

ANALISIS PENGARUH NILAI SUKUK, *LEVERAGE*, LIKUIDITAS, DAN UKURAN PERUSAHAAN TERHADAP REAKSI PASAR (Studi Kasus Pada Perusahaan Konvensional non-bank yang Menerbitkan Sukuk di Indonesia Periode 2014-2019)

Muhammad Ahkamul Amir, Astiwi Indriani¹

Departemen Manajemen Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
Jl. Prof. Soedharto SH Tembalang, Semarang 50239, Phone: +622476486851

ABSTRACT

Sukuk is an investment instrument that emphasizes sharia principles. This further indicates sukuk has the potential as an alternative choice for investing. The aims of this study was to investigate factors that influence market reaction on announcement of sukuk. Independent variables that used in this study are sukuk value of sukuk, leverage, liquidity (working capital to total asset and working capital to total capital), and firm size.

The population in this study is conventional company sukuk issued by sukuk in the 2014-2019 period. The final sample used in this study are 51 announcements of sukuk issuance obtained by purposive sampling method. The data of announcements event was obtained through data Bloomberg, the KSEI website, the yahoofinance site, the ojk site, and the company website. The type of data in this study is a cross section. The analytical tool used in this study is multiple linear regression analysis testing through the application of E-views 9, taht has passed the classic assumption test (normality test, multicollinearity test, heteroskedasticity test, and autocorrelation test).

The results of this study are the variable value of sukuk and firm size have a positive and significant effect on market reaction while variable WCTA (working capital to total asset) has a negative and significant effect on market reaction. Variable leverage and WCTC (Working Capital to Total Capital) have a negative and insignificant effect on market reaction.

Keywords: Sukuk, cumulative abnormal return, market reaction, value of sukuk, leverage, WCTA, WCTC, and firm size

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan tempat untuk memperjualbelikan berbagai instrumen investasi. Instrumen investasi adalah surat berharga yang diperjualbelikan pada pasar modal. Menurut Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, efek adalah setiap surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, sekuritas kredit, tanda bukti utang, setiap *right*, waran, opsi, atau derivatif dari efek, atau setiap instrumen yang ditetapkan sebagai efek. Selain itu, pasar modal juga berperan penting bagi perusahaan, institusi pemerintah ataupun swasta dalam menghimpun dana dengan menerbitkan instrumen investasi dan menjadi tempat berinventasi bagi investor dengan harapan mendapat imbalan atas dibelinya instrumen investasi dari penerbit atau biasa disebut emiten. Pasar modal juga memiliki peran strategis bagi negara karena menjalankan dua fungsi perekonomian yaitu, fungsi keuangan dan fungsi ekonomi. Fungsi ekonominya adalah menjadi fasilitas penghimpun dana bagi emiten dan menjadi fasilitas investasi bagi investor sementara fungsi keuangannya adalah memberikan kesempatan dan kemungkinan memperoleh *return* (imbal hasil) sesuai dengan ketentuan dari instrumen investasi yang dipilih (Jogiyanto, 2008).

¹ Corresponding author

Proses perjalanan panjang menjadikan masyarakat Indonesia mulai mengenal dan mulai terlibat dalam investasi syariah. Instrumen Efek Syariah mencakup reksadana syariah, saham syariah, obligasi syariah, kontrak investasi kolektif efek beragun syariah, dan surat berharga lainnya yang memiliki prinsip syariah. Diantara efek syariah yang memiliki perkembangan baik adalah sukuk. Sukuk berasal dari bahasa arab 'sakk' yang berarti memukul atau membentur dan bisa bermakna percetakan atau menempa sehingga kalau dikatakan 'sakkan nukud' bermakna percetakan atau penempahan uang (*Majma al-lughah alArabiyyah*, 1980:648 dan Lisan *al-Arab*, 1985:172). Sukuk merupakan investasi yang memberikan jaminan proses mekanismenya memiliki prinsip syariah dimana keuntungan yang diberikan kepada investor akan dibagi secara adil tanpa adanya spekulasi. Bagi investor muslim, sukuk dapat menarik minat karena terhindar dari unsur riba yang dibayarkan penerbit atas peminjaman utang, *gharar* yang berasal dari ketidakpastian jual beli, dan *maysir* yang mengandung dari unsur judi. Sukuk dikatakan instrumen syariah karena memenuhi 3 syarat, yakni 1) Sukuk dapat mewakili jumlah aset berwujud atau hak kepemilikan atas hasil usaha perusahaan; 2) Pembayaran laba kepada pemegang sukuk dilakukan setelah dikurangi dengan pajak; 3) Penerbit melunasi nilai sesuai harga pasar aset saat jatuh tempo bukan nilai aset saat investasi (Godlewski et al., 2013).

Berikut ini merupakan tabel perkembangan nilai nominal sukuk pada periode penerbitan 2014-2019 yang dikutip dari situs Otoritas Jasa Keuangan:

Tabel 1
Perkembangan Nilai Nominal Sukuk
(dalam triliun rupiah)

Tahun	Jumlah Nilai Nominal
2014	0,923
2015	3,196
2016	4,31
2017	5,96
2018	10,15
2019	11,69

