

## REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PENINGKATAN LEVERAGE DI BURSA EFEK INDONESIA

**Oleh Elsy Meida Arif**  
(Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Borobudur)

### ABSTRACT

*This study was conducted to demonstrate empirically the market reaction to the announcement of the addition of the company's leverage by issuing bonds. The sample used in this study is an event announcement of bond issuance period 2007-2010. The method used is the event study method using t-test and paired sample t-test. Calculation abnormal return is calculated by two alternative methods is market model and market adjusted model. The average abnormal stock returns before the announcement is no different to the average abnormal return time of the events and after the announcement.*

**Keywords :** *the addition of leverage, the issuance of bonds, abnormal return, event study.*

### PENDAHULUAN

#### Latar Belakang Masalah

Pasar modal berfungsi sebagai sarana pendanaan bagi perusahaan maupun pemerintah, yaitu mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor) yang akan digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Fungsi lain dari pasar modal adalah sebagai sarana investasi bagi masyarakat yang memiliki kelebihan dana untuk berinvestasi pada instrument keuangan seperti saham, obligasi, reksadana, dan lain-lain.

Salah satu yang perlu diperhatikan perusahaan ketika mencari sumber pembiayaan adalah nilai perusahaan saat ini. Berdasarkan Trade-off Theory, sampai titik tertentu (titik optimal) penambahan utang akan meningkatkan nilai perusahaan karena manfaat pengurangan pajak dan pengurangan biaya keagenan. Ross (2008) mengatakan nilai perusahaan akan naik seiring dengan Penggunaan utang, karena peningkatan utang meningkatkan persepsi pasar tentang nilai perusahaan. Peningkatan utang akan dianggap

Berdasarkan uraian diatas maka yang menjadi permasalahan dalam penelitian ini adalah apakah pengumuman peningkatan

sebagai suatu signal bagi pasar bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan membayar di masa mendatang karena perusahaan yakin dengan kinerjanya yang akan lebih baik dimasa mendatang.

Reaksi atas harga-harga sekuritas yang diperdagangkan secara publik diasumsikan mencerminkan sepenuhnya semua informasi yang tersedia bagi publik. Pengujian kandungan informasi dimaksudkan untuk melihat reaksi pasar dari suatu pengumuman. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan yang dapat diukur dengan abnormal return. Dengan demikian dapat dikatakan suatu pengumuman yang mengandung informasi akan memberikan abnormal return kepada pasar. Sebaliknya yang tidak mengandung informasi tidak memberikan abnormal return kepada pasar.

#### Perumusan Masalah

leverage dengan penerbitan obligasi memberikan abnormal return yang signifikan sebelum, saat dan sesudah pengumuman ?

Event study merupakan metode yang digunakan untuk melihat pengaruh dari suatu peristiwa atau kejadian yang dipublikasikan terhadap nilai perusahaan yang biasanya diukur dengan nilai saham. Metode ini merupakan research tool yang paling banyak dilakukan dalam ilmu bisnis dan keuangan untuk melihat pengaruh event-event tertentu seperti right issue, deviden, stock splits, tender offer atau perubahan strategi perusahaan seperti merger dan akuisisi. Tujuan dari event study untuk menilai apakah ada abnormal atau excess return yang diperoleh oleh pemegang saham atas peristiwa tertentu (pengumuman laba, pengumuman merger, stock splits).

Kejadian (events) merupakan pemberian informasi kepada partisipan pasar oleh lembaga tertentu melalui financial press (jurnal pasar modal) atau melalui informasi yang dipublikasikan oleh perusahaan seperti laporan keuangan (Peterson : 1989). Perlu pertimbangan lebih lanjut mana yang ditetapkan sebagai event, karena ketika perusahaan mengumumkan suatu informasi pada hari event maka publik baru menerima keesokan harinya ketika informasi itu dipublikasikan oleh media. Jika tidak ada suatu kejadian (event) biasanya pasar akan memberikan return normal kepada para investornya.

Tahap selanjutnya yaitu mengidentifikasi parameter waktu yang digunakan sebagai periode pengamatan (windows period). Dalam event studi periode pengamatan merupakan periode yang akan dihitung abnormal returnnya. Disini akan dilihat pengaruh suatu peristiwa terhadap return saham. Return saham yang diamati merupakan return yang telah diestimasi sebelumnya. Estimasi atas return saham dibuat pada periode sebelum periode pengamatan. Menurut Peterson (1989) panjangnya periode estimasi berkisar antara 100 - 300 hari untuk penelitian dengan menggunakan data harian dan 24 sampai 60 bulan untuk penelitian dengan menggunakan data bulanan.

