

BAB IV

PAPARAN DATA DAN PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

4.1 Paparan Data Hasil Penelitian

4.1.1 Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk & Obligasi Korporasi

Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Dengan kata lain, penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* dimana perusahaan dapat mengurangi bagian dari *earning* yang dibayarkan untuk pajak sehingga perusahaan dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi pemegang saham berupa subsidi. Namun pada titik tertentu penggunaan hutang dapat menurunkan nilai saham karena adanya pengaruh biaya kepailitan dan biaya bunga (pada kasus obligasi konvensional) yang di timbulkan dari adanya penggunaan hutang (Titah: 2009).

Penerbitan obligasi juga 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).

Sebagai suatu instrumen keuangan, maka penerbitan obligasi akan menjadi bahan evaluasi para investor untuk mempertimbangkan pembelian saham perusahaan penerbit obligasi tersebut. Hal ini beralasan, karena pada prinsipnya obligasi mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/margin/*fee* serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo. Ini berarti bahwa dapat muncul respons atau reaksi investor baik yang positif maupun negatif atas penerbitan obligasi syariah tersebut. 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 diprosikan dalam bentuk *return* ataupun *abnormal return*. Apabila pengujian melibatkan kecepatan reaksi pasar dalam menyerap informasi yang diumumkan, maka dalam konsep efisiensi pasar modal, maka pengujian ini merupakan pengujian efisiensi pasar bentuk setengah kuat.

Jogiyanto (2007:392) menambahkan bahwa, Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar.

Berdasarkan pendapat-pendapat di atas, maka apabila informasi diterbitkannya obligasi syariah oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar, maka akan tercermin dalam perubahan harga saham

yang akan menghasilkan *return* yang optimal, dan jika direspons sebaliknya, maka pengumuman tersebut tidak menghasilkan *return* yang optimal.

4.1.2 Analisis Deskriptif Data

Pada prinsipnya penelitian ini ingin menguji dampak dari pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi terhadap reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia. Secara umum pengumuman tersebut merupakan kabar baik (*good news*) bagi investor. Namun masih perlu diteliti dampak dari pengumuman tersebut terhadap reaksi investor sebagai pemilik dan pemegang saham perusahaan. Penelitian ini hanya meninjau reaksi investor di seputar pengumuman penerbitan saja yaitu pada 10 hari sebelum hingga 10 hari setelah pengumuman penerbitan.

Pengukuran reaksi pasar diukur dengan melihat perubahan *abnormal return* saham serta perubahan *trading volume activity* (TVA) yang terjadi diseperti pengumuman. Dalam penelitian ini perubahan tersebut menggunakan *cumulative abnormal return* saham yang terjadi di seputar pengumuman penerbitan adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Rata-rata *Cumulative Abnormal Return* Saham Individu Periode 2012-2013

Rata-rata <i>Cumulative Abnormal Return</i> Saham Individu Periode 2012				
	MYOR	ISAT	ADHI	ABMM
Sebelum	-0.05358	0.00833	0.00384	-0.01750
Saat	-0.13848	0.05707	-0.00971	0.03508
Sesudah	-0.16236	0.00026	-0.00619	-0.00998

Rata-rata <i>Cumulative Abnormal Return</i> Saham Individu Periode 2013				
	ADMF	ADHI	AISA	SMRA
Sebelum	-0.00783	0.00930	0.00291	0.00675
Saat	0.01372	-0.00409	-0.05793	0.00650
Sesudah	0.00140	0.00577	-0.00275	-0.00656

Rata-rata <i>Cumulative Abnormal Return</i> Saham Individu Periode 2014				
	SMRA	ISAT	ADMF	ISAT
Sebelum	-0.00354	-0.00439	0.00234	0.02312
Saat	0.01004	0.00824	-0.19667	0.04619
Sesudah	0.00182	-0.01277	-0.01964	-0.01142

Sumber: Data diolah

Dari data diatas dapat diperoleh nilai rata-rata keseluruhan *cumulative abnormal return* saham pada periode 2012-2014.

