

BAB II

KAJIAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Kajian Teori

2.1.1. Signalling Theory – Grand Theory

Connelly, et al (2011) mengemukakan *signalling theory* adalah suatu teori yang digunakan untuk mengetahui perilaku dua pihak baik itu individu maupun organisasi yang memiliki peluang untuk mengakses suatu informasi. Dalam teori *signalling* seseorang yang dalam hal ini adalah investor akan menerima informasi baik itu positif maupun negatif dari adanya peristiwa yang terjadi pada suatu entitas. Kemudian investor akan membuat keputusan mengenai investasinya. Teori *Signalling* berfokus terutama pada memberikan informasi positif dalam upaya untuk menyampaikan atribut organisasi yang positif. Dengan demikian penerbitan Sukuk dianggap sebagai informasi positif yang akan mendapatkan respon pasar.

Signalling Theory atau teori sinyal dikembangkan oleh (Ross, 1977), menyatakan bahwa pihak eksekutif perusahaan memiliki informasi lebih baik mengenai perusahaannya akan terdorong untuk menyampaikan informasi tersebut kepada calon investor agar harga saham perusahaannya meningkat. Hal positif dalam *signalling theory* dimana perusahaan yang memberikan informasi yang bagus akan membedakan mereka dengan perusahaan yang tidak memiliki “berita bagus” dengan menginformasikan pada pasar tentang keadaan mereka, sinyal tentang bagusnya kinerja masa depan yang diberikan oleh perusahaan yang kinerja keuangan masa lalunya tidak bagus tidak akan dipercaya oleh pasar.

2.1.2. Kinerja Keuangan

Kinerja Keuangan adalah kapabilitas dari perseroan dalam mengelola serta mengendalikan sumberdaya yang dipunyainya (Ikatan Akunting Indonesia, 2007). Kinerja keuangan juga dapat diartikan sebagai penentuan skala-skala tertentu yang dapat mengukur pencapaian suatu perusahaan dalam menghasilkan laba (Sucipto, 2003). Menurut K. R. Subramanyam (2017:91) kinerja keuangan adalah pengakuan pendapatan serta pengaitan beban akan menciptakan nominal laba yang lebih tinggi dibandingkan arus kas untuk menilai kinerja keuangan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa kinerja keuangan adalah kemampuan perusahaan dalam mengelola sumberdaya yang dimiliki guna mencapai ukuran-ukuran tertentu dalam menghasilkan laba dibandingkan dengan arus kas serta beban yang ditanggung oleh perusahaan.

Dari definisi diatas kinerja keuangan menggambarkan kondisi kinerja suatu emiten. Kinerja keuangan dapat digunakan sebagai tolak ukur pencapaian perusahaan dalam menghasilkan laba sehingga dapat melihat prospek, pertumbuhan, dan potensi perkembangan dari sebuah perusahaan. Melihat pentingnya kinerja keuangan maka pengukuran atau analisis kinerja keuangan menjadi hal yang sangat penting untuk dilakukan.

Analisis laporan keuangan adalah bagian dari analisis bisnis yang merupakan rangkaian proses penilaian berstruktur. Laporan keuangan memang berisi informasi tentang rencana bisnis perusahaan, analisis lingkungan bisnis, strategi perusahaan dan analisis prospektif yang terkadang tidak dicantumkan pada

analisis laporan keuangan konvensional (Subramanyam 2017:14). Namun sebagian besar setuju bahwa bagian penting dari analisis laporan keuangan adalah menganalisis lingkungan dan strategi bisnis perusahaan. Sebagian besar juga setuju bahwa analisis laporan keuangan, memerlukan prakiraan (*Forecast*), adalah bagian dari analisis laporan keuangan. Oleh karena itu, analisis laporan keuangan harus, dan dipandang sebagai bagian penting dan integral dari analisis bisnis dan semua analisis komponennya. Pada saat yang sama, penting untuk memahami ruang lingkup analisis laporan keuangan.

2.1.3. Teori Struktur Modal

Struktur modal adalah perbandingan atauimbangan pendanaan jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh perbandingan hutang jangka panjang terhadap modal sendiri Martono dan Harjito (2012). Modal asing diartikan dalam hal ini adalah hutang baik jangka panjang maupun dalam jangka pendek. Sedangkan modal sendiri bisa terbagi atas laba ditahan dan bisa juga dengan penyertaan kepemilikan perusahaan. Menurut Ali dan Rodoni (2010), struktur modal adalah proposi dalam menentukan pemenuhan kebutuhan belanja perusahaan dimana dana yang diperoleh menggunakan kombinasi atau paduan sumber yang berasal dari dana jangka panjang yang terdiri dari dua sumber utama yakni yang berasal dari dalam dan luar perusahaan.

Sumber dana dapat diperoleh dengan berbagai macam cara, namun pada dasarnya ada dua sumber dana, yaitu dana yang berasal dari sumber asing (eksternal perusahaan) atau biasa disebut modal asing, dan dana yang berasal dari dalam

perusahaan (internal perusahaan). Dana yang berasal dari sumber asing dapat diperoleh melalui utang (*debt financing*) dan melalui pembelanjaan sendiri yaitu dengan jalan penerbitan saham (*equity financing*).

Lebih lanjut Sihombing (2018) menyatakan bahwa struktur modal yang optimal didefinisikan sebagai struktur modal atau kombinasi modal utang dan saham yang mampu meningkatkan maksimalisasi nilai perusahaan.

Oleh karena itu, teori struktur modal menjelaskan apakah kebijakan pendanaan jangka panjang (utang) dapat mempengaruhi nilai perusahaan, biaya modal perusahaan, dan harga pasar saham perusahaan. Empat indikator terpenting yang berpengaruh struktur modal adalah (Brigham dan Houston, 2007: 438):

a. Resiko bisnis

Resiko yang dimaksud merupakan resiko yang berhubungan erat terhadap resiko operasi. Resiko bisnis yang tinggi akan menunjukkan bahwa tingkat hutang perusahaan yang lebih kecil.

b. Posisi perpajakan perusahaan.

Hutang perusahaan dapat digunakan sebagai alat untuk mengurangi tingginya nilai pajak. Pajak tersebut dibebankan kepada laba kotor setelah dikurangi pembayaran bunga. Dengan demikian, penggunaan hutang mengurangi pengeluaran pajak perusahaan.

c. Fleksibilitas keuangan.

Fleksibilitas keuangan adalah tolak ukur yang menunjukkan kapabilitas perusahaan untuk mendapatkan modal dalam kondisi yang kurang baik. Potensi kebutuhan dan kekurangan dana di masa depan akan berpengaruh terhadap struktur. Potensi kebutuhan dan kekurangan dana yang tinggi akan membuat struktur modal wajib ditingkatkan.

d. *Management style*.