### ***Abnormal Return***

Abnormal return atau excess return merupakan ukuran yang dicari dan akan dipakai dalam analisis penelitian dengan menggunakan metode event study, yaitu kelebihan dari return yang sesungguhnya terjadi terhadap return normal. Menurut Peterson (1989), abnormal or excess return difference between observed return and that appropriate given a particular return generating model. Menurut Jogiyanto (1998), Return tidak normal (abnormal return) adalah selisih antara return sesungguhnya terjadi dengan return ekspektasi yang dirumuskan sebagai berikut :

$$AR = R_{it} - E[R_{i,t}]$$

(2.1) dimana :

$R_{i,t}$  = return tidak normal (abnormal return) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$  = return yang sesungguhnya terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$  = return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga saham sekarang relative terhadap harga saham sebelumnya, yang diformulasikan sebagai berikut :  $R_{it} - P_{it-1}$  (2.2) Sementara return ekspektasi merupakan return yang diharapkan oleh investor. Return ekspektasi ini merupakan return yang harus diestimasi.

### ***Model Perhitungan Abnormal Return***

Seperti telah disebutkan sebelumnya untuk mencari abnormal return maka perlu diketahui terlebih dahulu return estimasi (Expected return) yaitu return yang diharapkan oleh investor. Brown dan Warner (1985) mengestimasi return ekspektasi dalam 3 model seperti yang dikutip Jogiyanto (1998) sebagai berikut :

1. Mean-adjusted model. Model rata-rata disesuaikan menganggap bahwa return ekspektasi bernilai konstan model rata-

rata disesuaikan menganggapilli baahvva return ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata return realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

2. Market model Perhitungan return ekspektasi dengan model pasar (market model) dilakukan dengan dua tahap yaitu
  - a. Membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama , periode estimasi
  - b. Menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model estimasi dibentuk dengan menggunakan teknik regresi OLS (Ordinary Least Square).
3. Market-adjusted model. Model pasar disesuaikan (Market-adjusted model) menganggap bahwa penduga yang terbaik untuk mengestimasi return suatu sekuritas adalah return indeks pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi, karena return sekuritas yang diestimasi adalah sama dengan return indeks pasar.

### **Penelitian Empiris Sebelumnya Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Return Saham**

Penelitian empiris mengenai rpenerbitan obligasi terhadap return saham di Indonesia dilakukan oleh Dewitifa (2004) dan Mareta (2006). Penelitian Dewitifa (2004) berhasil membuktikan bahwa sinyal good news yang diberikan perusahaan atas pengumuman penerbitan obligasi menghasilkan abnormal return positif dan signifikan pada  $t_0$  dan  $t+2$ . Penelitian ini juga menunjukkan terdapat kebocoran informasi atas pengumuman penerbitan obligasi, yaitu dengan adanya abnormal return positif dan signifikan pada  $t-3$  dan  $t-1$ . Selain itu penelitian ini juga melihat faktor-faktor yang mempengaruhi CAR yaitu dengan melihat jumlah emisi (nominal)

obligasi, rating obligasi berpengaruh signifikan terhadap CAR namun tingkat leverage yang diproksi dengan rasio kewajiban terhadap aset tidak berpengaruh signifikan terhadap CAR. Sampe yang diambil dalam penelitian ini adalah emiten yang menerbitkan obligasi antara tahun 2000-2004 sebanyak 34 sampel yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta.

Sementara penelitian Mareta (2006) melihat sejauh mana hubungan antara penerbitan obligasi dengan harga saham. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa tidak terdapat hubungan (pengaruh) yang signifikan antara penerbitan obligasi dengan kinerja harga saham secara parsial maupun agregat. Penerbitan obligasi yang diproksi oleh variable tujuan penggunaan dana obligasi tidak memiliki hubungan (pengaruh) yang signifikan terhadap kinerja harga saham. Demikian juga dengan penerbitan obligasi yang diproksi oleh variable peringkat (rating) obligasi yang tidak mempunyai hubungan (pengaruh) signifikan dengan kinerja harga saham selama periode pengamatan. Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listing di bursa efek Jakarta dan bursa efek Surabaya yang menerbitkan obligasi selama periode 1997-2003 sebanyak 37 perusahaan publik.

### **Peristiwa yang Mempengaruhi Retur Saham**

Penelitian yang dilakukan Shyam-Sunder dan Laksmi (1991) untuk menguji apakah pengumuman penerbitan straight debt akan berpengaruh pada harga sahar. Pada penelitian ini periode pengamatan yang dipilih adalah 1 hari sebelum dan 2 hari setelah peristiwa pengumuman. Dari penelitian ini didapatkan shasil bahwa reaksi harga saham berbeda-becia tergantung dari tingkat resiko yang dimiliki perusahaan yang dalam hal ini digunakan rating obligasi sebagai proksi tingkat resiko perusahaan. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara dampak dari safe debt dengan risky debt jika risiko hutang dilihat dari rating obligasi. Sedangkan

abnormal return pada saat pengumuman penerbitan straight debt tidak berhubungan secara signifikan dengan ukuran perusahaan. Reaksi harga saham terhadap penawaran yang melakukan restrukturisasi dengan yang tidak melakukan restrukturisasi hutang.

