

HUBUNGAN ANTARA RASIO HUTANG DAN PROFITABILITAS DENGAN REAKSI PASAR (STUDI PADA PERUSAHAAN YANG MENGELUARKAN SUKUK)

Siti Ma'sumah

sitimasumah@iainpurwokerto.ac.id

ABSTRACT

Companies that will enlarge the business can issue sukuk to raise funds. Sukuk issuance by the company will be reacted by the market. The market reaction may be affected by the debt ratio and profitability. So of the research aims to determine the relationship between debt and profitability with market reaction.

The population of this research is the company issuing the sukuk from 2007 to 2015. The sampling technique used in determining the sample is purposive sampling, with the following criteria: 1. The company is listed on the Indonesian Stock Exchange 2. Publish financial statements in the year of issuance of sukuk 3. Has the complete data needed in the study 4. Sukuk issued by the company in the same year been one that has the largest nominal.

Based on the analysis that has been made known that the debt ratio does not significantly negative associated with market reaction. Profitability does not significantly positive associated with market reaction.

Keywords: Debt Ratio, Profitability and Market Reaction.

1. Pendahuluan

Pasar modal memiliki peran strategis bagi perekonomian nasional. Peran tersebut antara lain adalah sebagai sumber pembiayaan bagi perusahaan dan wahana investasi bagi masyarakat (Husnan, 1994). Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi

keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (Ibrahim, 2008). Investasi di pasar modal dapat berupa obligasi, reksadana dan saham. Obligasi terdiri dari obligasi konvensional dan obligasi syariah (*sukuk*).

Obligasi merupakan surat pengakuan utang yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta kepada investor, di mana utang ini akan dibayarkan pada masa yang ditentukan. Atas pinjaman tersebut investor diberi imbalan berupa bunga. Sebagai salah satu instrument yang dikenal dipasar modal, penerbitan obligasi dari suatu perusahaan merupakan sesuatu yang sangat menguntungkan dibandingkan dengan pinjaman bank, karena pembayaran bunga pada obligasi lebih rendah dan dapat dibayar secara berkala, 6 bulan atau setahun sekali (Ibrahim, 2008).

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No:32/DSN-MUI/IX/2002, pengertian obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan kepada emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Obligasi konvensional sudah sangat banyak beredar, hal ini karena sudah lama di diterbitkan. Obligasi yang pertama diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia adalah obligasi pemerintah Republik Indonesia pada tahun 1950 (Suhendra, 2009). Sedangkan *sukuk* baru pertama diterbitkan pada tahun 2002. Perusahaan yang pertama menerbitkan *sukuk* adalah Indosat. Perusahaan tersebut menerbitkan obligasi syaria'h *mudharabah* senilai Rp100 milyar (Kurniawati, 2013).

Menurut Prihartono (2016), Direktur Transportasi Bappenas pada tahun 2017, Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang akan diterbitkan untuk proyek infrastruktur

mencapai Rp 14 triliun. Sedangkan perkembangan obligasi pada tahun 2017 menurut Trenggono (2015) terdapat obligasi jatuh tempo mencapai Rp 58,72 triliun. Obligasi yang jatuh tempo tersebut sebagian akan diperpanjang. Selain obligasi yang diperpanjang ada juga obligasi yang akan diterbitkan, menurut Revianto (2016) PT. Pelindo IV (Persero) akan menerbitkan surat utang jangka panjang atau obligasi tahap awal senilai Rp 4 triliun pada 2017.

Perbedaan yang mendasar antara obligasi dan sukuk adalah obligasi tidak mengharuskan adanya *underlying asset*, sedangkan sukuk mengharuskan adanya *underlying asset*. Adanya perbedaan tersebut menyebabkan perkembangan perusahaan yang *go public* sangat sedikit yang mengeluarkan sukuk. Hal ini terlihat dari prosentase perusahaan *go public* yang mengeluarkan sukuk dari tahun 2009 sampai 2013 hanya sebesar 2,2% (Ma'sumah 2015).

Penelitian tentang sukuk dilakukan oleh Ashhari *et al* (2009), penelitian tersebut menyimpulkan bahwa *cumulative average abnormal return* (CAAR) dipengaruhi oleh pengumuman penerbitan obligasi syariah. Penelitian lain yang dilakukan oleh Ahmad dan Rahim (2013) menyimpulkan bahwa terdapat reaksi asimetri yang positif dan signifikan pada penerbitan sukuk. Pasar bereaksi positif dan signifikan pada pengumuman sukuk untuk kategori rating *highest quality, excellent* dan *good*, namun bereaksi negatif untuk kategori *medium, questionable* dan *poor*.

Penelitian Ma'sumah (2015) menyimpulkan bahwa ukuran penawaran, maturity dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk maupun obligasi. Rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk dan kelompok obligasi. Rating tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar baik pada kelompok sukuk, namun berpengaruh positif signifikan pada kelompok obligasi. Serta penelitian lain yang dilakukan oleh Komala dan Nugroho (2013) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh signifikan terhadap *investment return* sedangkan CR dan DER tidak berpengaruh.

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian Ma'sumah (2015) dan Komala dan Nugroho (2013). Penelitian

Ma'sumah (2015) menyimpulkan bahwa rasio hutang berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk, sedangkan penelitian Komala dan Nugroho (2013) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap *investment return*. Penelitian ini bermaksud menguji hubungan antara rasio hutang dan profitabilitas dengan reaksi pasar.

2. Literature

2.1 Teori yang dipakai

Teori *pecking order* menyatakan bahwa perusahaan memiliki urutan preferensi tertentu untuk modal digunakan untuk membiayai usaha mereka. Myers (1984) dalam Frank dan Goyal (2005) berpendapat bahwa *adverse selection* menunjukkan bahwa laba ditahan lebih baik dari utang dan utang lebih baik dari ekuitas. Ashhari et al. (2009) mengemukakan bahwa berdasarkan pada *pecking order theory*, hutang lebih baik dari ekuitas karena memiliki biaya yang lebih rendah.

