

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

Eva Wulandari, Sugeng Wahyudi¹
evawulandari63@gmail.com

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

Received 1 November 2018

Received in revised from 10 November 2018

Accepted 15 December 2018

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 size offering, 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.

PENDAHULUAN

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. 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. Seiring perkembangan bisnis, keuangan syari'ah tengah populer dalam beberapa dekade terakhir. 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 instrument keuangan syari'ah pada pasar modal yang digunakan sebagai alternatif sumber pembiayaan bagi perusahaan serta digunakan sebagai pilihan investasi jangka panjang.

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.

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. 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 para pemegang saham di pasar modal.

Pada hasil penelitian dari peneliti terdahulu terdapat perbedaan hasil mengenai pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen pada pengumuman penerbitan sukuk. Alam *et.al.* (2013) menemukan hasil bahwa *firm size* berpengaruh positif terhadap CAAR, sedangkan Ahmed *et. al.* (2018) menyatakan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Alam *et.al.* (2013) menemukan hasil bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap CAAR, sedangkan Ahmed *et. al.* (2018) menyatakan bahwa *leverage* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Penelitian mengenai pengaruh *free cash flow* terhadap reaksi pasar masih sedikit, diantaranya yaitu Alam *et.al.* (2013) menemukan hasil bahwa FCF berpengaruh negatif terhadap CAAR. Ainurrochma dan Priyadi (2016) menemukan hasil bahwa ukuran penawaran relatif (OFR) berpengaruh terhadap reaksi pasar, namun Hardianti dan Widarjono (2017) menyatakan bahwa OFR tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Savitri (2015) menyatakan bahwa *rating* tidak berpengaruh terhadap CAR, sedangkan Ainurrochma dan Priyadi (2016) menemukan hasil bahwa *rating* berpengaruh positif terhadap return saham. Pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional juga terdapat beberapa perbedaan hasil penelitian. Xie dan Chao (2017) menyatakan bahwa *firm size* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar, sedangkan Hemmingson dan Ydenius (2017) menyatakan bahwa *firm size* tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Hemmingson dan Ydenius (2017)

menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh positif terhadap *abnormal return*, sedangkan Max Haug (2016) menyatakan bahwa terdapat hubungan positif antara *leverage* dan *cumulative average abnormal return* pada perusahaan dengan tingkat pinjaman rendah namun berhubungan negatif pada perusahaan dengan tingkat pinjaman tinggi. Alam *et. al.* (2013) menyatakan bahwa *free cash flow* berpengaruh positif terhadap CAAR, sedangkan Haug (2016) menemukan hasil bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh terhadap CAR. Xie dan Chao (2017) menyatakan bahwa OFR berpengaruh positif terhadap CAR, sedangkan Hemmingson dan Ydenius (2017) menemukan hasil bahwa OFR tidak berpengaruh terhadap *abnormal return*. Kemudian yang terakhir adalah Miyamoto (2016) menemukan hasil bahwa *rating* berpengaruh positif terhadap CAR, sedangkan Rahim *et. al.* (2014) menyatakan bahwa *rating* tidak berpengaruh terhadap CAR. Berdasarkan uraian, fenomena gap dan *research gap* yang ada, maka penelitian ini dilakukan untuk melihat bagaimana pengaruh variabel *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif, dan *rating* terhadap *cumulative abnormal return* pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional di Indonesia pada periode 2013-2016.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh *Firm Size* terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Rahim (2014) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berhubungan dengan ukuran asimetri informasi. Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar cenderung memiliki asimetri informasi yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Perusahaan yang kecil cenderung menyimpan beberapa informasi pribadi perusahaannya sedangkan pada

perusahaan besar dan terdaftar harus mempublikasikan informasi tertentu.

Mazviona (2014) menyatakan bahwa perusahaan yang lebih besar mampu mendapatkan pengembalian yang disesuaikan dengan risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang kecil. Hal tersebut tidak mengherankan karena umumnya perusahaan besar adalah pemimpin pasar dalam industri mereka. Oleh karena itu maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_{1a}: *Firm size* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.

H_{1b}: *Firm size* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Pengaruh *Leverage* terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Dalam teori asimetri informasi dan *signaling* (Brigham dan Houston, 2006), pihak yang terkait dalam suatu perusahaan tidaklah memiliki informasi yang sama mengenai prospek dari perusahaan tersebut. Manajer dalam perusahaan memiliki informasi yang lebih lengkap mengenai perusahaan dibandingkan dengan pihak luar yaitu investor. Maka, pihak perusahaan ingin mengkomunikasikan informasi perusahaannya dengan cara memberikan sinyal kepada investor bahwa dengan adanya utang maka perusahaan yakin bahwa prospek perusahaan baik. Diharapkan bahwa pasar mampu menangkap sinyal keyakinan manajer mengenai prospek yang baik dari perusahaan di masa yang akan datang.

Fungacova *et. al.* (2015) menyatakan bahwa utang berperan dalam pemberi sinyal dan kedisiplinan dimana utang dapat mengurangi adanya *moral hazard* pada manajer. Utang pada perusahaan dapat mengalihkan penguasaan sumber daya yang ada pada perusahaan oleh manajer yang mengutamakan kepentingannya saja

namun dengan adanya utang maka perusahaan juga mempertimbangkan kepentingan investor juga dalam setiap keputusan. Oleh karena itu maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_{2a}: Leverage berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.

H_{2b}: Leverage berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Pengaruh *Free Cash Flow* terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Berdasarkan pada teori keagenan (Brigham dan Houston, 2006), penerbitan utang akan memaksa manajer untuk mengeluarkan kas untuk membayar utang pada perusahaan. Hal tersebut diharapkan mampu untuk mengurangi masalah keagenan atau masalah antar kelompok yang berkepentingan karena dikhawatirkan adanya kecenderungan manajer untuk menahan dana agar memiliki kontrol terhadap sumber daya tersebut. Jadi, apabila terdapat kewajiban bagi manajer untuk mengalokasikan kas kepada para investor, dana tersebut menjadi terkontrol untuk mencegah adanya pemanfaatan sumber daya yang kurang efisien oleh manajer. Dengan *free cash flow* inilah pembayaran kepada para pemegang saham menjadi lebih difokuskan oleh perusahaan dan diharapkan bahwa perusahaan tidak akan mengabaikan kepentingan investor terutama dalam menghindari adanya gagal bayar pada kewajiban perusahaan. Oleh karena itu maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_{3a}: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.