Gaya manajemen adalah indikator utama dalam mempertimbangkan ukuran dan bentuk struktur modal. Gaya manajemen terbagi menjadi dua jenis, yaitu konservatif dan agresif. Konservatif Manager akan memilih penggunaan dana sendiri untuk menunjang aktivitas perusahaan. Sedangkan manajer yang agresif cenderung menggunakan hutang untuk aktivitas bisnis.

2.1.4. Profitabilitas

Profitabilitas suatu perusahaan diukur dengan membandingkan laba yang diperoleh dari kegiatan inti perusahaan dengan aset perusahaan untuk menghasilkan keuntungan. Rasio profitabilitas dibagi menjadi lima, yaitu *Profit Margin On Sales*, *Return On Investment*, *Return On Equity*, Laba Per Lembar Saham, dan rasio pertumbuhan (Kasmir, 2010:115). Sedangkan menurut Hanafi dan Halim (2009), rasio profitabilitas merupakan tingkat ukuran untuk menilai profitabilitas perusahaan dalam periode waktu yang ditentukan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa rasio yang mengukur tingkat keuntungan dibandingkan dengan aset perusahaan pada periode waktu tertentu adalah rasio profitabilitas.

Tujuan penerapan rasio profitabilitas untuk perusahaan atau pihak diluar perusahaan adalah sebagai berikut (Kasmir, 2017):

1. Mengukur atau menilai laba perusahaan dalam periode tertentu. Setelah nilai tersebut diketahui maka kapabilitas perusahaan dalam menghasilkan laba dapat terlihat. Nilai tersebut akan digunakan bagi pihak luar sebagai pertimbangan dalam keputusan investasi.
2. Membandingkan nilai laba perusahaan pada tahun sebelumnya dengan tahun saat ini. Hal ini dilakukan untuk menilai perkembangan atau perubahan laba perusahaan.
3. Memantau perkembangan laba dari masa ke masa. Hal tersebut digunakan untuk mengetahui kapabilitas perusahaan dalam menaikkan laba.
4. Menilai besar-kecilnya laba bersih setelah pajak dibandingkan dengan modal sendiri. Penilaian tersebut dilakukan untuk mengukur seberapa efisien manajemen perusahaan dalam menggunakan modal internal.
5. Mengukur produktivitas dari dana perusahaan yang dianggarkan baik berupa modal pinjaman ataupun modal internal. Pengukuran tersebut dilakukan agar dapat menilai bagaimana perusahaan memaksimalkan laba untuk dijadikan modal.

2.1.5. Obligasi Syariah (Sukuk)

a) Pengertian Obligasi Syariah (Sukuk)

Berdasarkan *The Accounting And Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) dalam Sunarsih (2008) sukuk adalah sebagai sertifikat dari sebuah nilai yang sama, yang merepresentasikan saham yang tidak

dibagikan atas aset berwujud (*tangible asset*), hak manfaat (*usufruct*) dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek utama atau kegiatan investasi tertentu. Lebih lanjut Zulkhibri (2015) menjabarkan sukuk sebagai *certificates of equal value representing undivided ownership shares in tangible assets, usufruct, and services*.

Dalam islam, istilah obligasi lebih dikenal dengan *shukuk*. *Shukuk* merupakan bentuk jamak *shukkum* yang artinya surat pengakuan utang. Kata *shukuk* sendiri artinya dokumen atau piagam akte. Dalam istilah perbankan syariah maknanya surat berharga yang diterbitkan sesuai prinsip syariah. Istilah Sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dalam bahasa arab yang berasal dari kata “*sakk*” yang yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan.

Definisi sukuk menurut Peraturan OJK-LK No.IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah memberikan definisi Sukuk sebagai berikut: “Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu atas:

- a. Aset berwujud tertentu (*ayyan maujudat*)
- b. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manaftul ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada
- c. Jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada
- d. Aset proyek tertentu (*maujudat masyru'*) dan atau
- e. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*)

Adapun Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) belum menggunakan istilah sukuk dan masih menggunakan istilah obligasi syariah. Dalam fatwa No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah DSN-MUI

mendefinisikan obligasi syariah sebagai: “Suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.”

Obligasi Syariah mempunyai pengertian yaitu: “obligasi yang ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emiten untuk membayar kepada pemegang obligasi syariah dengan sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana obligasi syariah pada tanggal pembayaran kembali dana obligasi syariah.” Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap tahun). Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan yang dibagihasilkan, yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil yang bersangkutan. Pembayaran pendapatan bagi hasil kepada masing-masing pemegang obligasi syariah akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan obligasi syariah yang belum dibayar kembali.

b) Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan asset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk. Ciri khas lain sukuk adalah jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban

kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.

Obligasi syariah mempunyai beberapa karakteristik. Menurut OJK sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau marjin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

Rianti (2015) menambahkan lebih lanjut mengenai karakteristik sukuk atau obligasi syariah. Pertama, obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor. Kedua, dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin. Ketiga, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non halal.

Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan obligasi syariah masih sama seperti obligasi biasa pada umumnya. Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa jumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*.

Sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

- a. Kepemilikan aset berwujud tertentu
- b. Nilai manfaat dan jasa aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, atau
- c. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu

Secara umum, ketentuan mekanisme mengenai obligasi syariah adalah sebagai berikut:

- a. Obligasi syariah haruslah berdasarkan konsep syariah yang hanya memberikan pendapatan kepada pemegang obligasi dalam bentuk bagi hasil atau *revenue sharing* serta pembayaran utang pokok pada saat jatuh tempo.

- b. Obligasi syariah mudharabah yang diterbitkan harus berdasarkan pada bentuk pembagian hasil keuntungan yang telah disepakati sebelumnya serta pendapatan yang diterima harus bersih dari non halal.
- c. Nisbah (rasio bagi hasil) harus ditentukan sesuai kesepakatan sebelum penerbitan obligasi tersebut.
- d. Pembagian pendapatan dapat dilakukan secara periodik atau sesuai ketentuan bersama, dan pada saat jatuh tempo hal itu diperhitungkan secara keseluruhan.
- e. Sistem pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
- f. Apabila perusahaan penerbit obligasi melakukan kelalaian atau melanggar syarat perjanjian, wajib dilakukan pengembalian dana investor dan harus dibuat surat pengakuan utang.
- g. Apabila emiten berbuat kelalaian atau cedera janji maka pihak investor dapat menarik dananya.
- h. Hak kepemilikan obligasi syariah mudharabah dapat dipindah tangan kepada pihak lain sesuai kesepakatan akad perjanjian.

c) Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)

Penerbitan obligasi syariah akan menyebabkan terjadinya peningkatan leverage perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan

nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang timbul dari adanya penggunaan hutang. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal (Nafiah Afaf, 2008).