POT menjelaskan bahwa perusahaan mencoba untuk memanfaatkan sumber pembiayaan internalnya pertama yaitu; laba ditahan, utang dan kemudian akan mengeluarkan ekuitas sebagai jalan terakhir. Model POT memprediksi bahwa struktur modal yang optimal tidak akan tercapai oleh perusahaan, tetapi perusahaan akan mengikuti prinsip tertentu dan memilih pendanaan eksternal ketika "kapasitas utang" tercapai. *Pecking Order Theory* lebih lanjut menjelaskan bahwa informasi asimetris antara orang dalam perusahaan dan luar dan anggapan bahwa biaya dan manfaat dari pembiayaan luar dalam hal *trade-off* teori kurang penting jika dibandingkan dengan biaya yang berkaitan dengan (pembiayaan dari dalam) penerbitan efek baru (Jahanzeb et al, 2014).

Teori lain yang dipakai didalam penelitian ini adalah *signaling theory*. *Signaling theory* atau teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal pada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi

atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain (Alfiani, 2013).

Teori Sinyal menjelaskan tentang bagaimana para investor memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan sebagai manajer perusahaan ini disebut informasi asimetris. Namun dalam kenyataannya manajer sering memiliki informasi lebih baik dari investor luar (Susilowati dan Turyanto, 2011). Menurut Hartono (2008) informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan sinyal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut bernilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan volume perdagangan saham.

Menurut Susilowati dan Turyanto (2011), teori sinyal menjelaskan tentang bagaimana para investor memiliki informasi yang sama tentang prospek perusahaan sebagai manajer perusahaan ini disebut informasi asimetris. Namun dalam kenyataannya manajer sering memiliki informasi lebih baik dari investor luar. Hal ini disebut informasi asimetris, dan ini memiliki dampak penting pada struktur modal yang optimal. *Signaling theory* juga menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak internal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi tersebut adalah karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak investor karena perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang dibanding pihak luar (investor, kreditor).

2.2 Obligasi

Obligasi dapat didefinisikan sebagai utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada (Hartono, 2008). Sedangkan menurut Ang (1997) obligasi adalah efek pendapatan tetap yang diperdagangkan di masyarakat di mana penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada jatuh tempo.

Adapun karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi hamper mirip dengan karakteristik pinjaman utang pada umumnya yaitu meliputi (Rahardjo, 2003):

1. Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan "jumlah emisi obligasi". Apabila perusahaan membutuhkan dana Rp400 milyar maka dengan jumlah yang sama akan diterbitkan obligasi senilai dana tersebut. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2. Jangka Waktu Obligasi

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (Maturiti). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu lebih dari 5 tahun sampai 10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena dianggap risikonya semakin kecil. Pada saat jatuh tempo pihak penerbit obligasi berkewajiban melunasi pembayaran pokok obligasi tersebut.

3. Tingkat suku bunga obligasi (*coupon*)

Untuk menarik investor membeli obligasi tersebut maka diberikan insentif berbentuk tingkat suku bunga yang menarik misalnya 17%, 18% per tahunnya. Penentuan tingkat suku bunga biasanya ditentukan dengan membandingkan tingkat suku bunga perbankan pada umumnya. Istilah tingkat suku bunga obligasi, biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi. Jenis kupon bisa berbentuk *fixed rate* dan *variable rate* untuk alternatif pilihan bagi investor.

4. Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran. Ketepatan waktu pembayaran kupon merupakan aspek penting dalam menjaga reputasi penerbit obligasi.

5. Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut. Di dalam penerbitan obligasi sendiri kewajiban penyediaan jaminan tidak harus mutlak. Apabila memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan ataupun tagihan piutang perusahaan dapat menjadi alternative yang menarik investor.

2.3 Sukuk

Secara terminologi *shakk* adalah sebuah kertas atau catatan yang padanya terdapat perintah dari seseorang untuk pembayaran uang dengan jumlah tertentu pada orang lain yang namanya tertera pada kertas tersebut. Secara singkat AAOFI mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu (Fatah, 2011). Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No:32/DSN-MUI/IX/2002, pengertian obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan kepada emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Dasar hukum sukuk dalam Al-Qur'an terdapat dalam QS.al-Maidah [5]: 1 yang berbunyi:

....يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

"Hai orang yang beriman, penuhilah akad-akad itu ..."

Selain itu juga terdapat dalam QS.al-Baqarah [2]: 282 yang berbunyi:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدِينٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ وَلَا يَأْبَ كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ فَلْيَكْتُبْ وَلْيُمْلِلِ الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا بِيَحْسٍ مِنْهُ
شَهِيدًا

"Hai orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan

hendaklah seorang penulis di antara kamu menuliskannya dengan benar. Dan janganlah penulis enggan menuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya, maka hendaklah ia menulis, dan hendaklah orang yang berutang itu mengimlakkan (apa yang akan ditulis itu), dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya, dan janganlah ia mengurangi sedikitpun daripada hutangnya ..."

Menurut PSAK 110 tentang akuntansi sukuk. Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi) atas:

- (a) aset berwujud tertentu;
- (b) manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- (c) jasa yang sudah ada maupun yang akan ada;
- (d) aset proyek tertentu; atau
- (e) kegiatan investasi yang telah ditentukan.

Terdapat beberapa jenis *sukuk* yang diakui oleh AAOIFI (*the Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions*). Obligasi yang diakui AAOIFI tersebut adalah (wicaksana dan Permatasari, 2013):

1. Obligasi *mudharabah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* di mana satu pihak menyediakan modal dan pihak lain mempunyai keahlian (*mudharib*). Keuntungan dari kerjasama tersebut dibagi berdasarkan prosentase bagi hasil yang telah disepakati pada awal transaksi dan kerugian yang timbul ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.
2. Obligasi *musyarakah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah*, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.

3. Obligasi *salam*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian dengan pembayaran harga dimuka yang dibuat untuk barang-barang yang akan dikirim di kemudian hari.
4. Obligasi *ijarah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*. Salah satu pihak akan bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan aset.
5. Obligasi *istishna'*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan suatu proyek. Adapun cara, jangka waktu, dan harga ditentukan oleh berdasarkan kesepakatan para pihak.

