BAB IV

HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Sejarah Bursa Efek Indonesia

Pasar modal di Indonesia bermula pada tahun 1912 dengan Bursa Efek yang didirikan oleh Belanda di Batavia dengan nama *Vereniging Voor De Effecten.* Kemudian dilanjutkan dengan didirikannya bursa di Surabaya dan Semarang pada tahun 1925. Namun akibat Perang Dunia II, semua bursa ditutup. Pada tahun 1950 diaktifkan kembali dan kembali diberhentikan pada tahun 1958. Pada tanggal 10 Agustus 1977 pasar modal kembali diaktifkan. Saham pertama yang diperdagangkan adalah saham PT Semen Cibinong.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Perkembangan pesat pasar modal terutama ketika pada tahun 1995 mulai diberlakukan sistem JATS (Jakarta *Automatic Trading System*). Suatu sistem perdagangan di lantai bursa yang secara otomatis me-*match*-kan antara harga jual

dan beli saham. Sebelum diberlakukannya JATS, transaksi dilakukan secara manual. Misalnya dengan menggunakan "papan tulis" sebagai papan untuk memasukkan harga jual dan beli saham. Perdagangan saham berubah menjadi *scripless trading,* yaitu perdagangan saham tanpa warkat (bukti fisik kepemilikan saham). Kemudian, dengan seiring kemajuan teknologi, bursa kini menggunakan sistem *Remote Trading,* yaitu sistem perdagangan jarak jauh. Bursa Efek Jakarta melakukan merger dengan Bursa Efek Surabaya pada akhir 2007 dan pada awal 2008 berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia.

Secara singkat, tonggak perkembangan pasar modal di Indonesia dapat dilihat dari catatan peristiwa-peristiwa penting sebagai berikut:

1. 14 Desember 1912 : Bursa Efek pertama di Indonesia dibentuk di Batavia oleh Pemerintah Hindia Belanda.
2. 1914 – 1918 : Bursa Efek di Batavia ditutup selama Perang Dunia I
3. 1925 – 1942 : Bursa Efek di Jakarta dibuka kembali bersama dengan Bursa Efek di Semarang dan Surabaya
4. Awal tahun 1939 : Karena isu politik (Perang Dunia II) Bursa Efek di Semarang dan Surabaya ditutup.
5. 1942 – 1952 : Bursa Efek di Jakarta ditutup kembali selama Perang Dunia II
6. 1952 : Bursa Efek di Jakarta diaktifkan kembali dengan UU Darurat Pasar Modal 1952, yang dikeluarkan oleh Menteri kehakiman (Lukman Wiradinata) dan Menteri keuangan (Prof. Dr. Sumitro Djojohadikusumo). Instrumen yang diperdagangkan: Obligasi Pemerintah RI (1950)

7. 1956 : Program nasionalisasi perusahaan Belanda. Bursa Efek semakin tidak aktif.
8. 1956 – 1977 : Perdagangan di Bursa Efek vakum.
9. 10 Agustus 1977 : Bursa Efek diresmikan kembali oleh Presiden Soeharto. BEJ dijalankan dibawah BAPEPAM (Badan Pelaksana Pasar Modal). Tanggal 10 Agustus diperingati sebagai HUT Pasar Modal. Pengaktifan kembali pasar modal ini juga ditandai dengan *go public* PT Semen Cibinong sebagai emiten pertama.
10. 1977 – 1987 : Perdagangan di Bursa Efek sangat lesu. Jumlah emiten hingga 1987 baru mencapai 24. Masyarakat lebih memilih instrumen perbankan dibandingkan instrumen Pasar Modal.
11. 1987 : Ditandai dengan hadirnya Paket Desember 1987 (PAKDES 87) yang memberikan kemudahan bagi perusahaan untuk melakukan Penawaran Umum dan investor asing menanamkan modal di Indonesia.
12. 1988 – 1990 : Paket deregulasi dibidang Perbankan dan Pasar Modal diluncurkan. Pintu BEJ terbuka untuk asing. Aktivitas bursa terlihat meningkat.
13. 2 Juni 1988 : Bursa Paralel Indonesia (BPI) mulai beroperasi dan dikelola oleh Persatuan Perdagangan Uang dan Efek (PPUE), sedangkan organisasinya terdiri dari broker dan dealer.
14. Desember 1988 : Pemerintah mengeluarkan Paket Desember 88 (PAKDES 88) yang memberikan kemudahan perusahaan untuk *go public* dan beberapa kebijakan lain yang positif bagi pertumbuhan pasar modal.