H_{3b}: *Free cash flow* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Pengaruh Ukuran Penawaran Relatif terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Dalam teori *signaling*, penggunaan utang sebagai pilihan pendanaan bagi perusahaan memberikan sinyal positif bagi investor (Brigham dan Houston, 2006). Hal tersebut menjelaskan bahwa dengan diterbitkannya hutang, perusahaan memiliki keyakinan optimis bahwa perusahaan akan mampu mengolah modalnya, bertahan dan bersaing dalam jangka panjang sehingga akan mampu untuk melunasi hutangnya di masa depan. Keyakinan tersebut dijadikan sinyal positif dari perusahaan kepada pasar.

Diterbitkannya utang baru pada perusahaan mengirimkan sinyal pada calon investor yang potensial dan pemegang saham bahwa prospek perusahaan meningkat di masa depan sesuai dengan teori *signaling* yang dikembangkan oleh Ross (1977). Saat perusahaan menerbitkan utang maka biaya beban keuangan dan keterbatasan arus kas dalam perusahaan akan bertambah sehingga apabila perusahaan menerbitkan utang baru berarti perusahaan benar-benar yakin akan dapat memenuhi utangnya. Oleh karena itu maka hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_{4a}: Ukuran penawaran relatif berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.

H_{4b}: Ukuran penawaran relatif berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Pengaruh *Rating* terhadap *Cumulative Abnormal Return*

Investor tidak serta merta memercayai neraca yang dilaporkan oleh pihak perusahaan dalam pembuatan keputusan (Mendez, 2014). Selain investor mengandalkan analisis mereka sendiri, mereka juga mempertimbangkan rekomendasi dari lembaga pemeringkat, perkiraan analisis dan valuasi pasar.

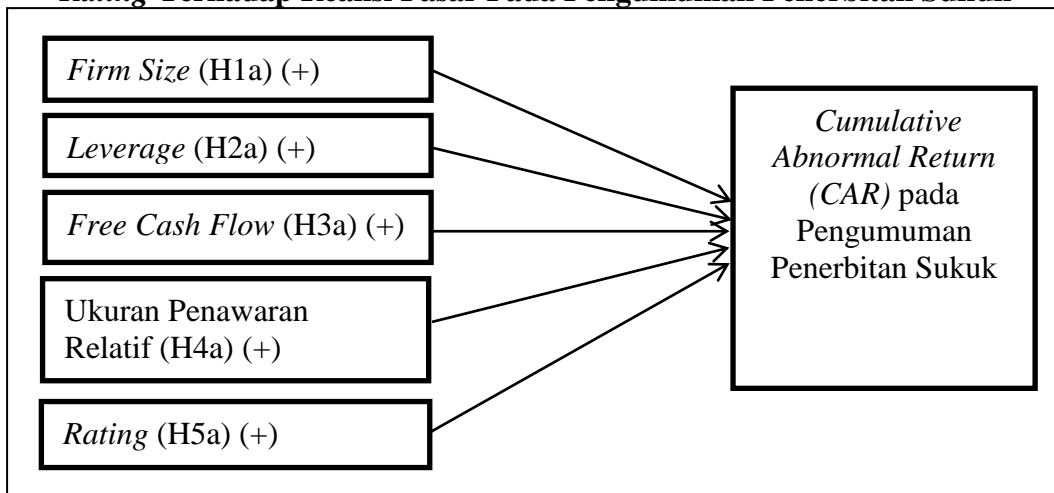
Indikator yang paling sering dipakai adalah penilaian kredit. Beberapa literatur telah menemukan dampak kausal positif dari kredit *rating*. Michiko Miyamoto (2016) menyatakan bahwa pasar dapat bertindak berdasarkan rumor. Maksudnya adalah ketika ada kabar perubahan peringkat maka pasar akan langsung bereaksi meskipun pengumuman perubahan *credit rating* belum terbit. Ketika terdapat rumor perusahaan mengalami kenaikan peringkat maka pasar akan bereaksi positif, sedangkan apabila muncul rumor terjadi penurunan peringkat kredit maka pasar akan

bereaksi negatif. Hal tersebut sesuai dengan penjelasan *rating* sebagai kelayakan kredit dalam pembayaran utang dimana *rating* dapat digunakan sebagai informasi yang bermakna bagi pasar. Oleh karena itu, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H_{5a}: *Rating* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk.

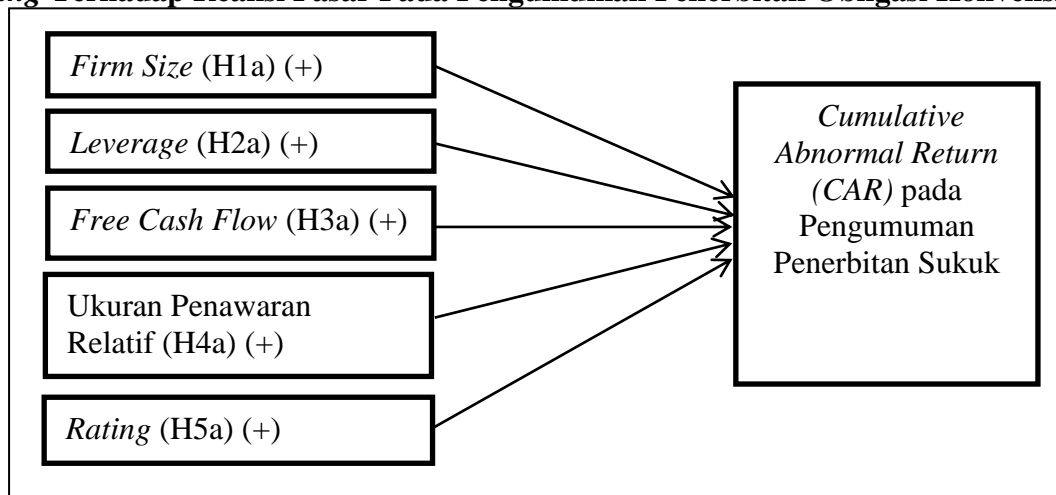
H_{5b}: *Rating* berpengaruh positif terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran
Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*, Ukuran Penawaran Relatif, dan *Rating* Terhadap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Sukuk