Kemampuan penerbitan obligasi syariah (sukuk) dalam mempengaruhi investasi saham cukup beralasan melihat nilai manfaat yang terdapat dari penerbitan obligasi syariah ini. Selain itu, potensi penerbitan obligasi syariah ke depan juga diprediksi akan semakin besar. Ali Arsalan Tariq (2004) menjelaskan manfaat obligasi syariah (sukuk) sebagai berikut:

“Generally, sukuk are asset-backed, stable income, tradable and shari’ah compatible trust certificates. The primary condition of issuance of sukuk is the existence of assets on balance sheet of government, the monetary authority, the corporate body, the banking and financial institution or any entity which wants to mobilize the financial resources. The identification of suitable assets is the first, and arguably most integral, step in the process of issuing sukuk certificates. Shari’ah considerations dictate that the pool of assets should not solely be comprised of debts from islamic financial contracts (e.g. Murabaha, Istisna).”

Momentum penerbitan obligasi syariah (sukuk) harus menjadi informasi strategis yang berlevel tinggi yang menempatkan isu, tantangan dan peluang *Sustainability Development* bagi perusahaan dan sektor keuangan, khususnya keuangan islam. Untuk melihat sejauh mana investor bereaksi terhadap peristiwa tersebut, maka dilakukan pengujian kandungan informasi peristiwa pengumuman

atau penerbitan obligasi syariah (sukuk) dapat diukur dengan menggunakan tingkat *return* saham.

Mustakini (2009) memaparkan pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Secara umum, hubungan antara tingkat pengungkapan informasi yang dilakukan oleh perusahaan dengan kinerja pasar perusahaan masih sangat beragam. Secara teoritis, ada hubungan positif antara pengungkapan dan kinerja pasar perusahaan. Penerbitan obligasi syariah (sukuk) juga merupakan salah satu pengungkapan atas strategis pendanaan perusahaan sehingga pengumuman penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan idealnya akan mempengaruhi keputusan investor yang tercermin dalam tingkat *return* saham. Hal ini disebabkan karena strategi penerbitan obligasi syariah (sukuk) telah terbukti memberikan nilai lebih kepada perusahaan maupun negara dalam mendorong ekspansi perusahaan dan pembangunan negara seperti dikemukakan oleh Umar Mohammad Idris dalam Sunarsih (2008):

“Sukuk is very important tool for mobilization of the islamic funds, since a big amount of the islamic funds is inactive in the economy. Sukuk issuance has greatly contributed in the enhancement of more infrastructural developments in many of the muslim countries by issuing sukuk that provide capital for mega projects”.

Muhammad Firdaus, dkk dalam Sunarsih (2008) pada saat ini, yaitu mulai tahun 2002 di Bursa Efek Indonesia diperdagangkan instrument keuangan baru

yaitu obligasi syariah. Obligasi syariah ini diterbitkan selain untuk menutupi kebutuhan modal kerja juga bisa digunakan untuk pembangunan infrastruktur baik oleh perusahaan atau pemerintah. Dengan demikian, obligasi syariah bisa dimanfaatkan sebagai alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan. Obligasi syariah sebagai sumber pendanaan bagi perusahaan lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional.

Tetapi kecenderungan investor memang berbeda-beda karena sudut pandang yang digunakan untuk menganalisis dan memprediksi investasi yang akan mereka lakukan berbeda. Walaupun kepedulian investor dan perusahaan makin berkembang pada alternatif investasi dan pendanaan bagi mereka, seperti adanya obligasi syariah (sukuk) ini, tetapi belum semua perusahaan menggunakan obligasi syariah (sukuk) sebagai instrumen pendanaannya selain saham yang masih dominan hingga saat ini.

2.1.6. Return Saham

Return adalah tingkat pengembalian yang diperoleh investor atas investasi yang dilakukannya. Menurut Prasetya (2007) *return* terdiri dari:

- a. *Required return* adalah yang diinginkan atau diisyaratkan oleh investor pada awal investasi
- b. *Expected return* adalah *return* yang diestimasikan dari aset yang diharapkan oleh investor di masa depan
- c. *Realized return* adalah *return* yang benar-benar dapat direalisasikan dari investasi

Total *return* adalah ukuran persentase yang berhubungan dengan seluruh arus kas suatu sekuritas dalam periode tertentu terhadap harga belinya. Konsep risiko tidak terlepas kaitannya dengan return, karena investor selalu mengharapkan tingkat return yang sesuai atas setiap resiko investasi yang dihadapinya. Menurut Brigham et al. (1999:192), pengertian dari return adalah “*measure the financial performance of an investment*”.

Home dan Wachoviz (1998:26) mendefinisikan *return* sebagai : “*Return as benefit which related with owner that includes cash dividend last year which is paid, together with market cost appreciation or capital gain which is realization in the end of the year*“. Menurut Jones (2007) “*return is yield and capital gain (loss)*”. (1) *Yield* yaitu *cash flow* yang dibayarkan secara periodik kepada pemegang saham (dalam bentuk deviden), (2) *Capital Gain (loss)*, yaitu selisih antara harga saham pada saat pembelian dengan harga saham pada saat penjualan. Hal tersebut diperkuat oleh Corrado dan Jordan (2000:5) yang menyatakan bahwa “*Return from investment security is cash flow and capital gain (loss)*”.

Berdasarkan pendapat yang telah dikemukakan, dapat diambil kesimpulan return saham adalah keuntungan yang diperoleh dari kepemilikan saham investor atas investasi yang dilakukannya, yang terdiri dari deviden dan *capital gain (loss)*. Deviden merupakan keuntungan perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham dalam suatu periodik tertentu. *Capital Gain (loss)* dalam suatu periode merupakan selisih antara harga saham semula (awal periode dengan harganya di akhir periode). Bila harga saham pada akhir periode lebih tinggi dari harga awalnya,

maka dikatakan investor memperoleh *capital gain*, sedangkan bila yang terjadi sebaliknya maka investor dikatakan memperoleh *capital loss*.

Menurut Mustakini (2009) *return* saham dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh investor di masa yang akan datang. Hampir semua sekuritas yang tersedia untuk investasi mempunyai hasil yang tidak pasti dan dengan demikian mengandung resiko. Problem utama yang dihadapi setiap investor adalah menentukan sekuritas beresiko yang mana yang harus dibeli. Karena satu portofolio merupakan satu kumpulan sekuritas, masalah ini bagi investor sama dengan memilih portofolio yang optimal dari suatu kumpulan portofolio yang ada. Hal ini biasanya disebut dengan problem memilih portofolio. Satu solusi untuk problem ini dijelaskan oleh Harry M. Markowitz pada tahun 1952, pada saat ia menerbitkan makalahnya yang terkenal dan yang dianggap cikal bakal pendekatan teori portofolio modern dalam investasi.