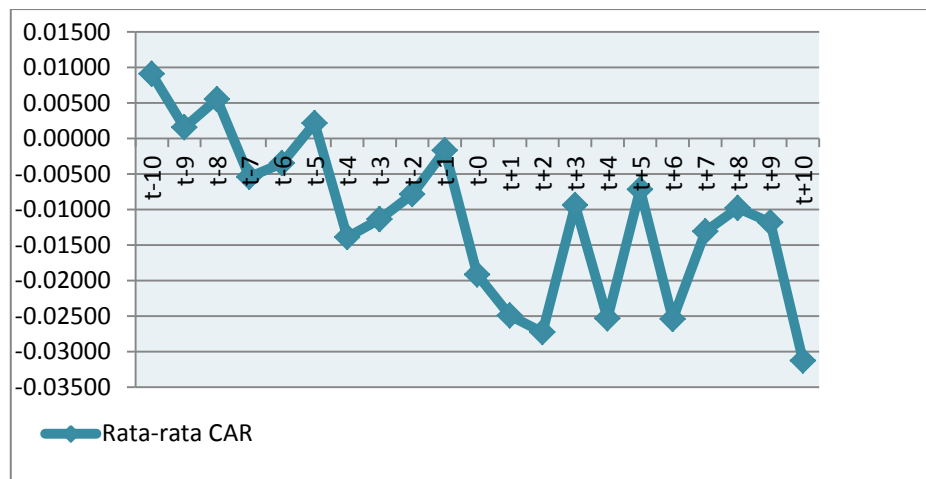
Tabel 4.2
Rata-rata *cumulative abnormal return* saham keseluruhan sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan

Rata-rata <i>Cumulative Abnormal Return</i>		
Sebelum	Saat	Setelah
-0.00252	-0.01917	-0.01853

Sumber: Data diolah

Tabel diatas menunjukkan data dari 12 sampel selama 10 hari perdagangan saham yang terbagi dalam 10 hari sebelum pengumuman dan 10 hari setelah pengumuman penerbitan. Dari tabel diatas juga diketahui bahwa pada saat pengumuman penerbitan menunjukkan angka -0.01917. nilai ini lebih tinggi dibandingkan nilai sebelum dan setelah pengumuman penerbitan. Meskipun nilainya lebih tinggi, hal tersebut menunjukkan reaksi negatif dari investor. Apabila peristiwa tersebut digambarkan dalam *chart* akan terlihat seperti dalam gambar 4.1.

Gambar 4.1
Perubahan rata-rata *cumulative abnormal return* saham sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan



Sumber: Data diolah

Pada grafik diatas tampak sekali perbedaan *cumulative abnormal return* saham sebelum dan setelah peristiwa pengumuman. Pada t-10 sampai t-8 dan t-5 sebelum pengumuman saja yang menunjukkan *cumulative abnormal return* positif, sedangkan rata-rata *cumulative abnormal return* pada t-7 sebelum pengumuman hingga 1 hari sebelum pengumuman terjadi nilai *cumulative abnormal return* saham negatif, bisa dikatakan kecenderungan reaksi negatif dari investor. Hal ini dimungkinkan sudah terdapat isu-isu perusahaan akan menerbitkan sebuah efek.

Pada t-0 atau pada saat pengumuman, mengalami penurunan drastis. Kemungkinan kejadian tersebut menunjukkan kepanikan dari investor yang mengakibatkan situasi *bearish market*. *Bearish market* adalah situasi dimana harga saham mengalami penurunan terus dan hampir terjadi pada semua jenis saham. Sedangkan pada 10 hari setelah pengumuman penerbitan, reaksi investor tetap menunjukkan reaksi negatifnya meskipun *cumulative abnormal return* trendnya menunjukkan kenaikan, tetapi secara umum perolehan *return* yang

terjadi setelah periode pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut lebih banyak negatif (*capital loss*).

Pengujian informasi dan reaksi pasar atas peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan juga dapat dilihat dari *Trading Volume Activity* yang terjadi sebelum, saat dan setelah peristiwa tersebut.

Trading Volume Activity yang merupakan instrumen yang dapat digunakan untuk melihat reaksi pasar modal terhadap suatu informasi dengan parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan atau dengan kata lain, aktivitas volume perdagangan menggambarkan sentimen pasar, selain itu dapat menggambarkan fluktuasi harga saham, dan bisa mengetahui kondisi saham semakin likuid atau tidak. Berikut tabel rata-rata *Trading Volume Activity* Saham Individu Periode 2012-2014.

