

**Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*,  
Ukuran Penawaran Relatif, dan *Rating* Terhadap  
Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan  
Sukuk dan Obligasi Konvensional  
Periode 2013-2016**



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S-1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomika dan Bisnis  
Universitas Diponegoro

Disusun Oleh:

**EVA WULANDARI**  
**NIM. 12010114140176**

**FAKULTAS EKONOMIKA DAN BISNIS**  
**UNIVERSITAS DIPONEGORO**  
**SEMARANG**  
**2018**

## PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Eva Wulandari

Nomor induk Mahasiswa : 12010114140176

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **PENGARUH *FIRM SIZE, LEVERAGE, FREE CASH FLOW*, UKURAN PENAWARAN RELATIF, DAN *RATING* TERHADAP REAKSI PASAR PADA PENGUMUMAN PENERBITAN SUKUK DAN OBLIGASI KONVENSIONAL PERIODE 2013-2016**

Dosen Pembimbing : Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M.

Semarang, 21 September 2018

Dosen Pembimbing,



(Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M.)  
NIP. 194106101967041001

## PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Eva Wulandari

Nomor induk Mahasiswa : 12010114140176

Fakultas / Jurusan : Ekonomika dan Bisnis / Manajemen

Judul Skripsi : **PENGARUH *FIRM SIZE*, *LEVERAGE*, *FREE CASH FLOW*, UKURAN PENAWARAN RELATIF, DAN *RATING* TERHADAP REAKSI PASAR PADA PENGUMUMAN PENERBITAN SUKUK DAN OBLIGASI KONVENSIONAL PERIODE 2013-2016**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 28 September 2018.

Tim Penguji:

1. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M.

2. Drs. R. Djoko Sampurno, M.M.

3. Shoimatul Fitria, S.E, M.M.

## PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Eva Wulandari, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*, *Ukuran Penawaran Relatif*, dan *Rating* terhadap Reaksi Pasar pada Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Konvensional Periode 2013-2016** adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain yang saya akui seolah-olah sebagian tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijazah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 7 September 2018

Yang membuat pernyataan,

(Eva Wulandari)  
NIM. 12010114140176

## MOTTO DAN PERSEMBAHAN

*“Hai orang-orang yang beriman, jadikanlah sabar dan shalat sebagai penolongmu, sesungguhnya Allah beserta orang-orang yang sabar.”*  
(Qs. Al-Baqarah: 153)

“Hatiku tenang karena mengetahui bahwa apa yang melewatkanmu tidak akan pernah menjadi takdirku, dan apa yang ditakdirkan untukku tidak akan pernah melewatkanmu”  
-Umar Bin Khattab Radhiallahu ‘anhu-

*Skripsi ini kusembahkan untukmu.*

*Ayah & Ibu yang kucinta,*

*Eyang-eyangku sayang,*

*Sanak keluarga yang penuh kasih,*

*dan semua orang yang telah membantuku menjadi lebih baik.*

## *Abstract*

This study aims to investigate factors that influence market reaction on announcement of sukuk and conventional bonds issuance over the period of 2013-2016. Independent variables that used are firm size, leverage, free cash flow, relative bond size offering, and bond rating. Market reaction is calculated by cumulative abnormal return.

This study uses all the announcement of sukuk and conventional bonds issuance during the period 2013-2016 as the population. The final sample are 13 announcements of sukuk issuance and 87 announcements of conventional bonds issuance obtained by purposive method. Cross sectional is used as the type of data in this study. The data of announcements event was obtained through Bloomberg, financial statements from official website of Indonesia Stock Exchange (IDX) and daily stock price from yahoofinance.com then analyzed using t-test, regression and chow test. The analytical tool that used in this study is E-views.

The result of this study are leverage, relative bond offering size, and rating significantly have a positive effect to cumulative abnormal return while variables of firm size and free cash flow have no significant effect to cumulative abnormal return on announcement of sukuk issuance. Then, on the announcement of conventional bonds issuance shows that there are no variables that have a significant effect on CAR. There was an information leak in the announcement of conventional bond issuance marked by a significant market reaction on the day before conventional bonds issuance is announced.

Keywords: Sukuk, conventional bonds, market reaction, cumulative abnormal return.

## Abstrak

Penelitian ini dilakukan untuk menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan pengumuman penerbitan obligasi konvensional di Indonesia pada rentang tahun 2013-2016. Variabel independen yang digunakan adalah *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif, dan *rating*. Reaksi pasar dihitung dengan *cumulative abnormal return*.

Populasi pada penelitian ini adalah seluruh kejadian pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional selama periode 2013-2016. Sampel akhir yaitu 13 pengumuman penerbitan sukuk dan 87 pengumuman penerbitan obligasi konvensional yang diperoleh dengan teknik purposif. Jenis data pada penelitian ini adalah data cross section. Data kejadian pengumuman diperoleh melalui Bloomberg, laporan keuangan dari situs resmi Bursa Efek Indonesia dan harga saham harian dari yahoofinance.com kemudian dianalisis menggunakan uji-t, regresi dan uji chow. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah E-views.

Hasil dari penelitian ini adalah variabel *leverage*, ukuran penawaran relatif dan *rating* secara signifikan berpengaruh positif terhadap CAR sedangkan variabel *firm size* dan *free cash flow* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk. Kemudian, pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional menunjukkan bahwa tidak ada variabel yang berpengaruh signifikan terhadap CAR. Terjadi adanya kebocoran informasi pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional ditandai dengan adanya reaksi pasar yang signifikan pada hari sebelum penerbitan obligasi konvensional diumumkan.