Pendekatan Markowitz dimulai dengan mengasumsikan bahwa seorang investor mempunyai sejumlah uang tertentu untuk diinvestasikan pada saat ini. Uang tersebut akan diinvestasikan untuk jangka waktu tertentu yang disebut *holding period* (jangka waktu investasi) dari investornya. Pada akhir *holding period*, investor akan menjual sekuritas yang telah ia beli pada awal periode tersebut dan kemudian ia dapat menggunakan hasilnya untuk dibelanjakan sebagai konsumsi atau diinvestasikan kembali dalam berbagai jenis sekuritas (atau melakukan keduanya). Jadi pendekatan Markowitz dapat dilihat sebagai suatu pendekatan periode-tunggal, dimana awal periode dinotasikan $t=1$. Pada $t=0$,

investor harus memutuskan sekuritas mana yang dibeli dan mana yang harus dipegang sampai dengan $t=1$ (Sharpe, 1995).

Dalam membuat keputusan ini pada tahun $t=0$, investor harus mengetahui bahwa return suatu sekuritas (yang dengan demikian juga merupakan return portofolio) selama holding period tidak diketahui. Namun demikian, investor dapat mengestimasi ekspektasi return dari beberapa sekuritas yang berada dalam pertimbangannya dan kemudian menginvestasikannya pada sekuritas yang memberikan *return* tertinggi. Markowitz menyatakan bahwa hal tersebut secara umum akan merupakan suatu keputusan yang tidak bijaksana karena investor tertentu, walaupun menginginkan return yang tinggi, juga menginginkan return yang sejauh mungkin pasti.

Jadi investor, dalam rangka mencari keduanya, ekspektasi *return* maksimum dan ketidakpastian (risiko) minimum, mempunyai dua obyektif yang saling bertentangan yang harus diseimbangkan satu dan lainnya ketika membuat keputusan seperti ini memberikan pertimbangan secara penuh terhadap dua obyektif tersebut. Satu konsekuensi yang menarik dari mempunyai dua obyektif yang saling bertentangan adalah investor harus melakukan diversifikasi dengan cara membeli tidak hanya satu sekuritas tetapi beberapa sekuritas. *Return* saham dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut :

$$\text{Return saham} = ((\text{harga saham akhir periode} - \text{harga saham awal periode}) : \text{harga saham awal periode})$$

Dengan harga saham awal periode adalah harga pembelian satu unit sekuritas pada $t=0$ (misalnya satu lembar saham dari saham biasa suatu perusahaan) dan harga saham akhir periode adalah nilai pasar dari unit pada $t=1$ serta nilai uang tunai (nilai tunai yang ekuivalen) yang dibayarkan kepada pemilik sekuritas antara $t=0$ dan $t=1$.

2.1.7. Sukuk to Equity Ratio (SER)

Sukuk to Equity Ratio adalah rasio yang mengukur proporsi dana yang bersumber dari sukuk pada ekuitas perusahaan (Putri, 2015). Semakin besar *Sukuk to equity ratio* menunjukkan porsi nilai nominal sukuk yang besar dibandingkan dengan modal.

Dalam penerbitan obligasi pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan. Hal ini disebut juga dengan jumlah emisi obligasi. Kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya sebagai penentu besar kecilnya penerbitan obligasi (Septianingtyas, 2012). Jika suatu perusahaan membutuhkan dana sebesar 1 triliun rupiah maka dengan jumlah sama juga akan diterbitkan obligasi sebesar 1 triliun rupiah.

2.1.8. Debt to Equity Ratio (DER)

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan rasio yang mengukur seberapa jauh perusahaan dibiayai oleh hutang, di mana semakin tinggi rasio ini menggambarkan gejala yang kurang baik bagi perusahaan (Sartono, 2012). Oleh karena itu, semakin rendah DER maka akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Prihantoro (2013, dalam Hanif 2017) menyatakan bahwa DER mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi seluruh

kewajibannya, yang ditunjukkan oleh berapa bagian modal sendiri yang digunakan untuk membayar hutang. Oleh karena itu, semakin rendah DER akan semakin tinggi kemampuan perusahaan untuk membayar semua kewajibannya. Semakin besar penggunaan hutang maka dapat berdampak pada financial distress dan kebangkrutan.

Total hutang perusahaan itu dengan mengukur *leverage* perusahaan dimana *leverage* ini menunjukkan seberapa besar perusahaan dalam membiayai usahanya dari hutang. Total hutang perusahaan ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban-kewajiban jangka panjangnya. Dengan meningkatkan *leverage*, pemegang saham akan menikmati pengawasan yang lebih atas manajemennya. Contohnya, jika perusahaan menerbitkan hutang baru dan menggunakan hasilnya untuk membeli kembali saham yang terhutang, maka manajemen wajib membayar tunai untuk menutupi hutang. Ini berarti pengurangan jumlah arus kas yang ada pada manajemen untuk dipermainkan.

2.1.9. Ukuran atau Besarnya Perusahaan

Ukuran perusahaan adalah suatu skala dimana dapat diklasifikasikan besar kecilnya perusahaan menurut berbagai cara antara lain: total aktiva, *log size*, nilai pasar saham. Pada dasarnya menurut Edy Suwito dan Arlen Herawaty (2005:138) ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu: “perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium firm*), dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan pada total aset perusahaan. Menurut Edy Suwito dan Arleen Herawaty (2005:138) yang mengambil pendapat Moses (1987) menemukan bukti bahwa : “Perusahaan-perusahaan yang lebih besar

memiliki dorongan yang lebih besar juga untuk melakukan perataan laba dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang lebih kecil karena perusahaan-perusahaan yang lebih besar menjadi subyek pemeriksaan (pengawasan yang lebih ketat dari pemerintah dan masyarakat umum).”

Barth et al (1998), Collins dan Kothari (1989), Bhushan (1989), dan Atiase (1985) menemukan bahwa ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan laba. Hubungan negatif tersebut terjadi karena banyaknya informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan-perusahaan besar, pada saat pengumuman laba, pasar kurang bereaksi. Namun, hasil berlawanan ditemukan Chaney dan Jeter (1992) yang menguji hubungan ukuran perusahaan dengan laba dalam jangka panjang (*long window*). Semakin banyak ketersediaan sumber informasi pada perusahaan-perusahaan besar, akan meningkatkan laba dalam jangka panjang. Informasi yang tersedia sepanjang tahun pada perusahaan besar memungkinkan pelaku pasar untuk menginterpretasikan informasi yang terdapat pada laporan keuangan dengan lebih sempurna, sehingga dapat memprediksi arus kas dengan lebih akurat dan menurunkan ketidakpastian.

Salah satu ukuran kemampuan perusahaan dalam mendapatkan laba yang maksimal dapat dilihat dari rasio-rasio yang menunjukkan perkembangan atau kemunduran dari operasional normal perusahaan tersebut, hal ini dapat dilihat salah satunya dari rasio pertumbuhan, dimana rasio pertumbuhan menunjukkan ukuran kenaikan atau penurunan kinerja keuangan suatu perusahaan yang dapat dilihat dari perbandingan tahun sebelum dan sesudah maupun sedang berjalan untuk beberapa pos akuntansi keuangan perusahaan. Ukuran (*size*) perusahaan bisa diukur dengan

menggunakan total aktiva, penjualan, atau modal dari perusahaan tersebut. Salah satu tolak ukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut.

