



## REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PENERBITAN SUKUK MUDHARABAH DAN OBLIGASI KONVENSIONAL

Purwaningsih, <sup>✉</sup> Moh. Khoiruddin<sup>✉</sup>

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Semarang, Semarang, Indonesia

### Info Artikel

*Sejarah Artikel:*

Diterima Oktober 2016  
Disetujui November 2016  
Dipublikasikan  
Desember 2016

*Keywords:*

*market reaction; sukuk mudharabah; conventional bonds; abnormal return, trading volume activity*

### Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional yang diukur dengan *abnormal return* dan *trading volume activity*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional yang terdaftar di BEI periode 2012-2015. Penelitian ini menggunakan *event study* dengan periode jendela selama 21 hari ( $t-10$  sampai  $t+10$ ). Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 5 pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan 65 pengumuman penerbitan obligasi konvensional berdasarkan purposive sampling. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *t-test* dan *Paired Sample T-test*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* pada  $t-10$ ,  $t-8$ , dan  $t-6$ , sedangkan *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional terjadi pada  $t-7$ ,  $t-3$ ,  $t-1$ ,  $t+3$ ,  $t+4$ , dan  $t+7$ . Selain itu, tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* maupun obligasi konvensional. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan sehingga tidak terjadi efisiensi pasar bentuk setengah kuat baik secara informasi maupun keputusan.

### Abstract

*This research aims to analyse market reaction toward sukuk mudharabah and conventional bonds issue announcement that indicated with abnormal return and trading volume activity. Population in this research is all of sukuk mudharabah and conventional bonds issue announcement registered in IDX period 2012-2015. This research used event study with 21 days of windows period ( $t-10$  to  $t+10$ ). Samples of this research consist of 5 sukuk mudharabah issue announcements and 65 conventional bonds issue announcements based on purposive sampling method. Analysis methods used in this research are t-test and Paired Samples T-Test. The results of this research show that there are significant abnormal return around the date of sukuk mudharabah issue announcement on  $t-10$ ,  $t-8$ ,  $t-6$ , and where significant abnormal return around the date of conventional bonds issue announcement on  $t-7$ ,  $t-3$ ,  $t-1$ ,  $t-3$ ,  $t-4$ ,  $t-7$ . In addition, there is no significant difference between trading volume activity before and after to sukuk mudharabah and conventional bonds issue announcement. The market react slow and prolonged so there is not happened market efficiency semi-strong form in information and decision.*

<sup>✉</sup> Alamat korespondensi:

Gedung C6 Lantai 1 FE Unnes  
Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang, 50229  
E-mail: [asih.purwaningsih94@gmail.com](mailto:asih.purwaningsih94@gmail.com); [mohkhoiruddin@yahoo.com](mailto:mohkhoiruddin@yahoo.com)

## PENDAHULUAN

Perusahaan yang ingin melakukan ekspansi atau pengembangan usaha pasti membutuhkan dana yang cukup besar dalam prosesnya. Kebutuhan dana tersebut dapat diperoleh dari sumber internal berupa laba ditahan perusahaan maupun sumber eksternal berupa hutang dan saham (Wijayanto, 2010). Investasi merupakan bidang keuangan yang berhubungan dengan keputusan pendanaan perusahaan, tetapi dilihat dari sudut pandang yang lain, bukan dari pihak perusahaan, tetapi dilihat dari pihak investor (Atmaja, 2008). Investor memiliki banyak pilihan investasi untuk meningkatkan keuntungan atas dana yang ditanamkan. Salah satu pilihan investasi yang dapat dilakukan adalah dengan berinvestasi di pasar modal.

Pasar modal merupakan pasar abstrak, sekaligus pasar kongkret dengan barang yang diperjualbelikan adalah dana yang bersifat abstrak dan bentuk kongkretnya adalah lembar surat-surat berharga di Bursa Efek (Ahmad, 2004:18). Secara umum, pasar modal merupakan sebuah tempat dimana modal diperdagangkan antara pihak yang membutuhkan dana dengan pihak yang memiliki kelebihan dana untuk mengembangkan investasi. Obligasi perusahaan merupakan sekuritas yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang menjanjikan kepada pemegangnya pembayaran sejumlah uang tetap pada suatu tanggal jatuh tempo dimasa mendatang disertai dengan pembayaran bunga secara periodik (Tandelilin, 2010:245).

Kegiatan pasar modal yang mengandung unsur spekulasi, riba, dan *gharar* (ketidakjelasan) masih menjadi hambatan psikologis bagi penduduk Indonesia yang mayoritas beragama islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi di pasar modal. Untuk mengatasi hal tersebut, terdapat alternatif investasi lain di pasar modal yang berbasis syariah yaitu pasar modal syariah. Produk investasi di pasar modal syariah meliputi saham syariah, obligasi syariah, dan reksa dana syariah.

Merujuk pada Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002

menyatakan bahwa obligasi syariah adalah 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 di Indonesia mulai diterbitkan pada akhir tahun 2002, yaitu dengan disahkannya obligasi Indosat. Obligasi yang diterbitkan ini berdasarkan prinsip *mudharabah*. Obligasi *mudharabah* mulai diterbitkan setelah fatwa tentang obligasi syariah (Fatwa DSN-MUI No.32/DSN-MUI/2002) dan obligasi syariah *mudharabah* (Fatwa DSN-MUI No. 33/DSN-MUI/2002). Sementara itu, obligasi syariah *ijarah* pertama kali diterbitkan pada tahun 2004 setelah dikeluarkannya fatwa tentang obligasi syariah *ijarah* (Fatwa DSN-MUI No. 41/DSN-MUI/III/2004). Berdasarkan data dari Otoritas Jasa Keuangan, sejak tahun 2010 sampai dengan November 2015, nilai dan jumlah emisi sukuk selalu mengalami perkembangan. Perkembangan terbesar terjadi pada November 2015 dengan nilai emisi sebesar 15.983,4 miliar rupiah.