Sumber: ojk.co.id

Berdasarkan data historis dari Otoritas Jasa Keuangan mengenai jumlah nominal dari penerbitan sukuk di Indonesia menunjukkan kenaikan setiap tahun. Kenaikan tertinggi terjadi pada tahun 2017-2018 dimana kenaikan terjadi sebesar 70% dari nilai nominal tahun sebelumnya. Penerbitan sukuk di Indonesia didominasi oleh perusahaan konvensional. Berdasarkan data OJK 2019, terdapat 120 sukuk dari 20 perusahaan korporasi yang telah menerbitkan sukuk, 7 sukuk diantaranya merupakan sukuk yang diterbitkan oleh 5 perusahaan bank. Ada banyak alasan perusahaan untuk menghimpun dana melalui penerbitan sukuk. Diantaranya adalah perusahaan mengincar investor syariah dengan cara menerbitkan instrumen investasi syariah, pemerintah melakukan pajak sukuk sama dengan obligasi untuk menghindari pajak berganda atas transaksi *underlying asset*, pengembangan struktur sukuk yang fleksibilitas berdasarkan akad dalam konsep syariah, dan sukuk dinilai lebih aman karena penerbitannya berdasarkan *underlying asset*. Perdagangan sukuk yang terus berkembang mempengaruhi industri pasar modal. Keadaan pasar yang fluktuatif menjadikan kekayaan investor tidak dapat diprediksikan. Memperoleh kekayaan merupakan salah satu tujuan investor menanamkan modal pada periode tertentu. Sehingga investor mengharapkan memiliki pendapatan atau penambahan modal dari investasi.

Keadaan tersebut di dukung oleh pengeluaran peraturan pemerintah Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI, 2002) No32/DSNUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan No. 33/DSNMUI/IX/2001 tentang obligasi *mudharabah*. Pasar modal Indonesia memulai menerbitkan sukuk korporasi pada tahun 2002. Penerbitan pertama sukuk korporasi berakad *mudharabah* dengan nilai nominal Rp. 175 miliar yang diterbitkan oleh PT. Indosat Tbk.

Pertumbuhan sukuk korporasi hampir setiap tahun mengalami kenaikan. Hal tersebut menunjukkan potensi sukuk sebagai alternatif pilihan untuk berinvestasi. Investor dapat memperkirakan prospek perusahaan di masa depan dalam mendukung pengambilan keputusan investasi sukuk. Fama (1970) mendefinisikan pasar yang efisien secara informasi sebagai pasar di mana harga aset selalu sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia. Informasi yang relevan tersebut didapatkan investor untuk mengambil keputusan berinvestasi. Informasi tersebut lalu diubah menjadi respon. Respon yang ditimbulkan akibat penerbitan instrumen investasi disebut reaksi pasar modal. Ketika informasi yang relevan digunakan dengan baik untuk melakukan keputusan berinvestasi dapat mempengaruhi reaksi pasar. Hal tersebut dapat dilihat dari perubahan volume perdagangan dan harga saham. Reaksi pasar dapat dilihat menggunakan perhitungan dari rumus CAR (*cumulative abnormal return*) yang dapat menjelaskan keseluruhan *abnormal return* yang diterima oleh investor pada periode waktu tertentu. *Cumulative abnormal return (CAR)* adalah hasil dari penjumlahan *return abnormal* hari sebelumnya di periode peristiwa dari masing-masing sekuritas (Jogiyanto, 2010). Hal tersebut dapat menggambarkan reaksi pasar modal terhadap respon penerbitan instrumen investasi, reaksi pasar dikatakan merespon instrumen investasi jika nilai CAR bernilai positif dan dikatakan tidak bereaksi jika nilai CAR bernilai negatif.

Menurut Arifina (2016) nilai sukuk merupakan nilai nominal yang dikeluarkan oleh perusahaan sesuai dengan kebutuhan dananya. Besar kecilnya jumlah penerbitan sukuk didasarkan oleh kinerja bisnis dan kemampuan arus kas dengan penghitungan pendapatan sukuk secara mendetail dan menyeluruh. Artinya bahwa kinerja perusahaan dapat diukur dengan melihat laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang memiliki laporan arus kas yang baik menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang baik begitupun dengan sebaliknya. Penentuan jumlah nilai penerbitan dapat ditentukan dengan melihat kinerja perusahaan. Teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) dimana ketika pihak manajemen memberikan sinyal positif terkait kondisi kinerja perusahaan berdasarkan laporan keuangan perusahaan akan berpengaruh pada keputusan investasi. Penelitian terdahulu terkait pengaruh nilai sukuk dengan reaksi pasar menyebutkan bahwa sukuk memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar (Fathoni & Sofianty, 2016) dan (Iswara et al., 2019).

Leverage merupakan penggunaan biaya tetap dalam suatu usaha untuk meningkatkan profitabilitas (James C & John M, 2014). Teori *trade off* yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1963) menyebutkan semakin banyak utang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Hal tersebut sesuai dengan teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) menyebutkan bahwa *leverage* dapat menjadi penentu bagus tidaknya suatu perusahaan. Meningkatnya *leverage* menunjukkan meningkatnya risiko *financial distress* atau kebangkrutan akibat kegagalan dalam mengelola struktur modal. Penelitian terdahulu tentang pengaruh *leverage* terhadap reaksi pasar menyebutkan bahwa *leverage* memiliki pengaruh negatif terhadap reaksi pasar (Ahmed et.al, 2018).

