

ANALISIS REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PERISTIWA PENERBITAN SUKUK DAN OBLIGASI KORPORASI

Anggi Dian Pratiwi

ABSTRAK

Peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi adalah informasi menarik bagi investor (*good news*), karena dipersepsikan bahwa prospek perusahaan di masa yang mendatang akan bagus. Informasi ini akan direaksi oleh investor yang secara metodologis disebut sebagai *event study*. Reaksi pasar dapat diukur dengan perubahan *cumulative abnormal return* dan *trading volume activity* saham baik pada periode sebelum, saat, dan setelah pengumuman sehingga investor dapat menggunakan informasi tersebut untuk pengambilan keputusan investasinya.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif, dengan pendekatan *event study*. Data yang digunakan adalah data sekunder pada 12 saham perusahaan yang menerbitkan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan dan *listing* di BEI periode 2012-2014. Analisis yang dilakukan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan uji *paired sample T-test*.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada variabel *cumulative abnormal return* ditunjukkan dengan angka *sig-2 tailed* > 0.05. Untuk variabel *trading volume activity* (TVA) juga tidak mempunyai perbedaan yang signifikan yang ditunjukkan *sig-2 tailed* > 0.05. Maka dapat disimpulkan bahwa peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi tidak mempunyai kandungan informasi karena informasi telah tersebar secara merata di pasar, sehingga dalam pasar ini investor tidak ada yang mendapat *abnormal return*.

Kata Kunci : Study Peristiwa, *Cumulative Abnormal Return* (CAR), *Trading Volume Activity* (TVA)

PENDAHULUAN

Pasar modal cukup diminati karena fungsi dari pasar modal sendiri adalah sebagai lembaga perantara (*intermediaries*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang kelebihan dana (investor) dapat memilih alternatif investasi yang memberikan *return* yang optimal (Tandelilin, 2001:13). Untuk mendapat *return* yang optimal, seorang investor dituntut untuk senantiasa mengikuti perkembangan pasar dan memiliki sebanyak mungkin informasi yang berkaitan dengan dinamika harga saham. Oleh karena itu, kebutuhan atas informasi yang relevan dalam pengambilan keputusan di pasar modal saat ini menjadi semakin meningkat seiring dengan perkembangan pasar modal itu sendiri.

Dewasa ini, *mindset* investor terhadap investasi bukan sekedar ingin mendapatkan *return* terbaik, namun juga investasi yang dapat memberikan ketenangan dari aktivitas investasinya. Sehingga pemikiran tersebut memunculkan instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah. Salah satu instrumen

keuangan syariah yang telah diterbitkan baik oleh negara maupun korporasi adalah *sukuk* atau obligasi syariah.

Berdasarkan data *Asian Development Bank* dalam *Asia Bond Monitor* (Maret 2014), pertumbuhan Sukuk yang masih seumur jagung ini hanya menyumbang sebesar 7,4% dari total obligasi Negara. Untuk meningkatkan pangsa pasar sukuk korporasi yang jumlahnya masih relatif kecil jika dibandingkan dengan obligasi korporasi. Para emiten melakukan penerbitan sukuk korporasi ritel yang diperkirakan dapat menambah jenis sukuk korporasi serta mendorong peningkatan jumlah investor individu di pasar modal.

Meskipun pasar obligasi dalam kondisi suram, para emiten tetap termotivasi untuk melakukan penerbitan obligasi yang merupakan salah satu alternatif perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan dananya. Apabila perusahaan melakukan penerbitan maka akan meningkatkan hutang jangka panjang perusahaan dan struktur modal pun akan mengalami perubahan. Bagi investor atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti informasi positif maupun negatif. Informasi ini akan direaksi oleh investor yang secara metodologis disebut sebagai *event study*. Karena itu peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul **“Analisis Reaksi Pasar Modal Terhadap Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk Dan Obligasi Korporasi”** Harapan peneliti penerbitan sukuk dan obligasi ini menjadi sebuah informasi yang baik (*good news*) bagi investor sehingga dapat digunakan untuk pengambilan keputusan investasinya.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui adanya perbedaan yang signifikan *abnormal return* maupun *trading volume activity* sebelum, saat dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi.

KAJIAN PUSTAKA

Studi peristiwa (*event study*) merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar bentuk setengah kuat (Jogiyanto, 2007:410).

