

## BAB II

### LANDASAN TEORI

#### A. Pasar Modal

##### 1. Pengertian Pasar Modal

Menurut Eduardus Tandelilin pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dengan demikian pasar modal juga dapat diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi<sup>28</sup>.

Menurut Agus Sartono, pasar modal adalah tempat terjadinya transaksi asset keuangan jangka panjang atau *long-term financial assets*. Jenis surat berharga yang diperjualbelikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun<sup>29</sup>.

Menurut Irham Fahmi, pengertian pasar modal adalah tempat dimana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau memperkuat modal perusahaan<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Eduardus Tandelilin, *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi Edisi 1*, (Yogyakarta :Kanisius, 2010), hlm.105

<sup>29</sup> Agus Sartono, *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi Edisi empat Cetakan ke tujuh* (Yogyakarta :Penerbit BPF, 2014), hlm.59

<sup>30</sup> Irham Fahmi, *Pengantar Manajemen Keuangan Teori dan Soal Jawab*, (Bandung: Alfabeta, 2015), hlm.120

Berdasarkan pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa pasar modal merupakan suatu tempat bertemunya pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan aset keuangan jangka panjang atau *long-term financial assets* dalam rangka memperoleh modal.

Dalam sebuah penelitiannya menyatakan ada beberapa instrument pada pasar modal, yaitu sebagai berikut<sup>31</sup>:

- a. Saham, merupakan surat berharga yang bersifat kepemilikan. Artinya pemilik saham merupakan pemilik perusahaan. Semakin besar saham yang dimilikinya, maka semakin besar pula kekuasaannya di perusahaan tersebut. Keuntungan yang diperoleh dari saham dikenal dengan nama deviden. Pembagian deviden ditentukan dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- b. Obligasi, Surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara pembeli pinjaman dengan penerima pinjaman. Surat obligasi menyatakan bahwa pemilik surat tersebut memberikan pinjaman kepada perusahaan yang menerbitkan obligasi. Obligasi memberikan penghasilan yang tetap yaitu berupa Bunga yang dibayarkan dengan jumlah yang tetap pada waktu yang telah ditentukan.
- c. Reksadana, Sertifikat yang menjelaskan bahwa pemiliknya menitipkan uang kepada pengelola reksa dana untuk digunakan sebagai modal berinvestasi. Menurut UU Pasar Modal No. 8 tahun

---

<sup>31</sup> Aminatuz Zahroh , Instrumen Pasar Modal, *Iqtishoduna Jurnal Ekonomi Islam*, Vol. 5(1),hlm. 51–65.

1995, reksa dana diartikan sebagai wadah yang digunakan untuk menghimpun dana dari masyarakat pemodal untuk selanjutnya diinvestasikan dalam portofolio efek (saham, obligasi, valuta asing, deposito) oleh manajer investasi.

- d. *Warrant*. Hak untuk pembeli saham biasa pada waktu dan harga yang sudah ditetapkan. Biasanya *warrant* dijual bersamaan dengan surat berharga lainnya, misalnya obligasi dan saham.
- e. *Right*. Hak yang diberikan kepada pemilik saham biasa untuk membeli tambahan penerbitan saham baru. Hak tersebut biasanya dicantumkan dalam anggaran dasar perusahaan, dengan tujuan pemilik saham yang lama dapat mempertahankan dan mengendalikan perusahaan, serta mencegah penurunan nilai kekayaan pemilik saham lama.

## 2. Jenis-jenis Pasar Modal

Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal dibagi menjadi tiga macam, yaitu:

### a. Pasar perdana (*Initial Publik Offering*)

Pasar perdana merupakan jenis pasar modal yang penjualannya dilakukan oleh perusahaan yang menerbitkan efek sebelum dijual pada bursa efek. Efek tersebut akan dijual dengan harga emisi sehingga perusahaan yang menerbitkan emisi hanya akan mendapatkan dana dari penjualan tersebut.

#### b. Pasar Sekunder

Pasar sekunder merupakan pasar modal yang penjualan efeknya dilakukan setelah penjualan di pasar perdana berakhir. Harga efeknya ditentukan mengikuti kurs efek tersebut. Efek yang telah memenuhi syarat listing dapat segera menjualnya ke bursa efek. Dan yang tidak memenuhi syarat akan dapat menjualnya jika diluar bursa efek.

#### c. Bursa Paralel

Bursa paralel, merupakan pasar modal yang jenisnya hanya digunakan sebagai pelengkap untuk efek yang telah ada. Untuk perusahaan yang penerbitan efeknya melalui bursa, dapat dilakukan melalui bursa paralel. Penyelenggaraan bursa ini dilakukan oleh Persatuan Perdagangan Uang Dan Efek-Efek (PPUE)<sup>32</sup>.

### 3. Instrumen Pasar Modal

Dalam melakukan transaksi di pasar biasanya ada barang atau jasa yang diperjual belikan. Begitu pula dalam pasar modal, barang yang diperjualbelikan kita kenal dengan istilah instrumen pasar modal. Instrumen pasar modal yang diperdagangkan berbentuk surat-surat berharga yang dapat diperjualbelikan kembali oleh pemiliknya, baik instrumen pasar modal bersifat kepemilikan atau bersifat utang. Instrumen pasar modal yang bersifat kepemilikan diwujudkan dalam bentuk saham, sedangkan yang bersifat utang diwujudkan dalam bentuk obligasi.

---

<sup>32</sup> [www.sahamok.com](http://www.sahamok.com), diakses pada tanggal 10 juni 2020 pukul 20.00 WIB

Adapun masing-masing jenis instrumen pasar modal dapat dijelaskan sebagai berikut:

- a. Saham, merupakan kepemilikan atas suatu aset perusahaan yang merupakan sekuritas yang paling banyak peminatnya di pasar modal. Investor akan mendapatkan deviden dengan menjual saham tersebut dan juga dapat memanfaatkan fluktuasi dari dana saham dengan menjual saham tersebut.
- b. Obligasi, merupakan sertifikat kontrak investor dengan perusahaan yang menyatakan peminjaman dana pada emiten, dan pembayarannya sesuai dengan tanggal jatuh tempo.
- c. Reksadana, merupakan sebuah sertifikat yang berguna sebagai penghimpun dana dari pemodal. Dana ini dikelola oleh manajer investasi profesional.
- d. Instrumen derivatif, merupakan turunan dari sekuritas lain yang memiliki beberapa jenis, yaitu *opsi*, *future*, *waran*, dan *right issue*.<sup>33</sup>

#### **4. Peran Pasar Modal**

Pasar modal memiliki peran penting dalam perkembangan ekonomi suatu negara. Fungsi dari pasar modal adalah sebagai:

- a. sarana penghimpun dana dari masyarakat.
- b. Sumber pembiayaan yang efisien bagi dunia usaha dan pembangunan nasional.
- c. Membantu terbentuknya kesempatan usaha dan menciptakan kesempatan kerja.