Menurut Munawir (2007) rasio likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban laporan keuangan pada saat ditagih atau dengan kata lain kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini dapat menjadi alat analisis untuk mengukur kinerja perusahaan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban utang jangka pendeknya. Menurut Flannery (1986) dalam teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) mengatakan bahwa perusahaan yang bagus akan mengeluarkan utang jangka pendek karena perusahaan dituntut untuk melunasi utang yang telah ditetapkan temponya. Penelitian ini menghitung WCTA (*Working Capital to Total Asset*) dan WCTC (*Working Capital to Total Capital*) sebagai rasio likuiditas. Penelitian terdahulu tentang pengaruh WCTA dan WCTC sebagai rasio likuiditas terhadap reaksi pasar menyebutkan bahwa WCTA memiliki pengaruh negatif dan WCTC memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar (Angeline et.al, 2019). WCTA berpengaruh negatif pada penelitian karena WCTA dapat mengindikasikan bahwa perusahaan tidak memiliki cukup likuiditas untuk membayar kreditor dalam jangka pendek terutama jika bisnis mengakuisisi lebih banyak utang, sehingga meningkatkan kewajiban lancar dan mengurangi modal kerjanya.

Menurut Bambang Riyanto (2001) ukuran perusahaan adalah suatu ukuran besaran perusahaan berdasarkan penilaian yang dilihat dari total aktiva dan total penjualan. Penilaian ini bertujuan untuk membuat klasifikasi perusahaan berdasarkan kondisi besaran perusahaan. Klasifikasi perusahaan berdasarkan UU No. 20 Tahun 2008 membedakan perusahaan menjadi 4 yakni, usaha mikro, usaha kecil, usaha menengah dan usaha besar sementara Badan Standarisasi Nasional membagi ukuran perusahaan menjadi 3, perusahaan besar, perusahaan menengah dan perusahaan kecil. Berdasarkan teori asimetri informasi George Akerlof (1970) dalam (Gumanti, 2009) mengatakan perusahaan besar cenderung memiliki asimetri yang kecil atau ketidakseimbangan informasi yang sedikit. Hal tersebut sejalan lurus berdasarkan teori sinyal yang dijelaskan oleh Ross (1977) dikarenakan perusahaan besar banyak memberi sinyal ke pihak eksternal dengan mempublikasikan informasi internal kepada pihak eksternal seperti laporan keuangan. Informasi keuangan dapat digunakan investor sebagai alat analisis sebelum mengambil keputusan berinvestasi. Penelitian terdahulu tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang menerbitkan sukuk menyebutkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar (Alam et al., 2013).

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Pengaruh Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pasar

Besar kecilnya jumlah penerbitan sukuk didasarkan oleh kemampuan aliran kas perusahaan dan kinerja bisnisnya dengan penghitungan pendapatan sukuk secara mendetail dan menyeluruh. Artinya bahwa kinerja perusahaan dapat diukur dengan melihat laporan keuangan perusahaan. Perusahaan yang memiliki laporan arus kas yang baik menunjukkan bahwa kinerja perusahaan yang baik begitupun dengan sebaliknya. Penentuan jumlah nilai nominal penerbitan sukuk dapat ditentukan dengan melihat kinerja perusahaan. Penelitian tentang pengaruh nilai sukuk terhadap reaksi pasar yang dilakukan oleh Iswara et.al (2019), dan Fathoni et.al (2016) menyebutkan bahwa nilai sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar modal. Hal ini didukung oleh teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) dimana ketika pihak manajemen memberikan sinyal positif terkait kondisi kinerja perusahaan berdasarkan laporan keuangan akan berpengaruh pada keputusan investasi. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut

H1 : Nilai sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar

Pengaruh *Leverage* terhadap Reaksi Pasar

Teori *trade off* yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1963) menyebutkan semakin banyak utang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Maksimovic (1988) rasio *leverage* dapat menjadi ukuran seberapa bagus perusahaan. Teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) menyebutkan bahwa *leverage* dapat menilai keinginan atau komitmen perusahaan untuk bekerjasama artinya *leverage* dapat menjadi penentu kualitas bagus tidaknya perusahaan. Meningkatnya *leverage* menunjukkan meningkatnya risiko *financial distress* atau kebangkrutan akibat kegagalan dalam mengelola struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Ahmed et.al (2018) menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh signifikan negatif terhadap reaksi pasar. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Leverage* berpengaruh secara negatif terhadap reaksi pasar

Pengaruh WCTA terhadap Reaksi Pasar

Menurut S Munawir (2007) rasio likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban laporan keuangan pada saat ditagih atau dengan kata lain kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini dapat menjadi alat analisis untuk mengukur kinerja perusahaan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban utang jangka pendeknya. Hal ini sesuai dengan pendapat Flannery (1986) dalam teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) mengatakan bahwa perusahaan yang bagus akan mengeluarkan utang jangka pendek karena perusahaan dituntut untuk melunasi utang yang telah ditetapkan temponya. WCTA dapat

memberikan informasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja bersih dari total aset. Semakin tinggi nilai WCTA akan mempengaruhi modal kerja perusahaan. Modal kerja perusahaan ini yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio WCTA tinggi akan mudah dalam pelaksanaan operasional perusahaan dan mempengaruhi tingkat laba yang diperoleh. Penelitian yang dilakukan oleh Angeline et.al (2019) berdasarkan hasil penelitian sebelumnya Poon dan Chan (2008) dan Adams et.al (2003) mengajukan hipotesis WCTA berpengaruh positif terhadap reaksi pasar. Berdasarkan teori dan hipotesis yang diajukan peneliti terdahulu peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut.

