

**REAKSI PASAR TERHADAP PENGUMUMAN PENERBITAN OBLIGASI PADA  
PERUSAHAAN BUMN DAN BUMN YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK  
INDONESIA TAHUN 2017-2020**

**Ricky Saputra W. Mantali<sup>1</sup>, Yayu Isyana Pongoliu<sup>2</sup>, Lanto Miriatin Amali<sup>3</sup>**

Program Studi Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Gorontalo

Email : [sergiomantali45@gmail.com](mailto:sergiomantali45@gmail.com) , [yidp@ung.ac.id](mailto:yidp@ung.ac.id) , [lantomiriatinamali@ung.ac.id](mailto:lantomiriatinamali@ung.ac.id)

**Abstract**

*This is a descriptive quantitative study which aims to know the market reaction to the announcement of bond issuance in BUMN and Non-BUMN Companies, reviewed from Cumulative Abnormal Return and Trading Volume Activity. This study uses secondary data in the form of stock prices of BUMN and Non-BUMN companies obtained from [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) There are 11 BUMN companies and 36 Non-BUMN companies as the samples were taken using purposive sampling technique. The data analysis technique uses an independent sample t-test. The finding shows that; 1) There is no significant difference in Cumulative Abnormal Return in BUMN companies compared to Non-BUMN companies, both before and after the announcement of bond issuance during the 2017-2021 period, and 2) There is a significant difference in Trading Volume Activity in BUMN companies compared to Non-BUMN companies, both before and after the announcement of bond issuance during the 2017-2021 period.*

**Keywords:** Market Reaction, Bond Issuance, Cumulative Abnormal Return, Trading Volume Activity

**Abstrak**

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Pada Perusahaan BUMN dan Non BUMN dari *Cumulative Abnormal Return* dan *Trading Volume Activity*. Metode penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode kuantitatif dengan pendekatan kuantitatif deskriptif. Data yang digunakan adalah data sekunder berupa harga saham perusahaan BUMN dan Non BUMN yang diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id). Penarikan sampel dalam penelitian menggunakan *purposive sampling* dengan jumlah sampel 11 perusahaan untuk BUMN dan 36 perusahaan untuk Non BUMN. Analisis data dalam penelitian ini menggunakan analisis uji beda *Independent Sample t-test*. Hasil penelitian menunjukkan 1) Tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada perusahaan BUMN dibandingkan perusahaan NonBUMN baik periode sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi selama periode 2017 – 2021, 2) Terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* pada perusahaan BUMN dibandingkan perusahaan Non-BUMN baik periode sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi selama periode 2017 – 2021.

**Kata Kunci:** Reaksi Pasar, Penerbitan Obligasi, *Cumulative Abnormal Return*, *Trading Volume Activity*

**Sekretariat**

Editorial: Program Studi Manajemen Universitas Fajar – Makassar,  
Sulawesi Selatan, Indonesia

Telp/Hp: 081340202750/ Fax (0411) 459-938

Email: [manor@unifa.ac.id](mailto:manor@unifa.ac.id)

OJS: <http://journal.unifa.ac.id/index.php/manor/index>

**PENDAHULUAN**

Krisis moneter membuat pemerintah Indonesia terbelit utang yang berat untuk membiayai perekonomian. Meningkatnya pinjaman luar negeri oleh sektor swasta, terutama yang berjangka pendek yang mengakibatkan pembiayaan pengeluaran rutin dan pengeluaran pembangunan yang cukup besar sehingga mengakibatkan pembengkakan pengeluaran negara. Dalam hal ini, negara di Asia termasuk Indonesia mengalami tekanan defisit dari dua sisi: dari sisi neraca pembayaran dan *national saving* (tabungan nasional yaitu jumlah tabungan lebih kecil daripada jumlah yang dibutuhkan untuk investasi), sehingga dalam hal ini dibutuhkan obligasi pemerintah untuk membiayai defisit pada anggaran negara.

Oleh sebab itu perusahaan BUMN menjual sebagian besar sahamnya kepada para investor guna menutupi kebutuhan operasional dan mengejar keuntungan sesuai dengan Undang-Undang Republik Indonesia no. 19 untuk mengejar keuntungan dengan dasar 51% sahamnya masih dimiliki oleh pemerintah. Jika sahamnya kurang dari 51% yang dimiliki oleh pemerintah maka perusahaan itu bukan sebuah perusahaan BUMN.