15. 16 Juni 1989 : Bursa Efek Surabaya (BES) mulai beroperasi dan dikelola oleh Perseroan Terbatas milik swasta yaitu PT Bursa Efek Surabaya.
16. 13 Juli 1992 : Swastanisasi BEJ. BAPEPAM berubah menjadi Badan Pengawas Pasar Modal. Tanggal ini diperingati sebagai HUT BEJ.
17. 22 Mei 1995 : Sistem Otomasi perdagangan di BEJ dilaksanakan dengan sistem computer JATS (Jakarta Automated Trading Systems).
18. 10 November 1995 : Pemerintah mengeluarkan Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal. Undang-Undang ini mulai diberlakukan mulai Januari 1996.
19. 1995 : Bursa Paralel Indonesia merger dengan Bursa Efek Surabaya.
20. 2000 : Sistem Perdagangan Tanpa Warkat (*scripless trading*) mulai diaplikasikan di pasar modal Indonesia.
21. 2002 : BEJ mulai mengaplikasikan sistem perdagangan jarak jauh (*remote trading*).
22. 2007 : Penggabungan Bursa Efek Surabaya (BES) ke Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan berubah nama menjadi Bursa Efek Indonesia (BEI).

Setelah penggabungan menjadi Bursa Efek Indonesia, BEI kini memiliki visi yaitu : "Menjadi Bursa yang Kompetitif dengan Kredibilitas Tingkat Dunia", sedangkan misinya antara lain untuk menjadi pilar bagi pertumbuhan ekonomi Indonesia, dalam usahanya senantiasa berorientasi pada pasar, senantiasa mampu berubah mengikuti perkembangan lingkungan, pembangunan institusi yang kuat, dan menyajikan produk dan pelayanan yang terbaik.

Dalam rangka mencapai visi dan misinya, BEI menekankan kompetensi intinya antara lain pada integritas, kualitas pelayanan, manajemen waktu, komitmen, pengembangan berkelanjutan, akuntabilitas, dan tim kerja yang solid.

4.1.2 Struktur Organisasi Bursa Efek Indonessia

Adapun mengenai struktur organisasi PT. Bursa Efek Indonesia, adalah sebagai berikut :

1. RUPS
2. Dewan Komisaris
3. Direktur Utama
    a. Satuan Pemeriksa Internal
    b. Sekretaris Perusahaan
    c. Divisi Hukum
4. Direktur Penilaian Perusahaan
    a. Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Riil
    b. Divisi Penilaian Perusahaan – Sektor Jasa
    c. Divisi Penilaian Perusahaan – Surat Utang
5. Direktur Perdagangan dan Pengaturan Anggota Bursa
    a. Divisi Perdagangan Saham
    b. Divisi Perdagangan Surat Utang dan Derivatif
    c. Divisi Keanggotaan dan Partisipan
6. Direktur Pengawasan Transaksi dan Kepatuhan
    a. Divisi Pengawasan Transaksi

b. Divisi Kepatuhan anggota Bursa

7. Direktur Pengembangan
   a. Divisi Riset
   b. Divisi Pengembangan Usaha
   c. Divisi Pemasaran
   d. *Chief Economist*
8. Direktur Teknologi Informasi
   a. Divisi Operasional Teknologi Informasi (TI)
   b. Divisi Pengembangan Solusi Bisnis Teknologi Informasi (TI)
   c. Divisi Manajemen Risiko
9. Direktur Keuangan dan SDM
   a. Divisi Keuangan
   b. Divisi Sumber Daya Manusia
   c. Divisi Umum