---

<sup>33</sup> Eudardus tandeliin, *Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio Edisi Pertama* (Yogyakarta:BPFE, 2001), hlm.123

- d. Peningkatan efisiensi alokasi sumberdaya produksi.
- e. Memperoleh pengoperasian dari mekanisme *financial market* dalam penataan sistem moneter. Dikarenakan dapat menjadi sarana “*open market*” yang diperlukan oleh Bank Sentral.
- f. Menurunkan tingkat bunga yang terlalu tinggi ke tingkat yang pantas.
- g. Menjadi alternatif untuk berinvestasi bagi pemodal.<sup>34</sup>

## 5. Pelaku Pasar Modal

Dalam aktivitas pasar modal banyak pihak yang terlibat, secara garis besar terdapat enam pihak pelaku pasar modal, yaitu:

- a. Emiten, yaitu badan usaha (Perseroan Terbatas) yang menerbitkan saham untuk menambah modal, atau menerbitkan obligasi untuk mendapatkan utang dari para investor di Bursa Efek.
- b. Perantara Emisi, yang meliputi tiga pihak, meliputi: 1) Penjamin Emisi (*underwriter*), yaitu perusahaan perantara yang menjamin penjualan emisi, dalam arti jika saham atau obligasi belum laku, penjamin emisi wajib membeli agar kebutuhan dana yang diperlukan emiten terpenuhi sesuai rencana, 2) Akuntan Publik, yaitu pihak yang berfungsi memeriksa kondisi keuangan emiten dan memberikan pendapat apakah laporan keuangan yang telah dikeluarkan oleh emiten wajar atau tidak.

---

<sup>34</sup> Departemen Keuangan RI, *Seluk Beluk Pasar modal*, Jakarta, hlm.5

- c. Perusahaan Penilai (*appraisal*), yaitu perusahaan yang berfungsi untuk memberikan penilaian terhadap emiten, apakah nilai aktiva emiten wajar atau tidak.
- d. Badan Pelaksana Pasar Modal, yaitu badan yang mengatur dan mengawasi jalannya pasar modal, termasuk mencoret emiten (*delisting*) dari lantai bursa dan memberikan sanksi kepada pihak-pihak yang melanggar peraturan pasar modal. Di Indonesia Badan Pelaksana Pasar Modal adalah BAPEPAM-LK yang merupakan lembaga pemerintah di bawah Menteri Keuangan.
- e. Bursa Efek, yakni tempat diselenggarakannya kegiatan perdagangan efek pasar modal yang didirikan oleh suatu badan usaha. Di Indonesia terdapat dua Bursa Efek, yaitu Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang dikelola PT Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya (BES) yang dikelola oleh PT Bursa Efek Surabaya. Keduanya membentuk Bursa Efek Indonesia.
- f. Perantara Perdagangan Efek, yaitu makelar dan komisioner yang hanya lewat kedua lembaga itulah efek dalam bursa boleh ditransaksikan. Makelar adalah perusahaan pialang (broker) yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan orang lain dengan memperoleh imbalan. Sedangkan komisioner adalah pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek untuk kepentingan sendiri atau untuk orang lain dengan memperoleh imbalan.

- g. Investor, adalah pihak yang menanamkan modalnya dalam bentuk efek di bursa efek dengan membeli atau menjual kembali efek tersebut.<sup>35</sup>

## **B. Pasar Modal Syariah**

### **1. Pengertian Pasar Modal Syariah**

Pasar modal syariah adalah kegiatan pasar modal yang dijalankan berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Maksud dari prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam dan LK maupun fatwa DSN-MUI yang telah diterbitkan sebelum ditetapkannya peraturan ini (Keputusan Ketua Bapepam Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah), sepanjang fatwa yang dimaksud tidak bertentangan dengan peraturan ini dan atau peraturan Bapepam dan LK lain yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI.<sup>36</sup>

### **2. Fungsi Pasar Modal Syariah**

Ada beberapa jenis fungsi pasar modal syariah, yaitu:

- a. Memungkinkan bagi masyarakat berpartisipasi dalam kegiatan bisnis dengan memperoleh bagian dari keuntungan dan resikonya.

---

<sup>35</sup> Ahmad Daniri, "Perdagangan Efek Pasca Undang-undang Pasar Modal", *Jurnal: Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, Fakultas Hukum Universitas Gajah Mada Yogyakarta

<sup>36</sup> Burhanuddin Susanto, *Pasar Modal Syariah*, (Yogyakarta: UII Press Yogyakarta, 2009), hlm. 184

- b. Memungkinkan para pemegang saham menjual sahamnya guna mendapatkan likuiditas.
- c. Memungkinkan perusahaan untuk meningkatkan modal dari luar untuk membangun dan mengembangkan lini produksinya.
- d. Memisahkan operasi kegiatan bisnis dari fluktuasi jangka pendek pada harga saham yang merupakan ciri umum pasar modal konvensional.
- e. Memungkinkan investasi pada ekonomi itu ditentukan oleh kinerja kegiatan bisnis sebagaimana tercermin pada harga saham.
- f. Dari beberapa fungsi pasar modal syariah di atas diketahui bahwa keberadaan pasar modal syariah sangat bermanfaat dalam rangka meningkatkan aktifitas perekonomian umat Islam dan selanjutnya dapat meningkatkan kesejahteraan mereka.<sup>37</sup>

### **3. Instrumen Pasar Modal Syariah**

Pada operasional pasar modal syariah istilah yang merupakan instrumen pasar modal harus menerapkan prinsip syariah. Konsekuensinya, berbagai instrumen yang tidak sesuai dengan prinsip syariah tidak dipraktekkan dalam operasional pasar modal syariah. Instrumen yang tidak sesuai dengan prinsip syariah adalah berbagai instrumen *derivatif*. Sedangkan instrumen pada pasar modal yang masih bisa disesuaikan dengan prinsip syariah didefinisikan kembali dengan ditambahkannya syarat mengikuti prinsip syariah. Instrumen-instrumen itu antara lain sebagai berikut:

---

<sup>37</sup> Heri, Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi*, (Yogyakarta: Ekonisia, 2008), hlm. 98

- a. Saham Syariah, adalah bukti kepemilikan atas suatu perusahaan yang memenuhi kriteria sebagaimana tercantum dalam pasal 3 Fatwa DSN-MUI no. 40/2003, dan tidak termasuk saham yang memiliki hak-hak istimewa.
- b. 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 serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.
- c. Reksadana Syariah, adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan dan prinsip Syariah Islam, baik dalam bentuk akad antara pemodal sebagai pemilik harga (*shahib al-mal*) dengan manajer investasi, begitu pula pengelolaan dana investasi sebagai wakil *shahib al-mal*, maupun antara manajer investasi sebagai wakil *shahib al-mal* dengan penggunaan investasi.
- d. Efek Beragun Aset (EBA) Syariah, adalah efek yang diterbitkan oleh kontrak investasi kolektif EBA syariah yang portofolionya terdiri dari aset keuangan berupa tagihan yang timbul dari surat berharga komersial, tagihan yang timbul di kemudian hari, jual beli pemilikan aset fisik oleh lembaga keuangan, efek bersifat investasi yang dijamin oleh pemerintah, sarana peningkatan investasi/arus kas, serta aset keuangan setara yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

- e. Surat Berharga Komersial Syariah, adalah surat pengakuan atas suatu pembiayaan dalam jangka waktu tertentu yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah<sup>38</sup>.