Best (1997) melakukan penelitian. untuk melihat bagaimana pasar bereaksi terhadap perwujudan hutang yang dikaitkan dengan default risk hutang. Untuk mengukur risiko default digunakan peringkat hutang sebagai proksi. Penerbitan straight debt yang kemudian oleh penurunan peringkat hutang mengindikasikan terjadinya peningkatan risiko default. Dari penelitian ini Best mendapatkan hasil bahwa perusahaan yang mengumumkan straight debt dalam kurun waktu 6 bulan dan mengalami penurunan peringkat hutang menyebabkan rata-rata abnormal return yang negative signifikan pada saat pengumuman hutang baru. Sedangkan untuk perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat hutang menyebabkan rata-rata abnormal return yang positif signifikan. Sementara untuk perusahaan yang dalam kurun waktu 6 bulan tidak mengalami perubahan dalam peringkat hutang menyebabkan rata-rata abnormal return yang tidak signifikan.

Fama, et. al (1969) melakukan penelitian menguji proses dimana harga saham menyesuaikan diri dengan informasi (jika ada) yang tersirat dalam stock split. Untuk penelitian ini Fama. et al mengajukan sebuah metodologi untuk mengukur pengaruh dari kejadian (events) yang disebut event. Secara keseluruhan, kejadian stock splits dimasa lalu sering diasosiasikan dengan kenaikan deviden. Sehingga harga saham dipasar menjadi tinggi dan mendorong manajemen perusahaan melakukan pemecahan saham (stock split) Didalam penelitian ini yang dilakukan adalah kapan harga saham akan berubah sejak sebelum pengumuman, pengumuman dan setelah pengumuman. Hasil penelitian juga menyimpulkan bahwa keadaan pasar sedang efisien dimana pasar akan cepat menyerap informasi yang disampaikan oleh manajemen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa dalam bereaksi terhadap satu pasar hanya

bereaksi jika merupakan implikasi dari dividen. Dengan kata lain yang menyebabkan penyesuaian harga hanya terkait dengan perubahan deviden yang diantisipasi di masa depan.

### **Metode Penelitian**

Penelitian ini dilakukan dengan menggunakan metode studi peristiwa (event study). Tujuan dari event study untuk melihat reaksi pasar atas suatu peristiwa ekonomi yang i dipublikasikan (memiliki kandungan informasi). Pengaruh dari peristiwa ekonomi tersebut akan direspon oleh pasar yang tercermin dari perubahan harga sekuritas yang diperdagangkan.

Metode pemilihan sampel yang akan dianalisis dalam penelitian ini adalah metode purposive sampling. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data time series. yaitu saham harian selama periode pengamatan.

### **Data Penelitian**

Data Penelitian Data perusahaan yang menerbitkan obligasi setiap tahunnya diperoleh dari statistic pasar modal dan Annual Report Bapepam. Data tersebut dibandingkan dengan Indonesia Bond Market Directory yang dikeluarkan oleh BEI. Data tanggal pengumuman didapat dari public expose yang dipublikasikan di situs masing-masing perusahaan maupun dipublikasikan di media online mana yang lebih duluan. Tanggal event yang dijadikan sampel adalah yang bersih dari corporate action lainnya selama periode pengamatan.

Data return saham masing-masing perusahaan diperoleh dari harga saham penutupan harian pada Yahoo Finance, sedangkan untuk return pasar digunakan harga penutupan indeks harga saham gabungan (IHSG).

**Populasi dan Sampel**

Populasi dan Sampel Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh peristiwa pengumuman penerbitan obligasi yang dilakukan oleh perusahaan yang memperdagangkan obligasinya di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2007 sampai 2010 yaitu berjumlah 100 event. Dari 100 peristiwa pengumuman tersebut yang lolos masuk sebagai kriteria sampel adalah 53 peristiwa.

Dengan menggunakan market adjusted model maka yang menjadi sampel penelitian adalah 53 sampel.

Tabel 1 Kriteria Sampel Penelitian-Market Adjusted Model

Keterangan	Jumlah
Peristiwa penerbitan obligasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia selama periode 2007-2010	100
Perusahaan yang menerbitkan obligasi tapi sahamnya tidak terdaftar dan diperdagangkan di BEI periode 2007-2010	(39)
Pengumuman penerbitan obligasi yang tidak memenuhi Periode pengamatan dan periode estimasi	(6)
Pengumuman penerbitan obligasi yang bersamaan dengan corporate action selama pengamatan	(2)
Pengumuman penerbitan obligasi yang terpilih sebagai sampel penelitian	53

Dengan menggunakan market model dilakukan regresi OLS yaitu meregresikan return masing-masing saham individu terhadap return market selama periode estimasi (t-11 sampai t-101). Berdasarkan hasil regresi terdapat 17 data yang menghasilkan performance model tidak signifikan (>0.05). dengan demikian ke 17 data tersebut dikeluarkan dari sampel penelitian yang dapat dilanjutkan menjadi 36.

