

REAKSI PASAR SAHAM TERHADAP PENGUMUMAN PENERBITAN OBLIGASI SYARIAH DI BURSA EFEK INDONESIA

RESI PRIMADANI

Jurusan Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Negeri Surabaya,
Kampus Ketintang Surabaya 60231
E-mail: ressy_prim@yahoo.com

Abstract: *Announcement of the sharia bonds issuance give a signal to investors in making investment decisions to buy or sell a stock. Actions of investors in making decisions to buy or sell a stock will affect the demand and supply on the company's stock issuer of the sharia bonds so that it is possible the abnormal return of the increase or decrease in the stock price. This study used event study to determine whether there is stock market reaction around the announcement date of the sharia bonds issuance in Indonesia Stock Exchange. The results of these hypothesis with paired sample t-test showed that there was no difference before the announcement date and after the announcement date of the sharia bonds issuance. In conclusion, there is no stock market reaction to the announcement of the sharia bonds issuance in Indonesia Stock Exchange.*

Keywords: *Stock Market Reaction, Sharia Bonds Issuance, Event Study.*

PENDAHULUAN

Pengumuman penerbitan obligasi syariah mengandung informasi yang dapat diartikan secara berbeda oleh investor. Investor akan melakukan penilaian terhadap informasi tersebut dan penilaian tersebut akan mempengaruhi keputusan investasinya. Informasi penerbitan obligasi syariah memberikan suatu pertanda (*signal*) bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi sehingga *signaling theory* berlaku dalam penelitian ini.

Menurut Ross (1977), *signaling theory* 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. Teori *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen

memandang prospek perusahaan (Brigham dan Houston, 2006:38). Teori tersebut diperkuat oleh Jogiyanto (2010:517) yang menyatakan bahwa jika suatu informasi baru yang relevan masuk ke pasar yang berhubungan dengan suatu aktiva, informasi ini akan digunakan untuk menganalisis dan menginterpretasikan nilai dari aktiva yang bersangkutan. Akibatnya adalah kemungkinan pergeseran ke harga ekuilibrium baru. Dengan demikian *signaling theory* bisa dianggap sebagai suatu tata cara pemberian isyarat (*signal*) dari pihak eksekutif perusahaan kepada investor tentang kondisi keuangan perusahaan melalui informasi yang disampaikan, lebih tepatnya adalah informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah melalui media yang tersedia.

Adanya informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah dapat diartikan secara positif atau negatif oleh investor. Informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah bernilai positif apabila

penerbitan obligasi syariah memuat informasi yang bermakna *good news* bagi investor. Informasi yang bermakna *good news* menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi investor. Informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah bernilai negatif apabila penerbitan obligasi syariah memuat informasi yang bermakna *bad news* bagi investor. Pada kondisi perekonomian yang kurang baik, Informasi yang bermakna *bad news* menunjukkan bahwa obligasi syariah akan meningkatkan hutang yang menjadi penyebab kenaikan risiko perusahaan (*financial risk*).

Investor akan membeli saham perusahaan penerbit obligasi syariah apabila investor melihat adanya isyarat yang positif dalam pengumuman penerbitan obligasi syariah. Sebaliknya saham akan dijual apabila investor melihat adanya isyarat yang negatif. Tindakan investor dalam mengambil keputusan menjual atau membeli saham tersebut akan mempengaruhi permintaan dan penawaran terhadap saham perusahaan penerbit obligasi syariah. Seluruh tindakan investor tersebut merupakan reaksi pasar yang ditandai dengan kenaikan atau penurunan volume perdagangan saham dan kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah. Kenaikan atau penurunan harga saham tersebut memungkinkan adanya *abnormal return*.