4.1.3 *Job Description*

Berikut ini uraian tentang struktur organisasi Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu sebagai berikut :

1. Direktur Pemeriksaan membawahi empat divisi, yaitu:
   a. Divisi Pengawasan

      Divisi Pengawasan, bertugas mengadakan beberapa kegiatan untuk meningkatkan kemampuan system pengawasan Bursa Efek Indonesia (BEI)

antara lain penyempurnaan sistem monitoring perdagangan melalui penerapan parameter perdagangan bursa.

b. Divisi Hukum

Divisi hukum mempersiapkan kontrak-kontrak yang diperlukan oleh perusahaan dan menyempurnakan peraturan bursa.

c. Satuan Pemeriksa Anggota Bursa

Satuan pemeriksa anggota bursa bertugas membantu tim audit dalam memeriksa dan mengaudit laporan keuangan para emiten.

d. Satuan Pemeriksa Internal

Satuan pemeriksa internal bertugas memeriksa atau mengaudit laporan keuangan perusahaan.

2. Direktur Operasi membawahkan empat orang direktur untuk membantu tugas kesehariannya, yaitu:

a. Divisi Pencatatan membawahkan dua divisi, yaitu:

- Divisi Pencatatan Sektor Jasa

  Bertugas mengevaluasi dan mengontrol perusahaan-perusahaan dalam sektor jasa.

- Divisi Pencatatan Sektor Pabrikan

  Bertugas mengevaluasi dan mengontrol perusahaan-perusahaan dalam sektor pabrikan.

b. Direktur Perdagangan membawahkan dua divisi, yaitu:

- Divisi Perdagangan

Bertugas menyediakan sarana perdagangan yang efisien, menyempurnakan peraturan perdagangan. Menyempurnakan sistem perdagangan efek agar teratur, likuid, efisien dan transparan, serta menyebarluaskan informasi emiten.

- Divisi Riset Dan Pengembangan

  Bertugas memberikan masukan bagi pengembangan instrument pasar dan bisnis informasi Bursa Efek Indonesia (BEI). Aktivitas rutin divsi ini mencakup penyusunan publikasi statistik mingguan, bulanan, tahunan, data base bursa efek Indonesia, fact book, dan jurnal Bursa Efek Indonesia.

c. Direktur Keanggotaan membawahkan satu divisi, yaitu:

- Divisi Keanggotaan

  Bertugas mengatur anggota-anggota bursa.

d. Divisi Administrasi membawahkan empat divisi, yaitu:

- Divisi Keuangan

  Bertugas mengambil inisiatif dalam melakukan integrasi laporan keuangan untuk mempercepat proses penyusunan laporan keuangan.

- Divisi Umum

  Bertugas sebagai penunjang kegiatan perusahaan diantaranya penyusunan pedoman inventarisasi barang perusahaan, bertanggung jawab dalam pengaduan kebutuhan untuk menunjang kebutuhan perusahaan.

- Divisi Sumber Daya Manusia

  Bertugas untuk menunjang kelancaran operasi perusahaan dengan kebijakan perusahaan meningkatkan kualitas sumber daya manusia BEI melalui program pelatihan dan pendidikan.

3. Kepala Divisi Komunikasi Perusahaan

   Bertugas mengatur kegiatan penyuluhan dan penerangan dengan frekuensi yang semakin tinggi sehubungan dengan perkembangan pasar modal Indonesia. Selain itu, divisi ini bertanggung jawab untuk meningkatkan citra BEI di berbagai forum nasional dan internasional.