Tabel 2 Kriteria Tambahn Sampel Penelitian-Market Model

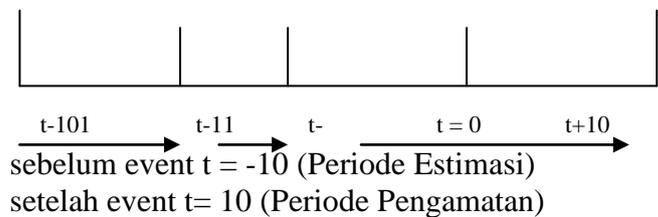
Keterangan	Jumlah
Pengumuman penerbitan obligasi yang terpilih sebagai sampel penelitian	53

Saham perusahaan sampel yang $\alpha$ dan $\beta$ tidak signifikan	(17)
Peristiwa pengumuman penerbitan obligasi yang dapat dilanjutkan sebagai sampel penelitian	36

**Metode Pengolahan dan Analisis Data**

Setelah mendapatkan tanggal peristiwa (event) maka tahap berikutnya yaitu menentukan periode pengamatan. Periode pengamatan yang dipilih adalah 21 hari yaitu 10 hari sebelum, hari peristiwa (t=0), dan 10 hari setelah hari peristiwa. Sementara untuk periode estimasi dipilih 100 hari kerja sebelum periode pengamatan dimulai yaitu dari -101 sampai -11 hari.

**Gambar Plot Parameter Waktu**



**Menghitung Abnormal Return**

Menurut Jogiyanto (2002), retur tidak normal (abnormal return) adalah selisih antara return sesungguhnya dengan return ekspektasi dengan rumus :

$$AR = R_{it} - E[R_{i,t}]$$

dimana :

$AR_{i,t}$  = return tidak normal (abnormal return) sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$R_{i,t}$  = return yang sesungguhnya terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{i,t}]$  = return ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Return sesungguhnya merupakan return yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga saham sekarang terhadap harga saham sebelumnya. Sedangkan return ekspektasi dapat dihitung dengan berdasarkan market model maka perlu dibentuk model ekspektasi dengan melakukan regresi OLS untuk mendapatkan  $\alpha$  dan  $\beta$  masing-masing saham, yaitu dengan meregresikan return masing-masing saham terhadap return market

(IHSG) selama periode estimasi. Parameter  $\alpha$  dan  $\beta$  digunakan sebagai model ekspektasi yang dihitung dengan formula berikut :

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i.R_{mj} + \epsilon_{ij}$$

Keterangan :

$R_{ij}$  = return realisasi saham i pada periode estimasi

$\alpha_i$  = intercept untuk sekuritas i

$\beta_i$  = koefisien slope yang merupakan beta dari saham

$\epsilon_{ij}$  = kesalahan residu saham i pada periode estimasi

$R_{mj}$  = return indeks pasar pada periode estimasi j,

Berdasarkan market adjusted model, expected return pada hari tertentu selama periode pengamatan sama dengan return market pada hari tersebut yang diformulasikan sebagai berikut :

$$E(R_{it}) = R_{mt}$$

Keterangan :

$E(R_{it})$  = return ekspektasi sekuritas ke-I pada periode pengamatan ke-t

$R_{mt}$  = return pasar pada periode pengamatan.

### Menghitung Cumulative Abnormal Return

Penghitungan cumulative abnormal return (CAR) seluruh saham selama periode pengamatan dapat dihitung dengan menggunakan persamaan berikut :

$$CAR_{nj} = \sum_{t=1}^2 t AR_{jt}$$

Dimana :

$CAR_{nj}$  = cumulative abnormal return seluruh saham selama periode event

$AR_{jt}$  = abnormal return tiap-tiap saham selama periode event

### Menghitung Cumulative Average Abnormal Return

Untuk mengetahui seberapa besar perubahan abnormal return yang terjadi setelah pengumuman penerbitan obligasi, maka perlu dihitung rata-rata (average) abnormal return dengan menggunakan persamaan berikut :

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^n n \frac{AR_{it}}{N}$$

$AAR_{it}$  = average abnormal return seluruh saham selama periode pengamatan.