H3 : WCTA berpengaruh secara positif terhadap reaksi pasar

Pengaruh WCTC terhadap Reaksi Pasar

Menurut S Munawir (2007) rasio likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban laporan keuangan pada saat ditagih atau dengan kata lain kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini dapat menjadi alat analisis untuk mengukur kinerja perusahaan dengan melihat kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas yang tinggi berarti perusahaan tersebut memiliki kemampuan yang baik dalam memenuhi kewajiban utang jangka pendeknya. Hal ini sesuai dengan pendapat Flannery (1986) dalam teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) mengatakan bahwa perusahaan yang bagus akan mengeluarkan utang jangka pendek karena perusahaan dituntut untuk melunasi utang yang telah ditetapkan temponya. WCTC dapat memberikan informasi kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja bersih dari total modal. Semakin tinggi nilai WCTC akan mempengaruhi modal kerja perusahaan. Modal kerja perusahaan ini yang digunakan perusahaan untuk meningkatkan laba perusahaan. Perusahaan yang memiliki rasio WCTC tinggi akan mudah dalam pelaksanaan operasional perusahaan dan mempengaruhi tingkat laba yang diperoleh. Penelitian yang dilakukan oleh Angeline et.al (2019) menyebutkan bahwa WCTC berpengaruh signifikan positif terhadap reaksi pasar. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

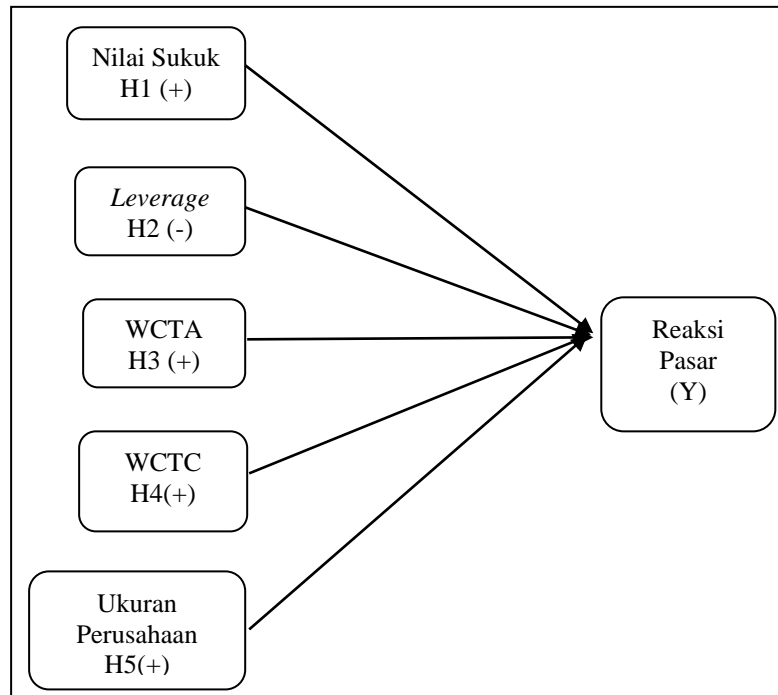
H4 : WCTC berpengaruh secara positif terhadap reaksi pasar

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Reaksi Pasar

Menurut Bambang Riyanto (2001) ukuran perusahaan adalah suatu ukuran besaran perusahaan berdasarkan penilaian yang dilihat dari total aktiva dan total penjualan. Penjelasan berdasarkan teori asimetri informasi yang dikembangkan oleh George Akerlof (1970) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki asimetri yang kecil atau ketidakseimbangan informasi yang sedikit. Hal tersebut sejalan lurus berdasarkan teori sinyal yang dijelaskan oleh Ross (1977) dikarenakan perusahaan besar banyak memberi sinyal ke pihak eksternal dengan mempublikasikan informasi internal kepada pihak eksternal seperti laporan keuangan. Informasi keuangan dapat digunakan investor sebagai alat analisis sebelum mengambil keputusan berinvestasi. Penelitian terdahulu tentang pengaruh ukuran perusahaan terhadap reaksi pasar pada perusahaan yang menerbitkan sukuk menyebutkan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar (alam et.al, 2013). Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut:

H5: Ukuran perusahaan memiliki pengaruh positif terhadap reaksi pasar

Berdasarkan landasan teori, penelitian terdahulu serta hubungan antar variabel dependen dan variabel independen yang telah diuraikan, maka dapat digambarkan kerangka pemikiran teoritis sebagai berikut :



Sumber :Dikembangkan dari penelitian Angeline Ng (2019), Iswara et.al (2019), Ahmed et.al (2018), Fathoni et.al (2016), dan Alam et.al (2013)

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Penelitian ini menggunakan variabel dependen dan variabel independen. Variabel dependen pada penelitian ini adalah reaksi pasar yang dihitung menggunakan rumus *cumulative abnormal return* (CAR) dengan menjumlahkan *return* abnormal dari sebelumnya di periode peristiwa dari masing-masing sekuritas. Variabel independen pada penelitian ini terdiri dari 5 variabel yakni, nilai sukuk, *leverage*, WCTA, WCTC, dan Ukuran Perusahaan. Nilai sukuk diperoleh dengan menghitung SER atau dengan membandingkan total penerbitan sukuk dengan total ekuitas perusahaan. *Leverage* diperoleh dengan membandingkan total utang dengan total aset. WCTA (*working capital to total asset*) diperoleh dengan membandingkan nilai *working capital* dengan *total asset*. WCTC (*working capital to total capital*) diperoleh dengan membandingkan nilai *working capital* dengan *total capital*. Ukuran perusahaan diperoleh dengan mencari nilai logaritma dari total aktiva.

Data dan Sampel Penelitian

Penelitian ini menggunakan jenis data kuantitatif. Berdasarkan sumber metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini berupa data antar waktu atau disebut data *cross section* Penulis akan memperoleh data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini dengan mencari pada situs resmi seperti OJK, BEI, Pefindo, Ibpa, KSEI dan juga data dari terminal *bloomberg*. Data yang digunakan merupakan data dalam periode tahun 2014-2019.