Event study yang digunakan dalam penelitian ini adalah penerbitan obligasi yang merupakan salah satu alternatif perusahaan di dalam memenuhi kebutuhan dananya. Bagi investor lain atau bagi pasar, adanya hutang ini dapat berarti dua hal, dipandang positif dan dipandang negatif. Baik informasi yang positif maupun negatif dari peristiwa penerbitan obligasi, maka akan berdampak pada *return* saham perusahaan. 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 perusahaan akan mengalami penurunan seiring menurunnya harga saham perusahaan (Titah: 2009).

Apabila memang penerbitan obligasi tersebut memuat kandungan informasi, maka reaksi investor akan terlihat pada hari-hari sekitar hari pengumuman penerbitan obligasi. Menurut Jogiyanto (2007:236) reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan,

yaitu harga saham perusahaan penerbit obligasi yang dapat diproksikan dalam bentuk *return* ataupun *abnormal return*.

Cumulative Abnormal Return

Menurut Jogiyanto (2007:450), beberapa penelitian mengenai studi peristiwa juga menggunakan akumulasi *return* tidak normal. Akumulasi *return* tidak normal atau *cumulative abnormal return* (CAR) merupakan penjumlahan *return* tidak normal hari sebelumnya di dalam periode peristiwa untuk masing-masing sekuritas sebagai berikut:

$$ARTN_{i,t} = \sum RTN_{i,a}$$

Keterangan:

$ARTN_{i,t}$ = akumulasi *return* tidak normal sekuritas ke- i pada hari ke- t

$RTN_{i,a}$ = *return* tidak normal untuk sekuritas ke-i pada hari ke-a

Trading volume activity (TVA)

merupakan salah satu instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap informasi-informasi yang masuk pada pasar modal. Perhitungan *Trading Volume Activity* dilakukan dengan membandingkan jumlah saham perusahaan yang diperdagangkan dalam suatu periode tertentu dengan keseluruhan jumlah saham yang beredar dari perusahaan tersebut pada kurun waktu yang sama, menurut Suryawijaya (1998:42) didapat persamaan sebagai berikut:

$$TVA_{it} = \frac{\sum \text{Saham } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t}{\sum \text{Saham } i \text{ yang beredar pada waktu } t}$$

HIPOTESIS

- H1 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.
- H2 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.
- H3 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.
- H4 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.
- H5 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H6 : Diduga terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saham sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

METODE PENELITIAN

Variabel Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang untuk kedua variabel yaitu *Trading Volume Activity* dan *Cumulative Abnormal Return*. Data sekunder ini diperoleh dengan metode pengamatan saham-saham yang terdaftar selama pengamatan dari tahun 2012 sampai dengan tahun 2014.

Data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu tanggal pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan, harga saham penutupan harian perusahaan yang melakukan pengumumann dalam periode pengamatan, Index Harga Saham Gabungan (IHSG) harian, jumlah saham yang diperdagangkan secara harian dan jumlah saham yang beredar atau *listed share* yang diambil Indonesian Capital Market Directory (ICMD) 2007-2011, IDX Statistics 2014, www.idx.co.id dan www.yahoofinance.com.

Penentuan Sampel

Populasi dalam penelitian ini sebanyak 76 perusahaan penerbit sukuk dan obligasi yang *listing* di BEI. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 7 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2012 sampai tahun 2014. Penentuan sampel berdasarkan kriteria-kriteria sebagai berikut: Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI pada tahun 2012-2014, Tidak mengalami *delisting*, Perusahaan Go-publik, dan menerbitkan sukuk dan obligasi secara bersamaan pada periode penelitian.

Analisis Data

Analisis dilakukan dengan menggunakan teknik analisis *event study* untuk mengolah dan membahas data yang diperoleh.

Uji Normalitas Data

Untuk mendeteksi normalitas data dapat dilakukan dengan uji *kolmogorov-smirnov test*. Tingkat keyakinan yang digunakan adalah 95% dengan tingkat kesalahan 0,05. Tujuan pengujian ini adalah untuk mengetahui apakah sampel yang digunakan dalam penelitian ini berdistribusi normal atau tidak. Sampel berdistribusi normal apabila *Asymptotic sig* > tingkat keyakinan. Sebaliknya dikatakan tidak normal apabila *asymptotic sig* < tingkat keyakinan. Jika hasil uji menunjukkan sampel berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji parametrik (*paired sampel t-test*). Tetapi jika sampel tidak berdistribusi normal maka uji beda yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah uji non parametrik (*wilcoxon signed ranks test*).