$AR_{it}$  = abnormal return tiap-tiap saham selama periode pengamatan

$N$  = jumlah seluruh saham yang diteliti

### Menghitung Cumulative Average Abnormal Return

Penghitungan akumulasi rata-rata return tidak normal atau cumulative average abnormal return (CAAR) dapat dilakukan dengan mengakumulasikan rata-rata abnormal return untuk hari-hari sebelumnya menggunakan rumus berikut :

$$CAAR_{nt} = \sum_{t=-10}^t +10 AAR_{it}$$

Dimana :

$CAAR_{nt}$  = Cumulative average abnormal return seluruh saham selama periode pengamatan  
 $AAR_{jt}$  = Average abnormal return tiap-tiap saham selama periode pengamatan

### Pengujian Statistik Terhadap Abnormal Return

Pengujian statistik terhadap abnormal return bertujuan untuk melihat signifikansi abnormal return yang ada di periode event yaitu abnormal return tersebut secara statistik signifikan tidak sama dengan nol yaitu bernilai positif untuk kabar baik dan negatif untuk kabar buruk (Jogiyanto : 2003). Untuk itu digunakan uji statistik t yang menguji hipotesis nol dengan cara standarisasi nilai abnormal return.

Standarisasi yang dilakukan adalah dengan membagi nilai abnormal return dengan nilai kesalahan standar estimasinya (standard error of the estimate) yang diformulasikan sebagai berikut (Jogiyanto : 2003)

$$SAR_{it} = AR_{it} \frac{AR_{it}}{SE_j}$$

$SAR_{it}$  = Standarisasi abnormal return saham i pada hari ke-t di periode event

$AR_{it}$  = Abnormal return saham i pada hari ke-t di periode event

$SE_j$  = Kesalahan standar estimasi untuk saham i

Kesalahan standar estimasi dapat dicari dengan menggunakan beberapa cara, namun menurut Jogiyanto (2003) untuk market model dapat ditentukan berdasarkan standar deviasi rata-rata return selama periode estimasi dengan nilai standarnya, yang difonnulasikan sebagai berikut :

$$SE_j = \sqrt{\frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} (R_{ij} - R_i)^2}{T-2}}$$

SE<sub>j</sub> = Standard error of estimate untuk tiap-tiap saham

R<sub>ij</sub> = Return saham i untuk hari ke-selama periode estimasi

R<sub>i</sub> = Rata-rata return saham i selama i periode estimasi

T = Jumlah hari di periode estimasi

Pengujian statistic t-test dilakukan dengan menggunakan rumus berikut :

$$t\text{-statistic} = \frac{\sum_{j=1}^n SAR_{it}}{n}$$

SAR<sub>t</sub> = Standarisasi abnonnal return untuk hari ke-t pada periode event

SAR<sub>it</sub> = Standarisasi abnormal return saham i pada hari ke-t di periode event

N = Jumlah seluruh saham sampel

### Pengujian Perbedaan Abnormal Return

Perbedaan rata-rata abnormal return seluruh saham sample antara sebelum peristiwa pengumuman penerbitan obligasi dengan sesudah pengumuman dapat dilakukan dengan cara berikut :

Rata-rata abnormal return seluruh sampel saham sebelum pengumuman :

$$AAR_{\text{before}} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} AR_{\text{before } t}}{n}$$

AAR<sub>before</sub> = Average abnonnal return sebelum event selama periode pengamatan

AR<sub>before t</sub> = Abnormal return sebelum event selama periode pengamatan

n = jumlah sampel yang diamati

Rata rata abnormal terurn seluruh sampel saham setelah pengumuman :

$$AAR_{\text{after}} = \frac{\sum_{t=-10}^{t=-1} AR_{\text{after } t}}{n}$$

AAR<sub>after</sub> = Average abnonnal return setelah event selama periode pengamatan

AR<sub>after t</sub> = Abnormal return setelah event selama periode pengamatan

n = jumlah sampel yang diamati

### HASIL ANALISIS DAN INTERPRETASI Data Penelitian

Berdasarkan kriteria sampel, maka diperoleh 54 peristiwa pengumuman dengan menggunakan market adjusted model dan 37 peristiwa pengumuman dengan mennggunakan market model sebagai sampel penelitian. Informasi terperinci mengenai sampel terdapat pada lampiran 1. Dalam tabel 4.1 terlihat bahwa announcement peningkatan hutang dengan menerbitkan obligasi didominasi oleh industry keuangan yaitu perbankan, credit agencies dan sekuritas, kemudian industry telekomunikasi dan real estate & property.