2.1.10. Return on Equity (ROE)

Salah satu analisa rasio yang sering digunakan oleh investor adalah rasio profitabilitas perusahaan. *Return on Equity* (ROE) adalah salah satu rasio profitabilitas yang membandingkan laba bersih (*net income*) dengan total *stokholder's equity* perusahaan. Menurut Gitman (2006), ROE adalah setiap *dollar* dari *net income* yang dihasilkan perusahaan dari setiap *dollar* yang diinvestasikan oleh investor. ROE menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba bersih.

Investor selalu berharap untuk mendapatkan ROE yang tinggi, akan tetapi harapan investor ini tidak selalu sesuai dengan kenyataannya karena adanya faktor resiko. ROE yang tidak terduga atau tidak sesuai dengan ekspektasi dari investor dapat membuat pasar bereaksi yang ditunjukkan dengan adanya *return*. Perubahan ROE perusahaan akan mengakibatkan perubahan nilai perusahaan sehingga hal ini akan menimbulkan reaksi dari investor yang tercermin pada *return*. Semakin tinggi ROE perusahaan dianggap sebagai kabar baik (*good news*) karena ROE yang besar berarti semakin besar peluang para investor untuk memperoleh laba bersih dari setiap modal yang diinvestasikan sehingga akan direspon positif oleh pasar yang tercermin dalam *return*. Sebaliknya, semakin rendah ROE perusahaan dianggap sebagai (*bad news*) karena ROE yang rendah berarti semakin kecil peluang pemilik perusahaan memperoleh keuntungan dari laba bersih untuk setiap modal yang

diinvestasikan sehingga akan direspon negatif oleh pasar. Hal ini didukung dengan penelitian Mulyono (2008) dalam Cheng (2011) yang menemukan variable ROE berpengaruh terhadap *return*.

2.1.11 *Earning Per Share* (EPS)

Earning Per Share (EPS) merupakan rasio yang menunjukkan berapa besar keuntungan (*return*) yang diperoleh investor atau pemegang saham per lembar saham (Darmadji, 2006:139). Menurut Simamora (2006:230), EPS adalah laba bersih per Lembar saham biasa yang beredar selama periode tertentu. EPS atau laba per lembar saham adalah tingkat keuntungan bersih untuk tiap lembar sahamnya yang mampu diraih perusahaan pada saat menjalankan operasinya. Laba per lembar saham diperoleh dari laba yang tersedia bagi pemegang saham biasa dibagi dengan rata-rata saham biasa yang beredar. Husnan (2005:317) mengatakan bahwa jika kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba meningkat, maka harga saham akan meningkat. Dengan meningkatnya harga saham perusahaan, maka *return* saham yang akan diperoleh investor juga akan semakin tinggi. Jika nilai EPS naik maka harga saham mengalami kenaikan, *return* sahamnya juga mengalami kenaikan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu (Jurnal Internasional)

No	Nama, Tahun dan Judul	Metodologi dan Variabel	Hasil Penelitian
1.	Ashhari,Z.M., Chun,L. S., and Nassir, A. Md. (2009) - <i>Conventional vs Islamic Bond</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Malaysia 	Pengumuman obligasi konvensional tidak berpengaruh terhadap <i>return</i>

	<i>Announcements: the effects on Shareholders' wealth.</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Variabel dependen: <i>abnormal return</i> • Variabel independen: nilai penerbitan obligasi, yield to maturity, debt ratio dan ukuran perusahaan 	saham sedangkan obligasi syariah berpengaruh terhadap return saham.
2.	Sianturi dan Sihombing (2020) – <i>Analysis of Macroeconomic Effects on the Yield of Corporate Bonds in Indonesia</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Model VAR/VECM • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>Bond Yield</i> • Variabel Independen: <i>Inflasi, BI Rate, Exchange Rate, Oil Price, Backup Foreign Exchange</i> 	<i>Inflasi, Oil Price, Exchange Rate, BI Rate</i> berpengaruh positif terhadap <i>Bond Yield, Backup Foreign Exchange</i> berpengaruh negatif.
3.	Siregar dan Sihombing (2020) – <i>Determinant Analysis of Financial Ratio on Stock Returns in Construction Companies Registered at Indonesia Stock Exchange 2015-2019</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Causal Comparative Research • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>Stock Return</i> • Variabel Independen: <i>Return on Equity, Debt to Equity Ratio, Current Ratio, Total Asset Turn Over, & Price to Book Value</i> 	ROE, DER, CR, TATO, dan PBV berpengaruh positif terhadap Stock Return
4.	Adiwibowo & Sihombing (2019) - <i>Determinant of Government Bond Yields</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Model VAR/VECM • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: 	<i>Exchange rates, inflation, CDS Spreads, Bid-ask Spread, Overnight Rate</i> have positive effect on

		<p><i>Government bond yields</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Variabel independen: <i>exchange rates, inflation, CDS spreads, bid-ask spreads, overnight rate, & Central Bank Rate</i> 	<i>Government bond yield.</i>
5.	Elhaja et al (2015) - <i>The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Malaysia • Variabel dependen: Sukuk Rating • Variabel independen: <i>Financial Leverage, Corporate Governance, & Sukuk Structure</i> 	<i>Corporate governance, are positively related to sukuk rating. The findings in this paper also suggest that sukuk ratings are negatively related to financial leverages and positively related to profitability and issue size.</i>
6.	Khan et al (2013) - <i>The Impact of Capital Structure and Financial Performance on Stock Returns "A Case of Pakistan Textile Industry"</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Ordinary Least Square Regressions</i> • Tempat: Bursa Pakistan • Variabel dependen: <i>Return Saham</i> • Variabel independen: <i>DER, ROE, CF, EPS, TIER</i> 	<i>DER, ROE, CF, earnings per share, Time Interest Earned Ratio positively affects the stock return</i>
7.	Ghi, (2015) - <i>The impact of capital structure and financial performance on stock returns of the firms in hose</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Ordinary Least Square Regression</i> • Tempat: <i>Ho Chi Minh Stock Exchange</i> 	<i>Capital structure (DER) has a negative impact on stock returns. Financial performance (ROE, EPS) has a positive impact on stock returns while time</i>

		<ul style="list-style-type: none"> • Variabel dependen: Return Saham • Variabel independen: DER, ROE, CFR, EPS, TIER 	<i>interest earned (TIE) and cash flow ratios (CFR) are not any significant statistics.</i>
8.	Santoso et al (2020) - <i>The impact of Fundamental Factors on Stock Return of Engineering and Construction Services Companies</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Data Panel – Multiple Regressions • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: Return Saham • Variabel independen: CR, NPM, PBV, EPS, ROE, DER & PER. 	<i>CR, NPM, PBV, EPS, and ROE partially has a significant positive effect on stock returns while DER has a significant negative effect and PER has a slightly positive influence.</i>
9.	Ramlah (2021) - <i>The Effect of Profitability and Leverage on Stock Return of Food and Beverage Companies</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Multiple Regressions • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: Return Saham • Variabel independen: profitability (ROE), leverage (DER) 	<i>Profitability (ROE) and leverage (DER) affect stock returns, with profitability as the dominant variable.</i>
10.	Acheampong et al (2014) - <i>The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Ghana Stock Exchange</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Ordinary Least Square Regression • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: Return Saham • Variabel independen: size (Market Cap), leverage (DER) 	<i>a negative and significant relationship between leverage and stock return. While the relationship between Size and stock returns to be positive and significant.</i>