Populasi dalam penelitian ini mencakup seluruh pengumuman penerbitan sukuk korporasi di Indonesia yakni sebanyak 120 penerbitan sukuk dari 20 perusahaan selama periode penelitian 2014-2019. Kemudian dipilih sampel menggunakan teknik purposif sehingga terpilih 51 penerbitan sukuk dari 7 perusahaan.

Metode Analisis

Metode analisis pada penelitian ini adalah regresi linear berganda untuk menguji pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dengan model sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta X_1 + \beta X_2 + \beta X_3 + \beta X_4 + \beta X_5$$

Keterangan:

- Y = Reaksi pasar
- α = Konstanta
- βX_1 = Nilai Sukuk
- βX_2 = *Leverage*
- βX_3 = WCTA
- βX_4 = WCTC
- βX_5 = Ukuran Perusahaan

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Tabel 2
Hasil Regresi Linear Berganda

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	-2.122236	0.194585	-10.90648	0.0000
NILAI_SUKUK	0.471083	0.122972	3.830821	0.0018
LEVERAGE	-0.095944	0.046346	-2.070174	0.0574
WCTA	-0.343695	0.113255	-3.034701	0.0089
WCTC	-0.028510	0.020359	-1.400339	0.1832
UKURAN_PERUSAHAAN	0.072902	0.006502	11.21187	0.0000
R-squared	0.908847	Mean dependent var		0.003348
Adjusted R-squared	0.876292	S.D. dependent var		0.046129
S.E. of regression	0.016142	Akaike info criterion		-5.171488
Sum squared resid	0.003648	Schwarz criterion		-4.872768
Log likelihood	57.71488	Hannan-Quinn criter.		-5.113174
F-statistic	27.91749	Durbin-Watson stat		0.759812
Prob(F-statistic)	0.000001	Weighted mean dep.		0.005635

Sumber : *Output* program E-Views 9 (data telah diolah)

Berdasarkan tabel di atas, dengan memperhatikan angka yang tertera pada bagian *Coefficient*, maka dapat dirumuskan persamaan regresi sebagai berikut:

$$Y = -2.122236 + 0.471083X_1 - 0.095944X_2 - 0.343695X_3 - 0.028510X_4 + 0.072902X_5$$

Di mana Y merupakan *Cumulative Abnormal Return*, X1 merupakan nilai sukuk, X2 merupakan *leverage*, X3 merupakan WCTA, X4 merupakan WCTC, dan X5 merupakan ukuran perusahaan.

Pengaruh Nilai Sukuk terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa variabel nilai sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi nilai sukuk sebesar 0.471083 dengan menunjukkan arah positif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0018. Koefisien regresi yang positif menunjukkan hubungan searah, artinya ketika nilai sukuk mengalami peningkatan, maka reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) akan bereaksi positif dan begitu juga sebaliknya, sementara tingkat signifikansi yang kurang dari 0.05 mencerminkan bahwa nilai sukuk berpengaruh terhadap reaksi pasar. Oleh karena itu, H1 yang menyatakan bahwa nilai sukuk berpengaruh positif terhadap reaksi pasar **diterima**.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Iswara et.al (2019) dan Fathoni et.al (2016). Nilai sukuk dapat ditentukan besarnya berdasarkan kemampuan laporan keuangan perusahaan. Semakin besar nilai penerbitan sukuk artinya perusahaan memiliki laporan keuangan yang baik. Laporan keuangan yang baik menandakan juga bahwa perusahaan memiliki kinerja baik. Hubungan positif antara CAR dan nilai sukuk ini sesuai dengan teori sinyal yang dikembangkan oleh Ross (1977) dimana ketika pihak manajemen memberikan sinyal positif terkait kondisi kinerja perusahaan berdasarkan laporan keuangan perusahaan akan berpengaruh pada keputusan investasi.

Pengaruh Leverage terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa variabel *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi *leverage* sebesar -0.095944 dengan menunjukkan arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0574. Koefisien regresi yang negatif menunjukkan hubungan berkebalikan, artinya ketika *leverage* mengalami kenaikan, maka reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) akan bereaksi negatif begitu juga sebaliknya, sementara tingkat signifikansi yang lebih dari 0.05 mencerminkan hubungan yang tidak signifikan. Oleh karena itu, H2 yang menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar **ditolak**.

Teori *trade off* yang dikembangkan oleh Modigliani dan Miller (1963) menyebutkan semakin banyak utang, semakin tinggi beban yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Hal ini sesuai dengan teori *signaling* yang dikemukakan oleh Ross (1977) menyebutkan bahwa *leverage* dapat menjadi penentu bagus tidaknya perusahaan. Hal tersebut dikarenakan *leverage* dapat menilai komitmen perusahaan dalam bekerja sama. Meningkatnya *leverage* menunjukkan meningkatnya risiko *financial distress* atau kebangkrutan akibat kegagalan dalam mengelola struktur modal. Penelitian yang dilakukan oleh Ahmed et.al (2018) menyebutkan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap reaksi pasar. Hasil penelitian menunjukkan di bawah tingkat signifikansi dikarenakan pada setiap sampel penelitian tidak menunjukkan adanya perubahan yang signifikan antara nilai CAR dengan *leverage*. Artinya bahwa *leverage* tidak mempengaruhi reaksi pasar.