Tabel 4.3

Rata-rata *trading volume activity* saham individu sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan

Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham Individu Periode 2012				
	MYOR	ISAT	ADHI	ABMM
Sebelum	0.00029	0.00027	0.00185	0.00026
Saat	0.00007	0.00052	0.00269	0.00004
Setelah	0.00032	0.00032	0.00138	0.00007

Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham Individu Periode 2013				
	ADMF	ADHI	AISA	SMRA
Sebelum	0.00001	0.00481	0.00382	0.00199
Saat	0.00000	0.00572	0.00891	0.00194
Setelah	0.00001	0.00564	0.00534	0.00086

Rata-rata <i>Trading Volume Activity</i> Saham Individu Periode 2014				
	SMRA	ISAT	ADMF	ISAT
Sebelum	0.00209	0.00001	0.00038	0.00014
Saat	0.00101	0.00001	0.00015	0.00001
Setelah	0.00100	0.00012	0.00019	0.00002

Sumber: Data diolah

Dari data diatas dapat diperoleh nilai rata-rata *trading volume activity* saham keseluruhan pada periode 2012-2014.

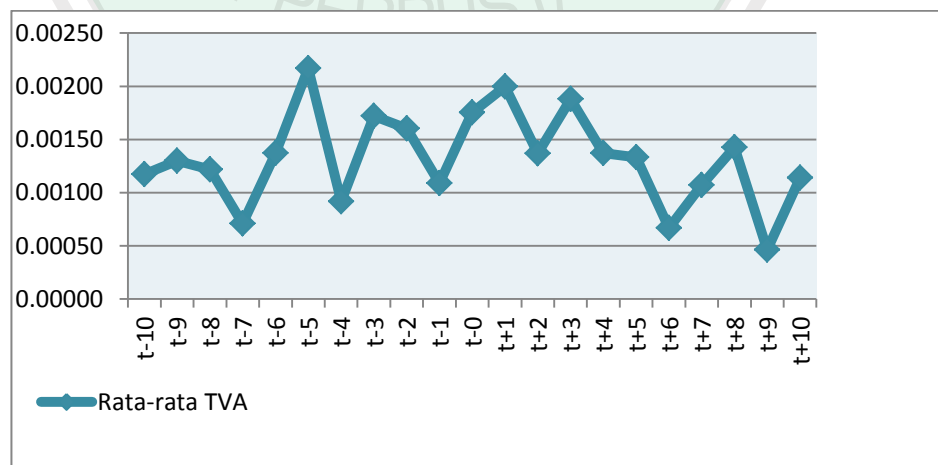
Tabel 4.4
Rata-rata *trading volume activity* saham keseluruhan sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan periode 2012-2014

Rata-Rata <i>Trading Volume Activity</i>		
Sebelum	Saat	Setelah
0.00133	0.00175	0.00127

Sumber: Data diolah

Berdasarkan perhitungan rata-rata *trading volume activity*, nilai rata-rata pada saat pengumuman penerbitan menunjukkan angka yang tinggi yaitu 0.00175 lebih besar dari angka sebelum dan setelah pengumuman penerbitan.

Gambar 4.2
Perubahan rata-rata *trading volume activity* saham sebelum, saat, dan setelah pengumuman penerbitan



Sumber: Data diolah

Grafik 4.2 di atas menunjukkan bahwa rata-rata aktivitas perdagangan saham periode t-10 sampai dengan t-8 cenderung stabil. Kemudian mengalami penurunan pada t-7, dan mengalami kenaikan terus menerus sampai periode t-5. Tetapi pada t-4 mengalami penurunan lagi, meskipun selanjutnya mengalami kenaikan tetapi tidak terlalu besar.

Pada t-1 TVA mengalami penurunan angka dari pada periode sebelumnya. Hal ini kemungkinan terjadi karena kondisi krisis global, sehingga investor lebih melakukan antisipasi atas peristiwa tersebut dengan memilih untuk bersikap *wait and see* sampai ada informasi lebih lanjut.

Pada periode t+1 rata-rata *trading volume activity* meningkat dari hari sebelum peristiwa pengumuman dari seluruh saham yang ada. Hal ini menunjukkan bahwa investor bereaksi positif terhadap pengumuman tersebut. Kemudian pada t+2 hingga t+10 cenderung turun, kemungkinan investor sudah tidak terpengaruh atau sudah tidak menggunakan kebijakan pengumuman lagi dalam trading sahamnya.