Direktur utama juga bisa melimpahkan tugas dan wewenangnya kepada dua divisi yang berada di garis koordinasi, yaitu:

1. Divisi Sekretaris Perusahaan
2. Peneliti Senior

4.1.4 Aspek Kegiatan Perusahaan

Sehubungan dengan subjek yang dikaji adalah emiten-emiten sebagai anggota bursa efek, maka penjelasan aspek kegiatan perusahaan khusus pada emiten-emiten yang menjadi sampel penelitian.

4.1.4.1 PT. Aneka Gas Industri Tbk (AGIS)

PT Aneka Gas Industri Tbk (AGIS) adalah perusahaan gas industri yang pertama kali didirikan di Indonesia. Bisnis inti AGIS adalah memasok gas industri seperti Oksigen, Nitrogen, dan gas-gas lainnya serta jasa terkait untuk hampir

semua industri seperti pengerjaan logam, metalurgi, industri kimia dan petrokimia, industri elektronik dan elektrik, industri kesehatan dan farmasi, industri makanan dan minuman, pengolahan air minum, pengolahan air limbah, agribisnis dan lain sebagainya.

4.1.4.2 PT. Apexindo Pratama Duta Tbk (APEX)

APEX bergerak dalam jasa layanan pengeboran lepas pantai. Selanjutnya, pada tahun 2001, APEX memperluas lingkup kerjanya untuk menawarkan pula *onshore services*. hingga kini bisnis APEX terbesar tetap berada dalam penyewaan dan operasional *offshore rig*.

4.1.4.3 PT. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA)

PT. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA) bergerak dalam penyediaan jasa transportasi laut dengan fokus pada pengangkutan muatan cair. Pada tahun 1986, Perseroan mengembangkan jasanya pada pengangkutan sejumlah bahan kimia cair, LPG dan minyak nabati.

4.1.4.4 PT. Bakrieland Development Tbk (ELTY)

PT Bakrieland Development Tbk bergerak dalam bidang properti dan infrastruktur yang terkait dengan properti. Dalam bidang usaha properti, perusahaan memfokuskan pada tiga area, yaitu: *city property*, *landed residential*, dan *hotel & resort*. Sedangkan dalam bidang usaha infrastruktur, perusahaan beroperasi dalam area jalan tol dan pengelolaan & distribusi air.

4.1.4.5 PT. Indosat Tbk (ISAT)

PT Indonesian Satellite Corporation Tbk atau PT. Indosat Tbk (ISAT) adalah sebuah perusahaan penyelenggara jasa telekomunikasi internasional di Indonesia. ISAT merupakan perusahaan telekomunikasi dan multimedia terbesar kedua di Indonesia untuk jasa seluler (Satelindo, IM3, StarOne).

4.1.4.6 PT. Metrodata Electronics, Tbk. (MTDL)

PT. Metrodata Electronics merupakan salah satu Perseroan teknologi informasi terkemuka di Indonesia dan bermitra dengan perusahaan teknologi informasi kelas dunia, di antaranya adalah Adobe, DELL, Epson, Hewlett-Packard, dan lain-lain.

4.1.4.7 PT. Mitra Adi Perkasa Tbk (MAPI)

PT Mitra Adiperkasa Tbk (MAPI) merupakan salah satu perusahaan ritel terbesar di Indonesia. Konsep ritel yang berada di bawah Grup MAPI adalah: *Department Stores* (SEIBU, SOGO, Debenhams, Harvey Nichols dan Java/Lotus), *Fashion & Lifestyle:* (Giorgio Armani, Emporio Armani, Marks & Spencer, Nautica, Lacoste, dan beragam merek lainnya), *Sports*: (Planet Sports, Sports Station, Golf House, Rockport, Reebok, Converse dan lain-lain), *Food & Beverage*, (Starbucks, Burger King, Cold Stone Creamery, Domino's Pizza, dan lainnya), Kids: (Kidz Station, Oshkosh B'Gosh dan Barbie Boutique), *Others* (Kinokuniya dan Alun Alun Indonesia).