Menurut peraturan Bapepam LK nomor KEP-181/BL/2009 penerbitan sukuk diatur sebagai berikut:

- a. Sepanjang tidak diatur lain dalam Peraturan ini, Emiten yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib:
 - 1) mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 dan ketentuan tentang Penawaran Umum yang terkait lainnya;
 - 2) menyampaikan kepada Bapepam dan LK, antara lain:
 - a. hasil pemerinkatan dan kontrak perwaliamanatan Sukuk serta Akad Syariah yang terkait dengan penerbitan Sukuk dimaksud;
 - b. surat pernyataan yang menyatakan bahwa:
 - (1) kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b; dan
 - (2) selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b.
 - c. surat pernyataan dari Wali Amanat Sukuk yang menyatakan bahwa Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggung jawab dan/atau tenaga ahli di

- bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
- d. surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan tahunan terbaru kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek tempat Sukuk dicatatkan serta mengumumkan hasil pemeringkatan dimaksud paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari setelah berakhirnya masa berlaku hasil pemeringkatan tahunan terakhir;
 - e. surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan terbaru, pernyataan atau pendapat dari perusahaan pemeringkat efek (termasuk pencabutan/pembatalan peringkat) akibat terdapatnya fakta material atau kejadian penting yang dapat mempengaruhi kemampuan Emiten untuk memenuhi kewajibannya dan mempengaruhi risiko yang dihadapi pemegang Sukuk, kepada Bapepam dan LK, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek dimana sukuk tersebut dicatatkan, paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diterimanya hasil pemeringkatan baru, pernyataan, atau pendapat dimaksud; dan
- 3) mengungkapkan informasi dalam Prospektus paling kurang meliputi:
- a. kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b, dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip

- syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1 huruf b;
- b. Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggungjawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
 - c. jenis Akad Syariah dan skema transaksi syariah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk, yang disertai dengan penjelasan tentang skema transaksi syariah;
 - d. ringkasan Akad Syariah atau perjanjian berdasarkan syariah yang dilakukan oleh para Pihak;
 - e. sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (*fee*);
 - f. besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (*fee*);
 - g. rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (*fee*); dan
 - h. hasil pemeringkatan Sukuk.
- b. Kontrak perwaliamanatan penerbitan Sukuk wajib paling kurang memuat:
- 1) uraian tentang Akad Syariah yang mendasari diterbitkannya Sukuk;
 - 2) penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - 3) sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran imbal hasil sesuai dengan karakteristik Akad Syariah;
 - 4) besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (*fee*);
 - 5) rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (*fee*);
 - 6) kewajiban Wali Amanat Sukuk untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan dalam rangka memastikan kepatuhan Emiten terhadap Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;

- 7) tindakan yang harus dilakukan dalam hal Emiten akan mengubah jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk;
 - 8) perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk wajib terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUP Sukuk);
 - 9) mekanisme pemenuhan hak pemegang Sukuk yang tidak setuju terhadap perubahan dimaksud;
 - 10) ketentuan yang menyebutkan bahwa pelanggaran terhadap ketentuan angka 7), angka 8) dan angka 9) di atas dapat dijadikan alasan untuk menyatakan bahwa Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya; dan
 - 11) mekanisme penanganan dalam hal terjadi kegagalan dalam memenuhi kewajiban.
- c. Dalam hal terjadi perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan/atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk sehingga bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, maka Sukuk tersebut menjadi batal demi hukum dan Emiten wajib menyelesaikan seluruh kewajibannya kepada pemegang Sukuk.
- d. Emiten dan Wali Amanat Sukuk wajib melaksanakan seluruh ketentuan yang diatur dalam kontrak perwaliamanatan.
- e. Emiten wajib menggunakan dana hasil Penawaran Umum Sukuk untuk membiayai kegiatan atau investasi yang tidak bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- f. Emiten wajib menyampaikan laporan kepada Bapepam dan LK dan mengumumkan kepada masyarakat melalui Bursa Efek paling lambat satu hari kerja setelah terpenuhinya kondisi sebagai berikut:
- 1) seluruh dana hasil Penawaran Umum Sukuk telah diterima oleh Emiten; dan/atau
 - 2) dana yang diterima sudah mulai digunakan sesuai dengan tujuan penerbitan Sukuk.
- g. Dalam hal ketentuan sebagaimana dimaksud dalam huruf f butir 1) telah terpenuhi, maka perdagangan Sukuk selain

Sukuk mudharabah dan/atau musyarakah telah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.

- h. Dalam hal ketentuan sebagaimana dimaksud dalam huruf f belum terpenuhi, maka perdagangan Sukuk mudharabah dan/atau musyarakah memenuhi Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal hanya jika diperdagangkan pada harga nominal.

2.4 Rasio Hutang

Ang (1997) menyatakan bahwa *debt to equity ratio* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan utang) terhadap total *shareholders' equity* yang dimiliki perusahaan. Faktor ini mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya yang ditunjukkan oleh beberapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Semakin besar rasio ini menunjukkan semakin besar kewajibannya dan rasio yang semakin rendah akan menunjukkan semakin tinggi kemampuan perusahaan memenuhi kewajibannya.

Menurut Slamet (2003), rasio total hutang terhadap total aset adalah untuk menghitung seberapa besar dana yang disediakan oleh kreditor untuk perusahaan. Dimana rasio ini untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total asset yang dimiliki perusahaan. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan *leverage* keuangan yang tinggi, dimana rasio yang tinggi maka semakin besar risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi. Penggunaan *financial leverage* yang tinggi akan meningkatkan rentabilitas modal saham (*return on equity*) dengan cepat, sehingga apabila penjualan menurun maka rentabilitas modal saham akan menurun cepat pula.