Investor akan dapat memperoleh tingkat keuntungan yang tinggi serta halal apabila investor memiliki berbagai informasi yang akurat mengenai kondisi perusahaan atau emiten. Keterbukaan informasi yang tersebar di publik sangat penting bagi investor. Informasi yang tersedia di publik adalah informasi yang dipublikasikan secara bebas oleh emiten dan dapat diketahui oleh seluruh masyarakat. Pembublikasian informasi akan digunakan investor untuk mempertimbangkan tingkat keuntungan beserta risiko dalam mengambil keputusan membeli atau menjual saham (Tastaftiani & Khoiruddin, 2015).

Pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional merupakan salah satu informasi penting yang akan memicu respon atau reaksi dari pasar. Pengumuman tersebut menandakan bahwa perusahaan telah melakukan keputusan pendanaan dengan memperoleh dana dari pihak luar. Prinsip *signaling* mengatakan bahwa “

*Actions Convey Information*” dimana setiap tindakan mengandung informasi (Atmaja, 2008) sehingga pengumuman tersebut dapat dinilai positif maupun negatif oleh investor. Jika pasar memandang positif peristiwa penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional maka *return* perusahaan akan meningkat dibandingkan dengan *return normal* sehingga menimbulkan *abnormal return*. Demikian pula sebaliknya, ketika investor memandang negatif pengumuman tersebut maka *return* yang akan diperoleh perusahaan akan menurun.

Reaksi pasar dapat dilihat dari *abnormal return* dan *trading volume activity*. *Abnormal return* terjadi ketika sejumlah investor mampu mendapatkan *return* di atas normal karena kecepatan mendapatkan dan mengelola informasi menjadi keputusan investasi di pasar modal. *Abnormal return* merupakan selisih antara *return* sesungguhnya dengan *return ekspektasi* (Jogiyanto, 2003). Reaksi pasar juga ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham dikarenakan investor menggunakan informasi yang ada untuk analisis sehingga terjadi perubahan volume dalam perdagangan saham (Nurmalasari & Yulianto, 2015).

Likuiditas suatu sekuritas merupakan cepat lambatnya sekuritas tersebut dapat diperjualbelikan sehingga sekuritas yang likuid berarti sekuritas tersebut cepat laku terjual. Likuiditas tersebut dapat dilihat melalui aktivitas volume perdagangan saham (Hernoyo, 2013). Selain itu, *trading volume activity* menunjukkan seberapa besar transaksi perdagangan di bursa dilakukan dilihat dari volume perdagangan yang terealisasi (Khoiruddin & Faizati, 2014).

Kandungan informasi dalam pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional yang akan memicu reaksi pasar dapat diuji dengan *event study*. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*), maka diharapkan

pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar (Jogiyanto, 2003).

Penelitian ini dimotivasi oleh perbedaan hasil penelitian mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional yang dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian menurut Godlewski et al. (2011) menunjukkan bahwa terdapat reaksi negatif pasar saham yang signifikan untuk pengumuman penerbitan sukuk. Hal yang sama ditemukan oleh beberapa peneliti sebelumnya yaitu oleh (Rahim & Ahmad, 2015).

Namun hal yang berbeda ditemukan oleh Ahmad & Rusgianto (2013) yang membuktikan bahwa reaksi pasar positif tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan sukuk yang mengindikasikan bahwa pengumuman penerbitan sukuk tidak membawa kejutan untuk pasar. Hal yang sama ditemukan oleh beberapa peneliti sebelumnya yaitu oleh Ghoniyah dkk. (2008).

Ha1 : terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*

Penelitian Wanjiku (2014) menunjukkan bahwa penerbitan obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham. Namun hasil yang berbeda ditemukan oleh Godlewski et al. (2011) yang membuktikan bahwa tidak ada reaksi pasar yang signifikan untuk obligasi konvensional.

Ha2 : terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional

Menurut Fatimatuzzahra & Herlambang (2014) terdapat perbedaan *Abnormal Trading Volume Activity* (ATVA) pada sebelum dan setelah penerbitan sukuk selama periode pengamatan. Namun, hal yang berbeda ditemukan oleh Ghoniyah dkk. (2008) yang membuktikan bahwa terdapat perbedaan tetapi tidak signifikan antara *trading volume activity* saham sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syari'ah. Hal ini konsisten dengan yang ditemukan oleh Pratiwi (2015).

Ha3 : terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*

Penelitian yang dilakukan Maringka (2008) membuktikan bahwa terjadi hubungan yang positif dan signifikan pada level 5 % sebelum adanya penawaran umum perdana (IPO) obligasi, pada saat pengumuman IPO negatif dan tidak signifikan, dan setelah pengumuman IPO positif tidak signifikan terhadap variabel volume perdagangan. Hal ini menandakan bahwa terdapat perbedaan *trading volume activity* sebelum dan sesudah pengumuman IPO obligasi. Secara keseluruhan dalam periode jendela diperoleh nilai koefisien yang positif dan signifikan pada level 5%.

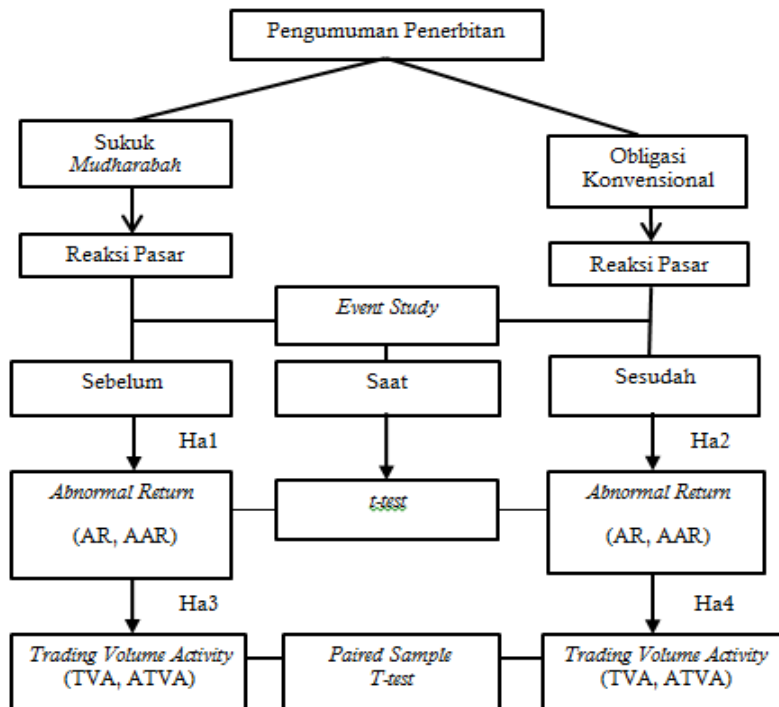
Hasil yang berbeda ditemukan oleh Pratiwi (2015) yang membuktikan bahwa *trading volume activity* (TVA) tidak mempunyai perbedaan yang signifikan yang ditunjukkan sig-2 tailed > 0.05 terhadap peristiwa penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Ha4 : terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum

pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional

Penelitian sebelumnya lebih banyak meneliti mengenai pengaruh pengumuman penerbitan sukuk terhadap reaksi pasar. Pengembangan yang dilakukan oleh penulis dalam penelitian ini berupa data penelitian yang menggunakan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional. Periode pengamatan dalam penelitian ini adalah 21 hari untuk 10 hari sebelum peristiwa, 1 hari saat peristiwa, dan 10 hari sesudah peristiwa.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*, apakah terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional, apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan apakah terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional.



Gambar 1. Kerangka Berfikir

## METODE

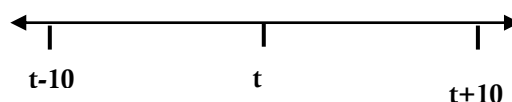
Jenis penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yaitu penelitian yang menggunakan data atau informasi dalam bentuk pernyataan “bilangan (jumlah)” yang didasarkan pada hasil perhitungan maupun hasil pengukuran dalam bentuk angka (bilangan) (Supangat, 2007). Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yaitu data yang diperoleh secara tidak langsung untuk mendapatkan informasi atau keterangan dari obyek yang diteliti.

Data diperoleh dari beberapa sumber yaitu data dari Bursa Efek Indonesia berupa daftar perusahaan yang melakukan pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional dari tahun 2012-2015, data dari *Yahoo Finance* berupa data harga saham harian, volume perdagangan saham harian serta IHSG harian selama tahun 2012-2015 dan data dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan keuangan tahunan selama tahun 2012-2015 untuk mengetahui jumlah saham yang beredar dari setiap perusahaan.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah studi peristiwa (*event study*) yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi (*information content*) maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan (Jogiyanto, 2003).

Panjang jendela dalam penelitian ini adalah 21 hari yaitu 10 hari sebelum pengumuman, 1 hari saat pengumuman, dan 10 hari sesudah pengumuman (-10,+10). Panjang jendela yang umum digunakan adalah 3 hari sampai 250 hari untuk data harian. Penggunaan periode jendela yang tidak terlalu panjang dikarenakan periode jendela yang terlalu panjang dapat menyebabkan peristiwa-peristiwa mengganggu terjadi di jendela. Periode ini sama

dengan periode penelitian dari Primadani (2013) yang meneliti tentang reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah di Bursa Efek Indonesia.



Gambar 2. Event Window

Teknik pengumpulan data menggunakan teknik dokumenter. Menurut Bungin (2006) dalam Budiman (2014) metode dokumenter adalah metode yang digunakan untuk menelusuri data historis. Dalam penelitian ini penulis membaca, mempelajari, dan mencatat serta menggunakan informasi dari jurnal, buku dan literature lain. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah peristiwa pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*, peristiwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional, *abnormal return*, dan *trading volume activity*.

Populasi penelitian ini yaitu seluruh pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2012-2015. Alasan penggunaan periode tersebut karena pada periode tersebut terjadi perkembangan penerbitan sukuk dan obligasi. Total nilai sukuk dan obligasi yang beredar juga mengalami pertumbuhan selama periode pengamatan. Semakin banyak data yang digunakan maka hasil penelitian akan lebih akurat dan mendekati keadaan yang sebenarnya. Selain itu, pertumbuhan penerbitan sukuk dan obligasi konvensional pada periode tersebut menunjukkan bahwa pasar memberikan respon yang positif terhadap setiap penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

Metode pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling* yaitu penarikan sampel dengan kriteria atau pertimbangan tertentu untuk menghindari kesalahan dalam pengambilan sampel yang dapat mempengaruhi hasil penelitian. Kriteria pengambilan sampel penelitian dapat dilihat pada tabel 1 berikut ini:

Tabel 1. Kriteria Pengambilan Sampel

Sukuk <i>Mudharabah</i>	Obligasi Konvensional
Pengumuman penerbitan sukuk <i>mudharabah</i> dilakukan pada tahun 2012-2015	Pengumuman penerbitan obligasi konvensional dilakukan pada tahun 2012-2015
Perusahaan <i>go public</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.	Perusahaan <i>go public</i> yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.
Saham perusahaan tersebut aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian.	Saham perusahaan tersebut aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia selama periode penelitian
Pada saat periode penelitian waktunya tidak bersamaan dengan kejadian lainnya yang secara langsung mempengaruhi harga saham, seperti <i>stock split</i> , dividen saham, saham bonus, <i>warrant</i> serta pengumuman lainnya.	Pada saat periode penelitian waktunya tidak bersamaan dengan kejadian lainnya yang secara langsung mempengaruhi harga saham, seperti <i>stock split</i> , dividen saham, saham bonus, <i>warrant</i> serta pengumuman lainnya.