Kata kunci: Sukuk, obligasi konvensional, reaksi pasar, *cumulative abnormal return*.

## Kata Pengantar

Bismillahirrahmanirrahiim...

Segala puji bagi Allah Rabb semesta alam yang telah memberikan karunia dan berkahNya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*, Ukuran Penawaran Relatif dan *Rating* terhadap Reaksi Pasar pada Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Konvensional Periode 2013-2016”** yang digunakan sebagai syarat menyelesaikan program sarjana (S1) di Universitas Diponegoro. Shalawat dan salam juga penulis haturkan kepada Nabi Muhammad Shallallahu ‘Alaihi Wa Sallam, keluarga, kerabat dan pengikutnya.

Selama penyusunan skripsi ini tentunya penulis merasa bersyukur karena telah mendapatkan banyak do’a, dukungan dan bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, perkenankanlah penulis untuk menyampaikan ucapan terima kasih kepada:

1. Dr. Suharnomo, S.E., M.M. selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro yang telah membantu urusan akademik penulis.
2. Dr. Harjum Muharam, S.E., M.E. selaku Ketua Departemen Manajemen FEB Universitas Diponegoro yang telah membantu dalam hal kurikulum sehingga penulis dapat berkembang.
3. Prof. Dr. H. Sugeng Wahyudi, M.M. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan ilmu, arahan, dan bimbingan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan.

4. Pak Mirwan Surya Perdhana, S.E., M.M., Ph.D. selaku dosen wali yang telah memberikan arahan dan dukungan selama masa perkuliahan.
5. Ayah dan Ibu yang selalu mendoakan, mendukung, memberi semangat dan tak henti-hentinya mencintai serta mengharapkan yang terbaik untuk penulis.
6. Eyang Kakung dan Eyang Uti serta keluarga besar yang sangat menyayangi dan selalu memberi do'a serta dukungan kepada penulis.
7. Bapak dan Ibu Dosen FEB Undip yang telah membukakan jendela dunia serta memberikan motivasi kesuksesan bagi penulis.
8. Seluruh staff dan karyawan di FEB Undip yang telah membantu berbagai urusan penulis semasa perkuliahan.
9. Sahabat-sahabat sejak SMP dan SMA yang selalu menghibur dan menyayangi dalam berbagai kondisi.
10. Semua sahabat selama masa perkuliahan yang telah banyak berbagi ilmu serta memeluk dalam suka maupun duka.
11. Semua sahabat Thalabul 'Ilmi yang selalu saling membantu dalam kebaikan dan saling mengingatkan dalam ketaatan. Semoga persahabatan kita dijaga Allah hingga JannahNya. Aamiin
12. Teman-teman Manajemen 2014 yang telah memberi warna di bangku perkuliahan.
13. Teman-teman seperbimbingan yang telah menyemangati dan membantu selama penulisan skripsi ini.

14. Teman- teman organisasi KMW yang telah memberikan banyak pengalaman berharga.

15. Semua pihak yang telah membantu penulis selama merantau menuntut ilmu di Semarang hingga penyusunan skripsi ini yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini masih jauh dari kesempurnaan sehingga penulis mengharapkan kritik dan saran dari berbagai pihak dalam rangka memperbaiki dan menyempurnakan skripsi ini. Semoga apa yang terkandung dalam skripsi ini dapat bermanfaat. Salam hangat...

Semarang, 28 Juni 2018

Eva Wulandari  
NIM. 12010114140176

## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
ABSTRACT.....	vi
ABSTRAK.....	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR TABEL.....	xv
DAFTAR GAMBAR.....	xvii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xviii
1. BAB I PENDAHULUAN .....	1
1.1 Latar Belakang Masalah .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	13
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	16
1.3.1 Tujuan Penelitian.....	16
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	16
1.4 Sistematika Penelitian .....	17

2. BAB II TELAAH PUSTAKA.....	19
2.1 Landasan Teori dan Penelitian Terdahulu.....	19
2.1.1 Teori <i>Pecking Order</i> .....	19
2.1.2 Teori <i>Signaling</i> .....	20
2.1.3 Masalah Keagenan.....	21
2.1.4 Pasar Modal .....	21
2.1.5 Investasi .....	26
2.1.6 Obligasi.....	27
2.1.7 Sukuk .....	31
2.1.8 <i>Firm Size</i> .....	34
2.1.9 <i>Leverage</i> .....	36
2.1.10 <i>Free Cash Flow</i> .....	38
2.1.11 Ukuran Penawaran Relatif.....	40
2.1.12 <i>Rating</i> .....	40
2.1.13 <i>Abnormal Return</i> .....	43
2.1.14 Rata-Rata Return Tak Normal (RRTN).....	46
2.1.15 Akumulasi return tak normal ( <i>Cumulative Abnormal Return</i> ) .....	46
2.1.16 Penelitian Terdahulu .....	47
2.2 Pengaruh Antar Variabel dan Rumusan Hipotesis .....	54
2.2.1 Pengaruh <i>firm size</i> terhadap reaksi pasar.....	54
2.2.2 Pengaruh <i>leverage</i> terhadap reaksi pasar.....	55
2.2.3 Pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap reaksi pasar.....	56
2.2.4 Pengaruh ukuran penawaran relatif terhadap reaksi pasar.....	58