Debt to Assest Ratio (Debt Ratio) merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva (Kasmir, 2009). Menurut Weston dan Copeland 1989 dalam Wibowo dan Pujiati, (2011), para kreditor lebih menyukai rasio hutang yang moderat, semakin rendah rasio ini akan ada semacam perisai sehingga kerugian yang diderita semakin kecil saat

dilikuidasi, sebaliknya pemilik lebih menyukai rasio hutang yang tinggi, karena *leverage* yang tinggi akan memperbesar laba bagi perusahaan. Hal ini berpengaruh terhadap kemampuan perusahaan dalam memprediksi laba di masa depan dengan melihat resiko dari keputusan yang diambil. Sehingga rasio total hutang terhadap total aset mempunyai pengaruh negatif terhadap perubahan laba.

Total debt to total assets menunjukkan perbandingan antara total kewajiban dengan total aktiva. Semakin tinggi *total debt to total assets* maka perubahan laba yang diperoleh perusahaan semakin rendah. Hal ini dikarenakan *total debt to total assets* yang tinggi menunjukkan proporsi kewajiban perusahaan lebih besar dari pada aktiva yang dimiliki perusahaan. Sehingga risiko yang ditanggung perusahaan semakin besar karena adanya kewajiban perusahaan untuk membayar beban bunga yang berdampak pada berkurangnya laba (Agustina dan Silvia, 2012).

2.5 Profitabilitas

Rasio profitabilitas merupakan rasio yang menggambarkan kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba melalui semua kemampuan dan sumber yang ada seperti kegiatan penjualan, kas, modal, jumlah karyawan, jumlah cabang dan sebagainya (Syafri, 2008).

Jenis-jenis Rasio Profitabilitas

Rasio yang termasuk rasio profitabilitas antara lain:

1. Gross Profit Margin (Margin Laba Kotor)

Gross profit margin merupakan rasio yang mengukur efisiensi pengendalian harga pokok atau biaya produksinya, mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk memproduksi secara efisien (Sawir, 2009). *Gross profit margin* merupakan persentase laba kotor dibandingkan dengan sales. Semakin besar *gross profit margin* semakin baik keadaan operasi perusahaan, karena hal ini menunjukkan bahwa harga pokok penjualan relatif lebih rendah dibandingkan dengan sales, demikian pula sebaliknya, semakin rendah gross profit margin semakin

kurang baik operasi perusahaan (Syamsuddin, 2009). *Gross profit margin* dihitung dengan formula:

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Penjualan} - \text{Harga Pokok Penjualan}}{\text{Penjualan}}$$

2. Net Profit Margin (Margin Laba Bersih)

Rasio ini mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan. Semakin tinggi *Net profit margin* semakin baik operasi suatu perusahaan. *Net profit margin* dihitung dengan rumus:

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

3. Rentabilitas Ekonomi/ daya laba besar/ basic earning power

Rentabilitas ekonomi merupakan perbandingan laba sebelum pajak terhadap total asset. Jadi rentabilitas ekonomi mengindikasikan seberapa besar kemampuan asset yang dimiliki untuk menghasilkan tingkat pengembalian atau pendapatan atau dengan kata lain Rentabilitas Ekonomi menunjukkan kemampuan total aset dalam menghasilkan laba. Rentabilitas ekonomi mengukur efektifitas perusahaan dalam memanfaatkan seluruh sumberdaya yang menunjukkan rentabilitas ekonomi perusahaan (Sawir, 2009). Rentabilitas Ekonomi dihitung dengan rumus:

$$\text{Rentabilitas Ekonomi} = \frac{\text{Laba Bersih Sebelum Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Rentabilitas ekonomi dapat ditentukan dengan mengalikan operating profit margin dengan asset turnover. Rendahnya Rentabilitas Ekonomi tergantung dari (Sawir, 2009):

- *Asset Turnover*
- *Operating Profit Margin*

Operating profit margin merupakan perbandingan antara laba usaha dan penjualan. *Operating profit margin* merupakan rasio yang menggambarkan apa yang biasanya disebut *pure profit* yang diterima atas setiap rupiah dari

penjualan yang dilakukan (Syamsuddin, 2009). *Operating profit* disebut murni (*pure*) dalam pengertian bahwa jumlah tersebutlah yang benar-benar diperoleh dari hasil operasi perusahaan dengan mengabaikan kewajiban- kewajiban finansial berupa bunga serta kewajiban terhadap pemerintah berupa pembayaran pajak. Apabila semakin tinggi *operatig profit margin* maka akan semakin baik pula operasi suatu perusahaan. *Operating profit margin* dihitung sebagai berikut:

$$\text{Operating Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih Sebelum Pajak}}{\text{Penjualan}}$$

4. Return on Investment

Return on investment merupakan perbandingan antara laba bersih setelah pajak dengan total aktiva. *Return on investment* adalah merupakan rasio yang mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan didalam menghasilkan keuntungan dengan jumlah keseluruhan aktiva yang tersedia didalam perusahaan (Syamsuddin, 2009). Semakin tinggi rasio ini semakin baik keadaan suatu perusahaan. *Return on investment* merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar laba bersih diperoleh perusahaan bila di ukur dari nilai aktiva (Syafri, 2008). *Return on Investment* dihitung dengan rumus:

$$\text{ROI} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

Atau dapat juga dihitung dengan: ***ROI = Net profit margin x Assets turn over***

5. Return on Equity

Return on equity merupakan perbandingan antara laba bersih sesudah pajak dengan total ekuitas. *Return on equity* merupakan suatu pengukuran dari penghasilan (*income*) yang tersedia bagi para pemilik perusahaan (baik pemegang saham biasa maupun pemegang saham preferen) atas modal yang mereka investasikan di dalam perusahaan

(Syafri, 2008). *Return on equity* adalah rasio yang memperlihatkan sejauh manakah perusahaan mengelola modal sendiri (*net worth*) secara efektif, mengukur tingkat keuntungan dari investasi yang telah dilakukan pemilik modal sendiri atau pemegang saham perusahaan (Sawir 2009). ROE menunjukkan rentabilitas modal sendiri atau yang sering disebut rentabilitas usaha. *Return on equity* dapat dihitung dengan formula:

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak}}{\text{Ekuitas}}$$

6. Earning per share (EPS)

Earning per share adalah rasio yang menunjukkan berapa besar kemampuan perlembar saham dalam menghasilkan laba (Syafri, 2008). *Earning per share* merupakan rasio yang menggambarkan jumlah rupiah yang diperoleh untuk setiap lembar saham biasa (Syamsuddin, 2009). Oleh karena itu pada umumnya manajemen perusahaan, pemegang saham biasa dan calon pemegang saham sangat tertarik akan *earning per share*. *Earning per share* adalah suatu indikator keberhasilan perusahaan. *Earning per share* dihitung dengan rumus:

$$\text{EPS} = \frac{\text{Laba Bersih Setelah Pajak} - \text{Dividen Saham Preferen}}{\text{Jumlah saham biasa yang beredar}}$$

2.6 Reaksi Pasar

Dalam penelitian ini reaksi pasar di proksi dengan *return* saham. Menurut Brigham et al. (1997), pengertian dari *return* adalah alat ukur kinerja keuangan dari investasi. Sedangkan menurut Jones (2004) *return* adalah *yield* dan *capital gain (loss)*. (1) *Yield*, yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk dividen), (2) *Capital gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan.

Menurut Hartono (2008) *return* saham dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan

diperoleh oleh investor di masa yang akan datang. Berdasarkan pengertian *return*, bahwa *return* suatu saham adalah hasil yang diperoleh dari investasi dengan cara menghitung selisih harga saham periode berjalan dengan periode sebelumnya dengan mengabaikan dividen.

2.7 Hubungan rasio hutang terhadap reaksi pasar

Rasio total hutang terhadap total aset adalah untuk menghitung seberapa besar dana yang disediakan oleh kreditor untuk perusahaan. Dimana rasio ini untuk mengukur tingkat *leverage* (penggunaan hutang) terhadap total aset yang dimiliki perusahaan. Rasio yang tinggi berarti perusahaan menggunakan *leverage* keuangan yang tinggi, dimana rasio yang tinggi maka semakin besar risiko yang dihadapi, dan investor akan meminta tingkat keuntungan yang semakin tinggi (Slamet, 2003).

Total debt to total assets yang tinggi menunjukkan proporsi kewajiban perusahaan lebih besar daripada aktiva yang dimiliki perusahaan. Sehingga risiko yang ditanggung perusahaan semakin besar karena adanya kewajiban perusahaan untuk membayar beban bunga yang berdampak pada berkurangnya laba (Agustina dan Silvia, 2012). Dengan demikian semakin tinggi rasio hutang maka dapat menurunkan reaksi pasar. Penelitian Ma'sumah (2015) menyimpulkan bahwa rasio hutang berpengaruh negatif signifikan terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk.

H₁ : Rasio hutang berhubungan negatif signifikan dengan reaksi pasar

2.8 Hubungan profitabilitas terhadap reaksi pasar

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Dengan demikian bagi investor jangka panjang akan sangat berkepentingan dengan analisis profitabilitas ini misalnya bagi pemegang saham akan melihat keuntungan yang benar-benar akan diterima dalam bentuk dividen (Sartono, 2010). Hal ini mengindikasikan bahwa rasio

profitabilitas yang baik merupakan berita baik bagi investor sehingga dapat mempengaruhi reaksi investor dalam membeli saham. Penelitian Komala dan Nugroho (2013) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh signifikan terhadap *investment return*

H₂ :Profitabilitas berhubunganpositif signifikan dengan reaksi pasar.

3. Metodologi

Subyek dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang menerbitkan sukuk dan obligasi. Sukuk dan obligasi yang diterbitkan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Data dalam penelitian ini diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan *Yahoo finance*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dari tahun 2007 sampai dengan 2015. Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam menentukan sampel adalah *purposive sampling*, mengandung arti bahwa sampel yang diambil didasarkan kriteria. Adapun kriteria yang digunakan dalam memilih sampel adalah:

1. Perusahaan terdaftar di BEI
2. Mempublikasikan laporan keuangan pada tahun pengeluaran sukuk
3. Memiliki data lengkap yang dibutuhkan dalam penelitian
4. Sukuk yang dikeluarkan perusahaan pada tahun yang sama dipilih satu yang memiliki nominal terbesar.

Definisi operasional

Rasio hutang adalah untuk menghitung seberapa besar dana yang disediakan oleh kreditor untuk perusahaan (Slamet, 2003). Dalam penelitian ini rasio hutang dicari dengan rumus (Ashhari et al, 2009):

$$\text{Rasio hutang} = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total asset}} \times 100\%$$

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Dalam penelitian ini profitabilitas diproksi dengan ROE. Dalam penelitian ini ROE (Sartono, 2010)

$$\text{ROE} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Ekuitas}} \times 100\%$$

Reaksi pasar yang diproksi dari *Cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan dari rata-rata *return* tidak normal dari harga saham masing-masing perusahaan disekitar penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Menurut Hartono (2008) *return* tidak normal atau *abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* tidak normal. Untuk menghitung *abnormal return* menggunakan rumus sebagai berikut (Hartono, 2008):

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

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal return* saham i pada hari t

R_{it} = *Return* sesungguhnya untuk saham i pada hari t

$E(R_{it})$ = *Return* ekspektasi saham i pada hari t

Rumus *return* saham individu yang sesungguhnya (Hartono, 2008):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada hari t

P_{it} = Harga saham i pada hari t

P_{it-1} = Harga saham i pada hari t-1

Untuk menghitung *return* pasar harian, digunakan rumus sebagai berikut (Hartono, 2008):

$$R_{mt} = \frac{IHS_{it} - IHS_{it-1}}{IHS_{it-1}}$$

Keterangan:

R_{mt} = *Return* pasar pada hari t

IHS_{it} = Indeks harga saham gabungan

pada hari t

IHSG_{it-1} = Indeks harga saham gabungan pada hari t

Untuk menghitung ekspektasi pasar yang akan diestimasi menggunakan *market* model sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_1 + \beta_1 R_{mt} + e_{it}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham i pada periode waktu t

α_1 = *Intercept* dan regresi untuk masing-masing saham i

β_1 = *Slope* dari fungsi regresi atau beta untuk masing-masing saham i

R_{mt} = *Return* pasar pada hari t

e_{it} = Nilai residu yang biasa diasumsikan 0

Model estimasi ini digunakan untuk mengestimasi *return* ekspektasi pada periode jendela (Hartono, 2008).