4.2 Deskripsi Hasil Statistik

4.2.1 Uji Normalitas

Sebelum dilakukan pengujian lebih lanjut akan dilakukan uji normalitas terlebih dahulu agar tidak melanggar asumsi dasar dari alat statistik yang digunakan.

Tabel 4.5
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

Sumber : Data Diolah (Lampiran 9)

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.

4.2.2 Uji Hipotesis

Untuk menjawab hipotesis yang diajukan, maka pengujian dilakukan dengan uji beda (uji-t) yang diolah melalui bantuan statistik parametrik program SPSS Versi 16.0. Menggunakan analisis *Paired Sample Test*. Uji beda ini digunakan untuk mengetahui antara dua jenis data berpasangan yang ada dalam penelitian.

Tabel dibawah ini merupakan tabel hasil perhitungan statistik dari variabel penelitian pada perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia sebelum,

pada saat, dan sesudah peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi periode 2012-2013.

1. Pengujian Hipotesis 1

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara CAR pada sebelum event dengan CAR saat event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_1 = Terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Pengujian dilakukan dengan uji t (*paired sample t-test*) dengan tingkat kepercayaan 95%. Hasil analisis diringkas pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Statistik *Cumulative Abnormal Return* Sebelum dan Saat Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

N	Mean Sebelum	Mean Saat	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.002	-0.019	0.428	Tidak Signifikan

Sumber : Data Diolah (Lampiran 10)

Berdasarkan uji *paired t test* pada *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman didapatkan nilai selama 10 hari sebelum pengumuman event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar -0,002 atau terjadi reaksi negatif dari investor sedangkan sesudah pengumuman event (t+1 hingga t+10) diperoleh

rata-rata sebesar -0,019 atau menunjukkan juga terjadi kecenderungan reaksi negatif meskipun terjadi peningkatan nilai.

Dilihat dari probabilitas (sig-t) sebesar 0.428 maka p-value lebih besar dari α 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sebelum dan saat event terhadap *cumulative abnormal return*.

2. Pengujian Hipotesis 2

Pengujian hipotesis kedua dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara CAR pada saat event dengan CAR setelah event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_2 = Terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Tabel 4.7

Hasil Pengujian Statistik *Cumulative Abnormal Return* Saat dan Setelah Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

N	Mean Saat	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.019	-0.018	0.973	Tidak Signifikan

Sumber : Data Diolah (Lampiran 10)

Berdasarkan uji *paired t test* pada *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman didapatkan nilai rata-rata abnormal return saham selama 10 hari sebelum pengumuman event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar -0,019 atau terjadi reaksi negatif dari investor sedangkan sesudah

pengumuman event (t+1 hingga t+10) diperoleh rata-rata sebesar -0,018 atau menunjukkan tidak adanya reaksi dari investor.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.973 maka p-value lebih besar dari α 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara saat dan setelah event terhadap *cumulative abnormal return*.

3. Pengujian Hipotesis 3

Pengujian hipotesis ketiga dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara CAR pada sebelum event dengan CAR setelah event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_3 = terdapat perbedaan yang signifikan *cumulative abnormal return* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Tabel 4.8

Hasil Pengujian Statistik *Cumulative Abnormal Return* Sebelum dan Saat Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

N	Mean Sebelum	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	-0.002	-0.018	0.108	Tidak Signifikan

Sumber : Data Diolah (Lampiran 9)

Berdasarkan uji *paired t test* pada *cumulative abnormal return* sebelum dan saat pengumuman didapatkan nilai rata-rata abnormal return saham selama 10 hari sebelum pengumuman event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar -0,002 atau terjadi reaksi negatif dari investor sedangkan sesudah pengumuman event (t+1 hingga t+10) diperoleh rata-rata sebesar -0,018 atau menunjukkan juga terjadi kecenderungan reaksi negatif meskipun terjadi peningkatan nilai.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.108 maka p-value lebih besar dari *alpha* 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara saat dan setelah event terhadap *cumulative abnormal return*.

