar sukuk sejatinya masih luas. Beberapa investor seperti perbankan dan reksadana syariah selama ini mengeluh tentang minimnya instrumen sukuk korporasi di pasar. Sukuk korporasi juga sulit ditemukan di pasar sekunder karena investor cenderung menggenggam *instrument* itu hingga jatuh tempo alias *hold to maturity*.

Penelitian-penelitian sebelumnya mengenai topik yang serupa juga sudah pernah dilakukan. Sama dengan penerbitan saham, penawaran obligasi juga akan mempengaruhi struktur modal perusahaan. Penawaran obligasi akan memungkinkan pemegang saham mengalihkan risiko ke pemegang obligasi. Oleh sebab itu penawaran obligasi akan direspon positif oleh investor untuk meningkatkan harga saham. Spiess dan John (1999), meneliti kinerja saham dalam jangka panjang setelah penawaran obligasi. Hasilnya menunjukkan *return* saham dalam jangka panjang adalah *underperformance*, baik obligasi biasa maupun *convertible bond*. Sebaliknya, pembelian kembali obligasi akan meningkatkan *leverage* keuangan perusahaan, yang akan direspon oleh pemegang saham dan investor, sehingga harga saham akan menurun di sekitar pengumuman penarikan kembali obligasi yang beredar. Penelitian lainnya dilakukan oleh Lucy Sumardi (2007) yang meneliti analisis pengaruh penerbitan obligasi terhadap *return* saham di Bursa Efek Jakarta periode 2000-2006. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Michell Suharli dalam penelitiannya yaitu tentang studi empiris terhadap dua faktor yang mempengaruhi *return* saham pada industri *food & beverages* di Bursa Efek Jakarta.

Hasilnya terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap *return* suatu saham. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian.

Dari latar belakang di atas, penelitian ini digunakan untuk mengetahui sejauh mana pengaruh antara penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) yang diwakili oleh nilai dan rating terhadap *return* saham pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2002-2009.

Adapun kegunaan penelitian ini adalah dapat bermanfaat secara teoritis maupun praktis sebagai bahan masukan khususnya mengenai *return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) dengan demikian perusahaan dapat merencanakan obligasi secara tepat sehingga investor tertarik dengan saham dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah.

Untuk mendukung penelitian ini, maka peneliti membuat skripsi 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) “.**

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka pertanyaan penelitian yang diajukan dalam penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

- 1.2.1. Adakah pengaruh nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham?
- 1.2.2. Adakah pengaruh rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham?
- 1.2.3. Seberapa besar pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham secara simultan?
- 1.2.4. Seberapa besar pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham secara parsial?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

- 1.3.1. Mendeskripsikan dan menganalisis adakah pengaruh nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham.
- 1.3.2. Mendeskripsikan dan menganalisis adakah pengaruh rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham.
- 1.3.3. Mendeskripsikan dan menganalisis besarnya pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham secara simultan.
- 1.3.4. Mendeskripsikan dan menganalisis besarnya pengaruh nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) terhadap *return* saham secara parsial.

1.4. Manfaat Penelitian

Manfaat penelitian dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu:

1.4.1. Manfaat Teoritis

a. Bagi Peneliti

Penelitian ini merupakan sarana untuk belajar dan memperdalam ilmu pengetahuan mengenai pasar modal khususnya dalam menganalisa pengaruh informasi keuangan perusahaan (emiten). Lebih tepatnya mengetahui pengaruh penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham.

b. Bagi Lembaga Pendidikan

Penelitian ini dapat menambah referensi di Perpustakaan Universitas Negeri Semarang sehingga dapat dimanfaatkan oleh mahasiswa sebagai data dan informasi untuk kegiatan belajar. Selain itu, sebagai karya akademis, penelitian ini juga menjadi tolak ukur keberhasilan lembaga pendidikan dalam memberikan pendidikan kepada mahasiswa.

c. Bagi Peneliti Lain

Sebagai bahan acuan dari referensi bagi pihak lain yang ingin memperdalam dan meneliti lebih lanjut masalah yang relevan dengan penelitian ini.

1.4.2. Manfaat Praktis

a. Bagi Investor

Hasil penelitian ini dapat memberikan informasi kepada investor mengenai *return* saham perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah sehingga dapat digunakan sebagai masukan dalam melakukan investasi di pasar modal.

b. Bagi Perusahaan (Emiten)

Hasil penelitian ini dapat digunakan sebagai bukti empiris untuk mengkaji dampak kebijakan perusahaan dalam penerbitan obligasi syariah.

c. Bagi Masyarakat

Diharapkan dapat bermanfaat bagi masyarakat dalam menganalisis dan mengambil keputusan investasi di pasar modal., khususnya terhadap instrument investasi berbasis syariah yang secara umum masih belum begitu dikenal luas seperti instrumen investasi konvensional.

BAB II

KERANGKA TEORITIS

2.1. Obligasi Syariah (*Sukuk*)

2.1.1. Pengertian Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Menurut bahasa, obligasi berasal dari dari bahasa Belanda yaitu *obligate*, kemudian dibakukan ke dalam bahasa Indonesia menjadi obligasi yang berarti “kontrak”. Sedangkan dalam Pasal 1 Keputusan RI No.755/KMK011/1982 menyebutkan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten (Badan Pelaksana Pasar Modal).

Obligasi atau *bond* adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh peminjam dengan kewajiban untuk membayar kepada *bond holder* (pemegang obligasi) sejumlah bunga tetap yang telah ditetapkan sebelumnya. Obligasi adalah suatu istilah yang dipergunakan dalam dunia keuangan yang merupakan suatu pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunganya kelak pada saat tanggal

jatuh tempo pembayaran. Obligasi pada umumnya diterbitkan untuk suatu jangka waktu tetap di atas 10 tahun.

Salah satu bentuk instrumen investasi pada pasar modal adalah obligasi yang sering didefinisikan sebagai suatu surat berharga jangka panjang bersifat utang yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo pada pemegang obligasi. Namun dalam islam, obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar bunga (sistem riba) tidak dibenarkan. Obligasi syariah berbeda dengan obligasi konvensional, semenjak ada konvergensi pendapat bahwa bunga adalah riba maka dari itu diumumkan alternatif investasi yang dinamakan obligasi syariah.

Dalam islam, istilah obligasi lebih dikenal dengan *shukuk*. *Shukuk* merupakan bentuk jamak *shukuk* yang artinya surat pengakuan utang, cek bank. Kata *shukuk* sendiri artinya dokumen atau piagam akte. Dalam istilah perbankan syariah maknanya surat berharga yang diterbitkan sesuai prinsip syariah. Istilah Sukuk secara terminologi merupakan merupakan bentuk jamak dalam bahasa arab yang berasal dari kata "sakk" yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan (www.wikipedia.or.id).

Dalam *Shari'a Standard No.17 tentang Investment Sukuk, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* mendefinisikan Sukuk sebagai berikut: "*Investment Sukuk are*

certificates of equal value representing undivided share in ownership of tangible assets, usufructs and services, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued”.

Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa sukuk merupakan sertifikat bernilai sama yang mewakili bagian tak terpisahkan dalam kepemilikan suatu aset berwujud, manfaat atau jasa, atau kepemilikan dari aset suatu proyek atau aktivitas investasi tertentu, yang terjadi setelah adanya penerimaan dana sukuk, penutupan pemesanan dan dana yang diterima dimanfaatkan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.

Sementara itu, definisi sukuk menurut Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah memberikan definisi Sukuk sebagai berikut : “Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu’/undivided share*)) atas:

- a) aset berwujud tertentu (*ayyan maujudat*);
- b) nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- c) jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada
- d) aset proyek tertentu (*maujudat masyru’ muayyan*); dan atau

e) kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath istismarin khashah*)”

Adapun Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) belum menggunakan istilah sukuk dan masih menggunakan istilah obligasi syariah. Dalam fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah DSN-MUI mendefinisikan obligasi syariah sebagai: “... suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”.

Obligasi syariah mempunyai pengertian yaitu: “obligasi yang ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emiten untuk membayar kepada pemegang obligasi syariah sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana obligasi syariah pada tanggal pembayaran kembali dana obligasi syariah”. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap tahun). Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan yang dibagihasilkan, yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil yang bersangkutan. Pembayaran pendapatan bagi hasil kepada masing-masing pemegang obligasi syariah akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan obligasi syariah yang belum dibayar kembali.

2.1.2. Karakteristik Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk. Ciri khas lain sukuk adalah, jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.

Obligasi Syariah mempunyai beberapa karakteristik. Pertama, obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor. Kedua, dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin. Ketiga, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non halal.

Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan obligasi syariah masih sama seperti obligasi biasa pada umumnya.

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa jumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari *riba, gharar, dan masyir*.

Tabel 2.1
Perbandingan Obligasi Syariah (Sukuk) dengan Obligasi Konvensional

Deskripsi	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/ pernyataan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i>	Bunga kupon, <i>capital gain</i>

Jangka Waktu	Pendek-menengah	Menengah –panjang
<i>Underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
<i>Price</i>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Penggunaan dana hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

Sumber: Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah

Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

1. Kepemilikan aset berwujud tertentu
2. Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau
3. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Ada beberapa kriteria persyaratan yang harus dipenuhi oleh emiten, yaitu:

1. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No.20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah islam diantaranya adalah:

- a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang, usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional
 - b. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat *mudharat*.
2. Peringkat *Investment Grade*:
- a. Memiliki fundamental usaha yang kuat
 - b. Memiliki fundamental keuangan yang kuat
 - c. Memiliki citra yang baik di publik
3. Keuntungan tambahan jika termasuk korporasi atau institusi syariah yang terdaftar dalam komponen *Jakarta Islamic Index*.

Secara umum, ketentuan mekanisme mengenai obligasi syariah adalah sebagai berikut :

- a. Obligasi syariah haruslah berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi dalam bentuk bagi hasil atau *revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.
- b. Obligasi syariah *mudharabah* yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati

sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari non halal.

- c. *Nisbah* (rasio bagi hasil) harus ditentukan sesuai kesepakatan sebelum penerbitan obligasi tersebut.
- d. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
- e. Sistem pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau oleh Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
- f. Apabila perusahaan penerbit obligasi melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan pengembalian dana investor dan harus dibuat surat pengakuan utang.
- g. Apabila emiten berbuat kelalaian atau cedera janji maka pihak investor dapat menarik dananya.
- h. Hak kepemilikan obligasi syariah mudharabah dapat dipindah tangan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian.