**Tabel 3. Distribusi Industri Sampel**

Industri	2007		2008		2009		2010		Total	
	Mark et	Adj	M ar ket	Adj	Ma rket	Ad j	Ma rket	Ad j	Ma rket	Adj
Agri, forestry & fishinh							1	1	1	1
Animal feed & husbandr y	0	1	0	1					0	2
Mining & mining					1	1			1	1
Construc tion	0	1							0	1
Food & Beverage	0	1	0	1	1	1			1	3
Chemica l & Allfed			1	1					1	1
Automot ive & allied							1	1	1	1
Tobacco manufact urer	1	1							1	1
Transpor tation service	1	1	1	1	1	1			3	3
Telecom munic	2	4	1	1	1	1	1	1	5	7
Wholesal e & retail trade					2	2			2	2
Banking	3	5	2	2	3	4	6	9	14	20
Agencies non bank	1	1			1	1	0	1	2	3
Securitie s	0	2							0	2
Real estate & Property	1	2	2	2					3	4
Others							1	1	1	1
Total	9	19	7	9	10	11	10	14	36	53

Sumber : data diolah dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

Selama periode 2007-2010, obligasi marak diperdagangkan. Pada tahun 2007 dapat

dilihat banyak emiten yang melakukan pengumuman penerbitan obligasi. Namun pada tahun 2008 mengalami penurunan hingga 50 %, ini mungkin merupakan dampak dari krisis global terhadap pasar Indonesia, namun pada tahun 2009-2010 kembali mengalami peningkatan.

Jika dilihat rating dari obligasi yang diumumkan, maka mayoritas (lebih dari 90%) memiliki rating bagus yaitu diatas BBB+ seperti terlihat pada tabel 4.2. Ini menunjukkan bahwa obligasi tersebut memang layak untuk diperdagangkan dan akan diminati investor karena rating yang tinggi menunjukkan kemampuan dinacial perusahaan untuk dapat melunasi pokok beserta bunga obligasinya, Sumardi (2007) mendapatkan hasil bahwa penerbitan obligasi memberikan abnormal return yang positif namun tidak signifikan hanya untuk obligasi yang memiliki rating tinggi.

**Tabel 4 rating Obligasi dalam Pengumuman Penerbitan**

Rating	Jumlah	Percentage
AAA	1	1.89%
AA+	7	13.21%
AA	3	5.66%
AA-	14	26.42%
A+	7	13.21%
A	7	13.21%
A-	8	15.09%
BBB+	3	5.66%
BBB	3	5.66%
Total	53	100%

Sumber : data diolah

**Pengujian Hipotesis Terdapat Rata-Rata Abnormal Return yang Positif Signifikan Selama Periode Pengamatan**

Pengujian hipotesis pertama bertujuan untuk melihat reaksi harga saham selama periode pengamatan terhadap peristiwa pengumuman penerbitan obligasi. Reaksi harga saham yang dilihat adalah adanya return sahan yang tidak normal (abnormal return) yang memiliki dua arah yaitu positif dan negatif. Abnormal return positif menunjukkan bahwa

pemegang saham mendapatkan keuntungan yang lebih dari keuntungan yang diharapkan sedangkan abnormal return negative berarti bahwa keuntungan yang didapatkan tidak sesuai dengan yang diekspektasikan sebelumnya.

Hasil uji statistic t-test untuk 21 hari dengan menggunakan market model dilakukan untuk melihat apakah pengumuman penerbitan obligasi oleh emiten memberikan abnormal return yang signifikan.

**Tabel 5  
Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return (Market Model)**

H	AAR	CAAR	t-test
-10	0.00312	0.00312	-2.1584**
-9	0.00073	0.00385	3.0997***
-8	0.00032	0.00417	-1.4871
-7	-0.0004	0.00414	3.5494***
-6	0.00664	0.01078	4.3516***
-5	0.01620	0.02698	11.123***
-4	0.00789	0.03486	-0.0184
-3	0.00497	0.03989	4.8717***
-2	0.00301	0.04284	-0.82279
-1	0.00244	0.04528	1.8990*
0	0.00815	0.05343	3.6791***
+1	0.00598	0.05941	3.8709***
+2	0.01221	0.07162	0.2331
+3	0.00086	0.07248	2.7452**
+4	0.00848	0.08095	6.8227***
+5	0.01523	0.09618	4.3065***
+6	0.00966	0.10585	5.5186***
+7	-0.00028	0.10557	1.8717*
+8	0.01121	0.11678	8.1894***
+9	0.00526	0.12203	4.8651***
+10	0.00033	0.12236	0.2932

Ket : \* Signifikan pada  $\alpha = 10\%$ , \*\* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , \*\*\* Signifikan pada  $\alpha = 1\%$

Berdasarkan tabel diatas makan selama 21 hari periode pengamatan terjadi rata-rata abnormal return yang signifikan baik pada  $\alpha = 1\%$ ,  $\alpha = 5\%$  maupun  $\alpha = 10\%$ . Abnormal return positif signifikan bahkan telah terjadi pada hari h-10 dan h-9 namun mengalami penuruhan pada h-8 dan h-7 abnormal return negatif signifikan pada  $\alpha = 5\%$ . Abnormal return positif signifikan pada  $\alpha = 1\%$  kembali terjadi pada h-6, h-5 dan h-3. Pada hari event (h=0) rata-rata abnormal return positif signifikan pada  $\alpha = 1\%$ . Sesudahnya abnormal

return positif terus terjadi hingga +10, kecuali h+7 terjadi abnormal return positif signifikan pada  $\alpha=1\%$ . Secara keseluruhan terjadi rata-rata abnormal return positif signifikan selama periode pengamatan dengan menggunakan market model. Ini berarti announcement penerbitan obligasi perusahaan berpengaruh terhadap harga saham.