11.	Allozi dan Obeidat (2016) - <i>The Relationship between the Stock Return and Financial Indicators (Profitability, Leverage)</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Multiple Regression</i> • Tempat: <i>Amman Stock Exchange</i> • Variabel dependen: <i>Return Saham</i> • Variabel independen: <i>Net Profit margin (NPM), Gross Profit Margin (GPM), Return on Assets (ROA), Return on Equity (ROE), Earnings per Share (EPS), Debt Ratio (DR), Debt to Equity Ratio (DER), Interest Coverage Ratio (CR)</i> 	<i>The results show that (GPM), (ROA), (ROE), and (EPS) have a significant relationship with stock return. And the others (NPM) and leverage measures ((DR), (DER), and (CR)) don't have a significant relationship with stock return.</i>
12.	Abdullah et al (2015) - <i>The impact of financial leverage and market size on stock returns on the Dhaka stock exchange: Evidence from selected stocks in the manufacturing sector</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Ordinary Least Square (OLS) regression</i> • Tempat: <i>Dhaka stock exchange</i> • Variabel dependen: <i>Return Saham</i> • Variabel independen: <i>Size and Leverage</i> 	<i>There is a significantly negative relationship between leverage and stock return, the relationship between size and stock returns to be significantly positive.</i>
13.	Ahmad et al (2013) - <i>The Co-determinants of Capital Structure and Stock Returns: Evidence from the Karachi Stock Exchange</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Ordinary Least Square (OLS) regression</i> • Tempat: <i>Karachi stock exchange</i> • Variabel dependen: 	<i>Profitability, growth, and liquidity are significant determinants of leverage and stock returns. Profitability negatively affects leverage and</i>

		<p><i>Return Saham dan Leverage</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Variabel independen: <i>Size, Profitability, Growth and Liquidity</i> 	<p><i>positively affects stock returns. Growth has a positive effect, while liquidity has a negative effect on leverage and stock returns. Firm size does not have any significant effect on either capital structure or stock returns.</i></p>
14.	<p>Agustin et al (2016) - <i>Analysis of the Effect of Firm Size, Financial Leverage, Profitability, Diversification on Market Risk and Stock Return</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Partial Least Square regression</i> • Tempat: <i>Indonesia stock exchange</i> • Variabel dependen: <i>Return Saham dan Leverage</i> • Variabel independen: <i>Size, Profitability, Growth and Liquidity</i> 	<p><i>The size of the firm had a negative and insignificant effect, while financial leverage, profitability, and diversification had a positive but insignificant effect too on stock returns. And firm size had a negative and significant effect on market risk while financial leverage and profitability had a positive and had significant effect too on market risk, but for diversification, has a positive and insignificant effect on market risk. Last, market risk has a positive and significant effect on stock returns.</i></p>
15.	<p>Mustafa (2017) - <i>The Effect of Financial Leverage and Market Size on Stock Returns on the Karachi Stock Exchange: Evidence from Selected Stocks in the Non-Financial Sector of Pakistan</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: <i>Ordinary Least Square (OLS) regression</i> • Tempat: <i>Indonesia stock exchange</i> 	<p><i>There is statistically significant direct relationship between size which is proxy of market capitalization and stock return (100 index prices). there</i></p>

		<ul style="list-style-type: none"> • Variabel dependen: <i>Return Saham</i> • Variabel independen: <i>Leverage and Size</i> 	<i>is no statistically significant relationship between financial leverage and return.</i>
--	--	---	--

Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu (Jurnal Nasional)

No	Nama, Tahun dan Judul	Metodologi dan Variabel	Hasil Penelitian
1.	Mujahid dan Fitrijanti (2010) Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Karachi • Variabel dependen: <i>cumulative abnormal return</i> • Variabel independen: nilai penerbitan obligasi syariah, Rating penerbitan obligasi syariah 	Nilai dan rating penerbitan obligasi syariah, baik secara simultan maupun parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> .
2.	Rianti (2015) - Analisis Dampak Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) dan Obligasi Konvensional Terhadap <i>Return Saham</i> di Indonesia Tahun 2009-2013	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: abnormal return saham • Variabel independen: nilai penerbitan obligasi, debt 	Nilai Penerbitan Obligasi, Debt Ratio dan Ukuran Perusahaan berpengaruh terhadap <i>return saham</i>

		ratio, ukuran perusahaan	
3.	Sihombing dan Sundoro (2017) – Pengaruh Faktor Makroekonomi dan Likuiditas Terhadap <i>Yield Curve</i> Obligasi Pemerintah Indonesia	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Model VAR/VECM • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>Yield Curve</i> • Variabel Independen: Tingkat Bunga BI, Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi, Jumlah Uang Beredar, cadangan devisa dan kepemilikan investor asing 	Tingkat Bunga BI, Inflasi, Pertumbuhan Ekonomi dan kepemilikan investor asing berpengaruh positif terhadap <i>Yield Curve</i> , sedangkan Cadangan devisa memberikan pengaruh negatif terhadap <i>yield curve</i>
4.	Rachman dan Ervina (2017) - Dampak Pengumuman Penerbitan Obligasi Perusahaan Terhadap Abnormal Return Saham di Indonesia tahun 2014 – 2015	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>abnormal return</i> • Variabel Independen: Penerbitan Obligasi 	Terdapat <i>Abnormal Return</i> rata-rata positif yang signifikan pada satu hari sebelum pengumuman dan <i>Abnormal Return</i> rata-rata negatif yang signifikan pada 5 hari setelah pengumuman.
5.	Ramadhani (2013) - Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap Profitabilitas	<ul style="list-style-type: none"> • Metode: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Malaysia • Variabel dependen: <i>ROA & ROE</i> • Variabel independen: Penerbitan Obligasi Syariah 	Penerbitan Obligasi Syariah memberikan pengaruh yang tidak signifikan terhadap ROA dan ROE