Penelitian ini dimotivasi oleh adanya perbedaan hasil penelitian yang menganalisis reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Beberapa dari penelitian tersebut adalah penelitian oleh Modirzadehbami dan Mansoufar (2011); Godlewski, *et al.* (2010); Ibrahim dan Minai (2009); Ashhari, *et al.* (2009) dan Ghoniyah, *et al.* (2008). Penelitian yang menemukan

bahwa reaksi pasar mempunyai pengaruh negatif terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah adalah Modirzadehbami dan Mansoufar (2011); Godlewski, *et al.* (2010) dan Ghoniyah, *et al.* (2008). Hasil yang negatif mengindikasikan bahwa penerbitan obligasi syariah memuat kandungan informasi (*information content*) yang bermakna *bad news* bagi investor dan dianggap akan meningkatkan hutang perusahaan. Sedangkan penelitian yang menemukan bahwa reaksi pasar mempunyai pengaruh positif terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah adalah Ashhari, *et al.* (2009) dan Ibrahim dan Minai (2009). Hasil yang positif mengindikasikan bahwa penerbitan obligasi syariah memuat kandungan informasi (*information content*) yang bermakna *good news* bagi investor sehingga akan memberikan keuntungan kepada investor dan keuntungan tersebut akan meningkatkan kekayaan investor. Selain itu obligasi syariah menjadi instrumen yang dipertimbangkan oleh investor ketika mengambil keputusan dalam perdagangan saham.

Dari beberapa teori dan perbedaan hasil penelitian yang telah dilakukan sebelumnya, maka penelitian ini mencoba untuk meneliti kembali reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun 2002-2011. Obligasi syariah di Indonesia mulai diterbitkan pada akhir tahun 2002 yakni dengan disahkannya obligasi syariah *mudharabah* Indosat. Saat ini obligasi syariah mengalami perkembangan yang cukup baik dari tahun ke tahun hingga tahun 2011. Penelitian ini menggunakan analisis *event study* untuk menganalisis perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah. Reaksi pasar ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai

perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*.

KAJIAN PUSTAKA

Investasi adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, yang bertujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa yang akan datang (Tandelilin, 2010:2). Menurut Sunariyah (2006:4), investasi adalah kegiatan penanaman modal untuk aktiva yang dimiliki dan biasanya berjangka waktu lama, dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa yang akan datang. Definisi investasi yang lain dijelaskan oleh Jogiyanto (2010:5), investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan dalam produksi yang efisien selama periode waktu tertentu.

Jogiyanto (2010:7) mengklasifikasikan investasi ke dalam aktiva keuangan menjadi investasi langsung dan investasi tidak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli aktiva keuangan, baik yang tidak dapat diperjualbelikan biasanya diperoleh melalui bank komersial (misalnya tabungan dan deposito, *T-Bill*, deposito yang dapat dinegosiasi, surat-surat berharga pendapatan tetap, saham dan produk-produk derivatif). Sedangkan investasi tidak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi.

Halim (2005:4), menyebutkan bahwa investasi umumnya dibedakan menjadi dua, yakni investasi pada aset-aset finansial (*financial assets*) dan investasi pada aset-aset riil (*real assets*). Investasi pada aset-aset finansial dilakukan di pasar uang dan pasar modal. Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas (Tandelilin, 2010:26).

Definisi pasar modal yang lain dijelaskan oleh Husnan (2005:3), yang menyebutkan bahwa pasar modal merupakan suatu konsep yang lebih sempit dari pasar keuangan, dimana pasar modal hanya memperdagangkan instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Menurut Husnan (2005:4), pasar modal menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan. Fungsi ekonomi dari pasar modal adalah sebagai wadah yang menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari pihak yang mempunyai kelebihan dana (*lenders*) ke pihak yang memerlukan dana (*borrowers*). Fungsi keuangan dilakukan dengan menyediakan dana yang diperlukan oleh para *borrowers*, sementara *lenders* menyediakan dana tanpa harus terlibat langsung dalam kepemilikan aktiva riil yang diperlukan untuk investasi.