Hasil uji statistic t-test untuk 21 hari dengan menggunakan market adjusted model dilakukan untuk melihat apakah pengumuman penerbitan obligasi oleh emiten memberikan abnormal return yang signifikan dapat dilihat pada tabel berikut.

**Tabel 6**  
**Abnormal Return dan Cumulative Average Abnormal Return (Market Adjusted Model)**

H	AAR	CAAR	t-test
-10	0.001217	0.001217	0.6170
-9	0.010408	0.011624	0.5310
-8	0.000303	0.011927	0.2330
-7	0.003457	0.015384	1.6438
-6	0.003737	0.019121	0.9920
-5	0.014326	0.033447	5.2721***
-4	0.005724	0.039171	1.4990
-3	0.008361	0.047532	3.1891***
-2	-0.002065	0.045466	-1.114
-1	0.000023	0.045490	0.0147
0	0.007891	0.053380	5.6858***
+1	-0.001558	0.051822	-1.0260
+2	0.005579	0.057404	3.5854***
+3	-0.000014	0.057387	-0.0091
+4	0.012501	0.069888	3.1369***
+5	0.004782	0.074670	1.9017*
+6	0.012938	0.087607	5.7350***
+7	-0.005696	0.081912	-2.9870***
+8	0.0001812	0.083724	0.6769
+9	-0.001767	0.0812957	-0.8468
+10	-0.003060	0.078897	-2.320**

Ket : \* Signifikan pada  $\alpha = 10\%$ , \*\* Signifikan pada  $\alpha = 5\%$ , \*\*\* Signifikan pada  $\alpha = 1\%$

Tabel diatas merupakan hasil pengujian statistic t-test dengan menggunakan metode market adjusted model. Rata-rata abnormal return positif sudah terjadi pada awal periode pengamatan yaitu h-10 sampai h-6 tapi tidak signifikan. Abnormal return positif signifikan pada  $\alpha = 1\%$  terjadi pada hari h-5 dan h-3. Sedangkan pada h-2 mengalami abnormal return negative namun tidak signifikan.

EAbnormal return signifikan pada  $\alpha = 1\%$  terjadi pada event (h=0) namun tidak diikuti pada hari sesudahnya h+ 1 yang justru mengalami abnormal return negatif. Abnormal return positif kembali terjadi pada h+2, h+4, h+5 dan h+6 yang masing-masing signifikan pada  $\alpha = 1\%$ ,  $\alpha = 10\%$ ,  $\alpha = 5\%$  dan  $\alpha = 1\%$ . Sebaliknya abnormal return negatif terjadi pada h+3 dan h+9 namun tidak signifikan dan pada h+7 dan h+10 signifikan pada  $\alpha = 1\%$  dan  $\alpha = 5\%$ . Adanya abnormal return yang tidak searah (naik-turun) selama periode pengamatan dengan menggunakan market adjusted model menunjukkan bahwa announcement penerbitan obligasi tidak memberikan pengaruh yang signifikan sehingga tidak berpengaruh pada harga saham.

**Pengujian hipotesis terdapat Perbedaan rata-rata Abnormal Return Signifikan antara Sebelum Pengumuman, Saat Terjadinya dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi**

Pengujian hipotesis kedua bertujuan untuk mengetahui apakah terjadi perbedaan yang signifikan antara rata-rata abnormal return sebelum pengumuman dengan saat terjadinya dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi. Hasil pengujian yang dilakukan dengan SPSS 11.5 adalah sebagai berikut :

**Tabel 7 Hasil Pengujian Perbedaan AAR**

Perbandingan	Mean	N	Mean Diff	t-stat	p-value	kesimpulan
Market :						
AAR Before	0.0045			-		Tidak Tolak
AAR After	0.0069	36	-0.0024	0.985	0.331	Ho
AAR Before	0.0045					Tidak Tolak
AAR Event	0.0081	36	-0.0036	-0.695	0.492	Ho
AAR Event	0.0081					Tidak Tolak
AAR After	0.0069	36	0.0013	0.27	0.789	Ho
Market Adjusted						
AAR Before	0.0044					Tidak Tolak
AAR After	0.0023	53	0.0021	0.721	0.474	Ho
AAR Before	0.0044					Tidak Tolak
AAR Event	0.0077	53	-0.0033	-0.753	0.455	Ho
AAR Event	0.0077					Tidak Tolak
AAR After	0.0023	53	0.0054	1.327	0.19	Ho

Tabel diatas merupakan hasil pengujian statistic paired t-test pada tingkat signifikansi 5% dan  $df = 35$ .