2.2.5	Pengaruh <i>rating</i> terhadap reaksi pasar.....	59
2.3	Kerangka Pemikiran .....	60
2.4	Rangkuman Hipotesis.....	62
3.	BAB III METODE PENELITIAN.....	63
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional Variabel.....	63
3.1.1	Variabel Penelitian .....	63
3.1.2	Definisi Operasional Variabel .....	64
3.2.	Populasi dan Sampel .....	74
3.2.1	Populasi Penelitian.....	74
3.2.2	Sampel Penelitian .....	74
3.3.	Jenis dan Sumber Data .....	76
3.4.	Metode Pengumpulan Data .....	77
3.5.	Metode Analisis.....	77
3.5.1	Pengujian Statistik Terhadap Return Tak Normal.....	77
3.5.2	Regresi Linear Berganda .....	77
3.5.3	Uji Asumsi Klasik.....	79
3.5.4	Uji Koefisien Determinasi ( $R^2$ ).....	82
3.5.5	Uji Statistik F.....	82
3.5.6	Uji Statistik t (Uji Signifikansi Parameter Individual) .....	83
3.5.7	Uji Chow.....	83
4.	BAB IV HASIL DAN ANALISIS .....	85
4.1	Deskripsi Objek Penelitian.....	85

4.1.1	Gambaran Umum Objek Penelitian.....	85
4.1.2	Statistik Deskriptif Variabel Penelitian .....	86
4.2	Analisis Data .....	92
4.2.1	Uji Statistik Terhadap <i>Abnormal Return</i> .....	92
4.2.2	Analisis Regresi Linear Berganda .....	95
4.2.3	Uji Chow.....	115
4.3	Interpretasi Hasil .....	116
5.	BAB V PENUTUP .....	127
5.1	Simpulan.....	127
5.2	Keterbatasan .....	131
5.3	Saran.....	132
6.	DAFTAR PUSTAKA.....	139
7.	LAMPIRAN-LAMPIRAN .....	145

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Perkembangan Emisi Obligasi Konvensional dan Sukuk.....	4
Tabel 1.2 Fenomena Gap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional .....	6
Tabel 1.3 Fenomena Gap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Sukuk.....	6
Tabel 1.4 Research Gap Penelitian Terdahulu .....	8
Tabel 2.1 Klasifikasi Peringkat Obligasi Menurut S&P, Moody's dan Pefindo ..	41
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu .....	51
Tabel 2.3 Rangkuman Hipotesis.....	62
Tabel 3.1 Konversi <i>Rating</i> Penerbitan .....	67
Tabel 3.2 Definisi Operasional Variabel.....	71
Tabel 3.3 Penentuan Jumlah Sampel .....	75
Tabel 4.1 Statistik Deskriptif Sukuk .....	86
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif Obligasi Konvensional.....	87
Tabel 4.3 Uji-t Abnormal Return Pengumuman Penerbitan Sukuk.....	93
Tabel 4.4 Uji-t Abnormal Return Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional .....	94
Tabel 4.5 Hasil Uji Asumsi Multikolinearitas Sukuk .....	97
Tabel 4.6 Hasil Uji Asumsi Multikolinearitas Obligasi Konvensional .....	98
Tabel 4.7 Hasil Uji Glejser Sukuk .....	99
Tabel 4.8 Hasil Uji Glejser Obligasi Konvensional.....	100
Tabel 4.9 Hasil Uji LM (Breusch-Godfrey) Sukuk .....	102

Tabel 4.10 Hasil Uji LM (Breusch-Godfrey) Obligasi Konvensional.....	102
Tabel 4.11 Koreksi Heterokedastisitas dengan White Robust Standard Error Sukuk .....	103
Tabel 4.12 Koreksi Heteroskedastisitas dan Autokorelasi dengan Newey-West Standard Error Obligasi Konvensional .....	104
Tabel 4.13 Rangkuman Hasil Uji Hipotesis Sukuk dan Obligasi Konvensional	114
Tabel 4.14 Hasil <i>Chow Test</i> .....	115

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Pengaruh <i>Firm Size</i> , <i>Leverage</i> , <i>Free Cash Flow</i> , Ukuran Penawaran Relatif, dan <i>Rating</i> Terhadap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Sukuk .....	60
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran Pengaruh <i>Firm Size</i> , <i>Leverage</i> , <i>Free Cash Flow</i> , Ukuran Penawaran Relatif, dan <i>Rating</i> Terhadap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional.....	61
Gambar 3.1 Periode Penelitian.....	68
Gambar 4.1 Hasil Uji Statistik Jarque-Bera Sukuk.....	96
Gambar 4.2 Hasil Uji Statistik Jarque-Bera Obligasi Konvensional .....	96