Salah satu investasi di pasar modal yaitu obligasi, obligasi merupakan sekuritas yang memberikan pendapatan yang jumlahnya tetap kepada pemegang obligasi tersebut menurut jadwal yang ditetapkan (Tandelilin, 2010:245). Obligasi juga dapat didefinisikan sebagai utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada (Jogiyanto, 2010:152). Berdasarkan segi perhitungan imbal hasil, obligasi dibedakan menjadi dua yaitu obligasi konvensional dan obligasi syariah.

Dewan syariah nasional (DSN) No.32/DSN-MUI/IX/2002 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. Menurut Huda dan Mustafa (2008:88), obligasi syariah merupakan bentuk pendanaan (*financing*) dan sekaligus investasi (*investment*) memungkinkan beberapa bentuk struktur yang dapat ditawarkan untuk tetap menghindari dari riba. Definisi obligasi syariah yang lain dijelaskan oleh Rodoni dan Hamid (2008:135), obligasi syariah adalah obligasi yang dijamin oleh adanya aset, mempunyai pengembalian yang stabil, dapat diperjualbelikan dan sesuai dengan aturan syariah.

Pengumuman penerbitan obligasi sering dianggap sebagai kabar baik oleh investor sehingga banyak investor yang tertarik untuk membeli saham perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut. Semakin banyak investor yang tertarik untuk membeli saham perusahaan bersangkutan, maka volume perdagangan saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat. Meningkatnya volume perdagangan saham ini dapat mengakibatkan terjadinya *abnormal return*.

Sebenarnya untuk menentukan informasi publikasi penerbitan obligasi sebagai kabar baik (*good news*) atau buruk (*bad news*) dibutuhkan waktu yang cukup lama untuk mengevaluasinya. Investor mungkin masih membutuhkan informasi yang lainnya untuk mengevaluasi apakah pengumuman penerbitan obligasi ini sebagai kabar baik atau buruk. Akibatnya, reaksi pasar untuk informasi jenis ini terjadi dalam periode waktu yang cukup panjang.

Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang 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 investor 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. Oleh karena itu, reaksi investor terhadap perubahan struktur modal (*leverage*) ini dapat bersifat positif, negatif atau sebaliknya tidak bereaksi apapun. Pengumuman penerbitan obligasi dengan demikian merupakan salah satu informasi yang relevan bagi investor dalam mengambil tindakan di pasar modal.

Menurut Jogiyanto (2010:521), salah satu bentuk informasi yang dapat mempengaruhi harga dari sekuritas adalah pengumuman yang berhubungan dengan hutang (pengumuman penerbitan obligasi syariah). Pengumuman penerbitan obligasi syariah dapat berpengaruh pada kegiatan investasi para investor. Investor akan menganalisis informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah apakah akan berdampak positif atau negatif bagi perusahaan. Informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah bernilai positif apabila penerbitan obligasi syariah memuat informasi yang bermakna *good news* bagi investor. Informasi yang bermakna *good news* menunjukkan bahwa penerbitan obligasi syariah dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dan memberikan keuntungan bagi investor. Informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah bernilai negatif apabila penerbitan obligasi syariah memuat informasi yang bermakna *bad news* bagi investor.

Pada kondisi perekonomian yang kurang baik, Informasi yang bermakna *bad news* menunjukkan bahwa obligasi syariah akan meningkatkan hutang yang menjadi penyebab kenaikan risiko perusahaan (*financial risk*).

Investor akan membeli saham perusahaan penerbit obligasi syariah apabila investor melihat adanya isyarat yang positif dalam pengumuman penerbitan obligasi syariah. Sebaliknya saham akan dijual apabila investor melihat adanya isyarat yang negatif. Seluruh tindakan investor tersebut merupakan reaksi pasar yang ditandai dengan kenaikan atau penurunan volume perdagangan saham dan kenaikan atau penurunan harga saham perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah. Kenaikan atau penurunan harga saham tersebut memungkinkan adanya *abnormal return*.