Pada masa saat ini, perusahaan sangat membutuhkan keberadaan pasar modal. Dengan adanya pasar modal, maka perusahaan dapat terbantu dalam

kepentingan pengumpulan modal dengan menjual saham yang dimiliki kepada masyarakat umum. Pasar modal adalah pasar keuangan dimana diperdagangkan instrumen keuangan jangka panjang. Adapun instrumen keuangan jangka panjang antara lain obligasi, sukuk, saham, dan lain sebagainya. Instrumen keuangan berjangka waktu panjang yang diperjualbelikan, berbentuk obligasi ataupun modal sendiri yang diterbitkan oleh pemerintah maupun swasta. Hasil yang diperoleh berupa dividen dari pembelian saham melalui pasar modal (bunga berupa kupon dari obligasi).

Salah satu tolak ukur yang digunakan investor untuk memantau perkembangan pasar obligasi pemerintah adalah dengan memperhatikan imbal hasil obligasi, *yield* obligasi yang tinggi menghasilkan *yield* yang kuat (Lindquist dan Cimarosa, 2014). Ada dua istilah yang terkait dengan karakteristik pendapatan suatu obligasi, yaitu *yield* obligasi (*bond yield*) dan bunga obligasi (*bond interest rate*). *Yield* obligasi merupakan ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor, yang cenderung bersifat tidak tetap. *Yield* obligasi tidak bersifat tetap, sebagaimana layaknya bunga (kupon) obligasi, karena *yield* obligasi akan sangat terkait dengan tingkat *return* yang disyaratkan.

Setiap penerbitan obligasi atau surat hutang perusahaan merupakan informasi yang strategis sehingga akan mempengaruhi investasi saham. Muatan informasi digunakan untuk melihat fluktuasi dari sebuah pengumuman. Apabila pengumuman tersebut mengandung informasi, maka terdapat harapan dimana pasar akan bereaksi pada saat pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Dampak penerbitan obligasi terhadap *return* saham didasarkan pada teori signal (*Signaling Theory*).

Dalam suatu peristiwa pasar modal dapat bereaksi dengan adanya peristiwa tersebut. Pada penelitian sebelumnya pada saat pengumuman kemenangan presiden Indonesia pasar modal Indonesia sangat berpengaruh dengan adanya peristiwa tersebut. Akbar (2019) dalam penelitiannya menunjukkan terdapat perbedaan *Abnormal Return* yang signifikan. Artinya, pasar bereaksi terhadap Pengumuman Kemenangan, dikarenakan pergerakan harga saham masih dipengaruhi oleh suatu informasi dan peristiwa.

Berikut tabel perkembangan obligasi di Indonesia periode 2016-2020:

**Tabel 1 Perkembangan Obligasi Di Indonesia**

Perusahaan	Tahun	Akumulasi penerbitan Obligasi	
		Total Nilai (Triliun)	Persentase (%)
	2016	3.751,438	10,30%

BUMN	2017	3.968,652	5,79%
	2018	4.901,444	23,50%
	2019	6.804,389	38,82%
	2020	10.814,356	58,93%
Non BUMN	2016	225,159	21,01%
	2017	326,462	44,99%
	2018	327,630	0,03%
	2019	386,118	17,85%
	2020	378,965	1,85%

(Sumber Idx.co.id)

Berdasarkan tabel di atas akumulasi penerbitan obligasi oleh perusahaan BUMN dari tahun 2016-2020 selalu mengalami peningkatan total nilai. Sedangkan akumulasi penerbitan oleh perusahaan Non BUMN pada tahun 2016-2019 mengalami peningkatan akan tetapi pada tahun 2020 mengalami penurunan.

Total nilai akumulasi penerbitan obligasi pada perusahaan BUMN lebih tinggi dibandingkan perusahaan Non BUMN. Total nilai akumulasi penerbitan obligasi perusahaan BUMN tahun 2020 sebanyak Rp. 10.814,356 triliun. Sedangkan pada perusahaan Non BUMN hanya sebanyak Rp. 378,965 triliun. Jika dilihat dari total nilai tersebut perusahaan BUMN lebih banyak mengeluarkan obligasi daripada perusahaan Non BUMN.

Sepanjang tahun 2016-2020 obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah masih dipercaya oleh investor dikarenakan obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah termasuk pada jenis obligasi *treasury bond*

yaitu dimana obligasi ini diterbitkan oleh pemerintah dan resiko pada obligasi ini kecil dikarenakan resikonya ditanggung oleh pemerintah. Pernyataan ini sesuai dengan ciri-ciri dari perusahaan BUMN yaitu resiko perusahaan BUMN ditanggung oleh pemerintah dan produk yang dikeluarkan oleh perusahaan BUMN dibutuhkan oleh masyarakat.