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Uji-t Pengumuman Penerbitan Sukuk.....	145
Lampiran B Penghitungan Return Realisasian Sampel Sukuk .....	147
Lampiran C Penghitungan Return Ekspektasian Sampel Sukuk.....	161
Lampiran D Penghitungan CAR Sampel Sukuk.....	170
Lampiran E Tabulasi <i>Firm Size</i> Sampel Sukuk.....	172
Lampiran F Tabulasi <i>Leverage</i> Sampel Sukuk.....	173
Lampiran G Tabulasi <i>Free Cash Flow</i> Sampel Sukuk.....	174
Lampiran H Tabulasi <i>Relative Bond Offering Size (OFR)</i> Sampel Sukuk.....	175
Lampiran I Tabulasi <i>Rating</i> Sampel Sukuk.....	176
Lampiran J Ringkasan Tabulasi Sampel Sukuk Sebelum Transformasi.....	177
Lampiran K Tabulasi Sampel Sukuk Setelah Transformasi.....	178
Lampiran L Uji-t Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional (Sampel Setelah Outlier).....	179
Lampiran M Perhitungan Return Realisasian Sampel Obligasi Konvensional.....	194
Lampiran N Perhitungan Return Ekspektasian Sampel Obligasi Konvensional.....	302
Lampiran O Perhitungan CAR Sampel Obligasi Konvensional.....	372
Lampiran P Tabulasi <i>Firm Size</i> Sampel Obligasi Konvensional.....	388
Lampiran Q Tabulasi <i>Leverage</i> Sampel Obligasi Konvensional.....	393
Lampiran R Tabulasi <i>Free Cash Flow</i> Sampel Obligasi Konvensional .....	399

Lampiran S Tabulasi <i>Relative Bond Size Offering</i> (OFR) Sampel Obligasi Konvensional .....	406
Lampiran T Tabulasi <i>Rating</i> Sampel Obligasi Konvensional.....	411
Lampiran U Rekapitulasi Tabulasi Sampel Obligasi Konvensional Sebelum Outlier.....	416
Lampiran V Ringkasan Tabulasi Obligasi Konvensional Setelah Outlier Sebelum Transformasi.....	422
Lampiran W Ringkasan Tabulasi Sampel Obligasi Konvensional Setelah Outlier Setelah Transformasi.....	426

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Faktor pendanaan dinilai sangat penting dan berpengaruh terhadap aktivitas perusahaan untuk mencapai tujuan perusahaan. Sumber pendanaan yang dibutuhkan oleh perusahaan dapat diperoleh dari pihak internal dan eksternal. Sumber pembiayaan internal berasal dari modal pemilik sedangkan dari pihak eksternal dapat diperoleh dari pinjaman bank, obligasi dan sukuk. Dalam setiap keputusan perusahaan untuk memilih sumber pendanaan tentunya memengaruhi bagaimana perusahaan dalam membuat keputusan investasi karena setiap sumber pendanaan yang digunakan akan menimbulkan biaya berbeda-beda yang harus ditanggung oleh perusahaan dan perusahaan juga harus mempertimbangkan tingkat pengembalian yang akan diperoleh perusahaan.

Obligasi merupakan surat hutang jangka panjang yang berisi mengenai perjanjian bahwa pihak penerbit akan membayarkan bunga atas pinjaman tersebut sebagai suatu imbalan pada suatu periode tertentu dan akan membayar pokok pinjaman pada waktu yang ditentukan dalam perjanjian tersebut kepada pihak pemegang obligasi. Kepemilikan atas obligasi tersebut juga dapat dipindah tangankan. Obligasi sendiri tergolong surat utang jangka panjang dengan pendapatan tetap. Investor tertarik berinvestasi pada instrumen dengan pendapatan tetap dikarenakan tingkat volatilitas yang lebih rendah dari surat berharga lainnya seperti saham.

Seiring perkembangan bisnis, keuangan syari'ah tengah populer dalam beberapa dekade terakhir. Sherif (dalam Sherif dan Erkol, 2017) menyatakan bahwa aset yang dimiliki oleh keuangan syari'ah global mencapai angka US\$ 1,87 triliun pada tahun 2014. Pesatnya perkembangan keuangan syari'ah tidak terlepas dari kontribusi industri sukuk sebagai faktor yang penting dan pasar modal syari'ah termasuk didalamnya sukuk menjadi kekuatan utama di keuangan global. Sukuk merupakan inovasi instrumen keuangan syari'ah pada pasar modal yang digunakan sebagai alternatif sumber pembiayaan bagi perusahaan serta digunakan sebagai pilihan investasi jangka panjang.

Nama sukuk berasal dari bahasa arab yaitu '*sakk*' yang merupakan nama untuk setifikat keuangan. Sukuk menarik banyak investor baik umat muslim maupun non-muslim karena sukuk merupakan peluang bisnis yang aktif. Sukuk memberikan jaminan bahwa dalam mekanismenya sesuai dengan prinsip syari'ah dimana pengembalian yang akan diperoleh pemegang sukuk dibagi secara adil tanpa adanya spekulasi. Keuntungan dan kerugian akan dibagi antara pemegang sukuk dan penerbit. Khususnya bagi umat muslim, sukuk menarik minat mereka karena sukuk terbebas dari unsur riba yang berasal dari bunga yang dibayarkan oleh pihak penerbit atas pinjaman utang, gharar dari jual beli dimana di dalamnya mengandung ketidak pastian dan maysir yang mengandung unsur judi. Terdapat tiga kriteria yang harus dipenuhi sukuk agar menjadi instrumen keuangan syari'ah, yaitu 1) Sukuk harus mewakili sejumlah aset berwujud, hak kepemilikan atas hasil usaha maupun layanan dari suatu perusahaan yang memiliki pendapatan; 2) Pembayaran dilakukan kepada pemegang sukuk dari laba setelah

dikurangi dengan pajak; dan 3) Nilai yang dilunasi oleh penerbit harus sesuai dengan harga pasar aset dasar pada saat jatuh tempo dan bukan nilai/jumlah asli pada saat investasi (Godlewski et al., 2013).