Menurut Sumardi (2007), terdapat beberapa perusahaan yang sebelumnya telah menerbitkan saham, juga menerbitkan obligasi di pasar modal Indonesia. Penerbitan obligasi ini bisa memberikan dampak pada harga saham karena hal ini merupakan *signal* bagi investor untuk mengetahui kondisi perusahaan saat ini dan perkiraan perkembangannya di masa datang. Penerbitan obligasi adalah salah satu bentuk kebijakan perusahaan yang akan berdampak pada terjadinya perubahan struktur modal perusahaan. Apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi investor, maka akan tercermin dalam perubahan harga saham yang akan menghasilkan *return* (Afaf, 2007). Berdasarkan pendapat-pendapat sebelumnya, 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 *abnormal return* dan

jika direspons sebaliknya, maka pengumuman tersebut tidak menghasilkan *abnormal return*.

Berdasarkan kajian teoritis, dapat dirumuskan hipotesis pada penelitian ini, yakni "Terdapat perbedaan *abnormal return* sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah di Bursa Efek Indonesia pada periode 2002-2011".

METODE

Pendekatan yang digunakan dalam menjawab hipotesis dalam penelitian ini adalah pendekatan *event study* untuk melihat reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. *Event study* merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa (*event*) yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman (Jogiyanto, 2010:555). Reaksi pasar ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return*. Dalam penelitian ini untuk mengukur *abnormal return* saham dengan menggunakan *market model*. *Market model* adalah perhitungan *return* ekspektasi dengan model pasar (*market model*) ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu membentuk model ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi *return* ekspektasi di periode jendela.

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham perusahaan seluruh industri yang terdaftar di BEI yang menerbitkan obligasi syariah selama periode 2002-2011. Dari data terakhir diperoleh 15 perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah selama periode 2002-2011. Dari populasi tersebut, kemudian dipilih beberapa perusahaan untuk dijadikan sampel.

Penentuan sampel menggunakan kriteria sebagai berikut: (1) Seluruh perusahaan yang terdaftar di BEI yang melakukan pengumuman penerbitan obligasi syariah selama periode 2002-2011; (2) Selama periode uji, perusahaan tidak melakukan *corporate action* lain seperti pengumuman kebangkrutan, *stock dividend*, *stock split*, *right issue* dan akuisisi untuk menghindari terjadinya bias karena adanya informasi lain; (3) Saham perusahaan sampel adalah saham yang aktif diperdagangkan di pasar saham.

Teknik pengumpulan data pada penelitian ini dilakukan dengan teknik dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data yang tidak langsung ditujukan kepada subjek penelitian. Teknik ini dilakukan dengan menggunakan dua cara yaitu: (1) Pencarian data di internet dengan memanfaatkan situs diinternet untuk menemukan data yang digunakan dalam penelitian, artikel, jurnal dan informasi yang berhubungan dengan penelitian untuk memperkuat landasan teori; (2) Studi kepustakaan dengan melakukan kajian pada sumber bacaan dan berbagai penelitian terdahulu untuk mengetahui kaitan antara penelitian ini dengan penelitian sebelumnya.

Teknis analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini adalah dengan alat uji statistik *paired sample t-test*. Langkah-langkah analisis yang digunakan untuk melihat adanya reaksi pasar adalah sebagai berikut: (1) Menentukan tanggal terjadinya *event* (t_0) yang merupakan tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah yang terdapat di *bond book* Bursa Efek Indonesia (BEI); (2) Menetapkan periode estimasi yaitu