Sumber: Intisari hasil penelitian terdahulu

Statistik deskriptif (*descriptive statistic*) merupakan statistik yang menggambarkan fenomena atau karakteristik dari data. Karakteristik data yang digambarkan adalah karakteristik distribusinya. Statistik ini menyediakan nilai frekuensi, pengukur tendensi pusat (*measures of central tendency*), *disperse* dan pengukur-pengukur bentuk (*measures of central tendency*). Frekuensi menunjukkan berapa kali suatu fenomena terjadi. Pengukur tendensi pusat mengukur nilai-nilai pusat dari distribusi data meliputi *mean*, *median*, *mode*. Dispersi mengukur variabilitas (penyebaran) dari data terhadap nilai pusatnya. Sedangkan pengukur-pengukur bentuk adalah *skewness* dan *kurtosis* (Jogiyanto, 2004:).

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2011). Uji normalitas dilakukan dengan Uji *Kolmogorof-Smirnov*. Jika nilai signifikansi lebih dari 0.05 maka data terdistribusi normal, maka penelitian layak untuk diteliti.

*Return* saham merupakan *return realisasi* yang diperoleh investor akibat terjadi selisih harga jual saham yang lebih tinggi dari harga belinya (Sudiyatno & Suharmanto, 2011). *Return realisasi* atau *return* sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap

harga sebelumnya (Jogiyanto, 2003). Menghitung *actual return* dengan rumus:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1}$$

Notasi:

$R_{i,t}$  = *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t}$  = *Closing price* yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$P_{i,t-1}$  = *Closing price* yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

*Return Ekspektasi* merupakan *return* yang harus diestimasi (Jogiyanto, 2003). Model estimasi yang digunakan untuk mendapatkan angka *return ekspektasi* adalah *market-adjusted mode*. Model ini digunakan karena model ini sederhana, tidak memerlukan periode estimasi dan merupakan penyempurnaan dari model-model sebelumnya. Menghitung *return ekspektasi* adalah sebagai berikut:

$$E[R_{i,t}] = \frac{IHSG_{i,t} - IHSG_{i,t-1}}{IHSG_{i,t-1}}$$

Notasi:

$E[R_{i,t}]$  = *Return ekspektasi* untuk saham ke-i pada hari ke t

IHSG<sub>i,t</sub> = Indeks harga saham gabungan saham ke-i pada hari ke t  
 IHSG<sub>i,t-1</sub> = Indeks harga saham gabungan saham ke-i pada hari sebelumnya

RRTN<sub>t</sub> = rata-rata return tidak normal k sekuritas untuk hari ke-t di periode peristiwa  
 k = jumlah sekuritas

Menghitung *abnormal return* (return tidak normal) adalah sebagai berikut:

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

Notasi:

RTN<sub>i,t</sub> = *return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t  
 R<sub>i,t</sub> = *return* sesungguhnya yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t  
 E[R<sub>i,t</sub>] = *return ekspektasi* sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Menghitung *trading volume activity* adalah sebagai berikut:

$$TVA = \frac{\sum \text{saham yang diperdagangkan}}{\sum \text{saham yang beredar}}$$

Data yang diperoleh kemudian dilakukan pengujian hipotesis. Pengujian *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional dilakukan dengan pengujian-t (*t-test*). Pengujian-t ini dilakukan dengan cara standarisasi dari nilai return tidak normal. Kesalahan Standar Estimasi yang tepat untuk model disesuaikan pasar (*market-adjusted model*) yang hanya menggunakan periode peristiwa tanpa menggunakan periode estimasi adalah sebagai berikut:

$$KSE_t = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^k (RTN_{i,t} - RRTN)^2}{(k-1)}} \times \frac{1}{\sqrt{k}}$$

Notasi:

KSE<sub>t</sub> = kesalahan standar estimasi untuk hari ke-t di periode peristiwa  
 RTN<sub>i,t</sub> = *return* tidak normal sekuritas ke-i untuk hari ke-t di periode peristiwa

Besarnya t-hitung adalah sebagai berikut:

$$t\text{-hitung} = \frac{RRTN_t}{KSE_t}$$

**Dasar pengambilan keputusan:**

**Hipotesis alternatif 1:**

t-hitung > t-tabel maka Ho ditolak dan menerima Ha1 yang artinya terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. t-hitung < t-tabel maka Ho diterima dan Ha1 ditolak yang artinya tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*.

**Hipotesis alternatif 2:**

t-hitung > t-tabel maka Ho ditolak dan menerima Ha2 yang artinya terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional. t-hitung < t-tabel maka Ho diterima dan Ha2 ditolak yang artinya tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Pengujian perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional dilakukan dengan uji *Paired Sample T-Test*. Uji ini merupakan pengujian untuk mengetahui apakah ada perbedaan nilai dari satu sampel sebelum dan sesudah dilakukan perlakuan tertentu. Meskipun dinamakan dua sampel, namun sebenarnya menggunakan sampel yang sama tetapi dilakukan pengambilan data dua kali pada waktu yang berbeda (Yulius, 2010:77). Dasar pengambilan keputusan :

**Hipotesis alternatif 3:**

Jika Sig. (2-tailed) < 0.05 maka Ho ditolak dan menerima Ha3 yang artinya terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan

antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Jika Sig. (2-tailed) > 0.05 maka  $H_0$  diterima dan menolak  $H_a3$  yang artinya tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*

#### Hipotesis alternatif 4:

Jika Sig. (2-tailed) < 0.05 maka  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_a4$  yang artinya terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Jika Sig. (2-tailed) > 0.05 maka  $H_0$  diterima dan menolak  $H_a4$  yang artinya tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini merupakan jenis penelitian *event study* yang bertujuan untuk mengetahui adanya reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional serta adanya perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional

Berdasarkan *purposive sampling* terdapat sampel sebanyak 5 pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dari populasi sebanyak 8 pengumuman dan 65 pengumuman penerbitan obligasi konvensional dari populasi sebanyak 157 pengumuman. Nilai *abnormal return* terendah (minimum) sukuk *mudharabah* selama 21 hari pengamatan terdapat pada hari ketiga sebelum pengumuman dengan nilai -0.04191, sedangkan *abnormal return* terendah (minimum) obligasi konvensional terdapat pada hari kedua sesudah pengumuman dengan nilai -0.09184. Nilai maksimum tertinggi *abnormal return* sukuk *mudharabah* selama 21 hari pengamatan terdapat

pada hari kesatu sesudah pengumuman penerbitan dengan nilai 0.05838 dan *abnormal return* tertinggi obligasi konvensional terdapat pada hari ketiga sesudah pengumuman dengan nilai 0.09250.