Perkembangan obligasi syari'ah di Indonesia berawal pada saat instrumen syari'ah pertama kali meluncur dalam bentuk reksa dana syari'ah oleh PT Danareksa Investment Management pada bulan Juli tahun 1977 yang kemudian disusul munculnya pasar modal syari'ah pada tanggal 14 Maret 2003 sebagai awal mula tersedianya wadah dalam melakukan perdagangan secara syari'ah. Pada bulan September tahun 2002 muncul lah instrumen baru yaitu obligasi syari'ah yang pertama diterbitkan oleh PT Indosat Tbk di Indonesia. Negara Indonesia sebagai peringkat pertama yang memiliki jumlah penduduk beragama muslim terbesar di dunia membuka peluang dan harapan bahwa pasar modal syari'ah dapat berkembang. Keberadaan pasar modal memang penting dalam membantu dan memfasilitasi pihak yang membutuhkan dana seperti perusahaan dengan pihak yang memiliki dana yaitu investor agar dapat saling bertemu dalam suatu mekanisme untuk melakukan investasi dengan tujuan memperoleh manfaat keuntungan.

Obligasi konvensional berbeda dengan sukuk pada strukturnya. Sukuk memungkinkan adanya kepemilikan penuh atas aset pokok. Oleh karena itu, pemegang sukuk berhak atas pendapatan yang dihasilkan oleh aset pokok tersebut sedangkan pemegang obligasi konvensional tidak berhak atas kepemilikan aset perusahaan. Securities Commission Malaysia (2009) menyatakan bahwa sukuk dapat berbentuk kewajiban utang ataupun karakteristik ekuitas dimana

didalamnya berdasarkan pada kontrak syari'ah. Apabila penerbitan sukuk dilakukan atas dasar transaksi pinjaman maka pemegang sukuk tidak berhak atas tambahan pengembalian sehingga sukuk harus menggunakan usaha dalam bentuk non-pinjaman. Sedangkan pada obligasi konvensional hanya berbentuk utang saja. Cakir dan Raei (dalam Zulkhibri, 2015) menyatakan bahwa pada sukuk dan obligasi konvensional terdapat perbedaan setelah diteliti dengan perilaku harga. Perbedaan antara obligasi konvensional dan sukuk juga terdapat pada hubungan antara *issuer* dengan investor dimana pada obligasi konvensional berupa pinjaman sedangkan pada sukuk berupa non-pinjaman dapat berbentuk atas dasar penjualan, sewa, kemitraan atau hubungan keagenan.

**Tabel 1.1**  
**Perkembangan Emisi Obligasi Konvensional dan Sukuk**  
**(dalam trilyun rupiah)**

<b>Tahun</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Obligasi</b>	11,7	28,6	35,8	45,6	65,7	55,3	47,9	60	111,9
<b>Sukuk</b>	2,45	1,78	0,8	0,10	1,98	2,20	0,92	3,27	4,32

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan

Berdasarkan data historis dari Otoritas Jasa Keuangan mengenai jumlah emisi obligasi konvensional dan sukuk, diketahui bahwa total emisi obligasi mengalami perkembangan hingga tahun 2012. Pada tahun 2013 dan 2014 terjadi penurunan emisi obligasi kemudian melonjak pesat hingga tahun 2016. Pada total emisi sukuk juga terjadi jumlah yang fluktuatif setiap tahun dengan total penerbitan yang masih jauh lebih sedikit dibandingkan dengan total emisi obligasi konvensional. Namun, total emisi sukuk pada tahun 2015 dan 2016 terus

mengalami perkembangan yang cukup signifikan. Perdagangan sukuk dan obligasi konvensional yang semakin tumbuh tentu memberikan pengaruh pada industri pengelolaan dana dan juga pada pasar modal. Namun, dalam keadaan pasar yang volatil, pengaruh penerbitan sukuk dan obligasi konvensional pada kekayaan investor tidak dapat diprediksikan. Salah satu tujuan dalam berinvestasi diantaranya adalah mampu memperoleh pendapatan dalam suatu periode tertentu. Investor menginginkan pendapatan dengan harapan akan menambah modal atau kekayaan mereka.

Pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional menjadi hal yang penting bagi investor untuk memperkirakan prospek perusahaan di masa depan. Untuk mengambil keputusan berinvestasi di pasar modal, investor menggunakan informasi relevan yang didapatkan yang kemudian diubah menjadi respon. Respon yang ditimbulkan pada penerbitan sukuk dan obligasi konvensional disebut reaksi pasar modal. Apabila pasar benar-benar memanfaatkan informasi dengan baik dalam melakukan keputusan investasinya maka akan memengaruhi harga saham dan volume aktifitas perdagangan. Reaksi pasar ini akan dihitung menggunakan CAR atau *cumulative abnormal return* yang menggambarkan keseluruhan pengembalian abnormal yang dapat diterima oleh investor dalam suatu periode tertentu sehingga mampu menciptakan kekayaan bagi pemegang saham di pasar modal bila bernilai positif dan akan sebaliknya bila bernilai negatif. Reaksi pasar akan diuji dengan variabel *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif serta *rating* untuk melihat bagaimana pasar akan bereaksi pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

**Tabel 1.2**  
**Fenomena Gap Reaksi Pasar**  
**Pada Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional**

TAHUN	RATA-RATA CAR	RATA-RATA <i>LEVERAGE</i>	RATA-RATA <i>FIRM</i> <i>SIZE</i>
2013	-0,0086	0,7018	30,0548
2014	-0,0277	0,7420	31,5828
2015	-0,0064	0,6818	31,8657
2016	0,0080	0,7012	31,8118

Sumber : Bloomberg, IDX dan Yahoo Finance (data diolah untuk penelitian).