100 hari sebelum periode uji yaitu $t-110$ sampai $t-11$; (3) Menetapkan periode uji yaitu selama 21 hari perdagangan (*trading days*) yaitu 10 hari sebelum ($t-10$), pada saat ($t-0$) dan 10 hari sesudah ($t+10$) tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah; (4) Menghitung *actual return* ($R_{i,t}$) selama periode estimasi dan periode uji; (5) Menghitung pendapatan pasar ($R_{M,t}$) selama periode estimasi dan periode uji; (6) Menentukan alpha (α) dan beta (β) dari setiap saham; (7) Menghitung *expected return* selama periode pengujian; (8) Menghitung *abnormal return* saham selama periode pengujian; (9) Menghitung *Average Abnormal Return* (AAR_t) selama periode pengujian; (10) Menghitung *Cumulative Average Abnormal Return* ($CAAR_t$) selama periode pengujian; (11) Melakukan uji hipotesis dengan menggunakan *paired sample t-test* terhadap AAR dan $CAAR$; (12) Menarik kesimpulan berdasarkan hasil dan pembahasan yang telah dilakukan.

HASIL

Hasil AAR dan $CAAR$ saham perusahaan sampel yang mengumumkan penerbitan obligasi syariah yang diperoleh dari pengolahan data selama 21 hari periode uji, yaitu 10 hari sebelum tanggal pengumuman hingga 10 hari sesudah tanggal pengumuman. Nilai AAR menunjukkan rata-rata pendapatan abnormal saham, sedangkan $CAAR$ menunjukkan akumulasi pendapatan abnormal saham. Nilai AAR dan $CAAR$ saham emiten yang mengumumkan penerbitan obligasi syariah dapat dilihat pada Tabel 1 berikut:

Tabel 1. Nilai AAR dan $CAAR$

Hari	Nilai AAR	Nilai CAAR
H-10	0,00003	0,00003
H-9	-0,00009	-0,00006
H-8	0,00020	0,00011
H-7	-0,00010	0,00010
H-6	0,00004	-0,00006
H-5	0,00031	0,00035
H-4	-0,00047	-0,00016
H-3	-0,00046	-0,00093
H-2	-0,00030	-0,00076
H-1	-0,00018	-0,00047

Sumber: Data Diolah (2012)

Berdasarkan Tabel 1 dapat dilihat bahwa selama periode uji terdapat nilai AAR dan CAAR yang bervariasi, baik positif maupun negatif. AAR bernilai negatif terjadi selama 13 hari periode uji, yaitu pada 6 hari sebelum tanggal pengumuman serta 7 hari sesudah pengumuman terjadi. Nilai AAR positif terjadi selama 8 hari periode uji, dimana 4 hari AAR positif terletak pada periode sebelum pengumuman, saat pengumuman dan 3 hari AAR positif terletak pada periode sesudah pengumuman. Nilai negatif dan positif juga terdapat pada hasil CAAR. Nilai CAAR negatif terjadi pada 13 hari

H 0	0,00012	-0,00005
H+1	-0,00058	-0,00045
H+2	-0,00010	-0,00068
H+3	0,00036	0,00026
H+4	-0,00008	0,00028
H+5	-0,00003	-0,00011
H+6	0,00035	0,00032
H+7	-0,00017	0,00018
H+8	0,00003	-0,00014
H+9	-0,00055	-0,00051
H+10	-0,00004	-0,00058

periode uji yaitu 6 hari sebelum tanggal pengumuman, pada saat pengumuman dan 6 hari sesudah pengumuman. Sedangkan CAAR positif terjadi pada 8 hari periode uji yaitu 4 hari sebelum tanggal pengumuman dan 4 hari sesudah tanggal pengumuman.

Uji beda *paired sampel t test* dengan menggunakan $\alpha = 5\%$ dilakukan untuk melihat perbedaan nilai AAR dan CAAR pada hari-hari sebelum tanggal pengumuman dan hari-hari sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah.