Adapun penelitian mengenai pengaruh penerbitan obligasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti sebelumnya, dengan hasil yang berbeda-beda. Mahfuzur *et al* (2019) menyimpulkan bahwa pengembalian *abnormal* rata-rata kumulatif positif yang dihasilkan dari pengumuman penerbitan obligasi korporasi untuk Malaysia, Singapura, dan Thailand menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan dari pengumuman penerbitan obligasi pada pengembalian harga saham yang artinya pasar bereaksi. Selanjutnya penelitian lain yang dilakukan oleh Kirana (2018) menjelaskan bahwa secara parsial variabel obligasi berpengaruh signifikan pada *abnormal return* saham. Kemudian Rachman dkk (2017) menyatakan bahwa pasar obligasi terbukti mempunyai pengaruh terhadap pasar saham di Indonesia. Dari 55 peristiwa penerbitan obligasi saham pada tahun 2014-2015, terdapat *abnormal return* positif yang signifikan pada satu hari sebelum pengumuman dan *abnormal return*

negative yang signifikan pada lima hari setelah penerbitan obligasi diumumkan.

Berdasarkan beberapa penelitian diatas, penerbitan obligasi berpengaruh terhadap *return* saham sehingga yang menjadi fokus dalam penelitian ini adalah Reaksi Pasar Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Pada Perusahaan BUMN dan Non BUMN Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan uraian latar belakang di atas, maka rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu apakah reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan obligasi berbeda antara perusahaan BUMN dan NON BUMN. Dari rumusan masalah diatas maka tujuan penelitian ini yaitu untuk mengetahui perbedaan reaksi pasar terhadap pengumuman penerbitan obligasi antara perusahaan BUMN dan NON BUMN.

## **KAJIAN TEORI**

### **Pasar Modal**

Pasar modal adalah suatu pasar di mana dana-dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan tersebut diwujudkan dalam surat-surat berharga. Jenis surat berharga yang diperjual belikan di pasar modal memiliki jatuh tempo lebih dari satu tahun dan ada yang tidak memiliki jatuh tempo. (Harjitno dan Martono, 2014).

Pasar modal adalah tempat dimana berbagai pihak khususnya perusahaan menjual saham (*stock*) dan obligasi (*bond*) dengan tujuan dari hasil penjualan tersebut nantinya akan dipergunakan sebagai tambahan dana atau untuk memperkuat modal perusahaan. (Irham, 2015)

Pasar modal terdiri dari pasar primer/perdana (*primary market*) dan pasar sekunder (*secondary market*). Pasar primer adalah pasar untuk surat-surat berharga yang baru diterbitkan. Sedangkan pasar sekunder adalah pasar perdagangan surat berharga yang sudah ada (sekuritas lama) di bursa efek. Uang mengalir di transaksi ini tidak lagi mengalir ke perusahaan penerbit efek tetapi hanya mengalir dari pemegang sekuritas yang satu kepada pemegang sekuritas lain.

### Efisiensi Pasar

Suatu pasar bereaksi terhadap suatu informasi untuk mencapai harga keseimbangan yang baru merupakan hal yang penting. Jika pasar bereaksi dengan cepat dan akurat untuk mencapai harga keseimbangan baru yang sepenuhnya mencerminkan informasi yang tersedia, maka kondisi pasar seperti ini disebut dengan pasar efisien (Jogiyanto, 2017). Kunci utama untuk mengukur pasar yang efisien adalah hubungan antara harga sekuritas dengan informasi.

1. Efisien dalam bentuk lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga-harga dari sekuritas tercermin secara penuh (*fully reflect*) informasi masa lalu. Informasi masa lalu ini merupakan informasi yang sudah terjadi. Bentuk efisiensi pasar secara lemah ini berkaitan dengan teori langkah acak (*random walk theory*) yang mengatakan bahwa data masa lalu tidak berhubungan dengan nilai sekarang. Jika pasar efisien secara bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat digunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien bentuk lemah, investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan keuntungan yang tidak normal.

2. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan.

3. Efisien dalam bentuk setengah kuat (*semistrong form*)

Pasar dikatakan efisien setengah kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang dipublikasikan (*all publicly available information*) termasuk informasi yang berada di laporan-laporan.