**Tabel 1.3**  
**Fenomena Gap Reaksi Pasar**  
**Pada Pengumuman Penerbitan Sukuk**

TAHUN	RATA-RATA CAR	RATA-RATA <i>LEVERAGE</i>	RATA-RATA <i>FIRM</i> <i>SIZE</i>
2013	0,0161	0,6621	29,3390
2014	-	-	-
2015	-0,0351	0,8189	33,6631
2016	0,0064	0,7842	31,6414

Sumber : Bloomberg, IDX dan Yahoo Finance (data diolah untuk penelitian).

Data di atas menunjukkan adanya perbedaan reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional dan sukuk. Pada tahun 2016, rata-rata *leverage* naik, rata-rata CAR pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional juga naik. Namun, pada tahun yang sama pada saat rata-rata *leverage* turun, justru rata-rata CAR nilainya meningkat. Pada data tersebut juga ada ketidaksesuaian antara teori yang ada dengan fakta di lapangan. Teori *signaling* menyatakan bahwa adanya utang memberikan sinyal positif (Brigham dan Houston, 2006). Artinya, suatu perusahaan yakin dengan prospeknya di masa depan dan diharapkan bahwa pasar mampu menangkap sinyal dari perusahaan. Namun, berdasarkan data ditemukan bahwa dengan rata-rata *leverage* yang lebih tinggi berakibat pada

*cumulative abnormal return* yang lebih rendah atau sebaliknya. Pada penerbitan obligasi konvensional tahun 2014 dengan rata-rata *leverage* 0,7420 dimana nilai rasio tersebut lebih tinggi dibandingkan tahun 2015 yaitu sebesar 0,6816 justru memiliki nilai rata-rata CAR yang lebih rendah yaitu senilai -0,0277 pada tahun 2014 sedangkan pada tahun 2015 nilai rata-rata CAR sebesar -0,0064. Hal serupa juga terjadi pada tahun 2016 dengan rata-rata *leverage* yaitu 0,7012 dimana nilai tersebut lebih rendah dibandingkan tahun 2014 justru memiliki nilai rata-rata CAR yang lebih tinggi yaitu sebesar 0,0080. Ketidak sesuaian antara teori dengan fakta lapangan mengenai *leverage* dan CAR juga terjadi pada penerbitan sukuk yaitu pada tahun 2016 dengan nilai rata-rata *leverage* 0,7842 dimana nilai tersebut lebih rendah dibandingkan tahun 2015 yaitu sebesar 0,8189 pada data yang ada menunjukkan bahwa nilai rata-rata CAR pada tahun 2016 justru lebih besar yaitu senilai 0,0064 dibandingkan rata-rata CAR 2015 yaitu senilai -0,0351.

Zhao *et. al.* (2004) menyatakan *teori signaling* pada ukuran perusahaan dimana dengan ukuran perusahaan yang lebih besar akan lebih mampu bertahan dalam lingkaran bisnis dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil dan ukuran perusahaan juga dijadikan sebagai signal pembiayaan pada pasar. Berdasarkan tabel 1.3 terjadi ketidak sesuaian teori dengan data yang ada yaitu pada penerbitan obligasi konvensional pada tahun 2016 dengan rata-rata *firm size* 31,8118 yang lebih kecil dibandingkan tahun 2015 yaitu 31,8657 justru pada tahun 2016 memiliki nilai rata-rata CAR yang lebih tinggi yaitu 0,0080 sedangkan nilai rata-rata CAR tahun 2015 hanya -0,0064. Data gap juga terjadi pada penerbitan sukuk yaitu pada tahun 2016 yaitu dengan rata-rata nilai *firm size*

31,6414 dimana nilai tersebut lebih rendah dibandingkan tahun 2015 yaitu 33,6631 justru pada tahun 2016 memiliki nilai rata-rata CAR 0,0064 dimana nilai tersebut lebih tinggi dibandingkan CAR tahun 2015 yaitu -0,0351.