Rata-rata (*mean*) *abnormal return* sukuk *mudharabah* dinominasi oleh nilai *mean* positif sedangkan sisanya bernilai negatif. Nilai *mean* positif ditunjukkan pada t-10, t-9, t-7, t-5, t-3, t-2, t-1, t+1, t+3, t+5, t+6, t+7 dan nilai *mean* negatif ditunjukkan pada t-8, t-6, t-4, t-2, t+2, t+4, t+8, t+9, t+10. Sedangkan, rata-rata (*mean*) *abnormal return* obligasi konvensional bernilai positif sebanyak 10 hari dan bernilai negatif sebanyak 11 hari. Nilai *mean* positif ditunjukkan pada t-9, t-7, t-4, t-2, t+3, t+5, t+6, t+7, t+8, t+9 dan nilai *mean* negatif ditunjukkan pada t-10, t-8, t-6, t-5, t-3, t-1, t+1, t+2, t+4, t+10. Standar deviasi *abnormal return* sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional berada pada kisaran angka 0 yang berarti bahwa data penelitian tidak menyimpang dari rata-ratanya.

Statistik deskriptif terhadap *trading volume activity* dilakukan sebanyak 10 hari sebelum pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan 10 hari sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* menunjukkan bahwa Nilai minimum *average trading volume activity* sukuk *mudharabah* sebelum pengumuman sebesar 0.000680 dan sesudah pengumuman sebesar 0.000768. Nilai maksimum sebelum pengumuman sebesar 0.004572 dan sesudah pengumuman sebesar 0.002622. Rata-rata *average trading volume activity* sukuk *mudharabah* sebelum pengumuman sebesar 0.00208420 dengan standar deviasi sebesar 0.001174481 dan rata-rata sesudah pengumuman sebesar 0.00169610 dengan standar deviasi sebesar 0.000550899.

Nilai minimum *average trading volume activity* obligasi konvensional sebelum pengumuman sebesar 0.000665 dan sesudah pengumuman sebesar 0.000628. Nilai maksimum sebelum pengumuman sebesar 0.001073 dan sesudah pengumuman sebesar 0.001174. Rata-rata *average trading volume activity* obligasi konvensional sebelum pengumuman sebesar 0.00081340 dengan standar deviasi sebesar 0.000124122 dan rata-rata sesudah



pengumuman sebesar 0.00078420 dengan standar deviasi sebesar 0.000153925.

Hasil uji normalitas *abnormal return* sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional serta hasil uji normalitas *average trading volume activity* sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional menunjukkan nilai Kolmogorov-Smirnov  $> \alpha = 0.05$ . Hal ini berarti bahwa  $H_0$  diterima sehingga data residual berdistribusi normal. Normalitas data menunjukkan bahwa sampel yang digunakan dapat mewakili populasi.

Pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* merupakan salah satu pengumuman dipublikasikan yang dapat menimbulkan reaksi dari pasar. Reaksi pasar diukur dengan menggunakan *abnormal return* yang signifikan dari saham sekuritas terkait. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa selama 21 hari terdapat *abnormal return* yang signifikan pada hari kesepuluh, kedelapan, dan keenam sebelum tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Reaksi pasar pada t-10 ditunjukkan dengan nilai t-hitung (2.056413)  $>$  t-tabel (1.53321) dengan tingkat signifikansi 20 %.

Reaksi pasar pada t-8 ditunjukkan dengan nilai - t-hitung (-1.767614)  $<$  - t-tabel (-1.53321)

dengan tingkat signifikansi 20 %. Reaksi pasar pada t-6 ditunjukkan dengan nilai - t-hitung (-3.297122)  $<$  - t-tabel (-2.77645) dengan tingkat signifikansi 5 %. Sedangkan reaksi pasar pada hari lain dalam periode pengamatan tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* yang ditunjukkan dengan nilai t-hitung  $<$  nilai t-tabel.

Hasil ini menunjukkan bahwa  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_a1$  yaitu terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*, tepatnya pada hari kesepuluh, kedelapan, dan keenam sebelum pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Reaksi pasar ini menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* mengandung suatu informasi yang direspon oleh investor. *Abnormal return* yang signifikan selama periode pengamatan yang terjadi sebelum tanggal pengumuman menandakan bahwa telah terjadi kebocoran informasi sebelum pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Kebocoran informasi dapat terjadi karena adanya *asymmetric information* dimana investor memiliki informasi yang lebih sedikit dibandingkan dengan pihak manajemen.

**Tabel 2.** Hasil Pengujian *t-test* Sukuk *Mudharabah*

HARI	AAR	KSE	t-hitung	Keterangan
MIN_10	0.013961	0.006789	2.056413	signifikan***
MIN_9	0.002076	0.007406	0.280357	tidak signifikan
MIN_8	-0.009168	0.005187	-1.767614	signifikan***
MIN_7	0.007248	0.007113	1.019115	tidak signifikan
MIN_6	-0.006600	0.002002	-3.297122	signifikan*
MIN_5	0.006819	0.009622	0.708695	tidak signifikan
MIN_4	-0.001683	0.002174	-0.774455	tidak signifikan
MIN_3	0.007582	0.014862	0.510156	tidak signifikan
MIN_2	0.003209	0.008407	0.381660	tidak signifikan
MIN_1	0.006990	0.008400	0.832133	tidak signifikan
O	-0.001268	0.005493	-0.230773	tidak signifikan
PLUS_1	0.010942	0.014504	0.754417	tidak signifikan
PLUS_2	-0.004958	0.003741	-1.325132	tidak signifikan
PLUS_3	0.002879	0.003519	0.818142	tidak signifikan
PLUS_4	-0.002536	0.005054	-0.501689	tidak signifikan