6.	Ainurrochma & Priyadi (2016) - Pengaruh Nilai dan Rating Penerbitan Sukuk Serta DER Perusahaan Terhadap Reaksi Pasar	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>Return Saham</i> • Variabel independen: NPOS, RPOS, & DER 	Rating penerbitan obligasi syariah (RPOS) berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham, <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER) berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap return saham, nilai penerbitan obligasi syariah (NPOS) tidak berpengaruh terhadap return saham.
7.	Hanif & Bustamam (2017) - Pengaruh <i>Debt to Equity Ratio</i> , <i>Return on Asset</i> , <i>Firm Size</i> , dan <i>Earning Per Share</i> Terhadap <i>Dividend Payout Ratio</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>Dividend Payout Ratio</i> • Variabel independen: <i>Debt to equity ratio</i>, <i>Return on asset</i>, <i>Firm Size</i>, & <i>Earning per share</i> 	Tidak adanya pengaruh yang signifikan antara <i>debt to equity ratio</i> , <i>firm size</i> terhadap <i>dividend payout ratio</i> . Adanya pengaruh signifikan <i>return on asset</i> , <i>earnings per share</i> terhadap <i>dividend payout ratio</i> .
8.	Savitri (2015) - Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) terhadap Reaksi Pasar Modal Indonesia Tahun 2009–2013	<ul style="list-style-type: none"> • Model: analisis regresi linier berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: <i>cumulative abnormal return</i> • Variabel independen: jumlah nominal obligasi & peringkat obligasi 	Penerbitan obligasi syariah (sukuk) perusahaan tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel <i>cumulative abnormal return</i> saham perusahaan, sedangkan rating penerbitan obligasi syariah (sukuk) menunjukkan rating penerbitan obligasi syariah tidak berpengaruh

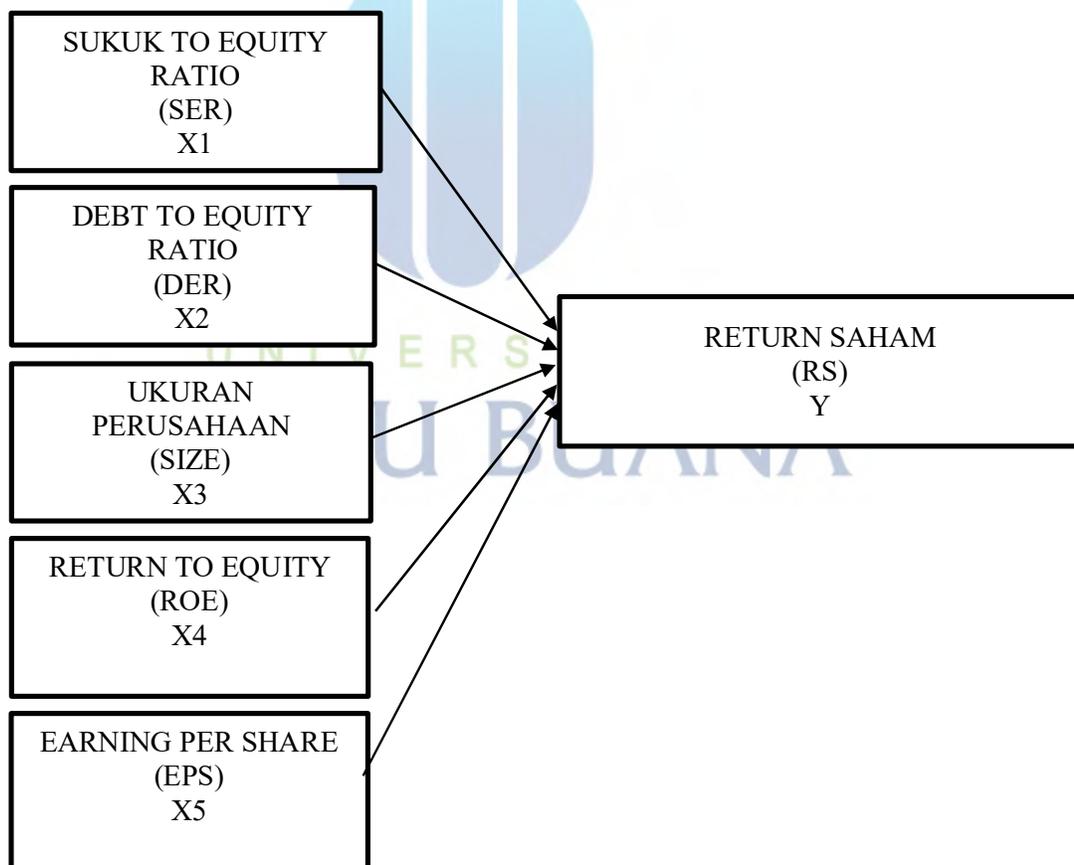
			signifikan terhadap <i>cumulative abnormal return</i> saham.
9.	Priyadi (2019) - Pengaruh Profitabilitas, Ukuran Perusahaan dan Good Corporate Governance Terhadap Return Saham Syariah	<ul style="list-style-type: none"> • Model: analisis regresi linier berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: return saham syariah • Variabel independen: ROI, Size, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional 	Profitabilitas (ROI) berpengaruh terhadap return saham syariah. Ukuran perusahaan (size) berpengaruh terhadap return saham syariah. Kepemilikan manajerial, Kepemilikan institusional & Komite audit tidak berpengaruh terhadap return saham syariah.
10	Indah dan Parlia (2017) - Pengaruh Earning Per Share Terhadap Harga Saham Pada PT. Bank Mega Tbk	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Linier Sederhana • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: return saham PT Bank Mega TBK • Variabel independen: Earning Per Share 	earning per share berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham pada PT. Bank Mega Tbk
11.	Lestari (2019) Pengaruh Likuiditas, Leverage, Profitabilitas, dan Ukuran Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi Subsektor Perbankan di Bursa Efek Indonesia Periode 2014-2018	<ul style="list-style-type: none"> • Model: Analisis Regresi Berganda • Tempat: Bursa Efek Indonesia • Variabel dependen: Peringkat Obligasi • Variabel independen: LDR, DER, 	LDR tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. <i>Debt to Equity Ratio</i> tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. <i>Return on Asset ratio</i> tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Ukuran perusahaan

		<i>ROA, & Size Firm</i>	berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi.
--	--	-----------------------------	---

Penelitian – penelitian terdahulu di atas, baik penelitian – penelitian internasional maupun nasional menunjukkan hasil yang beragam.

2.3. Kerangka Pemikiran

Berdasarkan uraian teori dan penelitian terdahulu di atas maka kerangka penelitian yang akan menjelaskan Variabel Independen dan Variabel Dependen sebagai berikut:



Gambar 2.1 Kerangka Penelitian

Berdasarkan gambar di atas maka dapat dijelaskan sebagai berikut: Penerbitan obligasi syariah merupakan salah satu alternatif perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan dananya. Penerbitan obligasi akan meningkatkan hutang jangka panjang perusahaan dan struktur modal pun akan mengalami perubahan. Jika investor memandang positif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham perusahaan akan mengalami kenaikan seiring naiknya harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika investor memandang negatif peristiwa penerbitan obligasi syariah, maka *return* saham akan mengalami penurunan seiring menurunnya harga saham perusahaan. Hasil penelitian Alam, et.al (2013) menyatakan bahwa *sukuk to equity ratio* (SER) berpengaruh negatif terhadap *return* saham namun nilai penerbitan obligasi konvensional berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Ashhari, et.al (2009) juga menunjukkan bahwa SER berpengaruh negatif terhadap *return* saham dan Nilai penerbitan obligasi konvensional berpengaruh positif terhadap *return* saham.