Berdasarkan penelitian sebelumnya juga terdapat research gap sebagai berikut:

**Tabel 1.4**  
**Research Gap Penelitian Terdahulu**

Sukuk		
Nama Peneliti	Hasil Penelitian	Negara
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nafis Alam, M. Kabir Hasan dan Muhammad Aminul Haque (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Terdapat hubungan positif antara ukuran perusahaan dengan <i>cumulative average abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Malaysia, Indonesia, Singapore, Pakistan, UAE, Bahrain dan Qatar</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono (2017)</li> <li>Hasib Ahmed, M. Kabir H., dan Blake R. (2018)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indonesia</li> <li>Malaysia</li> </ul>
Research gap:	Terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh <i>firm size</i> terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nafis Alam, M. Kabir Hasan dan Muhammad Aminul Haque (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Terdapat hubungan negatif antara <i>leverage</i> dengan <i>cumulative average abnormal return</i> pada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Malaysia, Indonesia, Singapore, Pakistan, UAE,</li> </ul>

	pengumuman penerbitan sukuk.	Bahrain dan Qatar
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono (2017)</li> <li>• Hasib Ahmed, M. Kabir H., dan Blake R. (2018)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara <i>leverage</i> dengan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indonesia</li> <li>• Malaysia</li> </ul>
Research gap:	Terdapat perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh <i>leverage</i> terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nafis Alam, M. Kabir Hasan dan Muhammad Aminul Haque (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan negatif secara signifikan antara <i>free cash flow</i> dengan CAAR pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Malaysia, Indonesia, Singapore, Pakistan, UAE, Bahrain dan Qatar.</li> </ul>
Research gap:	Sedikitnya penelitian terbaru mengenai pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Elyya Ainurrochma dan Maswar P.P. (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan negatif secara signifikan antara ukuran penawaran dengan <i>reaksi pasar</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indonesia</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran penawaran relatif dengan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indonesia</li> </ul>

Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh ukuran penawaran terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>Enni Savitri (2015)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Terdapat hasil penelitian bahwa <i>rating</i> tidak berpengaruh secara signifikan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan sukuk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indonesia</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Elyya Ainurrochma dan Maswar Patuh Priyadi (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ditemukan hasil bahwa <i>rating</i> penerbitan berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indonesia</li> </ul>
Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh <i>rating</i> terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.	
<b>Obligasi Konvensional</b>		
Peneliti	Hasil	Negara
<ul style="list-style-type: none"> <li>Jingliu Xie dan Yongjing Cao (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan reaksi pasar.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>China.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono (2017)</li> <li>Carl Hemmingson dan Robert Ydenius (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Indonesia</li> <li>Nordic</li> </ul>
Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh ukuran perusahaan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.	

<ul style="list-style-type: none"> <li>• Carl Hemmingson dan Robert Ydenius (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan positif antara <i>leverage</i> dan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nordic</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max Haug (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan positif antara <i>leverage</i> dan <i>cumulative average abnormal return</i> pada perusahaan dengan tingkat pinjaman rendah namun berhubungan negatif pada perusahaan dengan tingkat pinjaman tinggi pada pengumuman penerbitan obligasi.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jerman dan Perancis.</li> </ul>
<p>Research gap:</p>	<p>Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh <i>leverage</i> perusahaan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</p>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nafis Alam, M. Kabir Hasan dan Muhammad Aminul Haque (2013)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan positif antara <i>free cash flow</i> dengan CAAR.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Malaysia, Indonesia, Singapore, Pakistan, UAE, Bahrain dan Qatar.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Max Haug (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan yang tidak signifikan antara <i>free cash flow</i> dengan <i>cumulative abnormal return</i> namun tanpa pengaruh positif atau negatif karena tanda berubah saat <i>event windows</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jerman dan Perancis</li> </ul>

	berubah.	
Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh <i>free cash flow</i> terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jingliu Xie dan Yongjing Cao (2017)</li> <li>• Jia Liu et.al. (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan positif antara ukuran penawaran dengan CAR pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• China.</li> <li>• China</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Carl Hemmingson dan Robert Ydenius (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hubungan negatif antara ukuran penawaran dengan abnormal return pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nordic</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nur Indah Hardianti dan Agus Widarjono (2017)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Indonesia</li> </ul>
Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh ukuran penawaran relatif terhadap <i>abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi.	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Michiko Miyamoto (2016)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hasil bahwa <i>rating</i> berpengaruh positif terhadap <i>cumulative average abnormal return</i>.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jepang.</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Norhuda Abdul Rahim, Alan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Terdapat hasil bahwa <i>rating</i> pada</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Amerika Serikat</li> </ul>

Goodacre dan Chris Veld (2014)	pengumuman penerbitan obligasi tidak berpengaruh secara signifikan pada CAR.	
Research gap:	Terdapat hasil yang berbeda pada penelitian mengenai pengaruh <i>rating</i> penerbitan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> pada pengumuman penerbitan obligasi.	

Sumber: Alam et.al. (2013), Rahim et. al. (2014), Savitri (2015), Ainurrochma dan Priyadi (2016), Haug (2016), Liu et.al (2016), Miyamoto (2016), Hardianti dan Widarjono (2017), Hemmingson dan Ydenius (2017), Xie dan Cao (2017), dan Ahmed et.al. (2018).