2.1.3. Jenis Obligasi Syariah (Sukuk)

Jenis sukuk berdasarkan Standar Syariah AAOIFI No.17 tentang *Investment Sukuk*, terdiri dari :

- 1) Sertifikat kepemilikan dalam aset yang disewakan.

2) Sertifikat kepemilikan atas manfaat, yang terbagi menjadi 4 (empat) tipe : Sertifikat kepemilikan atas manfaat aset yang telah ada, Sertifikat kepemilikan atas manfaat aset di masa depan, sertifikat kepemilikan atas jasa pihak tertentu dan Sertifikat kepemilikan atas jasa di masa depan.

3) Sertifikat salam.

4) Sertifikat istishna.

5) Sertifikat murabahah.

6) Sertifikat musyarakah.

7) Sertifikat muzara'a.

8) Sertifikat musaqa.

9) Sertifikat mugharasa.

Sementara itu *Academy for International Modern Studies* (AIMS) mengklasifikasikan jenis sukuk sebagai berikut:

1) Sukuk mudharabah

2) Sukuk musyarakah

3) Sukuk ijarah

4) Sukuk murabahah

5) Sukuk salam

6) Sukuk istishna

7) Sukuk hybrid

Di samping itu, AIMS juga membagi sukuk menjadi empat kelompok berdasarkan aset atau proyek yang menjadi dasar transaksinya, sebagai berikut:

- 1) Sukuk yang mewakili kepemilikan pada aset berwujud (sebagian besar berupa transaksi *sale and lease back* atau *direct lease*);
- 2) Sukuk yang mewakili kemanfaatan atau jasa (mendasarkan pada transaksi *sub lease* atau penjualan jasa/*sale of service*);
- 3) Sukuk yang mewakili bagian ekuitas dalam usaha atau portofolio investasi tertentu (berdasarkan akad musyarakah atau mudharabah);
- 4) Sukuk yang mewakili piutang atau barang yang diterima di masa depan (berdasarkan murabahah, salam, atau istishna).

Atas dasar proyek atau aset yang mendasarinya tersebut di atas, sukuk dapat juga dikelompokkan menjadi dua yaitu sukuk yang dapat diperdagangkan dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan. Sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable sukuk*) adalah sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu. Contohnya : sukuk ijarah, sukuk mudharabah, atau sukuk musyarakah. Sementara sukuk yang mewakili piutang dalam bentuk uang maupun barang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradable sukuk*). Contohnya : sukuk salam, sukuk istishna, atau sukuk murabahah.

Di Indonesia, fatwa DSN MUI baru mengatur beberapa jenis Obligasi Syariah yaitu Obligasi Syariah Mudharabah (fatwa Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002), Obligasi Syariah Ijarah (fatwa Nomor 41/DSN-MUI/III/2004) dan Obligasi Syariah Mudharabah Konversi (fatwa Nomor 59/DSN-MUI/V/2007). Jenis-jenis sukuk yang dimungkinkan untuk diterbitkan berdasarkan Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.14 tentang Akad-Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal adalah sukuk Mudharabah dan sukuk Ijarah.

2.2. Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Setiap perusahaan memerlukan modal untuk melakukan kegiatan operasionalnya. Modal yang digunakan oleh perusahaan tersebut bisa berasal dari luar ataupun dari dalam perusahaan sendiri. Modal dari dalam bisa berasal dari laba yang ditahan, saham biasa dan saham preferen yang diterbitkan perusahaan. Sedangkan modal yang berasal dari luar adalah hutang yang diambil oleh perusahaan.

Pada penelitian ini, penulis tertarik untuk meneliti tentang penerbitan obligasi syariah (sukuk) sebagai salah satu bentuk investasi dan pendanaan bagi perusahaan. Selain sebagai salah satu bentuk pendanaan bagi perusahaan, penerbitan obligasi syariah juga dapat mempengaruhi investasi saham.

Penerbitan obligasi syariah akan menyebabkan terjadinya peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* di mana perusahaan dapat mengurangi bagian *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang timbul dari adanya penggunaan hutang. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal (Nafiah Afaf 2008).

Kemampuan penerbitan obligasi syariah (sukuk) dalam mempengaruhi investasi saham ini cukup beralasan melihat nilai manfaat yang terdapat dari penerbitan obligasi syariah ini. Selain itu, potensi penerbitan obligasi syariah ke depan juga diprediksi akan semakin besar.

Ali Arsalan Tariq (2004) menjelaskan manfaat obligasi syariah (sukuk) sebagai berikut :

“ Generally, sukuk are asset-backed, stable income, tradable and shari’ah compatible trust certificates. The primary condition of issuance of sukuk is the existence of assets on balance sheet of government, the monetary authority, the corporate body, the banking and financial institution or any entity which wants to mobilize the financial resources.

The identification of suitable assets is the first, and arguably most integral, step in the process of issuing sukuk certificates. Shari'ah considerations dictate that the pool of assets should not solely be comprised of debts from islamic financial contracts (e.g. Murabaha, Istisna).

Momentum penerbitan obligasi syariah (sukuk) harus menjadi informasi strategis yang berlevel tinggi yang menempatkan isu, tantangan dan peluang *Sustainability Development* bagi perusahaan dan sektor keuangan, khususnya keuangan islam. Untuk melihat sejauh mana investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut dilakukan pengujian kandungan informasi peristiwa pengumuman atau penerbitan obligasi syariah (sukuk) dapat diukur dengan menggunakan tingkat *return* saham.

Jogiyanto (2008) memaparkan pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Secara umum, hubungan antara tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan kinerja pasar perusahaan masih sangat beragam. Secara teoritis, ada hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja pasar perusahaan. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga merupakan salah satu pengungkapan atas strategis pendanaan perusahaan sehingga pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan idealnya akan mempengaruhi keputusan investor yang tercermin dalam

tingkat *return* saham. Hal ini disebabkan karena strategi penerbitan obligasi syariah (sukuk) telah terbukti memberikan nilai lebih kepada perusahaan maupun negara dalam mendorong ekspansi perusahaan dan pembangunan negara seperti dikemukakan oleh Umar Mohammed Idris (2007) :

“Sukuk is a very important tool for mobilization of the islamic funds, since a big amount of the islamic funds is inactive in the economy. Sukuk issuance has greatly contributed in the enhancement of more infrastructural developments in many of the muslim countries by issuing sukuk that provide capital for mega projects”.

Muhammad Firdaus,dkk dalam Sunarsih (2008) pada saat ini, yaitu mulai tahun 2002 di Bursa Efek Indonesia diperdagangkan instrument keuangan baru yaitu obligasi syariah. Obligasi syariah ini diterbitkan selain untuk menutupi kebutuhan modal kerja juga bisa digunakan untuk pembangunan infrastruktur baik oleh perusahaan atau pemerintah.

Dengan demikian obligasi syariah bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan. Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional. Tetapi kecenderungan investor memang berbeda-beda karena sudut pandang yang digunakan untuk menganalisis dan memprediksi investasi yang akan mereka lakukan pun berbeda.

Walaupun kepedulian investor dan perusahaan makin berkembang pada alternatif investasi dan pendanaan bagi mereka, seperti adanya obligasi syariah (sukuk) ini, tetapi belum semua perusahaan menggunakan obligasi syariah (sukuk) sebagai instrumen pendanaannya selain saham yang masih dominan hingga saat ini.

Mengacu kepada Siaran Pers BAPEPAM-LK pada 31 Desember 2009 yang menyatakan bahwa : “Selama tahun 2009 terdapat 12 sukuk dari 7 emiten yang memperoleh pernyataan efektif dari Bapepam-LK dengan total nilai emisi dari penerbitan sukuk tersebut sebesar Rp 1,22 triliun. Sampai dengan 29 Desember 2009, jumlah sukuk yang beredar telah mencapai 28 sukuk sehingga proporsi jumlah sukuk telah mencapai 12,12% dari total efek yang bersifat utang yang beredar. Secara kumulatif, sampai dengan Desember 2009 jumlah sukuk yang telah diterbitkan telah mencapai 41 sukuk, meningkat sebesar 41,3% dibanding akhir tahun 2008 yang baru berjumlah 29 sukuk. Sementara total nilai emisi sukuk mencapai Rp 6,71 triliun pada Desember 2009, meningkat sebesar 22,20% dibanding akhir tahun 2008 yang baru mencapai Rp 5,49 triliun”.

Kondisi ini menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang telah terjadi selama ini masih cenderung direspon secara konservatif dan hati-hati oleh perusahaan dan pasar. Jika melihat hasil penelitian sebelumnya tentang pengaruh penerbitan obligasi terhadap respon pasar, di mana hasilnya pasar cenderung merespon negatif bahkan tidak terpengaruh terhadap penerbitan obligasi yang dilakukan perusahaan,

maka melihat kondisi penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang dilakukan oleh perusahaan saat ini seperti respon yang ditunjukkan pasar tidak akan jauh berbeda (cenderung direspon negatif dan tidak signifikan) dengan hasil penelitian sebelumnya. Namun, dilihat dari perkembangan yang ada ditambah dengan masih mudanya umur keberadaan obligasi syariah (sukuk) ini di dunia pasar modal Indonesia, pencapaian yang telah diraih hingga saat ini masih bisa menumbuhkan potensi dan optimisme yang besar dari para investor dan pelaku pasar modal.

Tingkat perumbuhan obligasi syariah (sukuk) sebesar 41,3% sepanjang tahun 2009 secara kasat mata menunjukkan bahwa pasar bereaksi positif dengan adanya penerbitan obligasi syariah ini. Tentu saja respon positif pasar ini tidak akan terjadi jika tingkat pengembalian atas investasi yang ada tidak bernilai positif dan menguntungkan juga.

Seperti yang telah dijelaskan secara sekilas pada pembahasan di atas, perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka

akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sesungguhnya.

Oleh karena itu, dampak dari pengumuman penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) perusahaan mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional yang saat ini sedang berkembang di pasar tak luput dari perhatian investor. Informasi penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) ini kemudian akan memberikan suatu pertanda (*signal*) bagaimana efeknya bagi *return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) sekaligus mengeluarkan saham di pasar bursa efek. *Signalling Theory* berlaku di sini, di mana setiap tindakan mengandung informasi (Suluh Pramastuti 2007).