4. Keuangan perusahaan emiten. Menurut Tandelin (2017) pasar efisien bentuk setengah kuat, *return* tak normal hanya terjadi disepular

pengumuman (publikasi) suatu peristiwa sebagai representasi dari respon pasar terhadap pengumuman tersebut. Suatu pasar dinyatakan efisien dalam bentuk setengah kuat bila informasi terserap atau direspon dengan cepat oleh pasar. Efisien dalam bentuk kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan (*fully reflect*) semua informasi yang tersedia termasuk informasi yang privat. Jika pasar efisien dalam bentuk ini, maka tidak ada individual investor atau grup dari investor yang dapat memperoleh keuntungan tidak normal (*abnormal return*) karena mempunyai informasi privat.

### **Definisi Obligasi**

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah–panjang yang dapat dipindah tangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. (Bursa Efek Indonesia).

Obligasi merupakan surat berdagang dijual kepada publik, dimana disana dicantumkan berbagai ketentuan yang menjelaskan berbagai hal seperti nilai nominal, tingkat suku bunga, jangka waktu, nama penerbit dan beberapa

ketentuan lainnya yang terjelaskan dalam undang–undang yang disahkan oleh lembaga terkait.

### **HIPOTESIS PENELITIAN**

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu di atas maka rumusan hipotesis penelitian ini:

H1 : Diduga terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* baik sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi korporasi BUMN dengan Non-BUMN.

H2 : Diduga terdapat perbedaan *trading volume activity* pada perusahaan BUMN dengan Non-BUMN baik sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi.

### **METODE PENELITIAN**

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdiri dari 405 perusahaan BUMN dan perusahaan NON BUMN yang terdaftar di BEI. Sampel yang digunakan disini diambil dengan metode purposive sampling.

Dengan kriteria sebagai berikut :

- a. Perusahaan BUMN dan Non BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2017-2021.
- b. Perusahaan BUMN dan Non BUMN yang menerbitkan obligasi pada tahun 2017-2021.

Berdasarkan kriteria tersebut sampel dari penelitian ini berjumlah 47

**Vol. 4, Nomor 2, November 2022**

Perusahaan. Yang terdiri dari 11 perusahaan BUMN dan 36 perusahaan Non- BUMN. Pengumpulan data menggunakan data sekunder, data sekunder merupakan data yang tidak langsung kepada pengumpul data melainkan lewat dokumen. Data ini diperoleh dan dikumpulkan dari website Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id).

**HASIL PENELITIAN**

**Pengujian Hipotesis**

Untuk menjawab hipotesis yang diajukan, maka pengujian dilakukan dengan uji beda (uji-t) yang diolah melalui bantuan statistik parametrik program SPSS dengan menggunakan analisis *Independent Sample T-Test*. Uji beda ini digunakan untuk mengetahui antara dua jenis data sampel yang tidak saling berhubungan yang ada dalam penelitian yaitu data pada perusahaan BUMN dan data pada perusahaan Non-BUMN. Dibawah ini merupakan tabel hasil perhitungan statistik dari variabel penelitian perbedaan pada perusahaan BUMN dan Non BUMN yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman penerbitan obligasi periode 2017-2021.

**Pengujian Hipotesis 1**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan untuk memperoleh bukti empiris terhadap adanya perbedaan antara CAR pada perusahaan BUMN dan Non-

**E-ISSN 2716-148x P-ISSN 2657-0130**

BUMN baik sebelum event maupun CAR saat event. Pengujian CAR ini dilakukan untuk melihat perbedaan pergerakan harga saham perusahaan. Penjabaran dari hipotesis tersebut adalah.

H1 = Terdapat perbedaan *cumulative abnormal return* baik sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi korporasi BUMN dengan Non- BUMN.

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

Tabel 2 Hasil Pengujian Statistik *Cumulative Abnormal Return*

Mean		Sig. (2 tailed)	Keterangan
BUMN	Non-BUMN		
4,3641	-1,4424	0,532	Tidak Signifikan

Sumber: Data diolah, 2022

Berdasarkan uji *independent sample t-test* pada rata-rata *trading volume activity* saham didapatkan nilai mean TVA pada perusahaan BUMN diperoleh sebesar 0,0023045 atau terjadi perdagangan saham hingga 0,23% dari seluruh saham yang ada. sedangkan nilai mean TVA pada perusahaan Non-BUMN diperoleh rata-rata sebesar 0,0008236 atau menunjukkan terjadi perdagangan saham sebesar 0,082% dari seluruh saham yang ada. Hasil tersebut menunjukkan aktivitas volume perdagangan pada perusahaan BUMN lebih tinggi daripada

perusahaan Non-BUMN baik sebelum maupun setelah pengumuman penerbitan obligasi meskipun prosentasenya sangat kecil. Namun demikian apakah perbedaan tersebut bermakna secara statistic maka perlu dilihat dari nilai probabilitas yang diperoleh.