Berdasarkan uraian, fenomena gap dan *research gap* yang ada maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai “Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*, Ukuran Penawaran Relatif, dan *Rating* terhadap Reaksi Pasar pada Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Konvensional Periode 2013-2016”.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan data yang telah diolah, terdapat perbedaan reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional dan sukuk. Pada tahun 2016, saat rata-rata *leverage* meningkat maka CAR juga meningkat pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional. Sedangkan, di tahun yang sama pada saat rata-rata *leverage* menurun, nilai rata-rata CAR justru meningkat pada pengumuman penerbitan sukuk. Ada pun ketidak sesuaian antara teori dengan data yang ada. Teori *signaling* terkait dengan *leverage* menyatakan bahwa adanya utang

memberikan sinyal positif bagi pasar (Brigham dan Houston, 2006). Maksudnya adalah, bahwa dengan adanya utang maka menunjukkan bahwa perusahaan yakin bahwa prospeknya akan baik di masa depan. Namun, data yang ada menunjukkan bahwa ada hubungan terbalik antara *leverage* dan reaksi pasar (CAR). Hal tersebut terjadi pada penerbitan obligasi konvensional pada tahun 2015 dibandingkan dengan tahun 2014. Sedangkan pada penerbitan sukuk hubungan terbalik terjadi pada tahun 2016 dibandingkan dengan 2015. Teori *signaling* juga dijelaskan oleh Zhao *et. al.* (2014) yang menyatakan bahwa perusahaan dengan ukuran yang lebih besar akan lebih mampu bertahan pada lingkaran bisnis dan dapat dijadikan sebagai signal pembiayaan. Namun, pada penerbitan obligasi konvensional dan sukuk terdapat hubungan terbalik pada rata-rata *firm size* dan CAR. Hubungan terbalik tersebut terjadi pada penerbitan obligasi konvensional dan sukuk terjadi pada tahun 2016 dibandingkan dengan tahun 2015. Sementara itu, dalam penelitiannya, Chin dan Abdullah (2012) menyatakan bahwa *firm size* tidaklah berkaitan dengan penerbitan utang sehingga besar kecilnya perusahaan tidak lah berpengaruh terhadap reaksi pasar.

Sukuk dan obligasi konvensional merupakan surat utang yang diterbitkan oleh perusahaan untuk mendapatkan pendanaan yang dibedakan atas dasar kepatuhan syari'at Islam yang melekat pada sukuk. Saat perusahaan menerbitkan obligasi konvensional dan sukuk, perusahaan menyampaikan beberapa informasi pada pasar yang dinyatakan sebagai pengumuman. Pada saat inilah informasi seharusnya benar-benar baru diterima oleh pasar. Reaksi yang ditunjukkan oleh pasar berhubungan dan dapat diukur dengan *cumulative abnormal return*. Apakah

terdapat perbedaan *abnormal return* pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional akan diteliti lebih lanjut dalam penelitian ini dengan menggunakan pengukuran variabel *firm size*, *free cash flow*, *leverage*, ukuran penawaran relatif dan *rating*. Berdasarkan beberapa literatur terdahulu juga terdapat beberapa *research gap* mengenai hasil penelitian dari pengaruh variabel-variabel tersebut terhadap *cumulative abnormal return* pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

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

- 1) Bagaimana pengaruh *firm size* terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional?
- 2) Bagaimana pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional?
- 3) Bagaimana pengaruh *free cash flow* terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional?
- 4) Bagaimana pengaruh ukuran penawaran relatif terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional?

- 5) Bagaimana pengaruh *rating* perusahaan terhadap reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Berdasarkan rumusan masalah tersebut, maka terdapat tujuan yang hendak dicapai dalam penelitian ini, yaitu:

- 1) Untuk menganalisis pengaruh *firm size* terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.
- 2) Untuk menganalisis pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.
- 3) Untuk menganalisis pengaruh *free cash flow* terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.
- 4) Untuk menganalisis pengaruh ukuran penawaran relatif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.
- 5) Untuk menganalisis pengaruh *rating* perusahaan terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

#### **1.3.2 Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat bermanfaat bagi berbagai pihak, diantaranya yaitu:

1) Bagi perusahaan

Penelitian ini dapat digunakan sebagai masukan bagi pihak perusahaan untuk memperbaiki kinerja perusahaan dengan memperhatikan faktor-faktor apa saja yang akan menimbulkan reaksi positif pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

2) Bagi investor pasar modal

Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan kegiatan investasi sehingga investasi yang dilakukan dapat memberikan manfaat *abnormal return* bagi investor.

3) Bagi penelitian selanjutnya

Penelitian ini dapat digunakan sebagai referensi dan pengetahuan untuk dikembangkan pada penelitian selanjutnya di kemudian hari.

## **1.4 Sistematika Penelitian**

### **BAB I: PENDAHULUAN**

Bab I berisi mengenai latar belakang permasalahan yang diangkat dalam penelitian. Bab ini terdiri dari latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika penelitian.

### **BAB II: TINJAUAN PUSTAKA**

Bab II berisi mengenai uraian-uraian teori yang berkaitan dengan penelitian dan juga penelitian yang pernah dilakukan oleh peneliti sebelumnya. Disamping itu, bab ini juga memuat kerangka pemikiran yang mendasari hipotesis yang diajukan dalam penelitian

### BAB III: METODE PENELITIAN

Bab III berisi mengenai penjelasan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian secara operasional, penentuan populasi dan sampel yang diteliti, jenis data, sumber data, dan metode pengumpulan data yang digunakan serta metode analisis yang digunakan dalam penelitian.

### BAB IV: HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab IV berisi deskripsi tentang objek yang diteliti, analisis data penelitian dan interpretasi hasil dari data yang telah diolah dengan memberikan argumen yang sejalan dengan hasil tersebut.

### BAB V: PENUTUP

Bab V berisi mengenai simpulan yang menjadi jawaban dari pertanyaan-pertanyaan dalam penelitian, keterbatasan yang dialami dalam penelitian dan saran yang dapat diberikan oleh peneliti.