Pengaruh WCTA terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa variabel WCTA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi WCTA -0.343695 dengan menunjukkan arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0089. Koefisien regresi yang negatif menunjukkan hubungan berkebalikan, artinya ketika WCTA mengalami kenaikan, maka reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) akan bereaksi negatif begitu juga sebaliknya, sementara tingkat signifikansi yang kurang dari 0.05 mencerminkan hubungan yang signifikan. Oleh karena itu, H3 yang menyatakan bahwa WCTA berpengaruh positif terhadap reaksi pasar **ditolak**.

Berdasarkan Altman (1968) pada teori Z-Score rasio WCTA merupakan salah satu dari lima variabel indikator untuk menilai kebangkrutan perusahaan. WCTA dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja yang akan digunakan dalam pelaksanaan operasional dalam memperoleh laba perusahaan berdasarkan total aset yang ada. Tabel 4.9 data rata-rata WCTA dalam periode penelitian menunjukkan kecenderungan negatif. Hal ini menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja berdasarkan total aset rendah. Semakin rendah nilai WCTA dapat mempengaruhi tingkat likuiditas dan berkurangnya laba perusahaan karena kegiatan operasional perusahaan menjadi terhambat. WCTA dapat mengindikasikan bahwa perusahaan tidak memiliki cukup likuiditas untuk membayar kreditor dalam jangka pendek terutama jika bisnis mengakuisisi lebih banyak utang, sehingga meningkatkan kewajiban lancar dan mengurangi modal kerjanya Angeline et.al (2019). Perusahaan yang memiliki laba rendah dapat mengurangi minat investor dalam membeli saham perusahaan. Hal ini yang menyebabkan adanya tingkat signifikansi antara rasio WCTA dengan reaksi pasar.

Pengaruh WCTC terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa variabel WCTC berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi WCTC -0.028510 dengan menunjukkan arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.1832 . Koefisien regresi yang negatif menunjukkan hubungan berlawanan arah, artinya ketika WCTC mengalami kenaikan, maka reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) pasar akan bereaksi negatif begitu juga sebaliknya, sementara tingkat signifikansi yang lebih dari 0.05 mencerminkan hubungan yang tidak signifikan. Oleh karena itu, H4 yang menyatakan bahwa WCTC berpengaruh positif terhadap reaksi pasar **ditolak**.

Modal kerja penting bagi perusahaan Angeline et.al (2019). Modal kerja dapat menjadi penentu keberhasilan operasional perusahaan. Modal kerja yang rendah dapat memperlambat operasional perusahaan dalam memperoleh laba. Meningkatnya utang dalam hal ini penerbitan sukuk dapat mengurangi jumlah modal kerja. Hal tersebut dikarenakan perusahaan tidak efisien dalam mengelola modal yang menyebabkan perusahaan tidak cukup likuid dalam memenuhi kewajiban jangka pendek.

Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil pengujian hipotesis yang telah dilakukan, hasilnya menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini dapat dilihat dari nilai koefisien regresi ukuran perusahaan 0.072902 dengan menunjukkan arah positif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0000 . Koefisien regresi yang positif menunjukkan hubungan searah, artinya ketika ukuran perusahaan mengalami kenaikan, maka reaksi pasar (*cumulative abnormal return*) akan bereaksi positif juga sebaliknya, sementara tingkat signifikansi yang kurang dari 0.05 mencerminkan hubungan yang signifikan. Oleh karena itu, H5 yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap reaksi pasar **diterima**.

Teori asimetri informasi yang dikembangkan oleh George Akerlof (1970) dalam (Gumanti, 2009) menyebutkan bahwa perusahaan besar cenderung memiliki asimetri yang kecil atau ketidakseimbangan informasi yang sedikit. Hal tersebut sejalan lurus berdasarkan teori sinyal yang dijelaskan oleh Ross (1977) perusahaan besar banyak memberi sinyal ke pihak eksternal dengan mempublikasikan informasi internal kepada pihak eksternal seperti laporan keuangan. Informasi keuangan dapat digunakan investor sebagai alat analisis sebelum mengambil keputusan berinvestasi. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Alam et.al (2013) yang menyebutkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar, di mana ukuran perusahaan yang besar memiliki asimetri informasi yang kecil artinya bahwa perusahaan selalu memberi sinyal kepada pasar dengan mempublikasikan informasi internal seperti halnya laporan keuangan.

KESIMPULAN

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh nilai sukuk, *leverage*, likuiditas (WCTA dan WCTC), dan ukuran perusahaan sebagai variabel independen terhadap reaksi pasar yang dapat dihitung menggunakan *cumulative abnormal return*. Sampel penelitian merupakan perusahaan korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia non-bank yang menerbitkan sukuk. Data yang diteliti diperoleh melalui metode *purposive sampling*. Mengacu pada data yang diperoleh dari bloomberg, situs yahoo finance, situs Otoritas Jasa Keuangan, situs perusahaan terkait, dan situs KSEI diperoleh beberapa kejadian yang memenuhi kriteria sampling antara lain 51 kejadian dari 7 perusahaan yang menerbitkan sukuk pada periode tahun 2014-2019.

Penelitian ini menggunakan uji regresi linear berganda yang sudah memenuhi persyaratan atau sudah lolos uji asumsi klasik. Berdasarkan analisis data serta pembahasan, maka diperoleh hasil penelitian sebagai berikut:

1. Berdasarkan pengujian pada hipotesis pertama (H1), dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel nilai sukuk berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi nilai sukuk sebesar 0.471083 ke arah positif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0018 ($<0,05$). Hal ini disebabkan karena perusahaan memiliki laporan kinerja yang baik berdasarkan penilaian laporan keuangan. Semakin besar nilai sukuk menunjukkan bahwa perusahaan memiliki kinerja

yang bagus ditandai dengan laporan arus kas yang baik. Karena penentuan nilai sukuk didasari dari kemampuan arus kas perusahaan. Dengan demikian diperoleh kesimpulan bahwa H1 diterima.