Dilihat dari nilai probabilitas (sig-t) sebesar 0.004 maka p-value lebih kecil dari alpha 0,05 sehingga H2 diterima. Dengan hasil tersebut maka dapat dibuktikan bahwa adanya pengumuman penerbitan obligasi tersebut berpengaruh secara signifikan baik sebelum maupun sesudah pengumuman obligasi terhadap *trading volume activity* saham pada perusahaan BUMN dengan Non-BUMN.

## **PEMBAHASAN**

### **Perbedaan *Cumulative Abnormal Return* (CAR) Saham Perusahaan BUMN Dengan Non-BUMN baik Sebelum maupun Setelah Pengumuman Penerbitan 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 yang di timbulkan dari adanya penggunaan hutang (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/marjin/*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 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), reaksi pasar ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan, yaitu harga saham perusahaan penerbit obligasi yang dapat

diproksikan dalam bentuk *return* ataupun *abnormal return*. 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.

Dalam penelitian ini reaksi pasar modal diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return*. Berdasarkan hasil penelitian dengan menggunakan pendekatan *event study* pada peristiwa pengumuman penerbitan obligasi korporasi pada perusahaan BUMN dengan perusahaan Non-BUMN selama periode 2017 – 2021 menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan *cumulative abnormal return* yang signifikan baik periode sebelum dan sesudah pengumuman.

Hasil penelitian tersebut membuktikan teori yang dikemukakan oleh Pratiwi (2015) bahwa pengumuman penerbitan 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. Hasil penelitian ini juga bertolak belakang dengan teori yang dikemukakan oleh Tandelilin (2017) jika pengumuman mengandung suatu informasi (*informasi content*), maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima

oleh pasar karena reaksi pasar ditujukan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas bersangkutan.

Dengan tidak signifikannya hasil *cumulative abnormal return* 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. 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.

Dari segi teori efisiensi pasar secara informasi, hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar dapat dikatakan efisien bentuk semi kuat karena informasi mengenai pengumuman penerbitan 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. Artinya 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*.

**Perbedaan *Trading Volume Activity* (TVA) Saham Perusahaan BUMN Dengan Non-BUMN Baik Sebelum maupun Setelah Pengumuman Penerbitan Obligasi Korporasi**

Penerbitan obligasi 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, maka *return* saham perusahaan akan mengalami kenaikan seiring naiknya harga saham perusahaan. Sebaliknya, jika investor memandang negatif peristiwa penerbitan obligasi, maka *return* saham perusahaan akan mengalami penurunan seiring menurunnya harga saham perusahaan.

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. Oleh sebab itu apabila informasi diterbitkannya obligasi oleh perusahaan merupakan informasi yang memiliki makna bagi pasar, maka akan tercermin dalam perubahan harga saham.

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.

erdasarkan hasil penelitian dari hasil analisis dengan menggunakan uji statistik *independent sample t-test*, diperoleh kesimpulan yang berbeda dengan *cumulative abnormal return*, bahwa pada semua periode pengumuman baik pada sebelum maupun setelah pengumuman terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* pada perusahaan BUMN dengan Non-BUMN. Dengan hasil tersebut maka dapat disimpulkan bahwa pengumuman penerbitan obligasi memiliki kandungan informasi yang dapat mempengaruhi preferensi investor dalam mengambil keputusan investasinya. Selain itu juga

informasi *event* tersebut cepat diserap dan diantisipasi oleh investor terutama pada perusahaan BUMN sebelum hari pengumuman.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Nur Indah Hardianti *et. al.* (2017) bahwa hasil penelitian menunjukkan pengumuman tersebut mempunyai kandungan informasi sehingga berpengaruh terhadap reaksi pasar modal yang ditunjukkan dengan adanya rata-rata *return* yang signifikan pada perusahaan BUMN dibandingkan dengan perusahaan Non-BUMN. Hasil penelitian ini didukung dari hasil penghitungan *trading volume activity* pada perusahaan BUMN yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan Non-BUMN walaupun nilainya berada dibawah 1% atau 0.01, yaitu antara 0.001-0.002 sepanjang periode jendela baik perusahaan BUMN maupun yang Non- BUMN. Dengan adanya hasil pengujian dan penghitungan *trading volume activity* ini dapat diketahui bahwa pasar merespon pengumuman penerbitan obligasi pada perusahaan BUMN karena kandungan informasi yang dimiliki lebih baik dibandingkan dengan kandungan informasi pada perusahaan Non-BUMN yang dapat memberikan *abnormal return* yang signifikan positif.