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = Ekspektasi *return* saham i pada periode waktu t

α_i = *Intercept* dari regresi untuk masing-masing saham i

β_i = *Slope* dari fungsi regresi atau beta untuk masing-masing saham i

R_{mt} = *Return* pasar pada periode jendela ke t

Adapun *cumulative abnormal return* didapatkan dari akumulasi *abnormal return* selama H-5 sampai H+5 dalam satuan rupiah. Adapun alasan penggunaan H-5 sampai H+5 karena pasar modal Indonesia masih berbentuk semi *strong* sehingga terdapat kemungkinan informasi bocor sebelum pengumuman penawaran sukuk dan obligasi.

Analisis hipotesis dalam penelitian ini menggunakan korelasi *product moment* (*Pearson*). Korelasi *product moment*

(Pearson) digunakan untuk mengetahui hubungan antar variabel. Kategori koefisien korelasi dapat dilihat sebagai berikut Sulyanto (2011):

Tabel 1. Kategori koefisien korelasi

Nilai r	Kriteria
0,00 s.d 0,29	Korelasi sangat lemah
0,30 s.d 0,49	Korelasi lemah
0,50 s.d 0,69	Korelasi cukup
0,70 s.d 0,79	Korelasi kuat
0,80 s.d 1,00	Korelasi sangat kuat

4. Pembahasan

Deskripsi data

Deskripsi data dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 2. Deskripsi data penelitain

Variabel	Nilai minimum	Nilai maksimum	Nilai rata-rata
Reaksi pasar	-0,005	0,005	0,0002
Rasio hutang	37,60	91,17	66,16
Profitabilitas	-13,12	46,28	14,79

Berdasarkan tabel tersebut diketahui bahwa nilai minimum variabel reaksi pasar sebesar -0,005. Nilai maksimumnya sebesar 0,005 dan nilai rata-rata sebesar 0,0002. Nilai rata-rata bernilai positif artinya *return* sesungguhnya lebih besar dari *return* ekspektasi.

Nilai minimum variabel rasio hutang sebesar 37,60%. Nilai maksimumnya sebesar 91,17%. Nilai rata-rata sebesar 66,16% hal ini menggambarkan rasio hutang perusahaan yang menerbitkan sukuk masih cukup rendah sehingga masih mampu mengeluarkan sukuk walau dengan sarat adanya *underlying asset*.

Nilai minimum variabel profitabilitas sebesar -13,12%. Nilai maksimumnya sebesar 46,28%. Nilai rata-rata sebesar 14,79%. Data tersebut menunjukkan bahwa walaupun ada

perusahaan yang mengalami kerugian namun tetap bisa mengeluarkan sukuk. Secara keseluruhan, rata-rata perusahaan yang mengeluarkan sukuk memperoleh laba sebesar 14,79%.

Hasil uji hipotesis

Hasil uji hipotesis dalam penelitian ini dapat dilihat dalam tabel berikut:

Tabel 3. Hasil uji hipotesis

Variabel	Nilai koefisien	Nilai signifikan
Rasio hutang	-0,174	0,386
Profitabilitas	0,005	0,980

Berdasarkan hasil uji korelasi *pearson* diketahui bahwa nilai koefisien variabel rasio hutang sebesar -0,174 sedangkan nilai signifikannya sebesar 0,386. Nilai koefisien variabel profitabilitas sebesar 0,005 sedangkan nilai signifikannya sebesar 0,980.

Hubungan rasio hutang terhadap reaksi pasar

Nilai koefisien variabel rasio hutang sebesar -0,174 sedangkan nilai signifikannya sebesar 0,386. Hal tersebut berarti rasio hutang memiliki hubungan negatif dengan reaksi pasar, semakin tinggi rasio hutang dapat menurunkan reaksi pasar yang diproski dengan *cumulative abnormal return*. Nilai signifikan sebesar 0,386 lebih besar dari 0,05 artinya rasio hutang berhubungan negatif namun tidak signifikan dengan reaksi pasar. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa rasio hutang berhubungan negatif signifikan dengan reaksi pasar, **ditolak**.

Semakin besar rasio hutang suatu perusahaan menunjukkan kewajiban perusahaan kepada pihak lain telah besar, sehingga biaya hutang juga semakin besar. Besarnya biaya hutang ini dapat mengurangi laba perusahaan. Dengan demikian dividen yang akan diterima oleh investor juga akan berkurang. Oleh karena itu semakin besar rasio hutang perusahaan dapat menurunkan minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Berdasarkan *pecking order theory* terdapat hubungan yang negatif antara profitabilitas dengan rasio hutang. Sehingga rasio hutangan berhubungan negatif dengan CAAR (Ashhari et al, 2009). Tidak signifikannya hubungan rasio hutang dengan reaksi pasar dimungkinkan karena rasio hutang perusahaan yang menjadi sampel penelitian sangat beragam dengan reaksi pasar yang sangat berbeda sehingga menyebabkan hubungannya tidak signifikan.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Ma'sumah (2015) menyimpulkan bahwa rasio hutang berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk. Namun sejalan dengan penelitian Ashhari et al, (2009) yang menyimpulkan bahwa secara parsial rasio hutang tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar pada kelompok sukuk.

Hubungan profitabilitas terhadap reaksi pasar

Nilai koefisien variabel profitabilitas sebesar 0,005 sedangkan nilai signifikannya sebesar 0,980. Hal tersebut berarti profitabilitas memiliki hubungan positif dengan reaksi pasar, semakin tinggi profitabilitas dapat meningkatkan reaksi pasar yang diproski dengan *cumulative abnormal return*. Nilai signifikan sebesar 0,980 lebih besar dari 0,05 artinya profitabilitas berhubungan positif namun tidak signifikan dengan reaksi pasar. Dengan demikian hipotesis kedua yang menyatakan bahwa profitabilitas berhubungan positif signifikan dengan reaksi pasar, **ditolak**.