Teori ini diperkuat oleh (Jogiyanto, 2008:491) : “Jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium yang baru.

2.3. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Dalam penerbitan obligasi pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan jumlah emisi obligasi. Apabila perusahaan membutuhkan dana Rp 400 Milyar maka dengan

jumlah sama akan diterbitkan obligasi senilai dana tersebut. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2.4. Rating Penerbitan Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Dalam investasi, rating merupakan salah satu hal yang sangat penting karena menentukan suatu perusahaan atau negara bisa mendapatkan pendanaan dari penerbitan obligasi atau tidak dan berapa besar kupon atau imbal hasil yang harus dibayarkan agar diterima investor. Dalam investasi, baik saham, reksadana, maupun obligasi, perubahan rating terutama rating suatu negara bisa menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi arah investasi. Maka dari itu, investor perlu mengetahuinya.

Rating adalah suatu penilaian yang terstandarisasi terhadap kemampuan suatu negara atau perusahaan dalam membayar hutang-hutangnya. Karena terstandarisasi artinya rating suatu perusahaan atau negara dapat dibandingkan dengan perusahaan atau negara lain sehingga dapat dibedakan siapa yang mempunyai kemampuan lebih baik, siapa yang kurang. Rating dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat dan biasanya untuk menjadi perusahaan pemeringkat harus mendapat izin resmi dari pemerintah (Pefindo).

Peringkat obligasi adalah opini tentang kelayakan kredit dari penerbit obligasi berdasarkan faktor-faktor risiko yang relevan. Peringkat yang diberikan bukan merupakan sebuah rekomendasi untuk membeli, menjual, atau mempertahankan suatu obligasi. Opini ini berfokus pada kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk memenuhi kewajibannya secara tepat waktu. Opini yang diberikan juga tidak spesifik menunjuk suatu obligasi tetapi untuk perusahaan penerbit obligasi tersebut. Peringkat obligasi tersebut memberikan analisis tentang kelayakan kredit perusahaan sehingga dapat digunakan untuk berbagai macam tujuan finansial dan komersial, seperti negosiasi *leasing* jangka panjang atau meminimalisasi *letter of credit* untuk vendor. Selain itu, perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan peringkat yang didapatkan pada publik atau merahasiakannya. (Ong; 2002).

Sebelum melakukan penjualan obligasi, kebanyakan korporasi akan meminta lembaga pemeringkat untuk memberikan peringkat. Dalam proses pemeringkatan ini, hal yang paling penting adalah pertemuan dengan manajemen korporat. Pertemuan ini dimaksudkan untuk melakukan *review* yang detail terhadap rencana operasional dan finansial perusahaan, kebijakan manajemen, dan faktor-faktor kredit lain yang dapat mempengaruhi peringkat. CFO dan CEO perusahaan biasanya mewakili manajemen dalam pertemuan yang dijadwalkan beberapa kali ini.

Pada umumnya, lembaga pemeringkat akan meminta laporan keuangan yang sudah diaudit, laporan keuangan interim, deskripsi tentang kegiatan operasi dan produk perusahaan, dan *draft* pernyataan registrasi. Peringkat obligasi akan mempengaruhi tingkat pengembalian obligasi yang diharapkan oleh investor. Semakin buruk peringkat suatu obligasi, maka akan semakin tinggi pula tingkat pengembalian hasil yang akan dituntut investor atas suatu obligasi.

Obligasi berperingkat rendah akan menyediakan tingkat kupon yang tinggi. Sebaliknya obligasi dengan peringkat tinggi menandakan bahwa kualitas obligasi tersebut bagus sehingga dapat memberikan tingkat kupon yang rendah (Darmawan; 2007).

Peringkat obligasi penting karena obligasi dengan peringkat yang rendah biasanya memiliki biaya bunga yang lebih tinggi. Tetapi, penelitian-penelitian terakhir menunjukkan bahwa peringkat obligasi kurang mencerminkan risiko obligasi. Harga saham dan harga obligasi dari suatu perusahaan tidak memperlihatkan efek yang abnormal diakibatkan oleh perubahan peringkat. Hal ini mungkin disebabkan oleh karena peringkat obligasi didasarkan pada informasi yang tersedia di publik dan tidak menambahkan informasi baru bagi pasar. (Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan; 2008).

Perusahaan-perusahaan umumnya berusaha untuk mempertahankan peringkat obligasi yang dimilikinya karena menguntungkan bagi perusahaan. Beberapa keuntungan yang dapat

diperoleh adalah kemampuan untuk menerbitkan *commercial paper*, jalan masuk ke pasar modal dan investor, dan hubungan yang lebih baik dengan pihak ketiga. Keuntungan-keuntungan yang diperoleh tersebut mendorong perusahaan untuk mempertahankan peringkat obligasinya dengan mengurangi penggunaan hutang pada saat menjelang penerbitan peringkat obligasi. Penggunaan hutang yang lebih sedikit dapat mencegah penurunan peringkat obligasi dan mendorong peningkatan peringkat obligasi tersebut (Kisgen; 2006).

Peringkat obligasi saat ini dipandang penting. *Securities and Exchange Commission* (SEC), dalam laporannya mengenai peran dan fungsi lembaga pemeringkat, menyatakan bahwa pentingnya peringkat obligasi bagi investor telah meningkat secara signifikan sehingga mempengaruhi struktur transaksi finansial, akses penerbit obligasi terhadap modal, dan kemampuan investor dalam melakukan investasi. Bahkan majalah *The Economist* (2005) menyatakan bahwa saat ini lembaga-lembaga pemeringkat adalah salah satu institusi yang paling berpengaruh di pasar modal.

Manfaat umum dari proses pemeringkatan obligasi adalah (Rahardjo; 2004):

- a. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.

- b. Efisiensi biaya. Hasil peringkat obligasi yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan, seperti penyediaan *sinking fund* dan jaminan aset.
- c. Menentukan besarnya *coupon rate*, semakin bagus peringkatnya, cenderung semakin rendah nilai *coupon rate* dan sebaliknya.
- d. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan hutang tersebut.
- e. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Adapun beberapa manfaat yang akan didapatkan oleh emiten adalah:

- a. Informasi posisi bisnis. Pihak perusahaan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
- b. Menentukan struktur obligasi. Perusahaan dapat menentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.
- c. Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan peringkat yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.

- d. Alat pemasaran. Peringkat obligasi yang baik terlihat lebih menarik sehingga dapat membantu pemasaran obligasi tersebut.
- e. Menjaga kepercayaan investor. Peringkat obligasi yang independen akan membuat investor merasa lebih aman sehingga kepercayaan bisa lebih terjaga.

Di Indonesia, perusahaan yang mendapat izin serta menjadi *market leader* dalam pemberian rating adalah PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). Selain itu, belakangan ini juga terdapat perusahaan baru yang memiliki bidang usaha serupa yaitu Fitch Rating Indonesia dan ICRA (*Indonesia Credit Rating Agency*). Umumnya perusahaan yang mendapat izin dari pemerintah Indonesia hanya memeringkat perusahaan-perusahaan yang beroperasi di Indonesia. Sementara rating terhadap kemampuan membayar hutang suatu negara dilakukan oleh perusahaan pemeringkat yang mendapat pengakuan internasional. Dahulu perusahaan pemeringkat ini didominasi oleh 3 pemain besar seperti *Standard & Poor*, *Moody's Investor Service*, dan *Fitch Rating*. Namun, belakangan ini juga semakin bermunculan perusahaan pemeringkat yang ratingnya juga diakui selain 3 pemain besar di atas. Perusahaan pemeringkat lainnya yaitu JCRA (*Japan Credit Rating Agency*) dan *Rating & Information Service Inc.*

Suatu rating terdiri dari dua bagian yaitu rating dan *outlook*. Rating adalah kemampuan membayar hutang sedangkan *outlook* adalah pandangan dari perusahaan pemeringkat, apakah rating akan naik, turun,

atau tetap pada periode penilaian berikutnya. Rating sendiri terdiri dari dua yaitu 3 huruf yang disertai dengan tanda atau angka tergantung perusahaan pemeringkat. Sebagai contoh urutan dari yang paling tinggi hingga paling rendah secara umum adalah sebagai berikut:

1. *Investment Grade*

- AAA atau Aaa
- AA+, AA dan AA- ATAU Aa1, Aa2, dan Aa3
- A+, A, dan A- ATAU A1, A2, dan A3
- BBB+, BBB, dan BBB- atau Baa1, Baa2, Baa3

2. *Non Investment Grade (Junk Bond)* dengan rating di bawah BBB atau Baa

- BB+, BB dan BB- atau Ba1, Ba2, dan Ba3
- B+, B dan B- atau B1, B2, dan B3
- CCC+, CCC dan CCC- atau Caa1, Caa2, dan Caa3
- CC+, CC dan CC- atau Ca1, Ca2, dan Ca3
- C+, C dan C- atau C1, C2, dan C3
- *Default*

Investment Grade adalah kategori bahwa suatu perusahaan atau negara dianggap memiliki kemampuan yang cukup dalam melunasi hutangnya. Sehingga bagi investor yang mencari investasi yang aman, umumnya memilih rating *Investment Grade*. Praktek pada perusahaan lebih detail lagi. Perusahaan yang menerapkan *screening* yang lebih

mendalam seperti BUMN *investment grade* nya minimal A karena rating BBB masih dianggap belum aman.

Non Investment Grade adalah kategori bahwa suatu perusahaan atau negara dianggap memiliki kemampuan yang meragukan dalam memenuhi kewajibannya. Perusahaan yang masuk ketegori ini biasanya cenderung sulit memperoleh pendanaan. Supaya berhasil umumnya mereka memberikan kupon atau imbalan hasil yang tinggi sehingga disebut juga dengan *High Yield Bond*. Investor yang memilih jenis obligasi ini biasanya cenderung memiliki sifat spekulatif. Sebab jika ternyata perusahaan berkomitmen melunasi seluruh kewajibannya, imbal hasil yang diterima bisa sangat tinggi.

Pada prinsipnya, semakin rendah rating, berarti semakin tinggi risiko gagal bayar dan berarti semakin tinggi pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan oleh investor.