4. Pengujian Hipotesis 4

Pengujian hipotesis ketiga dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara TVA pada sebelum event dengan TVA saat event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_4 = Terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan saat pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Tabel 4.9
Hasil Pengujian Statistik Rata-Rata *Trading Volume Activity* Sebelum dan Saat Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

N	Mean Sebelum	Mean Saat	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.001	0.002	0.360	Tidak Signifikan

Sumber : Data Diolah (Lampiran 11)

Berdasarkan uji *paired t test* pada rata-rata *trading volume activity* saham didapatkan nilai rata-rata TVA selama 10 hari sebelum event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar 0,001 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,1% dari seluruh saham yang ada, sedangkan sesudah event (t+1 hingga t+10) diperoleh rata-rata sebesar 0,002 atau menunjukkan juga terjadi perdagangan saham sebesar 0,2% dari seluruh saham yang ada, hal tersebut menunjukkan adanya peningkatan aktivitas volume perdagangan sebesar 0.1% pada saat event meskipun prosentasenya kenaikannya kecil.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.360 maka p-value lebih besar dari *alpha* 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak berpengaruh secara signifikan pada sebelum dan saat pengumuman terhadap *trading volume activity*.

5. Pengujian Hipotesis 5

Pengujian hipotesis kelima dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara TVA pada saat event dengan TVA setelah event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_4 = Terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* saat dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Tabel 4.10
Hasil Pengujian Statistik Rata-Rata *Trading Volume Activity* Sebelum dan Saat Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

N	Mean Saat	Mean Setelah	Sig (2-tailed)	Keterangan
12	0.002	0.001	0.151	Tidak Signifikan

Sumber : Data Diolah (Lampiran 11)

Berdasarkan uji *paired t test* pada rata-rata *trading volume activity* saham didapatkan nilai rata-rata TVA selama 10 hari sebelum event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar 0,002 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,2% dari seluruh saham yang ada, sedangkan sesudah event (t+1 hingga t+10) diperoleh rata-rata sebesar 0,001 atau menunjukkan juga terjadi perdagangan saham sebesar 0,1% dari seluruh saham yang ada. hal tersebut menunjukkan adanya penurunan volume aktivitas perdagangan sebesar 0.1% setelah event meskipun prosentase turunnya kecil.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.151 maka p-value lebih besar dari *alpha* 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak berpengaruh secara signifikan pada saat dan setelah pengumuman terhadap *trading volume activity*.

6. Pengujian Hipotesis 6

Pengujian hipotesis keenam dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara TVA pada sebelum event dengan TVA setelah event. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah

H_0 = Tidak terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

H_6 = Terdapat perbedaan yang signifikan *trading volume activity* sebelum dan setelah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi.

Tabel 4.11
Hasil Pengujian Statistik Rata-Rata Trading Volume Activity Sebelum dan Saat Peristiwa Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi

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

Sumber : Data Diolah (Lampiran 11)

Berdasarkan uji *paired t test* pada rata-rata *trading volume activity* saham didapatkan nilai rata-rata TVA selama 10 hari sebelum event (t-10 hingga t-1) diperoleh sebesar 0,001 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,1% dari seluruh saham yang ada, sedangkan sesudah event (t+1 hingga t+10) diperoleh rata-rata sebesar 0,001 atau menunjukkan juga terjadi perdagangan saham sebesar 0,1% dari seluruh saham yang ada. Maka dapat disimpulkan tidak adanya perbedaan volume aktivitas perdagangan antara sebelum dan setelah event.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.800 maka p-value lebih besar dari *alpha* 0,05 sehingga H_0 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman tersebut tidak berpengaruh secara signifikan pada sebelum dan setelah pengumuman terhadap *trading volume activity*.

4.3 Pembahasan Hasil Penelitian

4.3.1 Perbedaan *Cumulative Abnormal Return* Saham Sebelum, Saat, dan Setelah Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi Secara Bersamaan

Penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada peristiwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan menunjukkan bahwa peristiwa tersebut tidak mengandung informasi bagi para investor.

Bertolak belakang dengan teori yang dikemukakan oleh Tandelilin (2010) jika pengumuman mengandung suatu informasi (*informasi content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan.

Dalam penelitian ini reaksi pasar modal diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return*. Hasil pengujian data statistik, menunjukkan bahwa tidak adanya perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan baik periode sebelum-saat, saat-setelah serta periode sebelum-setelah pengumuman. Pernyataan tersebut membuktikan teori diatas bahwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi 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.