Sumber: Salari (2016), Rahim et. al. (2014), Mazviona (2014), Ross (1977), Brigham dan Houston (2006), Fungacova et. al. (2015), Mundia (2016), Martin dan Petty (2000), Rachman dan Ervina (2017), Zubir (2012), Mendez (2014), dan Miyamoto (2016).

Gambar 2
Kerangka Pemikiran
Pengaruh *Firm Size*, *Leverage*, *Free Cash Flow*, Ukuran Penawaran Relatif, dan Rating Terhadap Reaksi Pasar Pada Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional



Sumber: Salari (2016), Rahim et. al. (2014), Mazviona (2014), Ross (1977), Brigham dan Houston (2006), Fungacova et. al. (2015), Mundia (2016), Martin dan Petty (2000), Rachman dan Ervina (2017), Zubir (2012), Mendez (2014), dan Miyamoto (2016).

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan adalah variabel independen dan variabel dependen. Variabel dependen dalam penelitian ini yaitu *cumulative abnormal return*, yaitu hasil penjumlahan nilai *abnormal return* selama periode peristiwa. Sedangkan variabel independen dalam penelitian ini yaitu firm size (Firm size= Ln Total Aset), Leverage ($Lev = \text{Total utang}/\text{Total aset}$), Free Cash Flow (FCF = Arus kas operasi – biaya modal), Ukuran Penawaran Relatif ($OFR = \text{Nilai Penerbitan}/\text{Total aset tahun sebelum penerbitan}$), dan Rating (dihitung dengan mengkonversi rating berbentuk huruf ke dalam bentuk interval).

Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan data sekunder berupa data kuantitatif. Data yang diperlukan dalam penelitian ini merupakan data yang dipublikasikan melalui terminal BLOOMBERG, situs resmi IDX dan Yahoo Finance. Data

yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data antar waktu atau disebut dengan *cross sectional*. Data *cross sectional* merupakan data yang dikumpulkan dalam satu waktu tertentu (Ghozali, 2009). Data dalam penelitian ini adalah data mengenai pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional dalam kurun waktu 4 tahun yaitu dimulai sejak tahun 2013 sampai dengan 2016.

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional yaitu sebanyak 192 pengumuman penerbitan yang terdiri dari 24 pengumuman penerbitan sukuk dan 168 pengumuman penerbitan obligasi selama periode 2013-2016. Kemudian dipilihlah sampel dengan menggunakan teknik purposif sehingga menghasilkan sampel akhir sejumlah 13 pengumuman penerbitan sukuk dan 101 pengumuman penerbitan obligasi.

Metode Analisis

Metode analisis pada penelitian ini adalah analisis uji-t terhadap retron tak normal dilakukan untuk melihat signifikansi return tak normal pada periode peristiwa. Kemudian analisis selanjutnya adalah regresi linier berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan model berikut ini:

$$Y_a = \alpha + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5 + \varepsilon \dots \dots \dots (i)$$

$$Y_b = \alpha + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5 + \varepsilon \dots \dots \dots (ii)$$

Keterangan:

Y_a : *Cumulative abnormal return* sukuk

Y_b : *Cumulative abnormal return* obligasi konvensional

α : Konstanta

X_1 : *Firm size*

X_2 : *Leverage*

X_3 : *Free cash flow*

X_4 : *Ukuran penawaran relatif*

X_5 : *Rating*

ε : *Error*

Analisis terakhir yang dilakukan adalah dengan *Chow test*. *Chow test* digunakan untuk menguji kesamaan koefisien atau test for equality of coefficients. Uji ini dapat dilakukan pada hasil observasi yang dapat dikelompokkan menjadi 2 kelompok atau lebih. Tujuannya adalah untuk mengetahui apakah kelompok-kelompok tersebut merupakan subjek dari proses ekonomi yang sama.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN
Analisis Deskriptif

Tabel 1
Statistik Deskriptif

	CAR	SIZE	LEV	FCF	OFR	RTG
Mean	0.004731	31.44272	0.768062	2.07E+12	0.016885	15.00000
Median	-0.016900	31.64540	0.809000	9.20E+11	0.001200	18.00000
Maximum	0.221300	34.44450	0.900100	9.07E+12	0.111700	18.00000
Minimum	-0.064000	28.98360	0.474200	-1.98E+12	0.000200	1.000000
Std. Dev.	0.078490	1.529415	0.120460	3.21E+12	0.035450	5.180090
Observations	13	13	13	13	13	13

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Tabel 2
Statistik Deskriptif

	CAR	SIZE	LEV	FCF	OFR	RTG
Mean	0.000202	31.34921	0.686302	3.90E+12	0.036167	14.63218
Median	0.000300	31.21520	0.760500	6.52E+11	0.015500	15.00000
Maximum	0.106600	34.44450	0.919300	4.23E+13	0.238800	18.00000
Minimum	-0.143000	27.61280	0.345200	-3.23E+12	0.000100	1.000000
Std. Dev.	0.046640	1.896060	0.185992	7.42E+12	0.052016	3.423975
Observations	87	87	87	87	87	87

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Penelitian ini menggunakan data *cross sectional*, yaitu data dikumpulkan selama periode 2013-2016. Tabel 3 dan 4 menunjukkan mengenai nilai minimum, maksimum, nilai rata-rata dan standar

deviasi dari variabel independen dan variabel dependen.