Tabel 2.2

Interpretasi Rating Pefindo

AAA	Obligasi yang diperingkat sebagai AAA adalah obligasi dengan peringkat tertinggi yang diberikan oleh Pefindo. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat superior dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
-----	---

AA	Obligasi dengan peringkat AA hanya berbeda sedikit dengan obligasi dengan peringkat AAA. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
A	Obligasi dengan peringkat A mengindikasikan kapasitas penerbit obligasi untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya relatif kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi lainnya, tetapi obligasi ini tetap lebih mudah terpengaruh oleh perubahan keadaan dan kondisi ekonomi daripada obligasi peringkat AAA dan AA.
BBB	Obligasi berperingkat BBB mengindikasikan parameter yang cukup aman dibandingkan dengan obligasi Indonesia lainnya. Memburuknya kondisi ekonomi atau perubahan keadaan akan mempengaruhi kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.
BB	Obligasi dengan peringkat BB menggambarkan parameter perlindungan yang relatif agak lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Kapasitas dari penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya cukup rawan terhadap ketidakpastian terhadap kondisi bisnis, finansial, dan ekonomi.
B	Obligasi dengan peringkat B menggambarkan parameter perlindungan yang relatif lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Penerbit obligasi masih mempunyai kapasitas untuk membayar kewajiban jangka panjangnya tetapi adanya kondisi-kondisi ekonomi, bisnis, dan finansial yang buruk akan sangat mempengaruhi kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.

CCC	Obligasi dengan peringkat CCC berpotensi untuk tidak membayar kewajibannya dan tergantung pada kondisi finansial dan bisnis yang baik untuk dapat membayar kewajibannya tersebut.
SD	Obligasi dengan peringkat SD (<i>Selective Default</i>) akan diberikan pada penerbit obligasi yang telah gagal membayar satu atau lebih obligasinya pada saat jatuh tempo. Rating SD diberikan oleh Pefindo jika penerbit obligasi telah gagal membayar salah satu obligasinya tetapi akan tetap membayar obligasi lainnya tepat waktu.
D	Obligasi diberi peringkat D jika penerbit obligasi tersebut gagal membayar kewajibannya dan otomatis diberikan pada saat penerbit pertama kali gagal membayar kewajibannya. Pengecualian diberikan jika pembayaran bunga telah lewat dari tanggal jatuh tempo tetapi masih di dalam periode <i>grace</i> atau telatnya pembayaran terjadi karena adanya perselisihan komersial <i>bonafide</i> .

Sumber: Pefindo

Pada peringkat obligasi dari AAA sampai B dapat dimodifikasi menggunakan notasi plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tersebut.

2.5. Return Saham

Konsep risiko tidak terlepas kaitannya dengan *return*, karena investor selalu mengharapkan tingkat *return* yang sesuai atas setiap risiko investasi yang dihadapinya. Menurut Brigham et al. (1999:192), pengertian dari *return* adalah “*measure the financial performance of an*

investment". Pada penelitian ini, *return* digunakan pada suatu investasi untuk mengukur hasil keuangan suatu perusahaan.

Horne dan Wachoviz (1998:26) mendefinisikan *return* sebagai: "*Return as benefit which related with owner that includes cash dividend last year which is paid, together with market cost appreciation or capital gain which is realization in the end of the year*". Menurut Jones (2000:124) "*return is yield dan capital gain (loss)*". (1) *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk dividen), (2) *Capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan. Hal tersebut diperkuat oleh Corrado dan Jordan (2000:5) yang menyatakan bahwa "*Return from investment security is cash flow and capital gain/loss*". Berdasarkan pendapat yang telah dikemukakan, dapat diambil kesimpulan *return* saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham investor atas investasi yang dilakukannya, yang terdiri dari dividen dan *capital gain/loss*.

Dividen merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam suatu periodik tertentu. *Capital gain/loss* dalam suatu periode merupakan selisih antara harga saham semula (awal periode dengan harganya di akhir periode). Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari harga awalnya, maka dikatakan investor memperoleh *capital gain*, sedangkan bila yang terjadi sebaliknya maka investor dikatakan memperoleh *capital loss*.

Menurut Jogiyanto (2003:109) *return* saham dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang. Berdasarkan pengertian *return*, bahwa *return* suatu saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya dengan mengabaikan dividen.

2.6. Penelitian Terdahulu

Penelitian terdahulu berfungsi untuk menjelaskan keterkaitan atau kesamaan masalah penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. Penerbitan obligasi tidak selalu direspon negatif oleh pasar. Kim dan Stulz (1988) dengan menggunakan sampel *Eurobond* yang dikeluarkan oleh perusahaan Amerika Serikat juga mendapatkan hasil yang sama, pasar bereaksi positif sehingga mereka mendapatkan *positive average abnormal stock return* di sekitar waktu pengumuman penawaran obligasi. Hal ini tentu saja berlawanan dengan literatur yang ada tentang reaksi harga pasar dan *return* saham perusahaan pada saat penerbitan obligasi domestik, yang berdasarkan penelitian menghasilkan laporan yang negatif atau bahkan tidak memberikan pengaruh terhadap kesejahteraan investor dan perusahaan.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Jun-Koo Kang, Yong-Cheol Kim, Kyung-Joo Park, and Rene M. Stulz (1995) menunjukkan respon sebaliknya. Pasar justru bereaksi positif atas adanya pengumuman penerbitan obligasi dalam bentuk *off shore dollar-denominated equity-linked debt* yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan Jepang antara 1977-1989. Penelitian ini menghasilkan *abnormal return* yang positif dan signifikan sebesar 0.5% pada 3 hari sekitar waktu pengumuman penerbitan.

Hasil penelitian M.J. Barron, A.D. Clare & S.H. Thomas (1997) tentang *The Effect of Bond Rating Changes and New Ratings on UK Stock Returns*. Di UK, rating obligasi (*new rating*), apakah itu untuk jangka pendek atau jangka panjang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *return* saham. Perkembangan di pasar merupakan indikator yang penting untuk mengetahui tingkah laku pasar. Para investor dalam melakukan transaksi di pasar modal akan mendasarkan keputusannya pada berbagai informasi yang dimilikinya. Informasi yang relevan dengan pasar modal merupakan sesuatu yang dicari oleh investor dalam upaya pengambilan keputusan investasi.

Burnmeister dan McElroy (1988) dalam Michell Suharli (2004) melanjutkan penelitian Chen, Roll dan Ross yang hasilnya menyatakan terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap *return* suatu saham. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan variabel makro yang turut

mempengaruhi aktivitas perekonomian negara umumnya, dan perusahaan khususnya. Walaupun begitu, nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) ini bisa saja akan berdampak pada harga saham perusahaan dalam beberapa waktu kedepan.

Seperti halnya yang diungkapkan oleh Chen, Roll dan Ross (1986) dalam Michell Suharli (2004) yang melakukan penelitian dan menyatakan bahwa terdapat empat faktor yang mendasari perubahan harga saham, yaitu: 1. Tingkat Inflasi 2. Perbedaan antara tingkat suku bunga jangka pendek dan jangka panjang. 3. Perbedaan antara tingkat keuntungan obligasi yang beresiko tinggi dan rendah 4. Tingkat kegiatan dalam industri.

Penelitian lainnya yang juga menghasilkan respon serupa adalah penelitian Maria Concepcion, Verona Martel dan Yaiza Garcia Padron (2006) yang meneliti tentang respon pasar melalui pergerakan harga sahamnya atas informasi penerbitan obligasi yang dilakukan oleh perusahaan pada *Spanish Stock Market*. Maria dan Yaiza mendapatkan kesimpulan bahwa *Spanish Stock Market* bereaksi positif dan signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi yang terjadi. Reaksi pasar yang positif dan signifikan ini terjadi pada perusahaan yang menerapkan kebijakan pembayaran dividen rendah (*low dividends*). Di sisi lain,

koefisien variabel X_2 , rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga bernilai negatif tidak signifikan, yaitu sebesar - 0.016.

Etika Karyani dan Adler H. Manurung (2006) yang mengambil sampel seluruh perusahaan yang mengalami perubahan *bond rating* antara tahun 2004-2008 menemukan hasil bahwa perubahan *bond rating* berpengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham sekitar pengumuman perubahan *bond rating*.

Hal ini menunjukkan hubungan yang negatif atau berlawanan arah antara *return* saham perusahaan dengan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk). Di mana apabila terjadi peningkatan 1 satuan pada rating penerbitan obligasi syariah (sukuk), maka *return* saham perusahaan sampel akan turun sebesar 0.016. Hasil ini sejalan dengan penelitian yang pernah dilakukan sebelumnya oleh Prita Murdiati (2007) yang menyatakan bahwa pengumuman *bond rating* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham baik sebelum maupun sesudah pengumuman *bond rating* tersebut.

Lucy Sumardi (2007) juga menyatakan hal serupa dalam penelitiannya, bahwa rating obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return saham*. Untuk kasus perubahan *bond rating* terhadap *return* saham juga hasilnya tidak berbeda.

Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan

merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan selisih antara *return* yang diharapkan dengan *return* yang sesungguhnya. Oleh karena itu, dampak dari nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan mengacu dari fenomena penerbitan obligasi konvensional yang saat ini sedang berkembang di pasar tak luput dari perhatian investor, walaupun sampai saat ini pengaruhnya masih belum signifikan dan relatif kecil. Untuk kasus penelitian yang dilakukan penulis saat ini, arah hubungan negatif antara nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) terhadap *return* saham perusahaan sebagai hasil penelitian ini dapat terjadi karena harga saham perusahaan yang mengalami penurunan CAR tersebut mendominasi perusahaan yang lainnya. Oleh karena itu, secara agregat pengaruhnya akan negatif. Selain itu, rendahnya kemampuan variabel independen, yaitu nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan dalam menerangkan *return* saham sebagai variabel dependen ini dapat juga dikarenakan masih begitu banyak faktor eksternal dan internal perusahaan lainnya yang turut berpengaruh terhadap *return* saham harian perusahaan.