### C. Obligasi Syariah ( Sukuk)

#### 1. Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk)

Definisi Obligasi Syariah (Sukuk) menurut istilah yaitu surat berharga yang memuat perjanjian atau akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah. Menurut fatwa DSN MUI No.32/DSN-MUI/2002) Obligasi syariah merupakan efek jangka panjang yang berlandaskan prinsip syariah dan diterbitkan pada pemegang obligasi syariah dan penerbit diharuskan untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah yang berupa bagi hasil atau margins, dan juga membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>39</sup>

Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Intitution (AAOIFI)*, sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang dipresentasikan setelah penutupan pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. Sama halnya dengan bagian dan kepilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa, atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.<sup>40</sup>

---

<sup>38</sup> Muhammad Syafi'i Antonio, *Bank Syariah dari Teori ke Praktek*, ( Jakarta: Gema Insani Press – Tazkia Cendekia, 2001), hlm.89

<sup>39</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi Pada Pasar Modal Syari'ah*, Jakarta: Kencana, 2008), hlm.136.

<sup>40</sup> Ahmad Ifham Sholihin, *Buku Pintar Ekonomi Syariah*, (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, 2010), hlm. 797

Menurut Pontjowinoto yang dikutip oleh Muhammad Firdaus N.H., Obligasi Syariah adalah kontrak perjanjian tertulis yang bersifat jangka panjang untuk membayar kembali pada waktu tertentu seluruh kewajiban yang timbul akibat pembiayaan untuk kegiatan tertentu menurut syarat dan ketentuan tertentu serta membayar sejumlah manfaat secara periodik menurut akad<sup>41</sup>.

Perintah investasi dengan obligasi syariah dalam Al-Qur'an terdapat dalam Surah Al-Maidah ayat 1:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ ۖ

Artinya: "Hai orang-orang beriman penuhilah akad-akad itu"

Akad perjanjian tersebut di dalam Al-Quran mencakup janji hamba kepada Allah SWT dan perjanjian yang dibuat oleh manusia dalam pergaulan sesamanya. Terdapat dalam hadits yang diriwayatkan oleh Ibn Majah dari Ubadah bin Shamit, Ahmad dari Ibn Abbas, dan Malik dari Yayah, yang artinya tidak boleh membahayakan diri sendiri, maupun orang lain. Maksud hadits ini adalah bahwa dalam bermuamalah tidak boleh merugikan diri sendiri dan orang lain. Sedangkan dalam kaidah fiqh disebutkan bahwa pada dasarnya semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkan.<sup>42</sup>

### Tabel 2.1

<sup>41</sup> Ahmad Wardi Muslich, *Fiqh Muamalat*, (Jakarta: Amzah, 2017), hlm. 581-582

<sup>42</sup> Iyah Faniyah, *Kepastian Hukum Sukuk Negara Sebagai Instrumen Investasi di Indonesia*, Edisi 1 (Yogyakarta: Deepublish, 2018), hlm. 58-59

### Perbedaan Obligasi Syariah dengan Konvensional

Karakteristik	Obligasi Syariah	Obligasi Konvensional
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, Korporasi
Sifat instrumen	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin/fee</i>	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
<i>Underlying asset</i>	Perlu	Tidak perlu
Pihak yang terkait	Issuer, SPV, investor, <i>trustee</i>	Obligator/issuer, investor
<i>Price</i>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Pembayaran pokok	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas
Dasar hukum	Undang-undang	Undang-undang
Metode penerbitan	Lelang, <i>book building, private placement</i>	Lelang, <i>book building, private placement</i>

Sumber: Sri Nurhayati dan Wasilah (2011)

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.<sup>43</sup>

## **2. Jenis- jenis Obligasi syariah (Sukuk)**

Obligasi syariah (sukuk) terbagi menjadi beberapa jenis, yaitu:

### **a) Sukuk Ijarah**

Sukuk Ijarah adalah akad pemindahan hak guna atas barang atau jasa tanpa adanya pengalihan kepemilikan barang atau jasa itu sendiri. Sukuk ini diterbitkan berdasarkan akad ijarah. Sukuk

---

<sup>43</sup> Abdul Manan, *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. (Jakarta: Kencana, 2012) hlm. 128-129

ijarah terdiri dari sukuk kepemilikan aset berwujud yang disewakan, sukuk kepemilikan manfaat dan jasa.

b) Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah adalah sukuk yang penerbitannya didasarkan akad mudharabah dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), hasil dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disepakati sebelumnya. Kemungkinan kerugian yang akan timbul sepenuhnya ditanggung oleh pihak penyedia modal.

c) Sukuk Salam

Sukuk salam adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan memperoleh dana modal dalam akad salam, sehingga barang yang akan disediakan melalui akad ini akan menjadi milik pemegang sukuk.

d) Sukuk Musyarakah

Sukuk musyarakah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad musyarakah dimana kedua pihak atau lebih bekerjasama untuk menggabungkan modalnya guna pembangunan proyek yang baru, mengembangkan proyek, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan dan kerugian yang akan timbul nantinya ditanggung bersama dan disesuaikan dengan jumlah pada saat partisipasi modal dari masing-masing pihak.

e) Sukuk Istishna'

Sukuk istishna' adalah sukuk yang penerbitannya didasarkan dengan akad istishna' dan kedua belah pihak telah mencapai kesepakatan jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek. Penentuan harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi proyek berdasarkan kesepakatan.

f) Sukuk Murabahah

Sukuk murabaha sukuk ini diterbitkan berdasarkan prinsip jual-beli. Penerbit sukuk adalah penjual komoditi dan investor adalah pembeli komoditi.

g) Sukuk Wakalah

Sukuk wakalah adalah sukuk yang merepresentasikan suatu proyek maupun kegiatan usaha yang dikelola sesuai dengan akad wakalah dan usahanya dikelola dengan menetapkan agen (perwakilan) tertentu atas nama pemegang sukuk.

h) Sukuk Muzara'ah

Sukuk muzara'ah adalah sukuk yang penerbitannya bertujuan memperoleh dana guna membiayai kegiatan pertanian yang berdasarkan akad muzara'ah. Sehingga pemegang sukuk berhak atas sebagian hasil panen sesuai dengan ketentuan perjanjian.

i) Sukuk Musaqah

Sukuk musaqah sukuk ini diterbitkan dengan tujuan untuk memanfaatkan dana hasil dari penerbitan sukuk untuk melakukan kegiatan irigasi tanaman berbuah, pembayaran biaya operasional dan perawatan tanaman tersebut sesuai dengan akad musaqah.

Oleh karena itu pemegang sukuk berwenang atas sebagian dari hasil panen sesuai kesepakatan.<sup>44</sup>

## **D. Reaksi Pasar Modal**

### **1. Pengertian Reaksi Pasar Modal**

Reaksi pasar modal adalah respon pasar atas informasi pada suatu pengumuman yang diterbitkan oleh perusahaan. Pengumuman tersebut dijadikan sinyal dari perusahaan yang mengilustrasikan kondisi suatu perusahaan dan pengguna pasar akan memberikan respon dengan segera atas informasi yang telah diterima. Reaksi pasar diperlihatkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas berkaitan yang bisa diukur dengan CAR.