Analisis Uji-t Terhadap Abnormal Return

Penelitian ini menggunakan analisis uji-t terhadap abnormal return. melihat signifikansi *abnormal return* yang ada di periode peristiwa. Maksud dari signifikansi adalah abnormal return

tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol yaitu untuk kabar baik bernilai positif sedangkan untuk kabar buruk bernilai negatif. Hasil uji-t adalah sebagai berikut:

Tabel 3
Uji-t Abnormal Return Pengumuman Penerbitan Sukuk

Hari ke	RRTN	t-hitung
3	0,0042	0,7150
2	-0,0141**	-2,8093
1	0,0020	0,2234
0	0,0102	1,7614
-1	0,0000	-0,0077
-2	0,0036	0,9762
-3	0,0005	0,1345

Ket: * = Signifikan pada tingkat 10% ($t > 1,894579$)

** = Signifikan pada tingkat 5% ($t > 2,364624252$)

*** = Signifikan pada tingkat 1% ($t > 3,499483297$)

Sumber: Data sekunder diolah untuk penelitian.

Tabel 4
Uji-t Abnormal Return Pengumuman Penerbitan Obligasi Konvensional

Hari ke-t	RRTN	t-hitung
3	-0,0019	-0,8793
2	0,0005	0,1597
1	-0,0005	-0,0419
0	-0,0039	-1,6499
-1	-0,0001	-0,0404
-2	0,0036*	1,9159
-3	0,0011***	10,5641

Ket: * = Signifikan pada tingkat 10% ($t > 1,663883913$)

** = Signifikan pada tingkat 5% ($t > 1,989686323$)

*** = Signifikan pada tingkat 1% ($t > 2,637897113$)

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Pada tabel 4 dan 5 diketahui bahwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional mengandung informasi bagi pasar. Hal tersebut ditandai dengan signifikannya abnormal return di sekitar tanggal peristiwa. Namun, signifikannya abnormal return pada h-3 peristiwa pengumuman penerbitan obligasi konvensional menunjukkan bahwa informasi telah bocor ke public sejak 3 hari sebelum peristiwa pengumuman.

Reaksi negatif pada pasar yang terjadi pada pengumuman sukuk dibandingkan obligasi konvensional dapat disebabkan karena sinyal yang cukup buruk terjadi pada pengumuman penerbitan sukuk. Hal tersebut dikarenakan hanya peminjam dengan ekspektasi pengembalian yang rendah yang tertarik untuk menerbitkan sukuk (Alam et. al., 2013). Perusahaan dengan ekspektasi keuntungan yang lebih rendah akan memilih pembiayaan dengan skema

bagi hasil untuk mengurangi kerugian bila terjadi kegagalan. Tentunya dengan sistem ini, kegagalan yang terjadi tidak sepenuhnya ditanggung oleh perusahaan. Oleh karena itu, penerbitan sukuk dinilai sebagai sinyal negatif pada posisi keuangan perusahaan penerbit sukuk. Sedangkan pada perusahaan yang memiliki ekspektasi terhadap pengembalian yang tinggi akan memilih pembiayaan dengan basis bunga yang akan memaksimalkan keuntungan mereka. Hal tersebut menjadi sinyal

bahwa posisi keuangan pada perusahaan penerbit obligasi konvensional tengah dalam kondisi baik sehingga menyebabkan adanya reaksi positif.

Analisis Regresi Linier Berganda

Penelitian ini menggunakan analisis regresi linier berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil uji regresi yang telah dilakukan adalah sebagai berikut:

Tabel 5
Hasil Model Regresi I

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.013005	0.005983	-2.173746	0.0662
SIZE	0.000203	0.000192	1.054062	0.3269
LEV	0.005544	0.002789	1.987994	0.0871***
FCF	-7.68E-17	1.02E-16	-0.748973	0.4783
OFR	1.167969	0.080287	14.54738	0.0000**
RTG	0.000214	7.79E-05	2.743417	0.0288**
R-squared	0.970556	Mean dependent var		0.000772
Adjusted R-squared	0.949525	S.D. dependent var		0.003029
S.E. of regression	0.000681	Akaike info criterion		-11.44323
Sum squared resid	3.24E-06	Schwarz criterion		-11.18248
Log likelihood	80.38098	Hannan-Quinn criter.		-11.49682
F-statistic	46.14787	Durbin-Watson stat		1.289607
Prob(F-statistic)	0.000033	Wald F-statistic		115.1921
Prob(Wald F-statistic)	0.000001			

** = Signifikansi sebesar 5%.

***= Signifikansi sebesar 10%.

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Pada tabel 6, diketahui bahwa model dapat menjelaskan 97% dari variabel CAR pada pengumuman penerbitan sukuk sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Berdasarkan probabilitas F-statistic, secara simultan variabel *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, OFR, dan *rating* berpengaruh terhadap CAR. Secara parsial variabel *leverage*, ukuran penawaran relatif, dan *rating* berpengaruh positif dan signifikan CAR, *firm size* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap CAR, dan *free cash*

flow berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap CAR, dan kurs (REER) dan pertumbuhan PDB (PPDB) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap pembiayaan bank syariah. Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah dilakukan, maka persamaan regresi yang diperoleh adalah:

$$\text{CAR} = -0,013 + 0,0002 \text{ SIZE} + 0,0056 \text{ LEV} - 0,00000000000000000768 \text{ FCF} - 1.168 \text{ OFR} + 0,0002 \text{ RTG} + \varepsilon$$