Tabel 2.3

Tabel Penelitian Terdahulu

No	Nama Peneliti	Judul Penelitian	Objek Penelitian	Variabel Penelitian	Hasil Penelitian
1	Kim dan Stulz (1988)	Reaksi Pasar atas Adanya Pengumuman Penerbitan Obligasi pada Perusahaan Amerika Serikat yang Mengeluarkan <i>Eurobond</i>	Sampel <i>Eurobond</i> yang dikeluarkan oleh perusahaan Amerika Serikat	Penerbitan Obligasi (X) dan <i>Return Saham</i> (Y)	Pasar bereaksi positif sehingga mereka mendapatkan <i>positive average stock return</i> di sekitar waktu pengumuman penawaran obligasi.
2	Jun-Koo Kang, Yong-Cheol Kim, Kyung-Joo Park, and Rene M. Stulz (1995)	Reaksi Pasar atas Adanya Pengumuman Penerbitan Obligasi dalam Bentuk <i>Offshore Dollar-</i>	Perusahaan-perusahaan Jepang antara tahun 1997-1989	Penerbitan obligasi dalam bentuk <i>offshore dollar denominated equity-linked</i> (X) dan	Penelitian ini menghasilkan <i>return</i> yang positif dan signifikan sebesar 0,5% pada 3 hari sekitar waktu pengumuman penerbitan.

		<i>Denominated Equity-Linked Debt</i>		<i>Return</i> Saham (Y)	
3	M.J. Barron, A.D. Clare & S.H. Thomas (1997)	<i>The Effect of Bond Rating Changes and New Rating on UK Stock Returns</i>	<i>UK Stock Returns</i>	Nilai Penerbitan Obligasi (X1), Rating Penerbitan Obligasi (X2), dan <i>Return</i> Saham (Y)	Rating obligasi (<i>new rating</i>), apakah itu untuk jangka pendek atau jangka panjang tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap <i>return</i> saham.
4	Michell Suharli (2004)	Studi Empiris terhadap Dua Faktor yang Mempengaruhi <i>Return</i> Saham pada Industri <i>Food&Bevera ges</i> di Bursa Efek Jakarta	Saham pada Industri <i>Food&Beverage</i> s di Bursa Efek Jakarta	Nilai Penerbitan Obligasi (X1), Rating Penerbitan Obligasi (X2), dan <i>Return</i> Saham (Y)	Terdapat hubungan yang kuat antara variabel makroekonomi terhadap <i>return</i> suatu saham. Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) hanya merupakan bagian kecil dari keseluruhan

					<p>variabel makro yang turut mempengaruhi aktivitas perekonomian negara umumnya, dan perusahaan khususnya. Walaupun begitu, nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) tetap patut diperhitungkan dalam pengambilan suatu keputusan investasi karena nilainya akan senantiasa berubah dari waktu ke waktu dan diprediksi akan semakin berkembang di masa yang akan datang.</p>
5	Maria Concepcion	Respon pasar melalui	Obligasi yang dilakukan oleh	Nilai Penerbitan	<i>Spanish Stock Market</i> bereaksi positif dan

	Verona Martel dan Yaiza Garcia Padron (2006)	pergerakan harga sahamnya atas informasi penerbitan obligasi yang dilakukan oleh perusahaan pada <i>Spanish Stock Market</i>	perusahaan pada <i>Spanish Stock Market</i>	Obligasi (X1), Rating Penerbitan Obligasi (X2), dan <i>Return Saham (Y)</i>	signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi yang terjadi. Reaksi pasar yang positif dan signifikan ini terjadi pada perusahaan yang menerapkan kebijakan pembayaran dividen rendah (<i>low dividends</i>). Di sisi lain, koefisien variabel X ₂ , rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga bernilai negatif tidak signifikan, yaitu sebesar - 0.016.
6	Etika Karyani dan Adler H. Manurung (2006)	Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap	Seluruh perusahaan yang mengalami perubahan <i>bond rating</i> antara	<i>Bond Rating (X)</i> dan <i>Return Saham (Y)</i>	Perubahan <i>bond rating</i> berpengaruh tidak signifikan terhadap <i>return</i> saham sekitar pengumuman

		<i>Abnormal Return Saham</i> di Bursa Efek Jakarta : Periode 2004-2008	tahun 2004-2008		perubahan <i>bond rating</i> .
7	Prita Murdiati (2007)	Dampak Pengumuman <i>Bond Rating</i> terhadap Perusahaan di Bursa Efek Jakarta	Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2000-2006	Rating penerbitan obligasi dan <i>return</i> saham	Pengumuman <i>bond rating</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>return</i> saham baik sebelum maupun sesudah pengumuman <i>bond rating</i> tersebut.
8	Lucy Sumardi (2007)	Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi terhadap <i>Return Saham</i> di Bursa Efek Jakarta:	Perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2000-2006	Nilai Penerbitan Obligasi (X1), Rating Penerbitan Obligasi (X2), dan <i>Return Saham</i> (Y)	Rating obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>return</i> saham. Untuk kasus perubahan <i>bond rating</i> terhadap <i>return</i> saham juga hasilnya tidak berbeda.

		Periode 2000- 2006			
--	--	-----------------------	--	--	--

Sumber : Peneliti

2.7. Kerangka Berfikir

Dalam mengembangkan usahanya atau melakukan ekspansi, perusahaan sering dihadapkan pada berbagai kendala. Salah satu kendala yang dihadapi perusahaan yaitu masalah pemenuhan kebutuhan dana. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan berusaha mencari sumber-sumber pendanaan dari luar di antaranya melalui pasar modal.

Jenis pendanaan yang banyak digunakan untuk kegiatan investasi perusahaan adalah modal dari pemilik (*owners*), pinjaman dari bank, obligasi dan saham. Kombinasi struktur modal yang optimal akan meningkatkan nilai perusahaan.

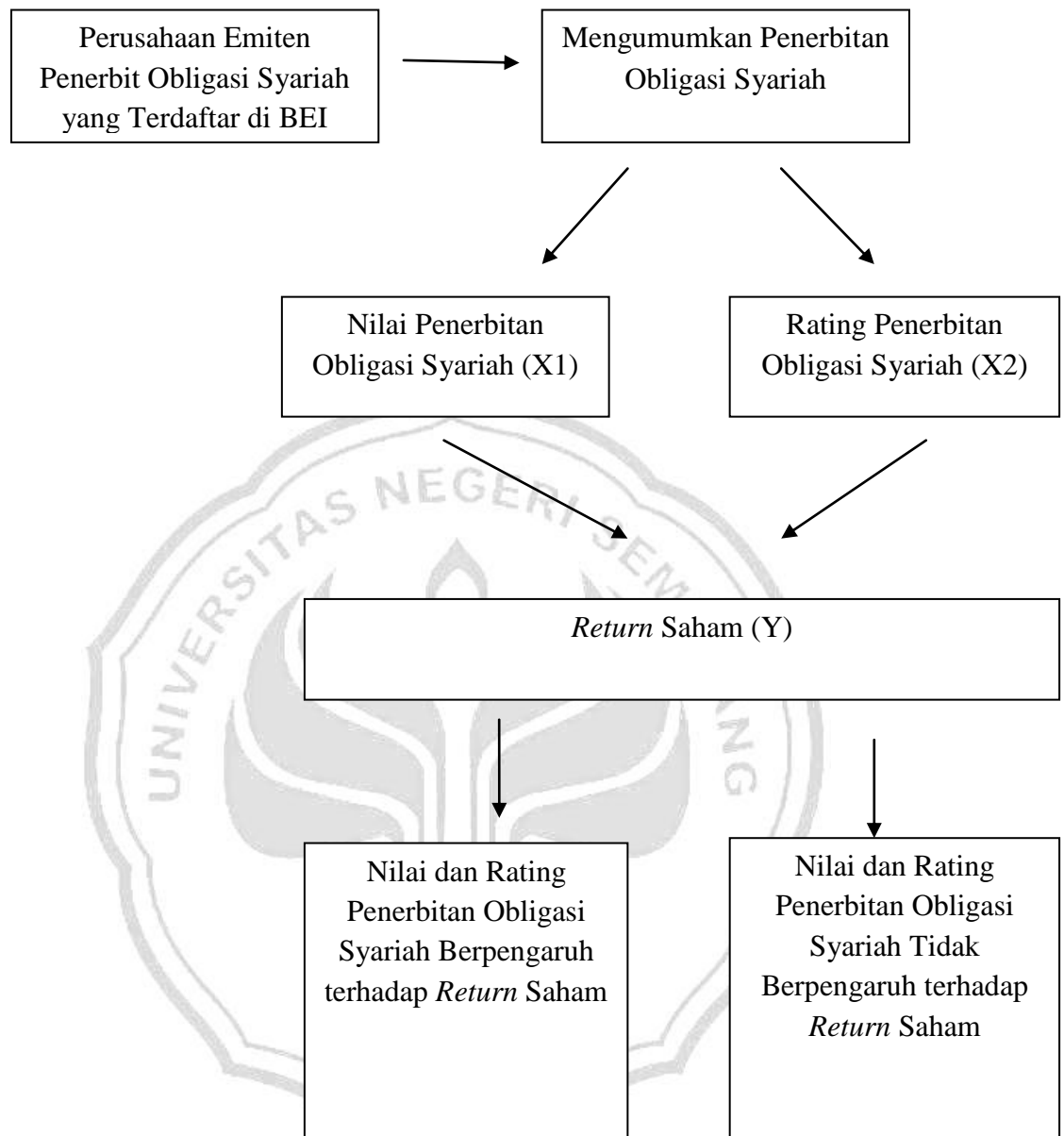
Perusahaan mempunyai hak untuk menentukan kapan penerbitan saham dan obligasi tersebut dilakukan setelah izin prinsip dari otoritas berwenang diperoleh. Keputusan perusahaan untuk menerbitkan obligasi dipengaruhi oleh harga pasar.

Menurut Jogiyanto (2003:410), reaksi pasar dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga. *Return* saham diasumsikan mengalami perubahan ketika ada informasi baru dan diserap

oleh pasar. Salah satu informasi tersebut adalah pengumuman *bond rating* dan nilai penerbitan.

Apabila para pemodal menggunakan informasi yang berupa *bond rating* dalam kegiatannya, maka publikasi pengumuman *bond rating* akan memberi dampak berupa *return* saham, apabila dibandingkan dengan hari di luar pengumuman. Dalam memutuskan untuk membeli saham, para investor perlu melakukan suatu analisis saham, sehingga akan diketahui risiko dan *return* yang akan diterima. Investor pada umumnya menyukai saham dengan tingkat risiko yang lebih rendah.

Menurut Husnan (2003:315), faktor fundamental diperkirakan mempengaruhi harga saham (dalam hal ini faktor fundamental dilihat dari pengumuman *bond rating*). Menurut jogiyanto (2003:89) faktor fundamental perusahaan adalah faktor yang berhubungan dengan kondisi perusahaan yang meliputi kondisi manajemen, organisasi, sumber daya manusia, dan keuangan perusahaan yang tercermin dalam kinerja perusahaan. Pada prinsipnya, semakin rendah rating, berarti semakin tinggi risiko gagal bayar dan berarti semakin rendah pula imbal hasil (*return*) yang diharapkan oleh investor.