2. Berdasarkan pengujian pada hipotesis kedua (H2), dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi *leverage* sebesar -0.095944 ke arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0574 ($>0,05$). *Leverage* dapat menjadi sinyal ukuran bagus tidaknya suatu perusahaan. Meningkatnya *leverage* menunjukkan rasio utang yang tinggi, semakin tinggi utang menandakan bahwa perusahaan memiliki beban tinggi yang harus ditanggung perusahaan, seperti biaya kebangkrutan, biaya keagenan, beban bunga yang semakin besar dan sebagainya. Meningkatnya *leverage* juga menunjukkan meningkatnya risiko *financial distress* atau kebangkrutan akibat kegagalan dalam mengelola struktur modal. Hasil penelitian menunjukkan di bawah tingkat signifikansi dikarenakan pada setiap sampel penelitian tidak menunjukkan adanya perubahan yang signifikan antara nilai CAR dengan *leverage*. Artinya bahwa *leverage* tidak mempengaruhi reaksi pasar. Dengan demikian diperoleh kesimpulan bahwa H2 ditolak.
3. Berdasarkan pengujian hipotesis ketiga (H3), dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel WCTA berpengaruh negatif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi WCTA sebesar -0.343695 ke arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0089 ($<0,05$). Rasio WCTA merupakan salah satu dari lima variabel indikator untuk menilai kebangkrutan perusahaan. WCTA dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan modal kerja yang akan digunakan dalam pelaksanaan operasional dalam memperoleh laba perusahaan berdasarkan total aset yang ada. Semakin rendah nilai WCTA dapat mempengaruhi tingkat likuiditas dan berkurangnya laba perusahaan karena kegiatan operasional perusahaan menjadi terhambat. WCTA dapat mengindikasikan bahwa perusahaan tidak memiliki cukup likuiditas untuk membayar kreditor dalam jangka pendek terutama jika bisnis mengakuisisi lebih banyak utang, sehingga meningkatkan kewajiban lancar dan mengurangi modal kerjanya. Perusahaan yang memiliki laba rendah dapat mengurangi minat investor dalam membeli saham perusahaan. Hal ini yang menyebabkan adanya tingkat signifikansi antara rasio WCTA dengan reaksi pasar. Dengan demikian diperoleh kesimpulan bahwa H3 ditolak.
4. Berdasarkan pengujian hipotesis keempat (H4), dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel WCTC berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi WCTC sebesar -0.028510 ke arah negatif dan tingkat signifikansi sebesar 0.1832 ($>0,05$). Transformasi data dilakukan agar model penelitian memenuhi uji asumsi klasik. Transformasi data yang dilakukan merubah koefisien WCTC yang awalnya positif menjadi negatif. Data rata-rata WCTC menunjukkan selama periode penelitian terjadi sebanyak empat kali rasio negatif pada nilai WCTC. Hal tersebut menunjukkan bahwa modal kerja yang dihasilkan perusahaan dari total modal rendah. Modal kerja dapat menjadi penentu keberjalanan operasional perusahaan. Modal kerja yang rendah dapat memperlambat operasional perusahaan dalam memperoleh laba. Meningkatnya utang dalam hal ini penerbitan sukuk dapat mengurangi jumlah modal kerja. Hal tersebut dikarenakan perusahaan tidak efisien dalam mengelola modal sehingga menyebabkan perusahaan tidak cukup likuid dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Dengan demikian diperoleh kesimpulan bahwa H4 ditolak.
5. Berdasarkan pengujian hipotesis kelima (H5), dapat disimpulkan bahwa secara parsial variabel ukuran perusahaan berpengaruh positif dan signifikan terhadap reaksi pasar. Hal ini ditunjukkan dengan koefisien regresi ukuran perusahaan sebesar 0.072902 ke arah positif dan tingkat signifikansi sebesar 0.0000 ($<0,05$). Hubungan positif terjadi disebabkan karena pada sampel penelitian ini ukuran perusahaan dikategorikan sebagai perusahaan besar. Hal tersebut ditandai dengan perusahaan memiliki asimetri informasi yang kecil artinya bahwa perusahaan selalu memberi sinyal kepada pasar dengan

mempublikasikan informasi internal seperti halnya laporan keuangan. Informasi yang terkandung pada laporan keuangan dapat menggambarkan kinerja perusahaan. Apabila informasi tersebut digunakan dalam melakukan keputusan investasi akan mempengaruhi respon pasar. Dengan demikian diperoleh kesimpulan bahwa H5 diterima.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi penelitian selanjutnya guna mendapatkan hasil yang lebih baik. Keterbatasan tersebut antara lain:

1. Penelitian ini belum mengklasifikasikan sukuk berdasarkan akad yang digunakan.
2. Penggunaan sampel pada penelitian ini tergolong sedikit hanya sebanyak 51 penerbitan sukuk korporasi dari 7 perusahaan dengan total populasi 120 penerbitan sukuk.