Analisis kandungan informasi untuk mengetahui bagaimana reaksi dari suatu pengumuman. Apabila dalam pengumuman terdapat informasi, maka harapannya pasar akan memberikan reaksi pada saat pengumuman itu diterima oleh pasar. Reaksi ini bisa diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Apabila menggunakan abnormal return maka bisa disimpulkan bahwa suatu pengumuman yang memiliki kandungan informasi didalamnya akan memberikan abnormal return kepada pasar begitupun sebaliknya jika tidak terdapat informasi maka tidak akan memberikan abnormal return kepada pasar.<sup>45</sup>

---

<sup>44</sup> Asyraf Wajdi Dusuki, *Sistem Keuangan Islam: Prinsip dan Operasi*, (Jakarta: Rajawali Pers, 2015), hlm. 512

<sup>45</sup> Jogiyanto, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (8th ed.)*, (Yogyakarta: BPFE, 2013), hlm.307

## 2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Reaksi Pasar Modal

Faktor- faktor yang mempengaruhi reaksi pasar modal yaitu faktor internal dan faktor internal dan faktor eksternal. Faktor internal adalah hal-hal yang melekat pada internal perusahaan seperti<sup>46</sup>:

### a. Kinerja Perusahaan

Kinerja perusahaan adalah hasil dari kegiatan atau aktivitas perusahaan yang dapat menjadi tolak ukur dari keberhasilan perusahaan.

### b. Pengumuman Deviden

Pengumuman dividen merupakan salah satu informasi yang cukup penting bagi investor dalam mengambil keputusan investasi karena dalam pengumuman dividen terdapat informasi yang mengisyaratkan prospek perusahaan di masa depan.

### c. Aksi Korporasi

Aksi korporasi adalah langkah atau tindakan yang diambil oleh perusahaan yang berdampak langsung terhadap kepemilikan saham para pemegang saham investor.<sup>47</sup>

### d. *Merger* dan Akusisi

*Merger* adalah kegiatan yang dilakukan oleh emiten untuk melakukan penggabungan atas sahamnya. Seluruh emiten yang melakukan merger ini akan menjadi saham emiten (*Issuer*) baru

---

<sup>46</sup> Tri Mikha, Apriliani dan Totok Dewayanto, “Pengaruh Tata Kelola Perusahaan, Ukuran Perusahaan, dan Umur Perusahaan Terhadap Kinerja Perusahaan”, *Diponegoro Journal of Accounting*, 2018, Vol.7, No. 1, hlm.1-10.

<sup>47</sup> [www.sahamok.net](http://www.sahamok.net), diakses pada tanggal 04 agustus 2021, pukul 20.56 WIB

atau akan menggunakan salah satu nama emiten dari seluruh emiten tersebut.<sup>48</sup>

e. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

Nilai penerbitan sukuk adalah besarnya nominal yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan sama dengan dana yang sedang dibutuhkan.<sup>49</sup>

f. Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

Rating dapat diartikan sebagai penilaian dari pelanggan pada preferensi suatu produk terhadap pengalaman yang dirasakan, yang mempengaruhi psikologi dan emosional saat berinteraksi dengan produk virtual dalam lingkungan dimensi.<sup>50</sup>

g. Umur Obligasi Syariah (Sukuk)

Umur merupakan jatuh tempo untuk pemegang obligasi akan mendapatkan pelunasan kembali pokok atau jumlah nominal sukuk miliknya.<sup>51</sup>

h. Risiko Obligasi Syariah (Sukuk)

Risiko sukuk adalah kejadian di masa yang akan datang yang bersifat tidak pasti dan dapat mempengaruhi pencapaian tujuan.<sup>52</sup>

---

<sup>48</sup> www.ksei.co.id , diakses pada tanggal 04 agustus 2021 pukul 20.48 WIB

<sup>49</sup> E Ainurrochma & Priyadi, “Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk Serta DER Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar”, *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 2016, Vol.5

<sup>50</sup> Ahmad Fakri, dkk, “Pengaruh Online Customer Review Dan Rating Terhadap Kepercayaan Dan Minat Pembelian Pada Online Marketplace Di Indonesia”, *Jurnal Teknik ITS*, Vol. 5, No. 2, 2016

<sup>51</sup> Brina Putri Hartaroe, Dkk, “Pengaruh Price Book Value (PBV), Price Earning Ratio (PER), Debt to Equity Ratio (DER) dan Return on Asset (ROA) terhadap Return Saham (Studi Empiris pada Perusahaan Food and Beverage yang Terdaftar di BEI Periode 2012-2016)”, *E-Jurnal Riset Manajemen*, 2017, hlm. 82-94

Sementara faktor eksternal dapat dipengaruhi oleh:

a. Kebijakan pemerintah

Kebijakan pemerintah pada hakikatnya merupakan kebijakan yang ditujukan untuk publik dalam pengertian yang seluas-luasnya (negara, masyarakat dalam berbagai status serta untuk kepentingan umum), baik itu dilakukan secara langsung maupun tidak secara langsung yang tercermin pada berbagai dimensi kehidupan publik. Oleh karena itu, kebijakan publik sering disebut sebagai kebijakan publik.<sup>53</sup>

b. Gejolak politik

Gejolak politik merupakan suatu keadaan atau gerakan yang dilakukan kelompok yang ingin mencapai suatu tujuan.

## **E. Nilai Penerbitan Obligasi Syariah**

### **1. Pengertian Nilai Penerbitan Obligasi syariah**

Nilai penerbitan sukuk adalah besarnya nominal yang dikeluarkan oleh suatu perusahaan sama dengan dana yang sedang dibutuhkan. Obligasi yang diterbitkan sesuai dengan kebutuhan dana dari perusahaan yang menerbitkan, jika yang dibutuhkan Rp.200 milyar maka perusahaan akan menerbitkan obligasi sejumlah Rp.200 milyar. Pihak emiten akan menyatakan jumlah kebutuhan dananya melalui penjualan sukuk dikenal dengan jumlah emisi obligasi. Untuk

---

<sup>52</sup>Mohamed Hanafi Mamduh, Manajemen Risiko, (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2012) Hlm.35

<sup>53</sup> <http://perpustakaan.kasn.go.id/>, diakses pada tanggal 04 agustus pukul 21.07 WIB

menentukan besar kecil pada jumlah penerbitan obligasi itu tergantung kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya<sup>54</sup>. Nilai penerbitan obligasi syariah diukur sesuai dengan jumlah emisi obligasi syariah. Jumlah penerbitan obligasi syariah diukur dengan beberapa kali perusahaan menerbitkan obligasi syariah.

Pada prinsipnya sukuk mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok 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 pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan bebas dari riba, *gharar*, dan *maysir*.

Kaitannya dengan perdagangan obligasi, dikenal istilah-istilah berikut:<sup>55</sup>

- a. *Face value* atau nilai pari, menunjukkan besarnya nilai obligasi yang dikeluarkan.
- b. Jatuh tempo, merupakan tanggal ditetapkannya emiten obligasi harus membayar kembali uang yang telah dikeluarkan investor pada saat membeli obligasi. Jumlah uang yang harus dibayar sama besarnya dengan nilai pada obligasi dan tanggal jatuh tempo tersebut tercantum dalam sertifikat obligasi.