Tabel 6
Hasil Model Regresi II

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.144037	0.426712	-0.337550	0.7366
SIZE	0.035125	0.129262	0.271732	0.7865
LEV	-0.012140	0.017511	-0.693290	0.4901
FCF	-9.91E-16	6.82E-16	-1.452839	0.1501
OFR	-1.40E-06	4.85E-06	-0.288181	0.7739
RTG	0.001553	0.002417	0.642451	0.5224
R-squared	0.028539	Mean dependent var		0.000202
Adjusted R-squared	-0.031428	S.D. dependent var		0.046640
S.E. of regression	0.047367	Akaike info criterion		-3.195289
Sum squared resid	0.181738	Schwarz criterion		-3.025226
Log likelihood	144.9951	Hannan-Quinn criter.		-3.126810
F-statistic	0.475916	Durbin-Watson stat		1.444849
Prob(F-statistic)	0.793213	Wald F-statistic		0.822342
Prob(Wald F-statistic)	0.537359			

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Pada tabel 7, diketahui bahwa model hanya dapat menjelaskan 2,8% dari variabel CAR pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain diluar model. Berdasarkan probabilitas F-statistic, secara simultan variabel *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, OFR, dan *rating* tidak dapat berpengaruh terhadap CAR. Secara parsial variabel *firm size* dan *rating* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap CAR, sedangkan variabel *leverage*, *free cash flow* dan OFR berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap CAR. Berdasarkan hasil pengolahan data yang telah dilakukan, maka persamaan regresi yang diperoleh adalah:

$$\text{CAR} = -0,144 + 0,035\text{SIZE} - 0,012\text{LEV} - 0,0000014\text{FCF} - 1,168\text{OFR} + 0,0016\text{RTG} + \varepsilon$$

Analisis Chow-test

Penelitian ini menggunakan analisis chow-test untuk menguji kesamaan koefisien pada dua kelompok observasi atau lebih. Pada penelitian ini uji chow digunakan untuk menguji

apakah terdapat pengaruh yang berbeda pada *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif dan *rating* terhadap *cumulative abnormal return* pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Hasil dari uji koefisien model CAR sukuk dan CAR obligasi konvensional adalah sebagai berikut:

Tabel 7
Hasil Chow Test

Chow Breakpoint Test: 88			
Null Hypothesis: No breaks at specified breakpoints			
Varying regressors: All equation variables			
Equation Sample: 1 100			
F-statistic	0.076509	Prob. F(6,88)	0.9982
Log likelihood ratio	0.520298	Prob. Chi-Square(6)	0.9976
Wald Statistic	0.459056	Prob. Chi-Square(6)	0.9983

Sumber: Data sekunder diolah dengan Eviews 9.

Pada hasil uji chow di tabel 6 diketahui nilai dari F-hitung adalah 0,077 dan pada F-tabel dengan $df_1=5$ dan $df_2=94$ serta tingkat signifikansi 5% adalah 2,31. Hal tersebut menandakan bahwa nilai F-hitung lebih kecil dari F-tabel. Apabila dilihat melalui probabilitas *F-statistic* juga terlihat bahwa nilainya lebih besar dari $\alpha=5\%$ yaitu $0,99 > 0,05$ yang berarti tidak signifikan. Kesimpulan yang dapat diambil adalah H_0 diterima, artinya tidak terdapat perbedaan pengaruh antara *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif dan *rating* terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional.

Hasil *Chow-test* yang telah dilakukan terhadap sampel pengumuman penerbitan sukuk dan pengumuman penerbitan obligasi konvensional menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada pengaruh antara *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif dan *rating* terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Hal tersebut kemungkinan dapat terjadi akibat fakta bahwa beberapa karakteristik sukuk mirip dengan obligasi konvensional (Ayub, dalam Alam et.al., 2013). Persamaan karakteristik antara sukuk dan obligasi konvensional diantaranya adalah sukuk dan obligasi merupakan sekuritas dengan pendapatan tetap. Sukuk dan obligasi konvensional pun sama-sama memiliki waktu jatuh tempo. Kemudian, sukuk maupun obligasi konvensional juga

diperdagangkan pada mekanisme pasar yang sama di pasar sekunder. Di Indonesia pasar modal konvensional dan syaria'ah memang belum terpisah.

Pembahasan Penelitian

Berdasarkan data yang telah diolah dengan uji regresi pada model I dan model II menunjukkan hasil bahwa beberapa hipotesis tidak dapat diterima. Hal tersebut akan dijelaskan sebagai berikut:

Firm Size

Hasil uji yang menunjukkan bahwa *firm size* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk maupun obligasi konvensional dapat terjadi karena beberapa sebab berikut. Pratiwi dan Dewi (2012) menyatakan bahwa besar kecilnya ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap keputusan investasi bagi investor. Bahkan, ketika variabel *firm size* dan *cumulative abnormal return* dimoderasi oleh *variabel market to book of equity ratio* dan *price earning ratio*, pengaruh *firm size* terhadap reaksi pasar tetap tidak signifikan. Chin dan Abdullah (2012) menyatakan bahwa karakteristik perusahaan seperti ukuran perusahaan tidak terkait sama sekali dengan pengumuman penerbitan utang. Adanya *abnormal return* positif dapat terjadi semata-mata hanya karena adanya pengumuman penerbitan utang saja bukan karena pengaruh dari ukuran

perusahaan. Oleh karena itu, berdasarkan hasil penelitian ini maka *firm size* tidak mengandung cukup informasi bagi pasar.

Leverage

Pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar secara positif dan signifikan pada pengumuman penerbitan sukuk menunjukkan bahwa peningkatan utang sukuk berfungsi sebagai sinyal pasar bagi investor. Reaksi positif terjadi karena keyakinan pasar bahwa kekayaan pemegang saham akan meningkat melalui pengumuman penerbitan sukuk. Hal tersebut terjadi karena permintaan sukuk yang didukung aset jumlahnya masih terbatas namun mengalami permintaan yang banyak di pasar global seperti yang dinyatakan oleh Mohamed et.al (2017). Banyaknya permintaan karena banyak investor yang tertarik pada pengumuman penawaran sukuk baik dari kalangan umat muslim maupun non-muslim. Sukuk memang menjadi peluang bisnis yang aktif saat ini karena berdasarkan prinsip adil tanpa ada spekulasi di dalamnya. Terutama umat muslim yang menginginkan investasi berprinsip syari'ah pasti akan memanfaatkan peluang investasi pada sukuk.