Tabel 2. Hasil Uji Paired Sample T-Test

	Mean (sebelum)	Mean (sesudah)	Perbedaan Mean	<i>p value</i>	Signifikansi
AAR	-0,00010	-0,00008	-0,00002	0,830	Tidak Sig
CAAR	-0,00018	-0,00020	0,00002	0,942	Tidak Sig

Sumber: Data Diolah (2012)

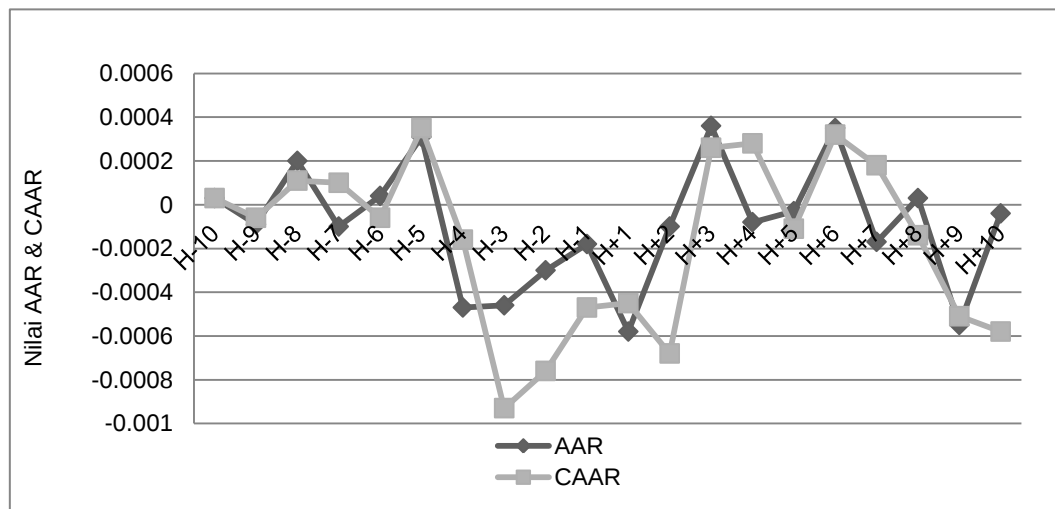
Pada tabel 2 disajikan perbandingan AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Pada tabel tersebut menunjukkan bahwa terdapat perbedaan nilai rata-rata AAR dan CAAR antara sebelum tanggal pengumuman dengan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Tetapi perbandingan AAR dan CAAR sebelum tanggal dengan sesudah tanggal pengumuman tidak terbukti secara signifikan karena hasil *p value* lebih besar dari tingkat signifikansi

(0,05). Dengan hasil ini maka hipotesis tidak dapat diterima. Jadi, tidak terdapat perbedaan AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah di Bursa Efek Indonesia pada periode 2002-2011.

PEMBAHASAN

Pergerakan nilai AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah yang sebelumnya tampak

dalam tabel 2 akan diperjelas pada grafik 1.



Grafik 1. Pergerakan AAR dan CAAR (Sumber : Data Diolah)

Hasil pengujian AAR dan CAAR dengan menggunakan uji t beda *paired sampel t-test* menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Hasil tersebut menunjukkan bahwa penelitian ini tidak menemukan adanya perbedaan tingkat kekayaan investor pada periode pengamatan, baik sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Hal ini dikarenakan kurangnya sosialisasi mengenai obligasi syariah sehingga investor tidak mengetahui keunggulan-keunggulan yang dimiliki obligasi syariah.

Selain itu opportunity cost yang secara sederhana diterjemahkan sebagai *second best choice* dan perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder yang kurang *likuid* karena merupakan investasi jangka panjang juga menjadi faktor penyebab tidak adanya perbedaan nilai *abnormal return* sebelum dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Hal ini dibuktikan dengan porsi total nilai emisi obligasi syariah yang diterbitkan di Indonesia sampai

september 2011 hanya sebesar 9,52% jika dibandingkan obligasi konvensional yang total nilai emisi penerbitan sudah mencapai 90,48%. Nilai emisi obligasi syariah yang terlalu kecil ini tidak terlalu mempengaruhi kinerja perusahaan sehingga investor cenderung melakukan strategi *wait and see* sehingga mengakibatkan tidak adanya perbedaan AAR dan CAAR sebelum tanggal pengumuman dan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Ghoniyah. *et al.* (2008) yang menemukan bahwa tidak adanya perbedaan yang signifikan pada *abnormal return* sebelum pengumuman obligasi syariah dan *abnormal return* sesudah pengumuman obligasi syariah.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat reaksi pasar saham terhadap pengumuman penerbitan obligasi syariah. Dengan kata lain bahwa penerbitan obligasi syariah tidak memuat kandungan informasi baik yang bermakna *good*

news maupun *bad news* bagi investor.