Dengan tidak adanya hasil *cumulative abnormal return* signifikan yang dapat menunjukkan reaksi pasar, sulit untuk menentukan apakah pasar sudah memenuhi bentuk efisien semi kuat atau tidak karena adanya pendapat bahwa jika

pasar tidak bereaksi maka sulit untuk menentukan apakah pasar efisien atau tidak (Jogiyanto, 2012). Namun, jika pasar adalah efisien dan peristiwa yang diteliti sudah terkandung pada harga sekuritas, maka *return* tak normal di sekitar tanggal pengumuman laba seharusnya berfluktuasi secara random di sekitar nol (Tandelilin, 2010).

Dari segi teori efisiensi pasar secara informasi, hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar dapat dikatakan efisien bentuk semi kuat karena informasi mengenai pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi diserap cepat oleh pasar dan pasar tidak terpengaruh dengan adanya pengumuman tersebut sehingga tidak terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan selama periode jendela.

Maksud dari pernyataan diatas adalah apabila pasar dikatakan efisiensi pasar bentuk semi kuat (*semi strong form*), investor akan mendapat semua informasi yang dipublikasikan secara merata sehingga tidak ada salah satu pihak yang mendapat informasi secara personal yang akan berdampak investor tersebut untuk mendapat *abnormal return*. Dengan kata lain dalam pasar ini investor tidak ada yang mendapat *abnormal return*.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dwi Kurnia Dinianto (2012) bahwa hasil penelitian menunjukkan pengumuman tersebut tidak mempunyai kandungan informasi sehingga tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang ditunjukkan dengan tidak adanya rata-rata *return* yang signifikan.

Dalam penelitian Lucy Sumardi (2007) dan Nunung Ghoniyah dkk (2008), juga menyatakan tidak adanya pengaruh yang signifikan dengan adanya peristiwa

penerbitan obligasi maupun obligasi syariah Dengan kata lain bahwa *event* tersebut tidak memuat kandungan informasi (*information content*) yang bermakna (*good news*) bagi investor.

Selain itu, ada beberapa hal yang memungkinkan mengapa hasil penelitian penulis sejalan dengan teori yang ada. Titah (2008) menjelaskan bahwa penerbitan obligasi akan menyebabkan terjadi peningkatan *leverage* perusahaan. Di satu sisi peningkatan *leverage* akan membawa keuntungan bagi perusahaan berupa *tax shield* 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. Reaksi investor terhadap perubahan struktur modal dapat dilihat dari pergerakan harga saham di pasar modal.

Dari pernyataan diatas memungkinkan juga investor untuk melakukan antisipasi terhadap investasi yang dimiliki agar tidak terjadi kerugian. Sehingga bisa disimpulkan investor melakukan strategi *wait and see* sampai informasi yang ditimbulkan *event* tersebut jelas atau tidak bias lagi hal inilah yang menyebabkan investor tidak mendapat *return* maupun *abnormal return* yang diharapkan.

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.

4.3.2 Perbedaan *Trading Volume Activity* (TVA) Saham Sebelum, Saat, dan Setelah Pengumuman Penerbitan Sukuk dan Obligasi Korporasi Secara Bersamaan

Dari hasil analisis diatas dengan menggunakan uji statistik *paired sample t-test*, penelitian ini memperoleh kesimpulan sama dengan *cumulative abnormal return*, bahwa pada semua periode pengumuman baik pada sebelum, saat maupun setelah pengumuman tidak terdapat perbedaan yang 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.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Dwi Kurnia Dinianto (2012) bahwa hasil penelitian menunjukkan pengumuman tersebut tidak mempunyai kandungan informasi sehingga tidak berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang ditunjukkan dengan tidak adanya rata-rata *return* yang signifikan.

Hasil ini mendukung hasil penghitungan *trading volume activity* yang nilainya berada di bawah 1% atau 0.01, yaitu antara 0.001-0.002 sepanjang periode jendela. Dengan adanya hasil pengujian dan penghitungan *trading volume activity* ini dapat diketahui bahwa pasar tidak terlalu merespon pengumuman penerbitan karena tidak memiliki kandungan informasi yang dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan positif.

Menurut Suad Husnan, dkk (1996:111-112), Volume Aktivitas Perdagangan saham dapat digunakan untuk melihat apakah investor secara individu menilai suatu peristiwa sebagai suatu yang informatif, dalam arti apakah informasi tersebut akan membuat keputusan investasi yang berbeda dari keputusan investasi normal. Suatu informasi mengandung nilai informatif jika jumlah lembar saham yang diperdagangkan menjadi lebih besar atau lebih kecil pada saat peristiwa terjadi, dibandingkan dengan waktu lainnya.