Ditemukannya pengaruh negatif secara tidak signifikan antara *leverage* terhadap *cumulative abnormal return* pada pengumuman obligasi konvensional dapat terjadi karena beberapa alasan. Diantaranya adalah ditemukannya reaksi yang negatif pada penerbitan utang konversi yang menandakan meningkatnya *leverage* perusahaan. Hal tersebut dikarenakan pasar memiliki persepsi memburuknya profitabilitas di masa depan pada perusahaan yang menerbitkan utang konversi karena utang konversi menanggung risiko diubah menjadi saham biasa dan adanya kerugian dalam laba operasi (Ullah dan Shah, 2014). Pasar bereaksi negatif umumnya pada perusahaan yang menerbitkan obligasi konversi dan memiliki masalah agensi yang parah. Perusahaan penerbit juga dimungkinkan

untuk memaksa mengkonversi obligasi tersebut. Namun pengaruh pada obligasi biasa memanglah tidak signifikan. Haug (2016) menyatakan bahwa *leverage* perusahaan berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar pada tingkat pinjaman tinggi sedangkan pengaruh menjadi positif pada tingkat pinjaman rendah pada pengumuman penerbitan obligasi. Oleh sebab itu, pengaruh secara umum menjadi tidak dapat didefinisikan. Tidak terdapatnya pengaruh antara *leverage* dan CAR sesuai dengan temuan Cheng et. al. (2005).

Free Cash Flow

Pengaruh negatif secara tidak signifikan pada hasil uji tidak berarti bahwa *free cash flow* tidak berpengaruh sama sekali terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Hanya saja pengaruh negatif yang diberikan sangat kecil dan lemah. Jensen (1986) menyatakan bahwa penerbitan utang menjadi pengecualian bahwa peningkatan *leverage* akan mengurangi biaya agensi yang terkait dengan arus kas bebas. Adanya arus kas bebas yang berlebih akan membuka peluang bagi manajer untuk memanfaatkannya dengan mengabaikan kepentingan pemegang saham dengan melakukan investasi pada hal-hal yang kurang efisien. Sehingga hal tersebut akan kurang memaksimalkan kekayaan pemegang saham. Howton et. al. (1998) menyatakan bahwa memang level kas secara umum berpengaruh secara negatif terhadap reaksi pasar pada pengumuman utang sesuai dengan pendapat Jansen. Namun, adanya pengaruh yang tidak signifikan pada penelitian ini mengindikasikan bahwa arus kas bebas tidak mengandung informasi yang cukup bagi pasar dalam pertimbangan pengambilan keputusannya. Temuan pada penelitian ini didukung oleh penelitian Haug (2016). Haug menjelaskan bahwa kemungkinan adanya pengaruh yang tidak signifikan dapat disebabkan karena penelitian tidak

membedakan antara jenis-jenis obligasi. Penelitian seharusnya cukup hati-hati untuk membedakan jenis obligasi karena pasar dapat melakukan kendali yang berbeda pada jenis instrumen pembiayaan seperti desain obligasi yang *convertible* atau biasa. Begitu pun juga pada sampel sukuk yang tidak membedakan jenis-jenisnya pada penelitian ini.

Ukuran Penawaran Relatif (OFR)

Pengaruh positif secara signifikan antara ukuran penawaran relatif terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk terjadi karena penawaran utang melalui sukuk mampu meningkatkan status syari'ah dari perusahaan penerbit (Alam et.al., 2013). Status syari'ah bagi suatu perusahaan dinilai mampu meningkatkan harga saham pada perusahaan penerbit sukuk. Hal tersebut terjadi karena status syari'ah dapat menarik dan menjadi bahan pertimbangan yang cukup bermakna bagi investor yang beragama muslim khususnya karena mereka menginginkan investasi aman dengan sistem yang syar'i sesuai dengan aturan agama Islam sehingga mereka tidak lagi khawatir akan terjatuh pada investasi yang haram.

Temuan mengenai pengaruh negatif secara tidak signifikan antara ukuran penawaran relatif terhadap CAR pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional dapat terjadi karena beberapa alasan. Cheng et.al. (2005) menjelaskan bahwa ditemukan kinerja perusahaan memburuk setelah diumumkannya penerbitan obligasi konversi. Pengumuman dianggap telah menyampaikan informasi yang tidak menguntungkan. Bahkan, harga saham menurun dalam jangka panjang pada temuan Cheng setelah terjadinya pengumuman penerbitan. Oleh karena itu, hal tersebut menjadi sinyal negatif bagi pasar karena perusahaan melakukan pengumuman obligasi diantaranya adalah obligasi konversi disaat kinerja perusahaan mulai menurun. Namun, secara agregat pengaruh menjadi tidak

signifikan mengingat bahwa penelitian ini tidak membedakan jenis dari obligasi karena pasar dapat bertindak berbeda sesuai pada jenis obligasi yang diterbitkan sesuai dengan penjelasan Haug (2016).