---

<sup>54</sup> Elyya Ainurrochma & Maswar Patuh Priyadi, Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk Serta DER Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, Vol. 5, 2016

<sup>55</sup> Ahmad Roziq dan Mubarak Mufti, *Buku Cerdas Investasi Dan Transaksi Syariah*, (Jakarta: Transmedia, 2012) hlm. 9

- c. Bunga atau kupon, merupakan pendapatan (*yield*) yang diperoleh pemegang obligasi, yang mana periode waktu pembayarannya dapat berbeda-beda misalnya ada yang membayar sekali dalam tiga bulan, enam bulan atau sekali dalam setahun.

## F. *Rating* Penerbitan Obligasi Syariah

### 1. Pengertian *Rating* Obligasi Syariah

*Rating* sukuk/obligasi syariah adalah suatu standarisasi yang diberikan oleh lembaga pemeringkat terkemuka sukuk yang mencerminkan kemampuan penerbit sukuk dan kesediaan mereka untuk membayar pembayaran pokok sesuai jadwal.<sup>56</sup> *Rating* sukuk ini penting dikarenakan menjadi salah satu bahan pertimbangan investor dalam memilih sukuk dan memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas *default* hutang perusahaan<sup>57</sup>

*Rating* adalah suatu opini yang objektif untuk menilai kemampuan dan kemauan suatu emiten dalam memenuhi kewajiban finansialnya secara tepat waktu. *Rating* bukan merupakan rekomendasi untuk membeli, menjual atau menahan suatu obligasi. *Rating* memberikan indikasi mengenai kemungkinan investor memperoleh kembali investasinya sesuai dengan yang dijanjikan, namun tidak memberikan prediksi yang spesifik atas probabilitas terjadi default.<sup>58</sup>

---

<sup>56</sup> Meirinaldi dan Pudji Astuti. “Analisa Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Sukuk (Studi Kasus Pada Perusahaan Sukuk Non Keuangan)”, *Jurnal Ekonomi*, 2017, hlm.203

<sup>57</sup> I Made Sudana, *Manajemen Keuangan: Teori dan Praktek*, (Surabaya: Airlangga University Press, 2009), hlm. 127

<sup>58</sup> Ahmad Ifham Shilihin, *Buku Pintar Ekonomi Syariah*, (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama 2010), hlm. 692

Rating obligasi syariah menggambarkan analisa layakanya kredit perusahaan sehingga bisa berguna untuk tujuan finansial dan komersial lainnya, seperti meminimalisir *letter of credit*/vendor ataupun dalam bernegosiasi *leasing* jangka panjang. Penerbitan obligasi sungguh penting karena peringkat obligasi dapat memberikan informasi dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Rating obligasi dalam rating agency ada dua macam: *investment grade* dan *non-investment grade*. Pada obligasi *non-investment grade* adalah obligasi ini mempunyai risiko kredit tinggi sehingga mempunyai rating rendah. Yang tergolong dalam *non-investment grade* yaitu mempunyai rating obligasi: BB, B, CCC, dan D, umumnya ditambah tanda negatif (-) maupun positif (+) guna memberitahukan kekuatan relatifnya. Sedangkan *Investment grade* adalah obligasi yang mempunyai risiko kredit rendah sehingga mempunyai rating tinggi. Umumnya yang tergolong *investment grade* yaitu mempunyai rating obligasi: AAA, AA, A dan BBB.<sup>59</sup>

Salah satu perusahaan pemeringkat efek di Pasar Modal Indonesia adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia atau PT PEFINDO yang didirikan di Jakarta pada 21 Desember 1993, melalui inisiatif Badan Pengawas Pasar Modal dan Bank Indonesia.<sup>60</sup> Perusahaan ini berafiliasi dengan S&P's dan secara aktif terus berpartisipasi dalam *ASEAN*

---

<sup>59</sup> Fathoni D. S & Sofianty D, "Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah ( Sukuk ), dan Rating Obligasi Syariah ( Sukuk ) terhadap Reaksi Pasar Modal ( Studi Empiris pada Perusahaan Yang Menerbitkan Sukuk di BursaEfek Indonesia Tahun 2016 )", *Prosiding Akuntansi*, 2016, hlm.84-92.

<sup>60</sup> Iswi Hariyani, Serfianto Dibyo Purnomo, *Buku Pintar Hukum Bisnis Pasar Modal*, (Jakarta: Visimedia, 2010), hlm. 149-147

*Forum of Credit Rating Agencies* (AFCRA), yang mendukung pengembangan dan penyempurnaan standar dimasa mendatang. PEFINDO melakukan pemeringkatan dengan didasarkan pada informasi keuangan emiten terbaru baik sudah diaudit maupun belum di audit.<sup>61</sup>

**Tabel 2.2**  
**Standar Peringkat Menurut Pefindo**

Peringkat	Keterangan
AAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya
AA	Terdapat sedikit perbedaan dengan AAA, tingkat AA memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya
A	Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek pasif dan perubahan ekonomi
BBB	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kapasitas obligor akan melemah dengan kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan
BB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai
B	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long-term financial commitment</i> di bandingkan dengan obligor lainnya. Sehingga obligor tidak memiliki kemampuan untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonom
CCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitment</i> .
D	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i> .

Sumber: PT.Pefindo

<sup>61</sup> Ratna Puji Astuti, "Pengaruh Likuiditas, Produktivitas, Profitabilitas, Terhadap Peringkat Sukuk". *Jurnal Ilmu Manajemen Dan Akuntansi Terapan (JIMAT)*, 2017, hlm. 8

## 2. Faktor-faktor yang mempengaruhi rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) :

- a) Faktor keuangan, adalah kinerja keuangan yang dapat mempengaruhi pemeringkatan obligasi syariah yang terdiri dari likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, produktivitas, *leverage*, *growth*, *size*, utang bank, *debt ratio*, *current ratio*, *fixed charged coverage ratio*.
- b) Faktor non-keuangan, adalah kinerja non keuangan yang dapat mempengaruhi pemeringkatan obligasi syariah yang terdiri dari umur obligasi, jaminan sukuk, reputasi auditor, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan komisaris independen.<sup>62</sup>

## G. Umur Obligasi Syariah

### 1. Pengertian Umur Obligasi Syariah

Umur obligasi adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya<sup>63</sup>. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang

---

<sup>62</sup> Rudiyanto, *Sukses Financial Dengan Reksadana*, (Jakarta: Elex Media Compitudo, 2013), hlm. 36

<sup>63</sup> Ma'arij, Arinurtry, "Zulbahridar, dan Al Azhar, Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Non Keuangan yang terdaftar di BEI dan di Peringkat oleh Pefindo Periode 2009-2013", *Jom FEKON (Online)*, 2014, Vol. 1 No. 2

dibuat sebelumnya). Menurut pendapat Almilia dan Devi<sup>64</sup> Bahwa terdapat hubungan antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi.

Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena resiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Sehingga umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi *investment grade*. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Maka, semakin tinggi kupon atau bunganya, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi. Obligasi yang memiliki jatuh tempo selama 1 tahun akan lebih mudah untuk diprediksi dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun karena semakin kecil umur obligasi maka memiliki risiko yang lebih kecil.