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis adalah suatu prosedur yang akan menghasilkan suatu keputusan, yaitu keputusan dalam menerima atau menolak hipotesis ini. Dalam pengujian ini, keputusan yang dibuat mengandung ketidakpastian artinya

keputusan bisa benar atau salah. (Hasan, 2006:34). Dalam penelitian ini untuk membuktikan hipotesis yaitu menggunakan dua uji beda (*t-test*) yaitu uji *Paired sample t-test* dan uji *One sample t-test*.

Menurut (Ghozali, 2007:50) *Paired sample t-test* bertujuan untuk menguji apakah ada perbedaan rata-rata dua sample yang berhubungan. Sedangkan untuk uji *One sample t-test* bertujuan untuk menguji apakah suatu nilai tertentu (yang diberikan sebagai pembandingan) berbeda secara nyata ataukah tidak dengan rata-rata sebuah sampel.

Pengambilan keputusan dalam penelitian ini pertimbangan yang dilakukan:

Jika nilai t hitung $< t$ tabel atau t value $> a$ berdasarkan suatu level of signifikan tertentu, maka hipotesis nol diterima.

Jika t hitung $> t$ tabel atau t value $< a$ berdasarkan suatu level of signifikan tertentu, maka hipotesis nol ditolak dan hipotesis alternatif diterima.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan hasil uji normalitas untuk mengetahui apakah data pada masing-masing variabel terdistribusi normal atau tidak dapat dilihat pada tabel 1 :

Hasil Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

Variabel	sig (2-tailed)	Keterangan
<i>Cumulative abnormal return (CAR)</i>	0.148	Normal
<i>Trading Volume Activity (TVA)</i>	0.304	Normal

Berdasarkan tabel diatas dihasilkan nilai *asympton sig.2 tailed* untuk pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi secara bersamaan pada variabel *cumulative abnormal return (CAR)* adalah sebesar 0.148 dan pada variabel *trading volume activity (TVA)* adalah sebesar 0.304. Dengan demikian untuk kedua variabel tersebut mempunyai nilai signifikansi yang lebih besar dari 0.050, hal ini berarti bahwa semua data tersebut terdistribusi normal. yang artinya bahwa selanjutnya dapat dilakukan pengujian hipotesis dengan pengujian parametrik dengan *Paired Sample t test* sebab asumsi normalitas data sudah terpenuhi.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara CAR dan TVA pada sebelum, saat, dan setelah event. Hasil pengujian menunjukkan penolakan terhadap H_1-H_6 . Yang berarti tidak ada perbedaan yang signifikan antara CAR dan TVA pada periode sebelum, saat, dan setelah. Dari hasil analisis diatas dengan menggunakan uji statistik *paired sample t-test*, penelitian ini memperoleh kesimpulan sama bahwa pada semua periode pengumuman baik pada sebelum, saat maupun setelah pengumuman tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

N	Mean Sebelum	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.001	0.001	0.800	Tidak Signifikan

Pengujian *Cumulative Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*

N	Mean Sebelum	Mean Saat	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.002	-0.019	0.428	Tidak Signifikan
N	Mean Saat	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.019	-0.018	0.973	Tidak Signifikan
N	Mean Sebelum	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.002	-0.018	0.108	Tidak Signifikan
N	Mean Sebelum	Mean Saat	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.001	0.002	0.360	Tidak Signifikan
N	Mean Saat	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.002	0.001	0.151	Tidak Signifikan
N	Mean Sebelum	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.001	0.001	0.800	Tidak Signifikan

Dengan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi tidak memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam mengambil keputusan investasinya. Selain itu juga kemungkinan informasi event tersebut sudah diserap dan diantisipasi oleh investor sebelum hari pengumuman.

Alasan lain investor tidak mereaksi adanya pengumuman karena pada pasar sekunder penerbitan sukuk sangat minim sekali dibanding dengan penerbitan obligasi hal tersebut disebabkan oleh kurang likuidnya sukuk korporasi. Sehingga menjadi kekhawatiran investor apabila menanamkan dananya pada investasi tersebut.