Adanya keterbatasan dalam penelitian ini maka penelitian selanjutnya diharapkan mengambil periode waktu yang berbeda atau bila mungkin menambah periode penelitian agar diperoleh hasil yang lebih baik. Pada penelitian selanjutnya juga diharapkan menggunakan metode lain seperti *mean adjusted model* atau *market adjusted model* untuk menghitung *abnormal return*. Hal ini diharapkan dapat ditemukan hasil penelitian baru serta diharapkan pula akan ada teori baru yang dapat dikembangkan lagi.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Bapak Dr. Pujiono, S.E., M.Si., selaku dosen pembimbing yang dengan sabar meluangkan waktu dan tenaga serta memberikan bimbingan dan pengarahan dalam penulisan artikel ilmiah pada Jurnal Ilmu Manajemen (JIM) ini. Penulis juga mengucapkan terimakasih kepada Bapak Dr. Anang Kistyanto, S.Sos., M.Si., selaku penyunting ahli yang telah memberikan saran untuk menyempurnakan artikel ilmiah ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Ashhari, Zariyawati Mohd. *et al.* (2009). "Conventional vs Islamic Bonds announcements : The Effects on Shareholders' Wealth. *International Journal of Business and Management*, (Online), Vol. 4, No. 6, (<http://www.ccsenet.org/journal.html>, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel F. 2006. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Godlewski, J Christophe. *et al.* (2010). Are Sukuk Really Special? Evidence From The Malaysian Stock Exchange. ISSN 1456-5889 (Online), (<http://www.bof.fi/bofit>, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Halim, Abdul. 2005. *Analisis Investasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Huda, Nurul dan Mustafa, Edwin. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Husnan, Suad. 2005. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Ibrahim, Yusnidah dan Minai, Mohd Sobri. (2009). Islamic Bonds and The Wealth Effects : Evidence from Malaysia. *Investment Management and Financial Innovations*, (Online), Vol 6, Issue 1, 2009, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Jogiyanto, Dr. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Ketiga. Yogyakarta : BPFE-Yogyakarta.
- Modirzadehbami, Sahar dan Mansourfar, Gholamreza. (2011). Information Content of Islamic Private Debt Announcement : Evidence from Malaysia. *World Academy of Science, Engineering and Technology* 77 2011, (Online), (<http://www.waset.org/journals/waset/v77/v77-106.pdf> diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Nafiah Afah. 2008. Analisis pengaruh pengumuman Penerbitan Obligasi Terhadap Return Saham Di Bursa Efek Jakarta. Tesis S2 yang tidak dipublikasikan.

- Nunung, et al.. (2008). Reaksi Pasar Modal Indonesia Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah. *SNA 11 Pontianak*,
(<http://www.konsultanstatistik.com>, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Pramastuti, Suluh. 2007. Analisis kebijakan Dividen: Pengujian Dividend Signaling Theory dan Rent Extraction Hypothesis".
(<http://www.geocities.com>, naskah publikasi, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Rodoni, Ahmad dan Hamid, Abdul. 2008. *Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta: Zikrul Hakim.
- Ross, S. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, (Online), 8:23-40, diakses tanggal 12 Januari 2012).
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Pendidikan, (Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D)*. Bandung : Alfabeta.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. Yogyakarta: BPFE.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Kanisius.
- Tim Penulis. 2006. *Panduan Penulisan dan Penilaian Skripsi UNESA 2006*. Surabaya: UNESA University Press.