## **H. Risiko Obligasi Syariah**

### **1. Pengertian Risiko Obligasi Syariah**

Resiko merupakan ketidakadaan potensi munculnya konsekuensi negatif yang tidak diinginkan dari suatu peristiwa yang berimbas pada keberhasilan, tetapi dapat menjadi peluang dalam mendapatkan keuntungan. Resiko obligasi syariah merupakan potensi ketidak jelasan

---

<sup>64</sup> Neneng Sudaryanti dkk, "Analisis Determinan Peringkat Sukuk Dan Peringkat Obligasi Di Indonesia", *Islamic Finance & Business Review TAZKIA*, Vol. 6(2).

yang ditanggung oleh emiten dalam penerbitan sukuk pada jangka waktu tertentu.<sup>65</sup>

## 2. Analisis Risiko Berkaitan dengan Sukuk

Analisis mengenai risiko dan kaidah pengurusannya diperlukan untuk memahami kemungkinan risiko yang dihadapi oleh produk sukuk, baik risiko yang berhubungan dengan bentuk dan jenis akad maupun risiko yang berhubungan dengan faktor lainnya yang bersifat eksternal. Dari eksternal ada risiko kontrak sukuk, risiko kontrak sukuk dikelompokkan kepada beberapa risiko: risiko pasar, risiko kredit, risiko asset, risiko negara, risiko *counterparty*, dan risiko kesesuaian dengan syariah.<sup>66</sup>

### a) Risiko Pasar (*market risk*)

Risiko pasar terdiri dari dua bentuk, yaitu risiko pasar yang sistematis dan yang kurang sistematis. Risiko pasar yang sistematis ada disebabkan kebijakan suatu negara dalam urusan ekonomi. Sedangkan risiko pasar yang kurang sistematis dapat terjadi ketika harga suatu asset atau instrument tertentu berubah atau perubahan variabel lainnya yang mengakibatkan perubahan terhadap harga asset. Dipahami sekiranya terjadi suatu perubahan pada harga akan menyebabkan terjadinya perubahan dalam berbagai sektor komoditas pasar, keadaan ini secara keseluruhan akan menyebabkan terjadinya risiko eksternal,

---

<sup>65</sup> Indrawati, Nur Khusniyah dkk, "Manajemen Risiko Berbasis Spiritual Islam", *Ekuitas: Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, Volume 16, Nomor 2, Juni 201, hlm. 184 – 208

<sup>66</sup> Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*, (Yogyakarta: Ar-Ruzz Media, 2010), hlm. 73

yaitu risiko kadar faedah, risiko nilai tukar asing, dan risiko likuiditas.

Risiko pasar, juga dapat terjadi disebabkan perubahan kadar harga asset (*underlying assets*), mengakibatkan sekurang-kurangnya tiga kemungkinan. Pertama, jika penssekuritian asset menggunakan *bay'al-wafa'*, pembelian kembali asset pada saat jatuh tempo mesti menggunakan harga asal, keadaan ini dapat menyebabkan kerugian bagi investor karena nilai uang pada saat pembelian sertifikat sukuk telah berbeda dengan nilai asset yang berlaku dalam pasaran. Kedua, jika penssekuritian asset menggunakan *bay' mutlaqah*, maka harga pembelian kembali asset tidak mesti harga asal.

b) Risiko Likuiditas

Risiko likuiditas, dapat terjadi disebabkan ketidakcukupan syarat-syarat operasional yang dijalankan suatu firma sehingga dapat mengurangi kemampuan mendapat cash pada kadar biaya yang layak (*funding or financing liquidity risk*) ataupun kesukaran menjual asset dalam waktu singkat (*asset liquidity risk*).

b. Risiko Kredit (*Credit Risk*)

Risiko kredit adalah risiko yang dihubungkan dengan kualitas asset atau pinjaman yang kemungkinan tidak dapat diperoleh lagi, apabila terjadi kelalaian para pihak dalam penyelesaiannya. Risiko kredit secara umum dapat terjadi karena risiko kegagalan

proses, risiko pengurangan nilai (*down grade risk*), risiko *counterparty*, dan risiko penyelesaian kontrak.

c. Risiko Aset (*Asset Risk*)

Sebagaimana telah diketahui bahwa risiko aset dapat terjadi disebabkan proses penssekuritan dan penebusan sukuk, di mana aset yang terdiri dari tanah, gedung, dan bentuk-bentuk asset nyata lainnya telah dijadikan sebagai obyek akad dan sebagai sokongan bagi pengeluaran sukuk.

d. *Country Risk*

Risiko dalam bentuk ini disebut juga sebagai risiko ketentuan hukum dan problem perundang-undangan suatu negara (*legality*), dimana sertifikat sukuk diperjualbelikan di pasar yang melibatkan berbagai negara. Dipahami pula bahwa perundang-undangan dan kebijakan ekonomi sesuatu negara terdapat perbedaan-perbedaan yang mendasar, yaitu perbedaan jenis mata uang yang digunakan, perbedaan undang-undang cukai (*taxable*), perbedaan hak pemilikan *tangible asset* bagi penduduk asing, perbedaan standar penggunaan hukum syariah, perbedaan aturan regulasi dan aturan-aturan mengenai *financial reporting*.

e. *Counterparty Risk*

Kontrak sukuk umumnya melibatkan *counterparty* yang dibentuk mengikuti peranan dan tanggung jawab masing-masing. Kontrak yang melibatkan *counterparty* biasanya akan mengalami risiko moral *hazard*, dimana pihak yang berkontrak dituntut untuk

menjalankan tanggung jawab secara benar dan jujur, karena ia merupakan kontrak amanah seperti kontrak murabahah, salam, istisna, musyarakah, dan mudharabah.

f. Risiko Kesesuaian dengan Syariah

Risiko dalam bentuk ini timbul disebabkan pemahaman teoritikal fiqih hasil formulasi mujtahid yang dipahami dan diamalkan berbeda oleh masing-masing pihak yang berkontrak, akibatnya akan memberi pengaruh pada bentuk kontrak sukuk yang diamalkan.

### I. *Event Study Theory*

Merupakan sebuah penelitian yang mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas. Umumnya penelitian *event study* berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham<sup>67</sup>. *Event study* dapat dipergunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat. Pengujian kandungan informasi dan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat merupakan dua pengujian yang berbeda. 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

---

<sup>67</sup> Eduardus Tandililin, *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio* (Yogyakarta: BPFE, 2001) hlm.126.

dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan return sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan abnormal return. maka dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar.

#### **J. Kajian Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang dilakukan oleh Mulya Iskandar dan Ridwan yang bertujuan untuk meneliti Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar (Survey terhadap Perusahaan-Perusahaan yang menerbitkan Obligasi Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Selama tahun 2015). Penelitian ini merupakan studi peristiwa (*event study*) dan menggunakan metode deskriptif dengan jenis penelitian survei data sekunder. Hasil penelitian menyatakan bahwa rating penerbitan obligasi sukuk secara parsial berpengaruh terhadap return saham. Persamaan dari penelitian terdahulu dan penelitian yang diteliti adalah sama-sama menggunakan data sekunder dan merupakan study peristiwa.<sup>68</sup>Menggunakan Variabel bebas Penerbitan Obligasi Syariah dan Variabel terikatnya Reaksi Pasar. Perbedaan dalam penelitian yaitu dalam penelitian ini tidak meneliti tentang pengaruh Risiko Obligasi Syariah.