Kesimpulan yang dapat ditarik dari hasil

penelitian ini menunjukkan bahwa investor mempunyai tingkat ekspektasi yang berbeda pada perusahaan BUMN dibandingkan dengan perusahaan Non-BUMN sehingga aktivitas volume perdagangan (*Trading volume activity*) mengalami perubahan. Kondisi ini mengindikasikan bahwa pengumuman penerbitan obligasi korporasi dapat memengaruhi jumlah pemegang saham yang ditunjukkan dengan adanya perubahan terhadap volume perdagangan saham (*trading volume activity*) yang signifikan pada perusahaan BUMN dibandingkan dengan perusahaan Non-BUMN. Sehingga dapat dikatakan kondisi pasar modal pada saat *event* dalam keadaan cukup baik. *Trading Volume Activity* (TVA) dianggap sebagai ukuran dari kekuatan atau kelemahan pasar.

#### **KESIMPULAN**

Berdasarkan hasil penelitian, maka dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut : Tidak terdapat perbedaan *Cumulative Abnormal Return* yang signifikan pada perusahaan BUMN maupun Non-BUMN baik periode sebelum maupun sesudah pengumuman penerbitan obligasi selama periode 2017 – 2021. Terdapat perbedaan yang signifikan *Trading Volume Activity* baik periode sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi baik untuk perusahaan BUMN dibandingkan dengan perusahaan

Non-BUMN selama periode 2017 – 2021.

### DAFTAR PUSTAKA

- Aisah, S. H. (2014). Analisis Faktor-Faktor yang memengaruhi Yield Obligasi Korporasi. *Diponegoro Journal of Management*.
- Akbar, E. P., Saerang, I. S., & Maramis, J. B. (2019). REAKSI PASAR MODAL TERHADAP PENGUMUMAN KEMENANGAN PRESIDEN JOKO WIDODO BERDASARKAN KEPUTUSAN KPU PEMILU PERIODE 2019-2024 (Studi pada Perusahaan BUMN yang Terdaftar Di BEI). *JMBI UNSRAT (Jurnal Ilmiah Manajemen Bisnis Dan Inovasi Universitas Sam Ratulangi)*, 6(2), 123–131. <https://doi.org/10.35794/jmbi.v6i2.26169>
- Asri, I. G. A. A. Y., & Suwarta, I. K. (2014). Pengaruh Faktor Fundamental dan Ekonomi Makro pada Return Saham Perusahaan Consumer Good. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 8(3), 353–370.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76(3), 455–475. <https://doi.org/10.1086/344114>
- Hardianti, N. I., & Widarjono, A. (2018). Dampak penerbitan sukuk dan obligasi konvensional terhadap return saham perusahaan di Indonesia. *Jurnal Ekonomi & Keuangan Islam*, 3(1), 43–51. <https://doi.org/10.20885/jeki.vol3.iss1.art6>
- Manajemen, J. I., & Vii, V. (2017). *Rachman dan Ervina 300 – 315 MIX: Jurnal Ilmiah Manajemen, Volume VII, No. 2, Juni 2017*. VII(2), 301–315.
- Othman, J., & Setiawan, A. I. (2018). *Editorial Boards Daftar Isi*. 1(1).
- Purnamawati, A. (2010). *Ayu Purnamawati* 28. 2(1), 28–45.
- Rahim, S. A., & Ahmad, N. (2015). *Asymmetric Market Reactions to Sukuk Issuance*. 2(3), 48–56.
- Rahman, H. M. (2020). Comparison Of Share Company Performance BUMN and Non BUMN Listed In Jakarta Islamic Index (JII). *Jurnal Ilmu Manajemen*, 17(1), 48–57.
- Sudarsono, B., & Sudiyatno, B. (2016). 4304-Article Text-2912-1-10-20160826. *Jurnal Bisnis Dan Ekonomi (JBE)*, 23(1), 30–47. <https://www.unisbank.ac.id/ojs/index.php/fe3/article/view/4304>