Semakin besar rasio profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Jika kemampuan menghasilkan laba semakin besar maka dividen yang akan dibagikan kepada investor akan semakin meningkat. Oleh karena itu investor lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas yang tinggi. Tidak signifikannya hubungan profitabilitas dengan reaksi pasar dalam penelitian ini dimungkinkan karena terdapat perusahaan sampel yang mengalami kerugian.

Teori Agensi menjelaskan mengenai masalah asimetri informasi (*information asymmetric*). Manajer sebagai pengelola

perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham) (Hendriksen dan Van Breda, 2000). Sebagai pengelola perusahaan sebaiknya manajer memberikan informasi tentang kinerja perusahaan yang baik, namun dalam penelitian ini terdapat perusahaan yang mengalami kerugian sehingga dapat mengurangi minat calon investor. Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Komala dan Nugroho (2013) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh negatif signifikan terhadap *investment return*.

5. Kesimpulan, Saran dan Keterbatasan

Kesimpulan

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan diketahui bahwa rasio hutang berhubungan negatif tidak signifikan dengan reaksi pasar. Semakin besar rasio hutang suatu perusahaan menunjukkan kewajiban perusahaan kepada pihak lain telah besar, sehingga biaya hutang juga semakin besar. Besarnya biaya hutang ini dapat mengurangi laba perusahaan. Dengan demikian dividen yang akan diterima oleh investor juga akan berkurang. Oleh karena itu semakin besar rasio hutang perusahaan dapat menurunkan minat investor untuk berinvestasi pada perusahaan tersebut. Tidak signifikannya hubungan rasio hutang dengan reaksi pasar dimungkinkan karena rasio hutang perusahaan yang menjadi sampel penelitian sangat beragam dengan reaksi pasar yang sangat berbeda sehingga menyebabkan hubungannya tidak signifikan.

Profitabilitas berhubungan positif tidak signifikan dengan reaksi pasar. Semakin besar rasio profitabilitas suatu perusahaan menunjukkan bahwa semakin besar pula kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Jika kemampuan menghasilkan laba semakin besar maka dividen yang akan dibagikan kepada investor akan semakin meningkat. Oleh karena itu investor lebih memilih berinvestasi pada perusahaan yang memiliki rasio profitabilitas yang tinggi. Tidak signifikannya hubungan profitabilitas dengan reaksi pasar dalam penelitian ini dimungkinkan karena terdapat perusahaan sampel yang mengalami kerugian.

Saran

Saran untuk calon investor dapat memilih perusahaan dengan rasio hutang yang rendah karena dapat mencerminkan kemampuan perusahaan membayar hutangnya, terutama perusahaan yang mengeluarkan sukuk karena perusahaan pasti memiliki *underlying asset*. Selain itu calon investor juga dapat melihat tingkat profitabilitas perusahaan, karena semakin tinggi profitabilitas dapat meningkatkan *return*.

Keterbatasan

Penelitian ini memiliki keterbatasan yaitu penelitian ini hanya menggunakan sukuk dengan nominal terbesar jika dalam satu tahun perusahaan mengeluarkan lebih dari satu seri sukuk.

DAFTAR PUSTAKA

- Agustina dan Silvia. 2012. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Perubahan Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*. Volume 2. Nomor 02.
- Agustina dan Silvia. 2012. Pengaruh Rasio Keuangan Terhadap Perubahan Laba Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Wira Ekonomi Mikroskil*. Volume 2. Nomor 02.
- Ahmad, Nursilah. dan Rahim, Syaswazi. 2013. Investigating Stock Market Reactions On Sukuk Issuance Based On Ratings. *4TH International Conference On Business And Economic Research (4TH ICBER 2013) Proceeding*. ISBN: 978-967-5705-10-6.
- Alfiani, Ayu Putri. 2013. *Pengaruh Rasio Solvabilitas, Rasio Aktivitas, Rasio Likuiditas Dan Ukuran Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan (Perusahaan Non*

Keuangan yang Terdaftar di BEI Tahun 2008-2011).
Universitas Negeri Padang.

- Ang, Robbert. 1997. *Buku Pintar: Pasar Modal Indonesia*. Mediasoft Indonesia.
- Ashhari, Zariawati Mohd. Chun, Loo Sin. dan Nassir, Aannuar. 2009. Conventional vs Islamic Bond Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*. Volume 4. Nomor 6.
- Brigham, E.F., Gapenski, Louis. 1997. *Intermediate Financial Management*. Fifth Edition. Sea Harbor Driver: The Dryden Press.
- Fatah, Dede Abdul. 2011. Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) Di Indonesia: Analisis Peluang Dan Tantangan. *Jurnal Al-Adalah* Volume X, Nomor 1.
- Frank, Murray dan Goyal, Fidhan. 2005. *Trade-off and Pecking Order Theories of Debt*. Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance (Handbooks in Finance Series, Elsevier/North-Holland), Chapter 7. Dartmouth.
- Hartono, Jogiyanto. 2008. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. BPFE UGM: Yogyakarta.
- Hendriksen, Eldon S., dan Michael F. Van Breda. 2000. *Teori Akunting terjemahan dari Accounting Theory*. Interaksara. Jakarta.
- Husnan, Suad. 1994. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ibrahim, Hadasman. 2008. *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan Dan DER Terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006*. Tesis. Universitas Diponegoro Semarang.

Jahanzeb, Agha. Safi-Ur_Rehman. Bajuri, Nokhairul Hafiz. Karami, Keisam dan Ahmadimousaabad, Aiyoub. 2014. Trade-Off Theory, Pecking Order Theory and Market Timing Theory: A Comprehensive Review of Capital Structure Theories. *International Journal of Management and Commerce International (IJMCI)*.Volume 1.Issue 1.

Jones, C.P. 2004. *Investment: Analysis and Management*. Ninth Edition. John Wiley & Sons, Inc.

Kasmir. 2009. *Analisis Laporan Keuangan*. Rajawali Pers. Jakarta.