Debt ratio perusahaan digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban jangka panjangnya. Afaf (2008) menjelaskan bahwa penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan leverage (hutang) perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *taxshield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga yang

ditimbulkan dari adanya penggunaan hutang. Hasil penelitian Ashhari, et.al (2009) menunjukkan bahwa *debt ratio* berpengaruh positif pada *return* saham. Hasil penelitian Alam, et.al (2013) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu *debt ratio* berpengaruh negatif terhadap *return* saham.

Ukuran atau besarnya perusahaan ini adalah ukuran aktiva dari perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek baik dalam jangka waktu yang relatif lama dan mampu menghasilkan laba dan menghasilkan *return* sahamnya. Ashhari, et.al (2009) menyatakan bahwa semakin besar perusahaan maka semakin bagus aset, manajemen dan *corporate governance* dari perusahaan tersebut. Hasil penelitian Ashhari, et.al (2009) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Penelitian Alam, et.al (2013) menunjukkan bahwa sebelum krisis ekonomi ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap *return* saham namun saat krisis ekonomi dan sesudah krisis, ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham.

ROE atau *return on equity* adalah satu unsur penting demi mengetahui sejauh mana suatu bisnis mampu mengelola permodalan dari para investornya. Apabila perhitungan ROE-nya makin besar, maka reputasi perusahaan pun meningkat di mata pelaku pasar modal. Sebab, usaha tersebut terbukti mampu memanfaatkan bantuan modal dengan sebaik-baiknya. Pada penelitian Siregar dan Sihombing (2020) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*.

Earning per Share (EPS) adalah rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur seluruh laba bersih yang didapatkan dari setiap jumlah lembar saham yang sudah diedarkan. Penelitian Indah dan Parlia (2017) menyimpulkan EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham.

2.4. Pengembangan Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan sementara yang kebenarannya belum pasti dan kebenarannya itu masih perlu dibuktikan. Hipotesa yang akan diajukan dan diuji kebenarannya dalam penelitian ini adalah:

Nilai sukuk ditentukan dengan mengukur *sukuk to equity ratio* yang diperoleh dari nilai nominal sukuk dibandingkan dengan total ekuitas perusahaan. Hasil penelitian Ashhari et al. (2009) dan Alam et al. (2013) menunjukkan bahwa *sukuk to equity ratio* memiliki hubungan negatif dan signifikan terhadap *cumulative average abnormal return*. Sedangkan hasil yang sedikit berbeda diperoleh Martel dan Padron (2006) yang menyatakan bahwa *Spanish Stock Market* bereaksi positif dan signifikan atas pengumuman penerbitan obligasi. Lalu terdapat hasil penelitian yang sepenuhnya berlawanan namun sesuai dengan teori diperoleh oleh Nurfaiz (2016), Ridlo, Dakhori, & Nuruddin (2020), serta Fathoni et al (2016) yang menyimpulkan bahwa Sukuk to Equity Ratio (SER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap return saham. Berdasarkan paparan diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H1 : Diduga SER berpengaruh positif terhadap *Return Saham*

Debt to Equity Ratio (DER) adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana kegiatan perusahaan dibiayai oleh hutang, Semakin tinggi rasio ini, maka semakin buruk bagi perusahaan (Sartono, 2012). Dengan demikian, semakin kecil DER maka akan semakin tinggi kapabilitas perseroan untuk membayar segala kewajibannya dan semakin tinggi *return* yang dapat diperoleh penanam modal. Berlawanan dengan teori tersebut, penelitian Siregar dan Sihombing (2020) menghasilkan DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap *return* saham. Namun hasil yang menunjang teori tersebut diperoleh oleh Sugiarto (2011), dan Devi & Artini (2019) menemukan bahwa DER berpengaruh negatif signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan teori dan hasil penelitian sebelumnya, maka dapat dibuat hipotesis sebagai berikut:

H2 : Diduga DER berpengaruh negatif terhadap *Return Saham*

Menurut pendapat Moses (1987) dalam Edy Suwito dan Arleen Herawaty (2005:138) yang menemukan fakta bahwa: “firma dengan ukuran yang lebih besar akan memiliki motivasi yang lebih besar juga untuk menghasilkan laba karena firma tersebut menjadi objek pemantauan yang lebih disorot oleh publik daripada perusahaan yang lebih kecil. Senada dengan penelitian tersebut, Ashhari et.al (2009) dan Alam et.al. (2013) menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *Return Saham*. Lebih lanjut, sesuai dengan teori yang dipaparkan penelitian Putra & Dana (2016), Setyowati & Prasetyo (2020) serta Sugiarto (2011) yang menghasilkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap *return* saham. Dengan demikian dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H3 : Diduga SIZE berpengaruh positif terhadap *Return Saham*

Menurut Gitman (2006) *Return on Equity* (ROE) adalah setiap nilai net income yang dihasilkan dari setiap uang yang ditanamkan oleh investor. *Return on Equity* menunjukkan kapabilitas perseroan untuk mencetak laba bersih. Tingginya ROE merupakan indikator utama untuk menakar prospek perseroan dikemudian hari bagi para penanam modal. Dengan hal tersebut akan terjadi peningkatan *demand* atas saham perusahaan dan akan secara otomatis meningkatkan harga jual. Seiring dengan harga saham yang meningkat maka akan meningkatkan *return* saham. Pada penelitian Siregar dan Sihombing (2020), Devi & Artini (2019), Ghi (2015), Alozzi & Obiedat (2016), serta Sari (2017) menyimpulkan bahwa ROE berpengaruh signifikan terhadap Return Saham. Berdasarkan teori serta hasil penelitian sebelumnya dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut :

H4 : Diduga ROE berpengaruh positif terhadap *Return Saham*

Earning Per Share adalah rasio yang pada umumnya mengukur kapabilitas manajemen dalam menciptakan nilai perusahaan melebihi biaya investasi. Husnan (2005:317) menyatakan bahwa apabila kapabilitas perseroan untuk mencetak laba meningkat, maka akan meningkatkan *return* saham. Semakin tinggi nilai EPS, maka akan meningkatkan harga dan return saham. Selaras dengan teori tersebut, menurut penelitian Indah dan Parlia (2017), EPS berpengaruh positif dan signifikan terhadap harga saham. Sedangkan hasil yang kontradiktif diperoleh dari penelitian Faizah & Ermalina (2021), Handayani & Zulyanti (2018) dan Aisah & Mandala

(2016) yang menyatakan EPS berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *return* saham. Berdasarkan paparan diatas dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H5 : Diduga EPS berpengaruh positif terhadap *Return Saham*