PLUS_5	0.000552	0.008819	0.062550	tidak signifikan
PLUS_6	0.003184	0.003553	0.896338	tidak signifikan
PLUS_7	0.003278	0.005248	0.624506	tidak signifikan
PLUS_8	-0.004925	0.006871	-0.716777	tidak signifikan
PLUS_9	-0.006025	0.007479	-0.805563	tidak signifikan
PLUS_10	-0.000865	0.007456	-0.115981	tidak signifikan

Keterangan:

\* nilai t-tabel sebesar 2.77645 dengan tingkat signifikansi 5 %

\*\* nilai t-tabel sebesar 2.13185 dengan tingkat signifikansi 10%

\*\*\*nilai t-tabel sebesar 1.53321 dengan tingkat signifikansi 20 %

Tabel 2 menunjukkan bahwa selama 21 hari terdapat *abnormal return* dengan dua arah yang berbeda yaitu positif dan negatif. Nilai *abnormal return* positif pada hari kesepuluh sebelum pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* menunjukkan bahwa investor memandang pengumuman tersebut sebagai berita baik dimana perusahaan penerbit sukuk *mudharabah* dipercaya memiliki kinerja yang baik. Namun, terdapat nilai *abnormal return* negatif yang terjadi pada t-8 dan t-6 yang menandakan bahwa investor menganggap pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* sebagai sinyal atau berita buruk. Hal ini dikarenakan informasi mengenai sukuk *mudharabah* belum banyak diketahui oleh investor. Sehingga investor masih menganggap bahwa sukuk *mudharabah* masih sama dengan obligasi konvensional dimana dalam *trade off theory* dinyatakan bahwa pada tingkat *leverage* yang tinggi biaya kebangkrutan dapat melebihi manfaat penghematan pajak akibat penggunaan hutang tersebut.

Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan sebanyak 3 hari yaitu hari kesepuluh, kedelapan, dan keenam sebelum tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Hal ini menunjukkan bahwa pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Pasar juga belum efisien setengah kuat secara keputusan karena pasar belum efisien secara informasi.

Hasil penelitian mengenai *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* mendukung hasil

penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Godlewski et al. (2011) yang menyatakan bahwa terdapat reaksi negatif pasar saham yang signifikan untuk pengumuman penerbitan sukuk. Penelitian lain yang dilakukan oleh Rahim & Ahmad (2014) menunjukkan bahwa ada reaksi pasar yang positif dan signifikan terhadap pengumuman penerbitan *sukuk* dari beberapa peristiwa untuk kedua index yaitu: FTSE Hijrah Shariah Index dan Dow Jones Islamic Market Index.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan hasil penelitian dari Ghoniyah dkk. (2008) yang menyatakan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif tetapi tidak signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi syari'ah. Penelitian lain yang memiliki hasil serupa dilakukan oleh Ahmad & Rusgianto (2013) yang menyatakan bahwa reaksi pasar positif tetapi tidak signifikan terhadap pengumuman penerbitan sukuk yang mengindikasikan bahwa pengumuman penerbitan sukuk tidak membawa kejutan untuk pasar.

Hasil pengujian hipotesis alternatif 2 mengenai reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan obligasi konvensional dapat dilihat dari ada tidaknya *abnormal return* yang signifikan selama periode peristiwa. Hasil penelitian menunjukkan bahwa selama periode peristiwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional yaitu pada t-7, t-3, t-1, t+3, t+4 dan t+7. Reaksi pasar pada t-7 ditunjukkan dengan nilai t-hitung (1.91479) > nilai t-tabel (1.66901) dan t-3 dengan nilai - t-hitung (- 1.77783) < nilai - t-tabel (- 1.66901) dengan tingkat signifikansi 10

% . Reaksi pasar pada t-1 ditunjukkan dengan nilai - t-hitung (-1.30556) < nilai - t-tabel (-1.29492) dan reaksi pasar pada t+3 ditunjukkan dengan nilai t-hitung (1.56305) > nilai t-tabel (1.29492) dengan tingkat signifikansi 20 %. Reaksi pasar juga ditunjukkan pada t+4 dengan nilai - t-hitung (- 1.74395) < nilai - t-tabel (-1.66901) dengan tingkat signifikansi 10 % dan

reaksi pasar pada t+7 yang ditunjukkan dengan nilai t-hitung (1.41102) > nilai t-tabel (1.29492) dengan tingkat signifikansi 20 %. Hasil ini dapat disimpulkan bahwa  $H_0$  ditolak dan menerima  $H_{a2}$  yaitu terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional yaitu pada t-7, t-3, t-1, t+3, t+4 dan t+7.

**Tabel 3.** Hasil Pengujian *t-test* Obligasi Konvensional

HARI	AAR	KSE	t-hitung	Keterangan
MIN_10	-0.00101	0.00227	-0.44420	tidak signifikan
MIN_9	0.00048	0.00269	0.17978	tidak signifikan
MIN_8	-0.00235	0.00209	-1.12444	tidak signifikan
MIN_7	0.00419	0.00219	1.91479	signifikan**
MIN_6	-0.00214	0.00253	-0.84630	tidak signifikan
MIN_5	-0.00201	0.00221	-0.91029	tidak signifikan
MIN_4	0.00162	0.00246	0.66026	tidak signifikan
MIN_3	-0.00389	0.00219	-1.77783	signifikan**
MIN_2	0.00132	0.00216	0.61294	tidak signifikan
MIN_1	-0.00309	0.00237	-1.30556	signifikan***
O	-0.00049	0.00255	-0.19269	tidak signifikan
PLUS_1	-0.00051	0.00278	-0.18162	tidak signifikan
PLUS_2	-0.00047	0.00235	-0.19915	tidak signifikan
PLUS_3	0.00380	0.00243	1.56305	signifikan***
PLUS_4	-0.00391	0.00224	-1.74395	signifikan**
PLUS_5	0.00109	0.00239	0.45466	tidak signifikan
PLUS_6	0.00107	0.00275	0.38846	tidak signifikan
PLUS_7	0.00393	0.00278	1.41102	signifikan***
PLUS_8	0.00089	0.00295	0.30048	tidak signifikan
PLUS_9	0.00147	0.00272	0.53988	tidak signifikan
PLUS_10	-0.00184	0.00253	-0.72842	tidak signifikan