Komala, L. A. dan Nugroho, P. 2013. The Effects of Profitability Ratio, Liquidity, and Debt towards Investment Return. *Journal of Business and Economics*.Volume 4.Nomor 11.

Kurniawati, Devi Dwi. 2013. *Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) Dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah*.Universitas Negeri Surabaya.

Ma'sumah, Siti. 2015. *Pengaruh Pengumuman Penawaran Sukuk Dan Obligasi Serta Karakteristik Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia*.Jurnal Akuntabel. Volume 5.Nomor 2.

Prihartono, Bambang. 2016. Di 2017, Pemerintah Akan Rilis Sukuk Proyek Rp14 T. <http://nasional.kontan.co.id/news/di-2017-pemerintah-akan-rilis-sukuk-proyek-rp14-t>.

Qur'an Surat al-Baqarah [2]: ayat 282.

Qur'an Surat al-Maidah [5]: ayat 1.

Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Penerbit PT. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

- Revianto, Budi. 2016. Pelindo IV Siap Lepas Obligasi Rp4 Triliun 2017. <http://translogtoday.com/2016/04/21/pelindo-iv-siap-lepas-obligasi-rp4-triliun-2017>.
- Sartono, Agus. 2000. *Ringkasan Teori Manajemen Keuangan Soal dan Penyelesaiannya*. Edisi 3. BPFE. Yogyakarta.
- Sawir, Agnes. 2009. *Analisa Kinerja Keuangan dan Perencanaan keuangan Perusahaan*. PT. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Slamet, Achamd. 2003. *Analisa Laporan Keuangan*. Ekonomi-Unnes. Semarang.
- Suliyanto. 2011. *Ekonometrika Terapan: Teori dan Aplikasi dengan SPSS*. Andi. Yogyakarta.
- Susilowati, Yeye dan Turyanto, Tri. 2011. Reaksi Signal Rasio Profitabilitas Dan Rasio Solvabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan Profitability And Solvability Ratio Reaction Signal Toward Stock Return Company. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Volume 3. Nomor 1.
- Susilowati, Yeye dan Turyanto, Tri. 2011. Reaksi Signal Rasio Profitabilitas Dan Rasio Solvabilitas Terhadap Return Saham Perusahaan Profitability And Solvability Ratio Reaction Signal Toward Stock Return Company. *Jurnal Dinamika Keuangan dan Perbankan*. Volume 3. Nomor 1.
- Syafri Harahap, Sofyan. 2008. *Analisa Kritis atas Laporan Keuangan*. PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Syamsuddin, Lukman. 2001. *Manajemen Keuangan Perusahaan*. PT. Raja Grafindo Persada. Jakarta.
- Tambunan, Goklas. 2016. BEI: Emisi Obligasi 2016 Sebesar Rp22,89 Triliun. <http://economy.okezone.com/read/2016/05/12/320/1386659/bei-emisi-obligasi-2016-sebesar-rp22-89-triliun>.

Trenggono, Wahyu. 2015. IBPA: Penerbitan Obligasi Korporasi Tahun Ini Bisa Rp60 Triliun. <http://market.bisnis.com/read/20151005/92/479158/ibpa-penerbitan-obligasi-korporasi-tahun-ini-bisa-rp60-triliun>.

Wibowo dan Pujiati. 2011. Analisis Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Perubahan Laba Pada Perusahaan Real Estate Dan Property Di Bursa Efek Indonesia (BEI) Dan Singapura (SGX). *The Indonesian Accounting Review*. Volume 1. Nomor 2.

Wicaksana, Moch Zulfikar Agung dan Permatasari, Ika. 2013. *Peluang Dan Tantangan Obligasi Syariah Di Indonesia: Sebuah Tinjauan Konseptual*. Universitas Negeri Surabaya.

Lampiran data penelitian

No	Kode	CAR	Rasio hutang	ROE
1	ELTY 2009	0,001520	37,60	2,84
2	BLTA 2009	-0,001687	75,88	46,28
3	ISAT 2009	0,003587	65,76	8,34
4	ISAT 2012	-0,001195	64,37	4,52
5	MPPA 2009	0,001148	67,85	8,65
6	MAPI 2009	0,000175	70,02	12,73
7	SIMP 2009	0,003183	47,39	15,82
8	MYOR 2012	0,004815	63,26	24,22
9	AISA 2013	-0,002152	47,42	14,72
10	ADHI 2012	-0,002950	83,80	18,12
11	ADHI 2013	-0,001655	72,30	26,49
12	ADMF 2013	0,000035	80,22	28,16
13	ISAT 2008	0,004351	62,83	10,55
14	ISAT 2007	0,003807	53,45	42,31
15	BLTA 2007	0,002158	61,84	22,87
16	ADHI 2007	-0,003170	84,95	20,81
17	MYOR 2008	0,000023	41,47	10,11
18	SMRA 2008	-0,004089	50,12	15,25
19	MTDL 2008	-0,005422	70,50	3,87
20	ADMF 2014	-0,002585	80,57	18,34
21	ISAT 2014	0,000983	69,70	-13,12
22	SMRA 2014	0,001011	65,90	23,16
23	BNII 2014	0,004523	91,17	5,14
24	ISAT 2015	-0,000195	76,05	-8,77
25	EXCL 2015	0,000003	76,05	0,06
26	SMRA 2013	-0,000049	65,90	23,53
27	SMRA 2015	0,000109	59,86	14,42

Lampiran hasil uji

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
CAR	27	-.005422	.004815	0.0002	.002718588
Rasio hutang	27	37.5964	91.1713	66.16	13.4468201
ROE	27	-13.1164	46.2783	14.79	13.2450752
Valid N (listwise)	27				

Correlations

		CAR	Rasio hutang	ROE
CAR	Pearson Correlation	1	-.174	.005
	Sig. (2-tailed)		.386	.980
	N	27	27	27
Rasio hutang	Pearson Correlation	-.174	1	.012
	Sig. (2-tailed)	.386		.952
	N	27	27	27
ROE	Pearson Correlation	.005	.012	1
	Sig. (2-tailed)	.980	.952	
	N	27	27	27