Mendukung penelitian Nunung (2008) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara *trading volume activity* sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah. *Trading volume activity* sesudah penerbitan obligasi syariah akan lebih besar apabila penerbitan tersebut memberikan nilai tambah (kemakmuran), keamanan secara syariah bagi investor. Sebaliknya akan lebih kecil nilai *trading volume activity* nya, jika penerbitan obligasi syariah tidak memberikan kemudahan, keamanan secara syariah, nilai tambah, maupun keuntungan bagi investor.

Kesimpulan yang didapat dari beberapa penelitian diatas menunjukkan bahwa investor mempunyai tingkat ekspektasi yang sama sehingga aktivitas volume perdagangan (*Trading volume activity*) tidak mengalami perubahan.

Kondisi ini mengindikasikan bahwa pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi korporasi secara bersamaan tidak dapat memengaruhi jumlah pemegang saham yang ditunjukkan dengan tidak adanya perubahan terhadap volume perdagangan saham (*trading volume activity*) yang signifikan. Sehingga dapat dikatakan kondisi pasar modal pada saat *event* dalam keadaan kurang baik (*bearish*). Hal ini dapat dilihat dari rata-rata *trading volume activity* yang cenderung menurun dari nilai mean 0.013 menjadi 0.012 setelah terjadinya peristiwa penerbitan.

Pernyataan di atas sesuai dengan teori yang dikemukakan Suryawijaya (1998:42) *Trading Volume Activity* (TVA) dianggap sebagai ukuran dari kekuatan atau kelemahan pasar. Ketika TVA cenderung meningkat selama harga mengalami peningkatan maka pasar diindikasikan dalam keadaan *bullish*. Dan ketika volume perdagangan cenderung mengalami penurunan selama harga mengalami kenaikan maka pasar dalam keadaan *bearish*.

Mendukung hasil penelitian yang dilakukan Lulu (2006) menjelaskan bahwa kegiatan perdagangan dalam volume yang sangat tinggi di suatu bursa akan ditafsirkan sebagai tanda pasar modal akan membaik (*bullish*).

4.4 Implikasi Penelitian

Informasi yang relevan dan kondisi pasar modal merupakan sesuatu yang selalu dicari para pelaku pasar modal dalam upaya melakukan pengambilan keputusan investasi. Namun tidak semua informasi merupakan informasi yang berharga, akibatnya para pelaku pasar modal harus secara tepat memilah informasi-informasi yang layak (relevan) dijadikan pertimbangan pengambilan keputusan. Informasi tentang pengumuman sukuk dan obligasi korporasi tidak menunjukkan adanya perbedaan *abnormal return* dan aktivitas volume

perdagangan (TVA) yang signifikan sehingga bagi investor yang ingin memperoleh *excess return* dari informasi tersebut tidak dapat diperoleh.

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنزِلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي
نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ

خَيْرٌ

Artinya: “*Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat. Dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal*” (QS. Luqman/ 31 : 34).

Maksud dari ayat diatas adalah tidak ada seorang pun yang mengetahui apa yang akan terjadi di depan, sehingga perlu dilakukan analisis dalam bertransaksi di pasar modal. Analisis tersebut dapat dilakukan secara teknikal maupun secara fundamental. Suatu informasi dalam analisis fundamental merupakan salah satu analisis yang harus digunakan oleh investor dalam mengambil sebuah keputusan. Namun informasi tersebut harus diseleksi terlebih dahulu. Artinya investor tidak boleh mengambil keputusan hanya berdasarkan pada satu informasi atau berita, namun investor harus tetap melakukan seleksi terhadap informasi tersebut.