Sumber : Peneliti

Gambar 2.1

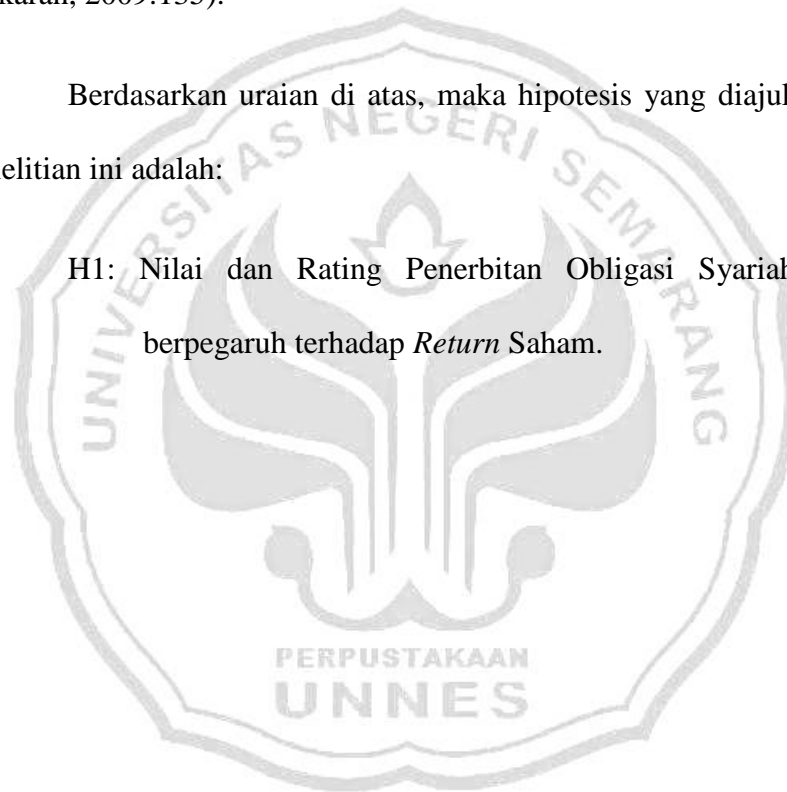
Kerangka Berfikir Penelitian

2.8. Hipotesis

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:

H1: Nilai dan Rating Penerbitan Obligasi Syariah (sukuk) berpengaruh terhadap *Return Saham*.



BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1. Populasi, Sampel, dan Teknik Pengambilan Sampel

Proses pertama untuk melakukan pemilihan sampel adalah penentuan populasi. Populasi merupakan keseluruhan dari subjek penelitian (Arikunto, 2006:130). Definisi populasi secara lebih rinci yaitu wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulan (Sugiyono, 2007:61). Populasi adalah jumlah keseluruhan objek (satuan-satuan atau individu-individu) yang memiliki ciri atau karakteristik yang sama.

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2002-2009. Populasi dalam penelitian ini sebanyak 41 penerbitan obligasi syariah (sukuk).

Langkah berikutnya yaitu menentukan sampel. Sampel adalah bagian dari populasi yang dapat mewakili populasi. Agar sampel dapat memberikan informasi yang mewakili populasi, dibutuhkan metode pemilihan sampel yang tepat (Mudrajad Kuncoro, 2009:128). Oleh karena itu, penulis menentukan metode pemilihan sampel berdasarkan metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan sampel yang terbatas pada jenis orang tertentu yang dapat memberikan informasi yang diinginkan, entah

karena mereka adalah satu-satunya yang memilikinya atau memenuhi beberapa kriteria yang ditentukan oleh peneliti (Sekaran 2005:158).

Adapun tujuan dari metode ini untuk mendapatkan sampel yang representatif dengan kriteria yang telah ditentukan. Kriteria yang dijadikan dasar pemilihan anggota pada penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan telah menerbitkan saham sebelumnya serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002 s.d. 2009. Dari kriteria ini diperoleh 20 perusahaan sebagai sampel dengan total 32 penerbitan obligasi syariah (sukuk).

Berdasarkan *purposive sampling*, diperoleh sampel dalam penelitian ini yaitu seperti pada tabel di bawah ini :

Tabel 3.1

Sampel Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah (sukuk)

No	Nama Obligasi Syariah (sukuk)	Nama Perusahaan	Kode
1	OS Mudharabah Indosat Tahun 2002	PT Indosat Tbk	ISAT
2	OS Ijarah Indosat Tahun 2005	PT Indosat Tbk	ISAT01
3	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	PT Indosat Tbk	ISAT02
4	Sukuk Ijarah Indosat III Tahun 2008	PT Indosat Tbk	ISAT03
5	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri A	PT Indosat Tbk	ISAT04A

6	Sukuk Ijarah Indosat IV Tahun 2009 Seri B	PT Indosat Tbk	ISAT04B
7	OS Berlian Laju Tanker Syariah Mudharabah Tahun 2003	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA
8	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA01
9	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri A	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA02A
10	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker II Tahun 2009 Seri B	PT Berlian Laju Tanker Tbk	BLTA02B
11	OS Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA
12	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri A	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA01A
13	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II Tahun 2009 Seri B	PT Matahari Putra Prima Tbk	MPPA01B
14	OS Mudharabah Tahun 2003	Bank Bukopin Tbk	SYR- BBKP01XX
15	OS Subordinasi Tahun 2003	Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk	SYR- BBMI01SB
16	OS Mudharabah Tahun 2003	Bank Syariah Mandiri Tbk	SYR- BBSM01XX
17	OS Ijarah Berlina I Tahun 2004	PT Berlina Tbk	BRNA01C
18	OS Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk	SONA
19	OS Ijarah I HITS Tahun 2004	PT Humpuss Intermoda Transportasi Tbk	HITS01C
20	OS Mudharabah PTPN VII Tahun 2004	PT Perkebunan Nusantara VII Tahun 2004 Tbk	PVII01C
21	OS Ijarah Indorent I Tahun 2004	PT CSM Corporatama (Indorent) Tbk	RENT01C
22	OS Ijarah I Ricky Putra Globalindo Tahun 2005	PT Ricky Putra Globalindo Tbk	RICY

23	OS Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	PT Apexindo Pratama Duta Tbk	APEX01B
24	Sukuk Mudharabah I Adhi Tahun 2007	PT Adhi Karya (Persero) Tbk	ADHI01
25	Sukuk Ijarah Metrodata Eletronics I Tahun 2008	PT Metrodata Electronics Tbk	MTDL01
26	Sukuk Mudharabah I Mayora Indah Tahun 2008	PT Mayora Indah Tbk	MYOR01
27	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung Tahun 2008	PT Summarecon Agung Tbk	SMRA
28	Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri I Tahun 2008	PT Aneka Gas Industri Tbk	AGII01
29	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri A	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY01A
30	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development Th. 2009 seri B	PT Bakrieland Development Tbk	ELTY01B
31	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri A	PT Mitra Adiperkasa Tbk	MAP101A
32	Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009 Seri B	PT Mitra Adiperkasa Tbk	MAP101B

Sumber: www.idx.co.id

3.2. Variabel Penelitian

Variabel adalah sesuatu hal yang berbentuk apa saja yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari sehingga diperoleh informasi tentang hal tersebut, kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2007:2).

Variabel penelitian ini adalah nilai dan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan sebagai variabel independen dan *return* saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) tersebut serta terdaftar di BEI periode 20002 s.d. 2009 sebagai variabel dependen.

Nilai penerbitan obligasi syariah (X1), rating penerbitan obligasi syariah (X2), serta *return* saham perusahaan (Y). Nilai penerbitan obligasi syariah diukur sesuai dengan jumlah emisi obligasi syariah. Rating obligasi syariah diperoleh dengan mengkonversi rating berbentuk huruf ke dalam bentuk interval. Untuk dapat diolah menjadi analisis regresi, data ordinal yang biasanya didapat dengan menggunakan skala *likert*, maka terlebih dahulu data ini harus ditransformasikan menjadi data interval salah satu cara yang dapat digunakan adalah *Method of Succesive Interval* (MSI).

$$\text{Skala (i)} = \frac{Z_{riil} (i - 1) - Z_{riil} (i)}{\text{Prop. kum (i)} - \text{Prop. kum (i - 1)}}$$

Sementara itu, *return* saham perusahaan diperoleh dari persentase perubahan harga saham penutupan setiap akhir tahun.

$$R_i = P_t - P_{t-1}$$

3.3. Sumber dan Jenis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini antara lain:

1. Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia
2. Nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia

3. Rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*) dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia
4. *Rreturn* saham dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder karena peneliti tidak mengumpulkan sendiri data yang diperoleh melainkan data yang telah dikumpulkan dan diolah melalui pihak lain, dalam hal ini adalah Bursa Efek Indonesia.

Data sekunder merupakan data primer yang diolah lebih lanjut dan disajikan baik oleh pengumpul data primer atau pihak lain (Umar, 2002:130). Data sekunder biasanya telah dikumpulkan oleh lembaga pengumpul data dan dipublikasikan kepada masyarakat pengguna data (Sugiyono, 2007:309).

Data ini berupa data perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang berisikan tentang nilai penerbitan, rating penerbitan, dan *return* saham.

3.4. Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data adalah prosedur yang sistematis dan standar untuk memperoleh data yang diperlukan adalah dokumentasi, yang mana data dokumentasi memuat apa dan kapan sesuatu terjadi atau

transaksi, serta siapa saja yang terlibat dalam suatu kejadian (Indriarto dan Supomo, 1999:40).

Menurut Hasan (2002:83), pengumpulan data adalah pencatatan peristiwa-peristiwa, hal-hal, keterangan-keterangan, karakteristik-karakteristik sebagian atau seluruh elemen populasi yang akan menunjang atau mendukung penelitian. Metode yang digunakan untuk mendapatkan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu dengan melihat dan melakukan pencatatan data terhadap data pada Bursa Efek Indonesia. Penelitian juga dilakukan dengan menggunakan studi kepustakaan, yaitu mempelajari, memahami, mencermati, menelaah, mengidentifikasi hal-hal yang sudah ada dan apa yang belum ada dalam bentuk jurnal-jurnal atau karya-karya ilmiah yang berkaitan dengan permasalahan penelitian (Ferdinand, 2006).