Penelitian yang dilakukan oleh Elyya Ainurrochma dan Maswar Patuh Priyadi yang bertujuan untuk meneliti Pengaruh Nilai Dan Rating

---

<sup>68</sup> Mulya Iskandar dan Ridwan, "Pengaruh Penerbitan Sukuk terhadap Reaksi Pasar (Survey terhadap Perusahaan-Perusahaan yang menerbitkan Obligasi Syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Selama tahun 2015)", *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Akuntansi (JIMEKA)*, Vol. 4 No. 3, (2019) hlm. 496-503.

Penerbitan Sukuk Serta Der Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis regresi linear berganda dan juga uji hipotesis. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa nilai penerbitan obligasi syariah tidak berpengaruh terhadap return saham, rating penerbitan obligasi syariah berpengaruh terhadap return saham, Debt to Equity Ratio (DER) tidak berpengaruh terhadap return saham.<sup>69</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas pengaruh nilai penerbitan dan rating penerbitan obligasi syariah dan variabel terikatnya reaksi pasar modal. Perbedaannya penelitian ini tidak meneliti tentang pengaruh risiko obligasi syariah melainkan DER.

Penelitian yang dilakukan oleh Putri Wijayaningtyas bertujuan untuk menguji pengaruh Nilai Penerbitan, Rating Penerbitan, Umur Obligasi Syariah terhadap Reaksi Pasar Modal. Teknik pengambilan sampel yang dilakukan dalam penelitian yaitu menggunakan metode purposive sampling. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel nilai penerbitan sukuk berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, variabel rating penerbitan sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif, dan variabel umur sukuk tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal dengan arah negatif.<sup>70</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu meneliti pengaruh variabel bebas Nilai dan Rating

---

<sup>69</sup> Elyya Ainurrochma dan Maswar Patuh Priyadi, "Pengaruh Nilai Dan Rating Penerbitan Sukuk Serta Der Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar", *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Volume 5, No. 12, Desember 2016.

<sup>70</sup> Putri Wijayaningtyas, "Nilai Penerbitan, Rating Penerbitan, Umur Obligasi Syariah terhadap Reaksi Pasar Modal", *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi*, Vol. 5, No. 6, Juni 2016.

penerbitan obligasi dan variabel terikat reaksi pasar. Perbedaannya dalam penelitian ini tidak meneliti mengenai risiko obligasi syariah melainkan umur obligasi syariah.

Penelitian yang dilakukan oleh Dewi Kurnia Sari, H. Noor Shodiq Ask dan Hj. Anik Malikh yang bertujuan untuk menguji Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016. Metode Penelitian ini dilakukan pada perusahaan-perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah (sukuk) dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Teknik penentuan sampel yang digunakan adalah purposive sampling. Hasil dari penelitian nilai penerbitan obligasi syariah (X1) dan rating penerbitan obligasi syariah (X2) tidak memiliki pengaruh terhadap *cumulative abnormal return saham*, penerbitan obligasi syariah (sukuk) yang diwakili dengan nilai penerbitan obligasi syariah dan rating penerbitan obligasi syariah tidak mempunyai pengaruh secara simultan terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return saham*).<sup>71</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu variabel bebas merupakan penerbitan Obligasi Syariah dengan variabel terikat Reaksi Pasar Modal. Perbedaan dalam penelitian ini bahwa tidak meneliti mengenai Risiko Obligasi Syariah.

---

<sup>71</sup> Dewi Kurnia Sari dkk, "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan terhadap Reaksi Pasar pada Perusahaan-Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi Syariah Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2012-2016", *Jurnal Ilmiah Riset Akuntansi*, Vol.6 No.7 (2017)

Penelitian yang dilakukan oleh Linda Noviana dan Grace Tianna Solovidaini bertujuan untuk meneliti Pengaruh Likuiditas, *Leverage*, Rating Obligasi Syariah, Risiko Obligasi Syariah Terhadap *Yield* Obligasi Syariah (Sukuk). Dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling, Analisis data dilakukan dengan menggunakan metode regresi multivariat yang melibatkan asumsi uji klasik, pengujian hipotesis t-statistik, pengujian koefisien determinasi (R<sup>2</sup>) dan pengujian F statistik. Hasil dari penelitian ini likuiditas berkorelasi negatif dengan hasil obligasi syariah namun tidak signifikan, *Leverage* berkorelasi positif dengan *yield* obligasi Islam yang menunjukkan pengaruh positifnya, Peringkat tersebut menunjukkan korelasi negatif dan dampak signifikan terhadap hasil sukuk, sementara risiko sukuk berkorelasi negatif dengan hasil akhir obligasi syariah yang menunjukkan pengaruh negatif.<sup>72</sup>Persamaan dalam Penelitian ini adalah menggunakan variabel bebas Rating dan Risiko Obligasi syariah. Sedangkan perbedaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas *leverage* dan likuiditas dengan variabel terikat *yield* obligasi syariah.

Penelitian yang dilakukan oleh Vina Indah Iswara, Jeni Susyanti, dan M. Agus Salim yang bertujuan untuk meneliti Pengaruh Nilai Obligasi Syariah, Rating Obligasi Syariah, Umur Obligasi Syariah Terhadap Reaksi Pasar Modal. Dalam penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda dan uji asumsi klasik dengan pengujian hipotesis menggunakan

---

<sup>72</sup> Linda Noviana dan Grace Tianna Solovidaini, "Pengaruh Likuiditas, Leverage, Rating Obligasi Syariah, Risiko Obligasi Syariah Terhadap Yield Obligasi Syariah (Sukuk)", *Journal of Management & Business*, Vol. 1 No. 2, Tahun 2018.

uji t. Alat analisis menggunakan SPSS 21. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Nilai Penerbitan Obligasi Syariah berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal. Rating Obligasi Syariah berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal.<sup>73</sup> Umur Obligasi Syariah tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal. Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas nilai obligasi syariah, dan rating obligasi syariah dan variabel terikat reaksi pasar. Perbedaan dalam penelitian ini yaitu tidak meneliti risiko obligasi syariah.

Penelitian ini dilakukan oleh Mochamad Rizki Pratama yang bertujuan untuk meneliti Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia (Suvey terhadap perusahaan - perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah dan terdaftar di bursa efek indonesia selama tahun 2011). Dalam penelitian ini menggunakan metode purposive sampling. Penelitian ini menggunakan jenis *event study* yang merupakan study dalam melihat reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Penelitian ini menunjukkan hasil bahwa variabel independen tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.<sup>74</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas Penerbitan Obligasi Syariah dan variabel terikat Reaksi Pasar

---

<sup>73</sup> Vina Indah Iswara, dkk, "Pengaruh Nilai Obligasi Syariah, Rating Obligasi Syariah, Umur Obligasi Syariah Terhadap Reaksi Pasar Modal", *e - Jurnal Riset Manajemen PRODI MANAJEMEN Fakultas Ekonomi Unisma*.