Selain itu, pasar modal Indonesia juga masih sangat besar dipengaruhi oleh aktivitas pasar global, dimana faktor-faktor makro ekonomi masih cukup dominan memengaruhi pasar dibandingkan dengan penerbitan sukuk dan obligasi oleh perusahaan. Oleh karena itu Informasi penerbitan sukuk dan obligasi korporasi

secara tersendiri tidak dijadikan pertimbangan utama oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan penelitian dengan melakukan pengujian terhadap variabel-variabel dan dengan melakukan pengujian hipotesis serta berbagai pembahasan yang telah dipaparkan dapat diambil kesimpulan bahwa:

Adanya pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan tidak mempunyai perbedaan yang signifikan terhadap *cumulative abnormal return* (CAR) dan *trading volume activity* (TVA). Hal tersebut menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi tidak terlalu direaksi oleh para pelaku pasar, yang berarti pengumuman tersebut tidak mengandung informasi yang berharga dan tidak pula memengaruhi pengambilan keputusan para pelaku pasar. Dari segi teori, hasil penelitian menunjukkan bahwa *event* pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan tersebut berada pada efisiensi pasar berbentuk semi kuat yang mana investor akan mendapat semua informasi yang dipublikasikan secara merata sehingga dalam pasar ini investor tidak ada yang mendapat *abnormal return*. Selain itu, tingkat likuiditas perusahaan karena *event* tersebut dan faktor-faktor makro ekonomi yang lebih memengaruhi pasar menjadikan informasi tersebut tidak dipertimbangkan oleh investor dalam pengambilan keputusan investasi.

Saran

Bagi Investor, Dari hasil penelitian yang telah dilakukan menunjukkan bahwa pengumuman penerbitan kurang mempunyai dampak yang akan memengaruhi besarnya keuntungan yang diperoleh investor. Karena hasil uji SPSS dari penelitian ini tidak signifikan (tidak ada perbedaan) baik dilihat dari variabel *cumulative abnormal return* (CAR) maupun variabel *trading volume activity* (TVA). Sehingga investor harus berhati-hati dalam berinvestasi ketika ada suatu peristiwa yang sekiranya bisa berpengaruh baik pengaruh besar maupun kecil bagi pergerakan aktivitas saham. Dan sebaiknya juga memperhatikan informasi-informasi yang beredar.

Bagi Peneliti Lanjutan, Dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang digunakan untuk menguji pengaruh penerbitan sukuk dan obligasi korporasi selama periode tiga tahun yaitu 2012-2014. Bagi peneliti yang tertarik dengan penelitian ini dianjurkan untuk menambah periode pengamatan serta menambah variabel yang belum pernah digunakan. Serta menambah sampel penelitian untuk keakuratan data. Karena *event study* yang penulis teliti tidak ada hasil yang signifikan. Selain peristiwa tersebut, penelitian juga bisa dilakukan terhadap peristiwa-peristiwa lainnya yang memiliki nilai informasi makro yang tidak mempengaruhi satu emiten tertentu saja.

DAFTAR PUSTAKA

Anoraga, Pandji, dan Piji Pakarti. (2008). *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: Rineka Cipta.

Asian Development Bank. Maret 2014.

Hasan, Iqbal. (2006). *Analisis Data Penelitian Dengan Statistik*. Jakarta: Bumi Aksara.

Jogiyanto. (2007). *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

Kosasih, Titah Lestari. *Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Dampaknya Terhadap Return Saham (Studi peristiwa pada emiten yang terdaftar di bej yang menerbitkan obligasi syariah periode 2005-2009)*, Skripsi, Universitas Komputer Indonesia, Jakarta, 2010.

Tandelilin, Eduardus. (2010). *Analisis Investasi Dan Manajemen Portofolio*. Yogyakarta: BPFE-Yogyakarta.

<http://www.idx.co.id> diakses 20 Desember 2014.

<http://www.ojk.go.id> diakses 27 Juni 2015

<http://www.yahoofinance.com> diakses 20 Desember 2014

BIODATA

NAMA : Anggi Dian Pratiwi
NAMA INSTANSI : UIN Maulana Malik Ibrahim Malang
ALAMAT INSTANSI : Jalan Gajayana No. 50 Malang Kode Pos 65144
TELPON : (0341) 558881
E-MAIL : hjpratiwianggi@gmail.com
ALAMAT : Jl. Moch-Hatta No. 66 A Mancilan Mojoagung Jombang.
NO. HP : 085748059990