**Keterangan:**

\* nilai t-tabel sebesar 1.99773 dengan tingkat signifikansi 5 %

\*\* nilai t-tabel sebesar 1.66901 dengan tingkat signifikansi 10 %

\*\*\* nilai t-tabel sebesar 1.29492 dengan tingkat signifikansi 20 %

Reaksi pasar ini menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional mengandung suatu informasi yang direpson oleh pasar. Reaksi pasar yang terjadi pada hari ketujuh, ketiga, dan kesatu sebelum tanggal pengumuman menunjukkan bahwa telah terjadi kebocoran informasi sebelum pengumuman

penerbitan obligasi konvensional dilakukan. Kebocoran ini dapat terjadi karena adanya *asymmetric information* dimana ada sebagian investor yang sudah mempunyai informasi mengenai pengumuman penerbitan obligasi konvensional dan sebagian lain tidak mempunyai informasi tersebut. Reaksi pasar yang terjadi pada

hari ketiga, keempat dan ketujuh sesudah tanggal pengumuman menunjukkan bahwa pasar masih bereaksi pada hari tersebut.

Nilai *abnormal return* yang positif menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* mengandung suatu informasi yang direspon positif (*good news*) bagi sebagian investor saham dalam keputusan investasinya. Sedangkan nilai *abnormal return* yang negatif menunjukkan bahwa investor memandang pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* sebagai *bad news* atau sinyal yang buruk.

Tabel 3 menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* dengan dua arah yang berbeda yaitu positif dan negatif. Nilai *abnormal return* positif pada t-7, t+3, dan t+7. Hal ini menandakan bahwa investor memandang pengumuman penerbitan obligasi konvensional sebagai *good news* karena investor percaya bahwa perusahaan penerbit obligasi konvensional mempunyai kinerja yang baik yang dapat menempatkan dana yang bersumber dari obligasi konvensional pada proyek-proyek yang menguntungkan sehingga nilai perusahaan akan meningkat yang kemudian akan meningkatkan kekayaan para investor.

Namun, nilai *abnormal return* yang negatif pada t-3, t-1, dan t+4 menunjukkan bahwa investor menganggap bahwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional sebagai *bad news* dimana ada ketakutan dari investor jika perusahaan akan menggunakan dana yang berasal dari hutang melebihi kebutuhan

perusahaan sehingga menimbulkan biaya kebangkrutan bagi perusahaan. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi yang ditunjukkan dengan adanya *abnormal return* yang signifikan sampai hari ketujuh setelah pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Hal ini menunjukkan pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Pasar juga belum efisien bentuk setengah kuat secara keputusan, karena pasar belum efisien secara informasi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian dari Wanjiku (2014) yang menyatakan bahwa penerbitan obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap harga saham, tetapi bertentangan dengan hasil penelitian dari Godlewski et al. (2011) yang menyatakan bahwa tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Hasil pengujian hipotesis alternatif 3 pada tabel 4 menunjukkan bahwa tingkat signifikansi  $(0.320) > \alpha = 0.05$  ini menandakan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_a3$  ditolak yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Hal ini menandakan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* yang berarti bahwa pengumuman tersebut tidak mengandung suatu informasi yang berpengaruh bagi keputusan investasi investor.

**Tabel 4.** Hasil Uji Paired Sample T-Test Sukuk Mudharabah

Pair	Sebelum – Sesudah	Paired Differences				T	df	Sig. (2- tailed)	
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference				
					Lower				Upper
1		.000388100	.001165779	.000368652	-.000445848	.001222048	1.053	9	.320

Perkembangan sukuk *mudharabah* yang masih relatif kecil jika dibandingkan dengan obligasi konvensional membuat investor masih ragu mengenai pengaruh dari penerbitan sukuk *mudharabah* terhadap nilai perusahaan sehingga

investor cenderung melakukan strategi *wait and see* yang mengakibatkan tidak adanya perbedaan volume perdagangan saham sebelum dan sesudah dilakukannya pengumuman.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil

penelitian dari Pratiwi (2015) yang menunjukkan bahwa *trading volume activity* (TVA) pada semua periode pengumuman baik pada sebelum, saat, maupun setelah pengumuman tidak terdapat perbedaan yang signifikan. Hasil penelitian ini berbeda dengan hasil penelitian dari Fatimatuazzahra & Herlambang (2014) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan *Abnormal Trading Volume Activity* (ATVA) pada sebelum dan setelah penerbitan sukuk selama periode pengamatan.

Hasil pengujian hipotesis alternatif 4 mengenai perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional menunjukkan tingkat signifikansi  $(0.612) > \alpha=0.05$  ini menandakan bahwa  $H_0$  diterima dan  $H_{a4}$  ditolak yang berarti bahwa tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

**Tabel 5.** Hasil Uji *Paired Sample T-Test* Obligasi Konvensional

	Paired Differences	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference		T	df	Sig. (2-tailed)
					Lower	Upper			
Pair 1	Sebelum - Sesudah	.000029200	.000175795	.000055591	-.000096556	.000154956	.525	9	.612

Hasil penelitian ini menandakan bahwa pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Jadi, pengumuman penerbitan obligasi konvensional tidak mengandung suatu informasi yang dapat mempengaruhi keputusan investasi dari para investor. Hal ini dapat dilihat dari tidak adanya perubahan yang signifikan dari rata-rata volume perdagangan saham perusahaan. Investor menganggap bahwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional akan meningkatkan hutang perusahaan yang akan menimbulkan biaya kebangkrutan bagi perusahaan jika hutang tersebut melebihi dari kebutuhan dana perusahaan.

Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Pratiwi (2015) yang menyatakan bahwa *trading volume activity* (TVA) tidak mempunyai perbedaan yang signifikan yang ditunjukkan sig-2 tailed  $> 0.05$  terhadap peristiwa penerbitan sukuk dan obligasi korporasi. Namun, berbeda dengan hasil penelitian dari Maringka (2008) yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan volume perdagangan sebelum dan sesudah penawaran umum perdana (IPO) obligasi.

## SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan yang telah dilakukan dalam penelitian ini maka dapat disimpulkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*. Terdapat *abnormal return* yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah*.

Tidak terdapat perbedaan *trading volume activity* yang signifikan antara sebelum pengumuman dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Pasar bereaksi lambat dan berkepanjangan untuk menyerap informasi sehingga pasar belum efisien bentuk setengah kuat secara informasi. Pasar juga belum efisien setengah kuat secara keputusan karena pasar belum efisien secara informasi.

Bagi peneliti selanjutnya, hasil penelitian ini dapat menjadi referensi dan bahan pertimbangan untuk penelitian selanjutnya Pengembangan penelitian dapat dilakukan

dengan menambah variabel penelitian untuk mengukur reaksi pasar seperti *bid-ask spread*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional sehingga bagi investor dalam melakukan keputusan investasi diharapkan lebih memperhatikan pengumuman penerbitan sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional yang terbukti mengandung suatu informasi penting.

Bagi manajemen disarankan untuk meningkatkan kinerja perusahaan dengan pendanaan yang berasal dari sukuk *mudharabah* dan obligasi konvensional karena pasar terbukti bereaksi terhadap pengumuman tersebut. Peningkatan kinerja akan meningkatkan nilai perusahaan di mata investor karena investor selalu mempertimbangkan semua informasi dalam keputusan investasinya.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, K. 2004. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Ahmad, N., & Rusgianto, S. 2013. Information Content of Posts-Crisis Sukuk Announcement in Malaysia. *Middle-East Journal of Scientific Research 13 ( Reasearch in Contemporary Islamic Finance and Wealth Management)*. 50–55.
- Atmaja, L. S. 2008. *Teori dan Praktik Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: Penerbit ANDI.
- Budiman, A. 2014. *Analisis Perbandingan Average Abnormal Return dan Average Trading Volume Activity Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pemilihan Umum Presiden dan Wakil Presiden Tahun 2009 dan 2014 (Studi Pada Saham-Saham LQ-45 di Bursa Efek Indonesia)*. Prosiding Seminar and Call for Paper 2015 Strategic Agility : Thrive in Turbulent Environment (Research and Practices). Hotel Grasia, Semarang 7 Oktober 2015
- Fatimatuzzahra, V., & Herlambang, L. 2014. Reaksi Pasar Atas Penerbitan Sukuk (Studi Pada Emiten Saham Penerbit Sukuk Periode 2008-2012). *JESTT*. 1 (5): 363–378.
- Ghoniayah, N., Mutamimah, & Widayati, J. 2008. *Reaksi Pasar Modal Indonesia terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah*. Simposium Nasional Akuntansi (SNA) Ke XI. Pontianak 23-24 Juli 2008
- Ghozali, I. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program IBM SPSS 19*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Godlewski, C. J., Ariss, R. T., & Weill, L. 2011. Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments? *BOFIT Discussion Papers* 6. 4 (4).
- Hernoyo, M. A. 2013. Pengaruh Stock Split Announcement terhadap Volume Perdagangan dan Return. *Management Analysis Journal*. 2 (1)
- Jogiyanto. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Jogiyanto. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.
- Khoiruddin, M., & Faizati, E. R. 2014. Reaksi Pasar terhadap Dividend Announcement Perusahaan yang Sahamnya Masuk Daftar Efek Syariah. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 5 (2): 209–219.
- Maringka, T. S. 2008. *Reaksi Harga Saham terhadap Penawaran Umum Perdana (IPO) Obligasi: Analisis Aspek Asimetri Informasi dan Jatuh Tempo Hutang*. National Conference on Management Research. Makassar 2008.
- Nurmalasari, S. A. D., & Yulianto, A. 2015. Analisis Pengaruh Perubahan Arus Kas terhadap Return Saham. *Management Analysis Journal*. 4 (4): 289–300.
- Pratiwi, A. D. 2015. Analisis Reaksi Pasar Modal terhadap Peristiwa Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi. *Skripsi*. Malang: Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim.Primadani, R. (2013). Reaksi Pasar Saham terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen*. 1 (1): 53–62.
- Rahim, S. A., & Ahmad, N. 2014. Stock Market Reactions Following Sukuk Announcement: An Analysis of Dow Jones Islamic Market Index (2004-2011). *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*, 5 (6): 29–35.
- Rahim, S. A., & Ahmad, N. 2015. Asymmetric Market Reactions to Sukuk Issuance. *International Journal of Novel Research in Humanity and Social Sciences*. 2 (3): 48-56
- Sudiyatno, B., & Suharmanto, T. 2011. Kinerja Keuangan Konvensional, Economic Value Added, dan Return Saham. *Jurnal Dinamika Manajemen*. 2 (2): 153–161.
- Supangat, A. 2007. *Statiska: dalam kajian Deskriptif, Inferensi, dan Non Parametrik*. Jakarta: Kencana.
- Tandelilin, E. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.

- Tastaftiani, M., & Khoiruddin, M. 2015. Analisis Pengaruh Pengumuman Dividen Tunai terhadap Abnormal Return dan Variabilitas Tingkat Keuntungan. *Management Analysis Journal*, 4 (4): 333–340.
- Wanjiku, N. B. 2014. The Effect of Bond Issue on Share Prices of Firms Listed at the Nairobi Securities Exchange. *A Research Project*. Nairobi:University of Nairobi.
- Wijayanto, A. (2010). Analisis Pengaruh ROA, EPS, inancial Leverage, Proceed terhadap Initial Return. *Jurnal Dinamika Manajemen*, 1 (1): 68–78.
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syari'ah
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah
- Fatwa Dewan Syari'ah Nasional No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah
- [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com) diakses 15 Februari 2016 pukul 16.00 WIB
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) diakses 15 Februari 2016 pukul 14.00 WIB
- [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) diakses 15 Februari 2016 pukul 15.00 WIB