Rating

Pengaruh positif secara signifikan antara *rating* terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk dapat terjadi karena pasar pada sampel sukuk bertindak dengan pertimbangan *credit rating*. Hal ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Miyamoto (2016) bahwa reaksi pasar terlihat positif saat terjadinya *upgrade credit rating* kemudian reaksi pasar akan negatif saat terjadinya *downgrade credit rating*. Hal tersebut menunjukkan bahwa pasar menganggap bahwa *rating* sukuk mengandung informasi yang bermakna bagi pasar dalam mengambil keputusan investasi. Ainurrochma dan Priyadi (2016) dan Zalmi (2012) menyatakan bahwa semakin tinggi *rating* maka semakin baik pula kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajibannya sehingga *rating* sukuk yang baik menandakan bahwa kinerja dari perusahaan tersebut juga baik. Hal tersebut akan menarik perhatian pasar. Namun, adanya pengaruh *rating* terhadap CAR yang positif dan tidak signifikan pada pengumuman obligasi konvensional dapat disebabkan karena faktor-faktor yang dapat memengaruhi harga saham itu sendiri selain dari *rating* karena *rating* hanyalah bagian kecil dari variabel makro yang dapat berpengaruh terhadap harga saham. Chen, Roll dan Ross (1986) menyatakan bahwa beberapa faktor yang dapat memengaruhi harga saham diantaranya adalah tingkat inflasi, perbedaan tingkat suku bunga jangka panjang dan jangka pendek, perbedaan tingkat keuntungan obligasi pada jangka panjang dan jangka pendek, serta tingkat kegiatan dalam industri. Pengaruh yang tidak signifikan kemungkinan dapat terjadi akibat pengaruh dari empat

variabel makro tersebut. Namun, meskipun *rating* berpengaruh tidak signifikan terhadap CAR pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional, *rating* masih dapat digunakan untuk pertimbangan dalam membuat keputusan investasi karena nilainya dapat berubah dari waktu ke waktu dan terdapat kemungkinan akan mengalami perkembangan sehingga dapat berpengaruh terhadap harga saham di waktu yang akan datang (Mujahid dan Fitrijanti, 2010).

KESIMPULAN

Hasil penelitian pada analisis uji signifikansi *abnormal return* menunjukkan bahwa terjadi reaksi pasar yang signifikan pada hari ke dua pasca peristiwa pengumuman penerbitan sukuk. Kemudian, pada peristiwa pengumuman obligasi konvensional terdapat reaksi pasar yang signifikan sejak 3 hari sebelum periode peristiwa. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat adanya kebocoran informasi mengenai pengumuman penerbitan obligasi konvensional sejak 3 hari sebelum hari peristiwa pengumuman.

Berdasarkan hasil uji hipotesis yang telah dilakukan, variabel *leverage*, ukuran penawaran relatif dan *rating* berpengaruh positif secara signifikan terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk. Variabel *rating* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap CAR dan variabel *free cash flow* berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk. Kemudian pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional, variabel *firm size* dan *rating* berpengaruh positif secara tidak signifikan terhadap CAR. Sedangkan variabel *leverage*, *free cash flow*, dan ukuran penawaran relatif berpengaruh negatif secara tidak signifikan terhadap CAR. Pada hasil uji *chow* yang telah dilakukan terhadap sampel pengumuman penerbitan sukuk dan pengumuman penerbitan obligasi

konvensional menunjukkan hasil bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada pengaruh antara *firm size*, *leverage*, *free cash flow*, ukuran penawaran relatif dan *rating* terhadap CAR pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Hal tersebut kemungkinan dapat terjadi akibat fakta bahwa beberapa karakteristik sukuk mirip dengan obligasi konvensional.

Penelitian ini memiliki keterbatasan, yaitu nilai *R-squared* pada observasi sukuk hanya sebesar 2,8% menunjukkan bahwa CAR sampel sukuk masih banyak dipengaruhi oleh variabel lain diluar penelitian ini seperti kepatuhan syari'ah dan variabel-variabel makro. Penelitian ini tidak mengelompokkan jenis-jenis sukuk dan obligasi secara lebih spesifik menyebabkan hasil beberapa variabel independen berpengaruh tidak signifikan terhadap CAR dikarenakan pasar bertindak berbeda pada masing-masing jenis sukuk dan obligasi konvensional. Penelitian mendatang diharapkan dapat memperbaiki kekurangan pada penelitian ini.

SARAN

Saran yang dapat diberikan untuk perusahaan dari hasil penelitian ini adalah mengimbangi ukuran perusahaan dengan transparansi informasi yang diberikan kepada investor yang semakin baik, memperbaiki manajemen dan kinerja dalam berbagai aspek dari segi internal maupun eksternalnya agar kondisi perusahaan semakin berkembang, mengoptimalkan *free cash flow* sesuai dengan pembayaran bunga dan pembayaran utang sehingga kas tidak terlalu banyak tersisa yang nantinya akan menyebabkan inefisiensi dalam pemanfaatan oleh manajer, dan menerbitkan utang pada jumlah yang wajar disesuaikan dengan kemampuan perusahaan sehingga investor tetap percaya bahwa perusahaan mampu mengelola dananya dan akan dapat melunasi utangnya.

Saran bagi investor adalah Investor diharapkan dapat membuat pertimbangan yang matang dalam keputusan investasi dengan melihat faktor yang memengaruhi nilai *cumulative abnormal return* pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional. Berdasarkan penelitian ini, faktor yang dapat memaksimalkan manfaat abnormal return yang positif bagi investor pada pengumuman penerbitan sukuk yaitu dengan melihat faktor *leverage*, ukuran penawaran relatif, dan *rating*. Semakin tinggi ketiga indikator tersebut maka akan semakin besar *cumulative abnormal return*. Sedangkan untuk faktor *firm size* tidaklah berpengaruh besar pada *cumulative abnormal return*. Kemudian untuk faktor *free cash flow*, investor tetap harus berhati-hati ketika berinvestasi pada perusahaan yang memiliki *free cash flow* tinggi karena dapat menurunkan CAR meskipun pengaruhnya tidak signifikan. Pada pengumuman penerbitan obligasi konvensional, nilai *firm size* dan *rating* tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR. Namun, *rating* nilainya dapat berubah dari waktu ke waktu sehingga masih dapat dijadikan sebagai indikator pertimbangan dalam berinvestasi. Investor diharapkan untuk waspada dan berhati-hati pada perusahaan yang memiliki *leverage*, *free cash flow*, dan ukuran penawaran relatif yang besar dikarenakan faktor-faktor tersebut dapat menurunkan *cumulative abnormal return* meski pengaruhnya tidak signifikan.

Penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah sampel pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional agar hasil yang didapatkan dapat lebih akurat karena mewakili banyak sampel dengan menambah rentang waktu periode penelitian. Variabel-variabel yang belum dimasukkan ke dalam model juga perlu ditambahkan seperti profitabilitas perusahaan, *retention ratio*, kepatuhan syaria'ah, dan variabel-variabel makro seperti tingkat inflasi serta tingkat suku

bunga pinjaman jangka panjang dan jangka pendek. Penelitian selanjutnya juga diharapkan dapat melakukan penelitian dengan lingkup yang lebih luas mencakup pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi di beberapa negara serta mengelompokkan sampel berdasarkan jenis-jenis sukuk maupun obligasi konvensional sehingga hasil mampu menjelaskan lebih spesifik variabel-variabel yang berpengaruh terhadap reaksi pasar pada pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi konvensional secara global.

REFERENSI

- Ahmed, H., M. Kabir Hasan dan Blake R. 2018. *When And Why Firms Issue Sukuk?*. *Managerial Finance* Vol: 44. Issue: 6.
- Ainurrochma, Elyya dan Miswar Patuh P. 2016. *Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk Serta DER Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar*. *Jurnal Ilmu dan Riset Akuntansi* Vol. 5 No. 12, ISSN: 2460-0585.
- Alam, N., M. Kabir Hasan, dan M. Aminul Haque. 2013. *Are Islamic Bonds Different from Conventional Bonds? International Evidence from Capital Market Test*. *Borsa Istanbul Review*, vol. 13, 22-29.
- Brigham dan Houston. 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan. Edisi 10 Buku 2*. Jakarta : Salemba Empat.
- Chen, Nai-Fu, Richard Roll, dan Stephen A. Ross. 1986. *Economic Forces and the Stock Markets**. *Journal of Business*.
- Cheng, W., Nuttawat Visaltanachoti, dan Puspakaran Kesayan. 2005. *A Stock Market Reaction Following Convertible Bond Issuance: Evidence from Japan*. *International Journal of Business*, Vol. 10, Issue 4.
- Chin', Sze Kim dan Nur Adiana Hiau Abdullah. 2012. *Announcements Effect of Corporate Bond Issuance*

- and Its Determinants. Vizja Press & IT, Vol. 7, Issue 1, 5-18.
- Fungacova, S., Godlewski C.J., dan Weill L. 2015. *Does The Type of Debt Matter? Stock Market Reaction In Europe*. Working Paper Institute de Finance de Strasbourg.
- Ghozali, Imam. 2009. *Ekonometrika Teori, Konsep dan Aplikasi dengan SPSS 17*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Hardianti, Nur Indah dan Agus Widarjono. 2017. *Dampak Penerbitan Sukuk dan Obligasi Konvensional terhadap Return Saham Perusahaan di Indonesia*. Jurnal Ekonomi dan Keuangan Islam Vol. 3, No. 1.
- Haug, Max. 2016. *How do Markets React on Stock and Bond Issuance and on Loan Origination? An Event Study for France & Germany 2010 – 2015*. Ecole de Gestion de l'Universite de Liege.
- Hemmingson, Carl dan Robert Ydenius. 2017. *The Convertible Bond Announcement Effect – An Event Study on The Nordic Markets*. Department of Economics Lund University.
- Howton, Shawn D., Shelly W. Howton, dan Steven B. Perfect. 1998. *The Market Reaction to Straight Debt Issues the Effects of Free Cash Flow*. The Journal of Financial Research, Vol. XXI, No. 2, 219-228.
- Jensen, Michael C. 1986. *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*. The American Economic Review, Vol. 76, No. 2.
- Malaysia, Securities Commission. 2009. *Sukuk: Islamic Capital Market Series*. Kuala Lumpur: Sweet & Maxwell Asia.
- Mazviona, Batsirai Winmore. 2014. *Does Firm Size Affect Stock Returns? Evidence from the Zimbabwe Stock Exchange*. International Journal of Business and Economic Development Vol. 2, No.3.
- Mendez, Gonzalo C., Santiago C.V., dan Diego R.P. 2014. *Financial Reputation, Market Interventions and Debt Issuance by Bank a Truncated Two-Part Model Approach*. Working Paper Series: European Central Bank.
- Miyamoto, Michiko. 2016. *Event Study of Credit Rating Announcement in the Tokyo Stock Market*. Journal of Economics, Business and Management, Vol. 4, No. 2.
- Mohamed, M., Norliza Che Y., dan Nur Ashikin Ishak. 2017. *Market Reactions Towards the Announcement of Sukuk Issuance: Evidence from Malaysian Market*. Jurnal Pengurusan 49 hal. 89-102.
- Pratiwi, Monica W. dan Ridha C. Dewi. 2012. *Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar yang Dimoderasi Investment Opportunity Set*. Media Ekonomi dan Manajemen Vol.25 No.1.
- Rahim, Norhuda A., Alan Goodacre, dan Chris Veld. 2014. *Wealth Effect of Convertible-Bond and Warrant-Bond Offerings: A Meta-Analysis*. The European Journal of Finance, Vol. 20, Issue 4, 380-398.
- Ross, Stephen A. 1977. *The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach*. The Bell Journal of Economics, Vol. 8, No.1, 23-40.
- Savitri, Enni. 2015. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Syari'ah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009-2013*. Jurnal Aplikasi Manajemen, Vol. 13, No. 4.
- Ullah, Ihsan dan Attaullah Shah. 2014. *The Effect of Capital Structure on Abnormal Stock Return: Evidence from Pakistan*. Business & Economic Review. Vol.6, Issue: 1.
- Xie, Jingliu dan Yongjing Cao. 2017. *The Impact of Corporate Bond Issuance on Firm's Performance: Evidence from Chinese Listed Companies*.

Department of Economics Lund
University.

Zubir Zalmi. 2012. *Portofolio Obligasi*.
Jakarta: Salemba Empat.

Zulhibri, Muhamed. 2015. *A Synthesis
of Theoretical and Empirical
Research on Sukuk*. *Borsa Istanbul
Review*, Vol. 15, Issue 4, 237-248.