Penelitian ini menggunakan teknik pengumpulan data dengan cara dokumentasi, yaitu suatu teknik pengumpulan data dengan mempelajari dan menggunakan informasi nilai penerbitan obligasi syariah (*sukuk*), rating penerbitan obligasi syariah (*sukuk*), dan *return* saham dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (*sukuk*) pada tahun 2002-2009 dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3.5. Metode Analisis Data

Metode analisis data adalah metode yang digunakan untuk mengolah dan memprediksi hasil penelitian guna memperoleh suatu

kesimpulan. Metode ini meliputi metode uji asumsi klasik dan analisis regresi berganda.

3.5.1. Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali,2011:160).

Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya.

Pengujian yang paling tepat pada uji normalitas adalah uji statistik non-parametrik Kolmogrov-Smirnov (KS). Konsep dasar dari uji Kolmogrov-Smirnov adalah dengan membandingkan distribusi data (yang akan diuji normalitasnya) dengan distribusi normal baku. Distribusi Normal baku adalah data yang telah ditransformasikan dalam bentuk *Z-Score* dan diasumsikan normal. Jadi sebenarnya uji Kolmogrov-Smirnov adalah uji beda antara data yang diuji normalitasnya dengan data normal baku. Apabila nilai signifikansi dari uji Kolmogrov-Smirnov $> 0,05$ maka data distribusi normal (Ghozali,2011:165).

3.5.2. Uji Asumsi Klasik

Suatu model dikatakan baik untuk alat prediksi apabila mempunyai sifat-sifat tidak bias sebagai suatu penafsir. Di samping itu

suatu model dikatakan cukup baik dan dikatakan dapat dipakai untuk memprediksi apabila sudah lolos dari serangkaian uji asumsi klasik yang melandasinya.

Pengujian asumsi klasik diperlukan untuk mengetahui apakah hasil estimasi regresi yang dilakukan benar-benar terbebas dari adanya gejala heteroskedastisitas, gejala multikolinearitas, dan gejala autokorelasi.

Model regresi akan dapat dijadikan alat estimasi yang tidak bias jika telah memenuhi persyaratan BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) yakni tidak terdapat heteroskedastisitas, tidak terdapat multikolinearitas, dan tidak terdapat autokorelasi (Sudrajat, 1988:164).

Jika terdapat heteroskedastisitas, maka varian tidak konstan sehingga dapat menyebabkan biasnya standar *error*. Jika terdapat multikolinearitas, maka akan sulit untuk mengisolasi pengaruh-pengaruh individual dari variabel, sehingga tingkat signifikansi koefisien regresi menjadi rendah. Dengan adanya autokorelasi mengakibatkan penaksir masih tetap bias dan masih tetap konsisten hanya saja menjadi tidak efisien. Oleh karena itu, uji asumsi klasik perlu dilakukan. Pengujian-pengujian yang dilakukan adalah sebagai berikut:

3.5.2.1 Uji Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dari residual satu

pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika *variance* dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut Homoskedastisitas dan jika berbeda disebut Heteroskedastisitas (Ghozali, 2006:105). Model regresi yang baik adalah yang Homoskedastisitas atau tidak terjadi Heteroskedastisitas.

Ada beberapa cara untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas, yaitu antara lain:

1. Melihat grafik plot

Ada tidaknya heteroskedastisitas dapat diketahui dengan melihat ada tidaknya pola tertentu pada diagram *scatterplot* antara nilai prediksi variabel terikat (ZPRUD) dengan residualnya (SRESID) di mana sumbu Y adalah Y yang telah diprediksi, dan sumbu X adalah residual ($Y \text{ prediksi} - Y \text{ sesungguhnya}$) yang telah di-*studentized*. Dasar analisis uji heteroskedastisitas melalui grafik plot adalah sebagai berikut:

a. Jika pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar kemudian menyempit), maka mengindikasikan telah terjadi heteroskedastisitas.

b. Jika tidak ada pola yang jelas, serta titik-titik menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heteroskedastisitas.

2. Uji Glejser

Glejser mengusulkan untuk meregresi nilai absolut residual terhadap variabel bebas. Uji glejser dilakukan dengan persamaan regresi sebagai berikut:

$$|U_t| = \alpha + BX_e + vt$$

Di mana *return* saham vt adalah unsur kesalahan (Ghozali, 2006:108).

Jika variabel independen signifikan secara statistik mempengaruhi variabel dependen dengan taraf signifikansi 5%, maka ada indikasi terjadi heteroskedastisitas.

Heteroskedastisitas muncul apabila kesalahan atau residual dari model yang diamati tidak memiliki varians yang konstant dari satu observasi ke observasi lainnya (Hanke & Reitsch, 1998:259). Artinya, setiap observasi mempunyai reliabilitas yang berbeda akibat perubahan dalam kondisi yang melatarbelakangi tidak terangkum dalam spesifikasi model. Gejala heteroskedastisitas lebih sering dijumpai dijumpai dalam data silang tempat daripada runtut waktu, maupun juga sering muncul dalam analisis yang menggunakan data rata-rata (Ananta, 1987:62-63).

3.5.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk menguji apakah suatu model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (Ghozali, 2006:91). Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen. Jika variabel independen saling berkorelasi, maka variabel-variabel ini tidak ortogonal (Ghozali, 2006:91).

Menurut Ghozali (2006:91) terdapat beberapa cara untuk mendeteksi ada tidaknya multikolinearitas di dalam model regresi adalah sebagai berikut:

- a. Nilai R^2 yang dihasilkan oleh suatu estimasi model regresi empiris sangat tinggi, tetapi secara individual variabel-variabel bebas banyak yang tidak signifikan mempengaruhi variabel terikat.
- b. Menganalisis korelasi variabel-variabel bebas. Jika antara variabel bebas ada korelasi yang cukup tinggi (di atas 0,90), maka hal ini merupakan indikasi adanya multikolinearitas.

Tetapi tidak adanya korelasi yang tinggi antar variabel bebas tidak berarti bebas dari multikolinearitas.

- c. Multikolinearitas dapat juga dilihat dari (1) nilai *tolerance* dan lawannya (2) *Variance Inflation Factor*(VIF). Kedua ukuran ini menunjukkan setiap variabel manakah yang dijelaskan oleh variabel bebas lainnya. *Tolerance* mengukur variabilitas variabel bebas yang terpilih yang tidak dijelaskan variabel bebas lainnya.

Nilai *tolerance* yang rendah sama dengan nilai VIF tinggi (karena $VIF=1/tolerance$). Nilai *cut off* yang umum dipakai untuk menunjukkan adanya multikolinearitas adalah nilai *tolerance* $> 0,10$ atau sama dengan nilai $VIF < 10$.

Gujarati (1995:335) lebih tegas mengatakan, “Bila korelasi anatar dua variabel bebas melebihi 0,8 maka multikolinearitas menjadi masalah yang serius.

3.5.2.3 Uji Autokorelasi

Uji Autokorelasi bertujuan menguji apakah dalam suatu model regresi linier ada korelasi antar kesalahan pengganggu (residual) pada periode t dengan kesalahan pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi korelasi, maka dinamakan ada problem autokorelasi. Autokorelasi muncul karena observasi yang berurutan sepanjang waktu berkaitan satu sama lain. Masalah ini timbul karena residual (kesalahan pengganggu) tidak bebas dari satu observasi ke observasi lainnya. Hal ini sering ditemukan pada data runtut waktu atau time series karena “gangguan” pada seseorang individu/ kelompok cenderung mempengaruhi “gangguan” pada individu/ kelompok yang sama pada periode berikutnya (Ghozali, 2011:110).

Pengujian terhadap adanya fenomena autokorelasi dalam data yang dianalisis dapat dilakukan dengan menggunakan Durbin-Watson Test (DW). Model regresi yang baik adalah regresi yang bebas dari autokorelasi (Ghozali,2011:110).

3.5.3. Analisis Statistik

3.5.3.1.Uji Analisis Regresi Berganda

Analisis regresi linier berganda bertujuan untuk mengetahui hubungan linier antara dua variabel atau lebih. Di mana satu variabel sebagai variabel dependen (terikat) dan yang lainnya sebagai variabel independen (bebas). Hasil analisis regresi adalah berupa koefisien regresi untuk masing-masing variabel independen. Koefisien ini diperoleh dengan cara memprediksi nilai variabel dependen dengan suatu persamaan.

Dalam analisis regresi, selain mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih, juga menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen.

Formulasi untuk persamaan regresi linier berganda Gujarati dalam Ghozali (2011:96) adalah sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \varepsilon$$

Di mana:

Y = *Return* saham

β_0 = Konstanta

β_1, β_2 = Koefisien regresi berganda

x_1 = Variabel nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk)

x_2 = Variabel rating penerbitan obligasi syariah (sukuk)

ε = Variabel pengganggu

3.5.3.2. Uji Hipotesis

3.5.3.2.1 Uji F (Simultan)

Uji F digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen. Derajat kepercayaan yang digunakan adalah 0,005. Apabila nilai F hasil perhitungan lebih besar dari nilai F tabel maka hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa semua variabel independen secara simultan berpengaruh signifikan terhadap variabel dependen.

Uji statistik F pada dasarnya menunjukkan apakah semua variabel bebas yang dimasukkan dalam model mempunyai pengaruh secara bersama-sama terhadap variabel terikat (Ghozali, 2006:84). Pengujian dilakukan dengan menggunakan program SPSS.

1. H_0 : kedua variabel bebas tidak terpengaruh terhadap variabel terikat.

2. H_a : kedua variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat.

Dasar pengambilan keputusan:

a. Jika probabilitas (signifikansi) $> 0,05$ (α) maka H_0 diterima.

b. Jika probabilitas (signifikansi) $< 0,05$ (α) maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

3.5.3.2.2 Uji t (Parsial)

Uji t pada dasarnya menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual menerangkan variasi variabel terikat (Ghozali, 2006:84). Pengujian parsial regresi dimaksudkan untuk mengetahui apakah variabel bebas secara individual mempunyai pengaruh terhadap variabel terikat dengan asumsi variabel yang lain itu konstan. Pengujian dilakukan dengan menggunakan program olah data SPSS.