Hasil perhitungan statistik di atas, dengan mengamati *cumulative abnormal return* dan *trading volume activity* tidak ada perbedaan pada variabel tersebut baik periode sebelum, saat, dan sesudah pengumuman penerbitan sukuk dan obligasi. Hasil tersebut menganjurkan kepada kita untuk selalu mempertimbangkan segala hal serta dampak yang akan diperoleh sebelum mengambil keputusan. Berikut terdapat ayat yang memerintahkan kita untuk

mempertimbangkan sesuatu sebelum mengambil keputusan. Hal tersebut dijelaskan pada Al-Qur'an sebagai berikut:

يَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِن جَاءَكُمْ فَاسِقٌ بِنَبَأٍ فَتَبَيَّنُوا أَن تُصِيبُوا قَوْمًا مَّجْهَلَةً
فَتُصِيبُوهَا عَلَىٰ مَا فَعَلْتُمْ نَادِمِينَ ﴿٦﴾

“Hai orang-orang yang beriman, jika datang kepadamu orang Fasik membawa suatu berita, Maka periksalah dengan teliti agar kamu tidak menimpakan suatu musibah kepada suatu kaum tanpa mengetahui keadaannya yang menyebabkan kamu menyesal atas perbuatanmu itu” (Q.S. Al-Hujurat/ 49 : 6).

Ayat diatas mengingatkan kita akan betapa pentingnya ketelitian, apabila kita teliti sebelum mengambil keputusan, kita dapat mengetahui dampak dan keuntungan yang akan kita hadapi nantinya. Oleh sebab itu dianjurkan bagi setiap muslim agar meneliti terlebih dahulu sumber informasi dan mengecek kebenarannya, agar tidak terjadi sesuatu yang tidak diinginkan nantinya.

Ayat tersebut juga semakin mempertegas bahwa tidak semua informasi yang masuk ke pasar relevan dengan kondisi pasar. Hal ini berkaitan dengan kualitas informasi dan distribusi informasi. Untuk itulah Allah SWT memerintahkan dalam firman-Nya *antabayyanuu* (periksalah) kebenaran informasi dan besarnya pengaruh informasi terhadap pergerakan keseimbangan harga baru melalui analisis yang tepat.

Islam menyaratkan kepada pelaku pasar konsep *taradli* (kerelaan) sebagai salah satu bentuk adanya simetris informasi, yaitu informasi yang menyebar dengan derajat yang sama kepada seluruh pelaku pasar serta mengandung unsur kejujuran dan keterbukaan. Sehingga harga yang terbentuk merupakan harga

keseimbangan, atas pengetahuan permintaan dan penawaran yang seimbang pula. Sebuah riwayat menyebutkan bahwa:

عَنْ عَبْدِ اللَّهِ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُ قَالَ كُنَّا نَتَلَقِي الرُّكْبَانَ فَنَشْتَرِي مِنْهُمْ الطَّعَامَ فَنَهَانَا النَّبِيُّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ أَنْ نَبِيعَهُ حَتَّى يَبْلُغَ بِهِ سُوقَ الطَّعَامِ قَالَ آبُو عَبْدِ اللَّهِ هَذَا فِي أَعْلَى السُّوقِ يُبَيِّنُهُ حَدِيثُ عُبَيْدِ اللَّهِ

“Dari Abdillah: “Kami bertemu kafilah dan kami membeli makanan yang dibawanya, Nabi melarang jual beli yang kamu lakukan sebelum sampai ke pasar.” (H.R. Bukhori: 2021) dalam Diana (2008: 131).

Praktik asimetris informasi dengan memanfaatkan ketidaktahuan pelaku pasar atas kondisi pasar tidak memenuhi persyaratan pasar. Hal ini menyebabkan terbentuknya pasar yang tidak sehat. Mereka yang memiliki pengetahuan pasar lebih, menindas mereka yang memiliki pengetahuan pasar lemah. Sehingga mereka yang untung akan terus mendapatkan keuntungan, begitu pula sebaliknya. Padahal dalam sebuah transaksi jual beli dikenal untung dan rugi. Kadangkala untung dan suatu ketika rugi.

Telah dijelaskan diatas bahwa bukti adanya reaksi pasar modal adalah terdapat *abnormal return*. Tetapi *abnormal return* tidak dianjurkan dalam Islam, tidak demikian halnya dengan *return* itu sendiri. Tidak ada pembatasan keuntungan maksimal dalam Islam, semua bergantung dari permintaan dan penawaran (*supply and demand*). Ketika hukum *supply and demand* mengakibatkan harga naik, maka bisa dipahami bahwa Allah SWT memberi rizki kepada penjual. Dan ketika hukum *supply and demand* mengakibatkan harga turun, maka bisa dipahami bahwa Allah SWT memberikan rizki-Nya kepada pembeli. (Munir, 2007: 96)