Untuk market model terlihat bahwa rata-rata abnormal return saat peristiwa pengumuman dan sesudah pengumuman lebih besar daripada rata-rata abnormal return sebelum pengumuman penerbitan obligasi. Namun perbedaan tersebut sangat kecil sekali yaitu -0.0024 untuk rata-rata abnormal return sebelum,-sesudah dan -0.0036 untuk rata-rata abnormal return sebelum event serta 0.0012 untuk rata rata abnormal return event-sesudaj. Dan tidak signifikan yang dibuktikan dengan t-statistik yang kurang dari t tabel dan p-value lebihbesar dari 0.005. sehingga hipotesis nol tidak ditolak yaitu tidak ada perbedaan rata-rata abnormal return antara sebelum dengan saat peristiwa dan sesudah peristiwa pengumuman penerbitan obligasi.

Dengan market adjusted model, rata-rata abnormal return saat event lebih besar daripada rata-rata abnormal return sebelum peristiwa pengumuman.namun tidak demikian dengan rata-rata abnormal return sesudah peristiwa oengumuna justru lebih kecil dari pada sebelum dan saat terjadinya pengumunan. Walaupun perbedaannya sangat kecil sekali. Jika dilihat dari t-statistik yang dihasilkan kurang dari t-tabel dan p-value  $>0.005$ , membuktikan bahwa perbedaan rata-rata tersebut tidak signifikan dengan demikian  $H_0$  ditolak yaitu tidak terdapat perbedaan rata-rata abnormal return antara sebelumdengan saat terjadinya dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi.

## KESIMPULAN

1. Pengumuman penerbitan obligasi merupakan pengumuman yang akan meningkatkan leverage perusahaan. informasi yang terkandung dlam pengumuman ini bisa menjadi good news, bad news atau bahkan no news bagi pelaku pasar. Penelitian ini membuktikan bahwa dengan menggunakan market model maka pengumuman penerbitan obligasi dianggap sebagai informasi positif

sehingga memberikan abnormal return positif signifikan selama periode pengamatan. Namun tidak dengan market adjusted model, pengumuman penerbitan obligasi tidak dianggap sebagai informasi yang baru sehingga tidak memberikan abnormal return positif signifikan.

2. Penelitian ini membuktikan bahwa dengan menggunakan market model maupun market adjusted model, pengumuman peningkatan leverage dengan menerbitkan obligasi tidak memberikan rata-rata abnormal return yang berbeda antara sebelum pengumuman dengan saat dan sesudah pengumuman. Ini berarti pengumuman tersebut tidak memberikan pengaruh yang signifikan bagi pemegang saham. Informasi yang terkandung dalam pengumaman tidak dianggap sebagai informasi yang baru. Sehingga reaksi investor ketika adanya announcement tidak berbeda dengan sebelum announcement tersebut dipublikasikan dengan kata lain telah terjadi kebocoran informasi sehubungan dengan pengumuman penerbitan obligasi.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ammann, Manuel, Martin Fehr and Rafl Seiz, 2004. New Evidence on The Announcement Effect of Convertible Bond and Excheable Bond, Working Paper Series SSRN.
- Best, Ronald W. 1997. The Role of Default Risk in determining the Market Reaction to Debt Announcement. The Financial Review Vol. 32 No. 1 May.
- Vodi, Zvi, Alex Kane & Alan J. Marcus. 2008. Investment. Seventh Edition. McGraw Hill International Edition.
- Budi Santosa, Purbayu dan Ashari.2005. Analisis Statistik Dengan Microsoft Excel & SPSS. Penerbit Andi.
- Dewitifa, Jeannie. 2004. Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Return

- Saham di BEJ Periode 2000-2004. Tesis Magister Akuntansi. Universitas Indonesia.
- Eckbo, B.E 1986. Valuation Effect of Corporate Debt Offering. Journal of Financial Economic.
- Fama, E.F.1970. Efficient Capital Market : A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance. Vol. 25 No. 2.
- Jogiyanto, H. M. 2002. Teori Portofolio dan Analisis Investasi. Edisi Kedua. BPFE. Yogyakarta.
- Kuncoro, Mudrajat. 2003. Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi. Penerbit. Erlangga. Jakarta.
- Peterson, Pamela. 1989. Event Studies : A Review of Issues and Methodology. Quarterly Jurnal of Business and Economics Vol. 28 No. 3
- Ross, Stephen A, and friesnd. Modern Financial Managemen, Eight Edition. McGraw Hill International.