Saran

Berikut merupakan saran yang dapat dijadikan bahan pertimbangan bagi akademik maupun penelitian selanjutnya:

- a. Diharapkan penelitian selanjutnya dapat melakukan pengembangan penelitian dengan mengklasifikasikan sukuk berdasarkan akad sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Godlewski (2016) agar dapat melihat perbedaan reaksi pasar lebih spesifik.
- b. Diharapkan penelitian selanjutnya agar menggunakan periode penelitian yang lebih panjang agar diperoleh sampel yang lebih banyak sehingga hasil model yang didapatkan lebih akurat.

REFERENSI

- Abdul Wahid, Nazaruddin 2010. *Sukuk Memahami Dan Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta: Ar-Ruzz media.
- Adam, N. ., & Thomas, A. (2004). *Islamic Bond:Your Guide to issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. Euromoney Books.
- Adams, M., Burton, B., & Hardwick, P. (2003). *The determinants of credit ratings in the United Kingdom insurance industry*. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3–4), 539–572. <https://doi.org/10.1111/1468-5957.00007>
- Ahmed, H., Hassan, M. K., & Rayfield, B. (2018). *When and why firms issue sukuk? Managerial Finance*, 44(6), 774–786. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2017-0207>
- Ainurrochma, E., & Priyadi, M. P. (2016). *Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk Serta DER Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar*. *Jurnal Ilmu Dan Riset Akuntansi*, 5.
- Alam, N., Hassan, M. K., & Haque, M. A. (2013). *Are Islamic bonds different from conventional bonds? International evidence from capital market tests*. *Borsa Istanbul Review*, 13(3), 22–29. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2013.10.006>
- Bernadin, H. J., & Joice E, A. R. (2000). *Human Resource Management*. McGraw-Hill, Inc.
- Fahmi, I., & Yovi Lavianti, H. (2009). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung:Alfabeta.
- Fama, E. F. (1970). *Efficient Capital Market:A Review of Theory and Empirical Work*. *American Heart Journal*, 45(2), 216–226. [https://doi.org/10.1016/0002-8703\(53\)90182-3](https://doi.org/10.1016/0002-8703(53)90182-3)
- Fathoni, D. S., & Sofianty, D. (2016). *Pengaruh Nilai Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk), dan Rating Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal (Studi Empiris pada Perusahaan Yang Menerbitkan Sukuk di Bursa Efek Indonesia Tahun 2016)*. *Prosiding Akuntansi*, 84–92.
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). *Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective*. *Journal of Comparative Economics*, 41(3), 745–761. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.02.006>
- Gujarati, D. N. (2010). *Ekonometrika Dasar*. Jakarta:Erlangga.
- Gujarati, D. N. (2015). *Dasar-Dasar Ekonometrika (Buku II Edisi)*. Jakarta:Salemba Empat.
- Gumanti, T. A. (2009). *Teori Sinyal Dalam Manajemen Keuangan*. *Manajemen Dan Usahawan Indonesia*, September, 1–29.
- Heri Sudarsono (2008), *Bank & Lembaga Keuangan Syari'ah*. Yogyakarta: Ekonisia. Cetakan ke-2
- Husnan, S. 2000. *Manajemen Keuangan : Teori dan Penerapan (Keputusan Jangka Panjang)*. Jilid 1 dan 2. Edisi Empat, Yogyakarta: BPFE
- Iswara, V. I., Susyanti, J., & Salim, M. A. (2019). *Pengaruh nilai obligasi Syariah, rating obligasi Syariah, umur obligasi Syariah terhadap reaksi pasar modal*. *Ilmiah Riset Manajemen*, 8(7), 82–94.
- James C, V. H., & John M, W. (2014). *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan (Fundamentals of Financial Management) (Edisi 13)*. Jakarta:Salemba Empat.
- Jogiyanto, H. (2008). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi (Edisi Kelima)*. Yogyakarta:BPFE
- Livingston, M., Poon, W. P. H., & Zhou, L. (2018). *Are Chinese credit ratings relevant? A study of the Chinese bond market and credit rating industry*. *Journal of Banking and Finance*, 87, 216–232. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2017.09.020>
- Mudrajad, K. (2001). *Metode Kuantitatif (Edisi Pert)*. Yogyakarta:Unit dan Penerbitan Percetakan AMP YKPN.
- Munawir, S. (2007). *Analisa Laporan Keuangan (Edisi keempat)*. Yogyakarta:Liberty.
- Ng, A., & Ariff, M. (2019). *Does credit rating revision affect the price of a special class of common stock? Borsa Istanbul Review*, 19(2005), S44–S55. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.02.004>
- Noviarti. (2017). *Pengaruh Kebangkrutan Model Altman Z-Score Terhadap Harga Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdapat Di BEI Periode 2014-2016*. *Jurnal Manajemen Universitas Satya Negara Indonesia*, 2(1), 51–67.
- Riyanto, B. (2001). *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*. Yogyakarta:BPFE.
- Ross, S. A., & Ross, S. A. (2012). *The determination of financial structure: the incentive-signalling approach*. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.

- Scott, W. R. (2000). *Financial Accounting Theory*. Prentice-Hall.
- Sugiyono. (2016). *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*. Bandung:Alfabeta.
- Suluh, P. (2007). *Analisis Kebijakan Dividen: Pengujian Dividen Signalling Theory dan Rent Exction Hypothesis*. Program Pascasarjana Jurusan Manajemen Universitas Gadjah Mada.
- Sunarsih. (2008). *Potensi Obligasi Syariah Sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Panjang bagi Perusahaan di Indonesia*. *Jurnal Asy-Syir'ah*, 42(I), 55–83.
- Wulandari, E., & Wahyudi, S. (2018). *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*, 15(2), 17. <https://doi.org/10.14710/jsmo.v15i2.21308>