1. H_0 : Kedua variabel bebas secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel terikat.

2. H_a : Kedua variabel bebas secara individual berpengaruh terhadap variabel terikat.

Dasar pengambilan keputusan:

- a. Jika probabilitas (signifikansi) $> 0,05$ (α) maka H_0 diterima.
- b. Jika probabilitas (signifikansi) $< 0,05$ (α) maka H_0 ditolak dan H_a diterima.

3.5.3.2.3 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi bertujuan untuk mengukur seberapa jauh kemampuan model dalam menerangkan variasi variabel dependen. Dalam uji regresi linier berganda dianalisis pula besarnya koefisien regresi (R^2) keseluruhan. R^2 pada intinya mengukur seberapa jauh kemampuan model regresi dalam menerangkan variasi variabel dependen atau variabel terikat (Ghozali, 2011:97). Nilai R^2 yang kecil berarti kemampuan variabel-variabel independen dalam menjelaskan variasi variabel dependen amat terbatas. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variasi variabel independen.

Akan tetapi penggunaan koefisien determinasi terdapat kelemahan dasar yang tidak dapat dihindari, yaitu bias terhadap jumlah variabel independen yang dimasukkan ke dalam model. Setiap tambahan satu variabel independen, R^2 pasti meningkat tidak peduli apakah variabel tersebut berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Oleh karena itu dianjurkan untuk menggunakan nilai Adjusted R^2 pada saat mengevaluasi mana model regresi terbaik. Tidak seperti R^2 , nilai Adjusted R^2 dapat naik atau turun apabila suatu variabel independen ditambahkan ke dalam model.

Selain R^2 untuk menguji determinasi variabel-variabel bebas (X) terhadap variabel-variabel terikat (Y) akan dilakukan dengan melihat pada koefisien korelasi parsial (r^2), nilai r^2 variabel yang paling tinggi akan menunjukkan tingkat hubungan dan pengaruh yang dominan terhadap variabel terikat.

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

4.1. Hasil Penelitian

4.1.1. Deskriptif Penelitian

Dalam bab ini akan disajikan hasil dari analisa data berdasarkan pengamatan sejumlah variabel yang dipakai dalam model regresi. Sebagaimana diuraikan pada bab sebelumnya, penelitian ini melibatkan satu variabel dependen yaitu *return* saham perusahaan dan dua variabel independen yaitu nilai penerbitan obligasi syariah dan rating penerbitan obligasi syariah.

Populasinya adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2002-2009. Populasi dalam penelitian ini sejumlah 41 penerbitan. Penentuan sampel menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria penentuan sampelnya adalah perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan telah menerbitkan saham sebelumnya serta terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002 s.d. 2009.

Berdasarkan kriteria-kriteria tertentu, maka diperoleh 20 perusahaan sebagai sampel dengan total 32 penerbitan obligasi syariah

(sukuk) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2002 s.d. 2009 yang dapat dilihat pada Tabel 4.1.

Tabel 4.1

Kriteria Sampel Penelitian

No	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2002-2009	41
2	Perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah (sukuk) yang memiliki data yang lengkap terkait variabel yang diteliti	32
	Jumlah sampel penelitian	32

Sumber : Peneliti

4.1.2. Deskriptif Statistik

Deskriptif statistik berguna untuk menggambarkan variabel (independen dan dependen) dalam tahun penelitian. Upaya penyajian ini dimaksudkan untuk mengungkapkan informasi penting yang terdapat

dalam data ke dalam bentuk yang lebih ringkas dan sederhana yang pada akhirnya mengarah kepada keperluan adanya penjelasan dan penafsiran.

Berdasarkan pengujian dengan menggunakan SPSS 16 dari perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah(sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2002-2009 adalah sebanyak 32 data.

Statistik deskriptif dalam pebelitian ini menguraikan nilai minimum, nilai maksimum, nilai rata-rata (*mean*) dan standar deviasi dari 32 data yang digunakan sebagai sampel penelitian.

Tabel 4.2

Statistik Deskriptif

Descriptive Statistics

	Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (<i>Sukuk</i>)	Rating Penerbitan Obligasi Syariah (<i>Sukuk</i>)	<i>Return Saham</i>
N Valid	32	32	32
Missing	0	0	0
Mean	.1260	8.1228	1.1026
Std. Deviation	.13366	.89986	.21104
Minimum	.00	6.00	.83
Maximum	.60	9.49	1.79

Sumber : Peneliti

Tabel diatas dapat diperoleh keterangan bahwa variabel nilai penerbitan obligasi syariah (X1) memiliki nilai maksimum = 0.60 dan nilai minimumnya = 0.00. Untuk variabel rating obligasi syariah (X2) diperoleh

keterangan nilai maksimumnya = 9.49 dan nilai minimumnya = 6.00. Pada variable *return saham* (Y) diperoleh keterangan nilai maksimum = 1.79 dan nilai minimumnya = 0.83.

4.2. Analisis Data

4.2.1. Uji Normalitas

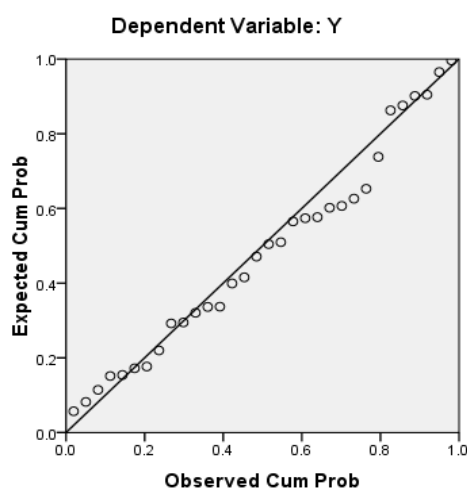
Uji normalitas berguna untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu berdistribusi normal atau tidak. Ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual memiliki distribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik (Ghozali,2011:160).

Pada analisis grafik, pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik) pada sumbu diagonal dari grafik atau dengan melihat histogram dari residualnya. Berdasarkan uji normalitas dengan menggunakan P-Plot Gambar 4.1 terlihat bahwa data menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis histogram menuju pola distribusi normal sehingga dapat dikatakan bahwa variabel dependen Y memenuhi asumsi normalitas.

Gambar 4.1

Uji Normalitas

Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual



Analisis statistik digunakan sebagai pelengkap uji grafik. Uji normalitas residual dengan grafik dapat menyesatkan jika tidak hati-hati. Secara visual terdapat normal, padahal secara statistik bisa sebaliknya. Oleh sebab itu, dianjurkan menggunakan uji statistik dengan menggunakan Uji Kolmogorov-Smirnov.

Berdasarkan hasil uji *Kolmogorov-Smirnov Test* pada hasil *output* SPSS dapat dilihat pada tabel 4.3 bahwa sig (*2-tailed*) yang dihasilkan sebesar $0,713 > 0,05$ ini berarti bahwa data dalam penelitian ini berdistribusi normal.

Tabel 4.3

Uji Kolmogorov-Smirnov

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

	<i>Unstandardized Residual</i>
N	32
Normal Mean	.0000000
Paramrs ^a Std. Deviation	.12840585
Most Absolute	.124
Extreme Positive	.124
Differces Negative	-.058
Kolmogorov-Smirnov Z	.699
Asymp. Sig. (2-tailed)	.713
a. Test distribution is Normal.	

Sumber : Peneliti

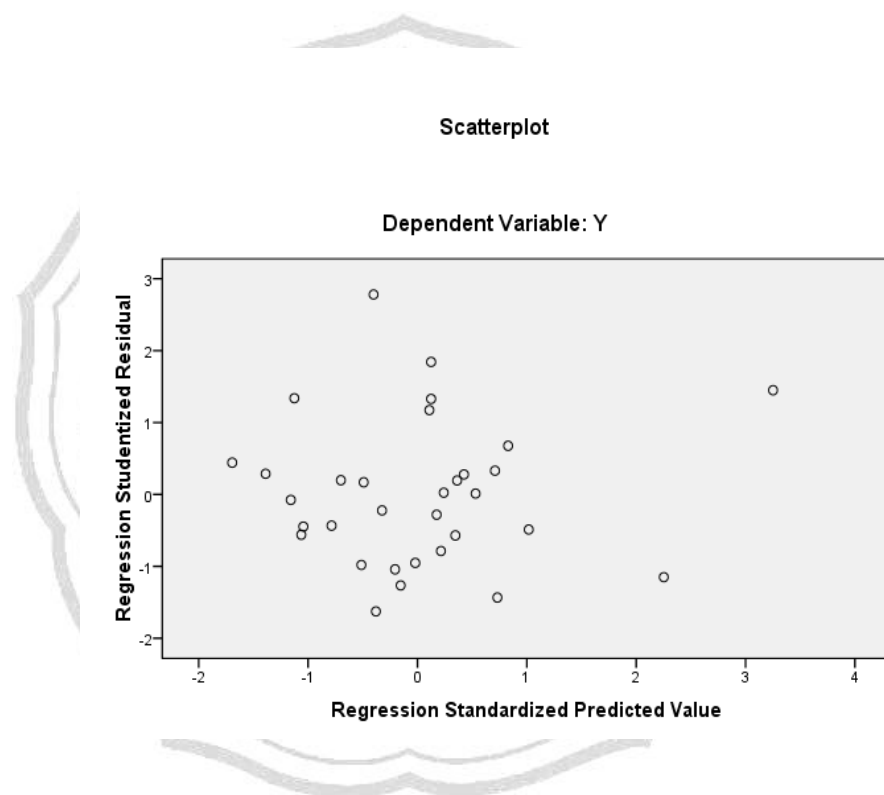
4.2.2. Uji Asumsi Klasik**4.2.2.1. Uji Heteroskedastisitas**

Uji Heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan *variance* dan residual pada satu pengamatan ke pengamatan yang lain (Ghozali,2011:139). Untuk menguji Heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan mengamati grafik *scatterplot* dengan pola titik-titik yang menyebar di atas dan di bawah angka 0 pada sumbu Y.

Dari hasil uji heteroskedastisitas dengan menggunakan SPSS 16 diperoleh sebaran *scatterplot* seperti tampak pada gambar 4.2.

Gambar 4.2

Uji Heteroskedastisitas



Pada gambar *scatterplot* di atas terlihat bahwa titik-titik menyebar secara acak serta tersebar baik di atas maupun di bawah angka nol pada sumbu Y, sehingga dapat disimpulkan tidak terjadi heteroskedastisitas pada model regresi ini.

Selain menggunakan grafik *scatterplot*, untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dapat digunakan uji *Glejser*.