<sup>74</sup> Rizki Pratama, "Pengaruh penerbitan obligasi syariah perusahaan terhadap reaksi pasar modal Indonesia (survey terhadap perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah di Bursa Efek Indonesia 2011)", *Skripsi*, Fakultas Ekonomi : Universitas Widyatama, 2013.

Modal. Perbedaan dalam penelitian ini yaitu tidak meneliti Risiko obligasi syariah dan tahun yang digunakan berbeda.

Penelitian ini dilakukan oleh Rahayu Ningtiyas yang bertujuan untuk meneliti Pengaruh Nilai Penerbitan, Rating Penerbitan, dan Umur Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal dengan Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2018). Penelitian ini menggunakan metode purposive random sampling dengan menggunakan jenis data kuantitatif dan sumber data yang digunakan adalah data sekunder. Hasil penelitian menunjukkan nilai penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif signifikan terhadap reaksi pasar modal, Peringkat sukuk terdapat pengaruh positif terhadap CAR, Umur obligasi syariah tidak ada pengaruh signifikan terhadap reaksi pasar modal.<sup>75</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas nilai penerbitan, rating penerbitan terhadap reaksi pasar. Perbedaan dalam penelitian ini yaitu tidak meneliti variabel risiko obligasi syariah melainkan meneliti variabel umur obligasi syariah dan tahun penelitian.

Penelitian ini dilakukan oleh Nurrudin yang bertujuan untuk meneliti Analisis Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk), Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) dan Risiko Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2015-2018).

---

<sup>75</sup> Rahayu Ningtiyas, "Pengaruh Nilai Penerbitan, Rating Penerbitan, dan Umur Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal dengan Variabel Kontrol Ukuran Perusahaan (Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) Periode 2015-2018)", *Skripsi*, Fakultas Bisnis dan Ekonomika: Universitas Islam Indonesia, 2020.

Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan sumber data sekunder dan metode purposive sampling. Hasil penelitian menunjukkan bahwa Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar modal, Risiko obligasi syariah (sukuk) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar modal.<sup>76</sup> Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas nilai, rating dan risiko obligasi syariah dengan variabel terikat reaksi pasar modal. Perbedaan dalam penelitian ini yaitu periode tahun yang diteliti.

Penelitian ini dilakukan oleh Devi Adelin Septianingtyas yang meneliti 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). Metode yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan purposive sampling, sumber data dalam penelitian ini menggunakan data sekunder. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa Nilai penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh terhadap return saham, Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) berpengaruh terhadap return saham, Nilai dan Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) secara simultan berpengaruh terhadap return saham, Nilai dan Rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) secara parsial

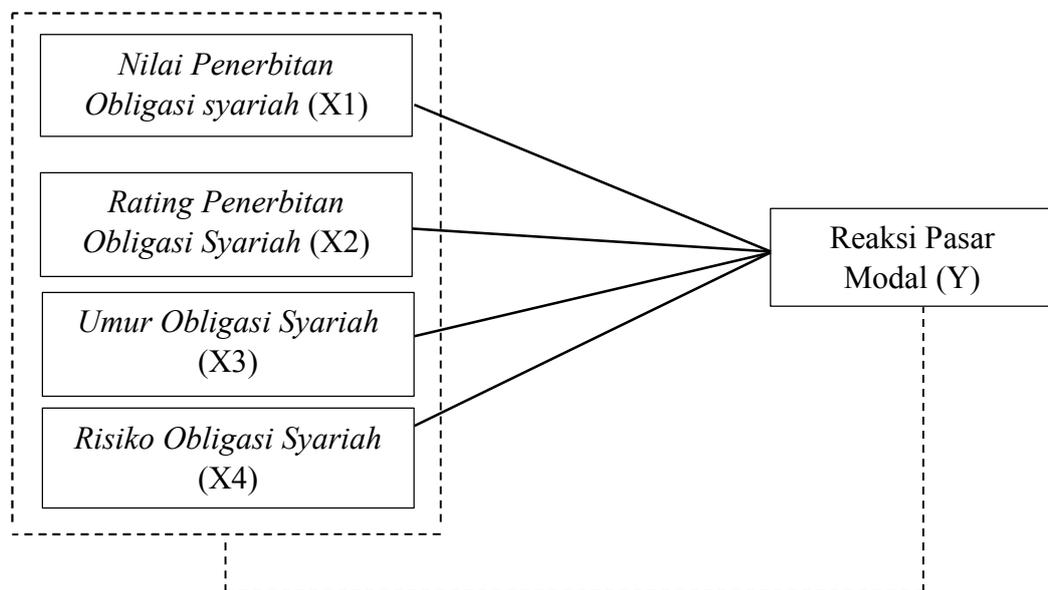
---

<sup>76</sup> Nurrudin, "Analisis Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk), Rating Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) dan Risiko Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal (Studi Kasus Pada Perusahaan Non Bank yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2015-2018)", *Skripsi*, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam: IAIN Salatiga, 2019.

berpengaruh positif dan signifikan terhadap returnsaham. Persamaan dalam penelitian ini yaitu menggunakan variabel bebas nilai, dan rating penerbitan obligasi syariah.<sup>77</sup> Perbedaan dalam penelitian ini yaitu variabel bebas menggunakan return saham dan periode tahun yang diteliti.

### K. Kerangka Konseptual

Berdasarkan dari tinjauan pustaka dari penelitian sebelumnya serta untuk mempermudah pemahaman tentang permasalahan pokok, maka kerangka pemikiran dari penelitian ini digambarkan sebagai berikut.



**Gambar 1.1** Model Penelitian

Keterangan:

———— : secara parsial

----- : secara simultan

<sup>77</sup>Devi adelin septianingtyas, “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*, Fakultas Ekonomi: Universitas Negeri Semarang, 2012.

Berdasarkan penelitian tersebut dapat didefinisikan bahwa variabel *independen* (bebas) terdiri dari Nilai penerbitan Obligasi Syariah (X1), Rating Penerbitan Obligasi Syaiah (X2), Umur Obligasi Syariah (X3), dan Risiko Obligasi Syariah (X4), sedangkan variabel *dependen* (terikat) yaitu Reaksi Pasar Modal (Y).

#### **L. Hipotesis Penelitian**

Hipotesis adalah jawaban sementara terhadap rumusan masalah penelitian. Maka, rumusan masalah biasanya disusun dalam bentuk kalimat pertanyaan. Jadi, hipotesis juga dapat dinyatakan sebagai jawaban teoretis terhadap rumusan masalah penelitian, sebelum jawaban yang empiris. Hipotesis pada penelitian ini sebagai berikut :

- H1: Ada pengaruh signifikan variabel nilai penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal di Indonesia.
- H2: Ada pengaruh signifikan variabel rating penerbitan obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal di Indonesia
- H3: ada pengaruh signifikan variabel umur obligasi syariah terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonesia
- H4: ada pengaruh signifikan variabel risiko obligasi syariah reaksi pasar modal syariah di Indonesia
- H5: ada pengaruh signifikan variabel nilai penerbitan obligasi syariah, rating penerbitan obligasi syariah, umur obligasi syariah, dan resiko obligasi syariah secara bersama-sama terhadap reaksi pasar modal syariah di Indonesia.