4.1.4.8 PT. Matahari Putra Prima Tbk (MPPA)

Matahari *department store* adalah sebuah jaringan toserba yang menjual baju dan bahan pakaian lainnya. Secara umum Matahari Putra Prima mengusahakan (i) jaringan toko serba ada yang menyediakan berbagai macam barang seperti pakaian, perhiasan, tas, sepatu, kosmetik, peralatan elektronik, mainan, alat tulis, buku, obat-obatan dan kebutuhan sehari-hari, dan (ii) pusat hiburan keluarga yang dikenal sebagai Time Zone.

4.1.4.9 PT. Mayora Indah Tbk (MYOR)

PT Mayora Indah Tbk. bergerak dalam industri makanan dalam kemasan dengan produk-produk yang dikenal luas di masyarakat Indonesia. Produk-produknya yaitu biskuit, permen, wafer, coklat, *health food*, kopi, *instant food* dan minuman. Contoh produknya seperti slai o'lai, kopiko, astor, choki-choki, energen, torabika, super bubur, vitazone, dll.

4.1.4.10 PT. Ricky Putra Globalindo (RICY)

PT Ricky Putra Globalindo merupakan perusahaan yang bergerak di bidang industri pemintalan benang, perajutan, pakaian dalam pria, pakaian luar, unit usaha jasa, perdagangan umum dan distributor. Salah satu produknya yaitu GT Man.

4.1.4.11 PT. Summarecon Agung, Tbk (SMRA)

Summarecon merupakan salah satu perusahaan properti terkemuka di Indonesia. Bisnis Summarecon dikelompokkan menjadi tiga unit bisnis:

a. Pengembangan Properti
b. Investasi dan Manajemen Properti
c. Rekreasi dan *Hospitality*

4.1.5 Gambaran Umum Subjek Penelitian

Sebelum menjelaskan tentang pergerakan *return* serta menganalisis perbandingannya pada periode sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah pada ke-11 emiten tersebut, perlu dikemukakan terlebih dahulu profil ringkas masing-masing emiten.

4.1.5.1 PT. Aneka Gas Industri Tbk (AGIS)

Menilik sejarah perusahaan ini, pada tahun 1916, NV WA Hoek Machine en Zuurstof, sebuah perusahaan Belanda membangun pabrik oksigen di Jakarta, yang kemudian diikuti dengan pembangunan pabrik lainnya di Surabaya pada tahun 1920 dan di Bandung pada tahun 1939. Sementara itu perusahaan Belanda lainnya, NV Javasche Koelzoor Fabriek mendirikan pabrik Karbon Dioksida di Surabaya pada tahun 1924. Kedua perusahaan ini adalah cikal bakal PT Aneka Gas Industri. Saat ini (2010), PT Aneka Gas Industri dimiliki oleh PT Aneka Mega Energi dan Rachmat Harsono.

PT. Aneka Gas Industri mulai menerbitkan Obligasi dan Sukuk Ijarah pada tahun 2008 yang dicatatkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan nama “Obligasi

Aneka Gas Industri I Tahun 2008" (kode Efek AGII01) senilai Rp80.000.000.000 (delapan puluh miliar rupiah) dan "Sukuk Ijarah Aneka Gas industri I tahun 2008" (Kode Efek SIKAGII01) senilai Rp160.000.000.000 (seratus enam puluh miliar rupiah) berjangka waktu 5 tahun. Emisi Obligasi dan sukuk ini mendapatkan rating A3.id (setara A-, *Stable Outlook*) dari PT Moody's Indonesia. *Fitch Ratings*, sebuah lembaga pemeringkat obligasi, memberikan peringkat nasional BBB(idn) untuk Sukuk Ijarah Aneka Gas Industri I tersebut.

4.1.5.2 PT. Apexindo Pratama Duta Tbk (APEX)

APEX didirikan pada tahun 1984 sebagai anak perusahaan dari PT Medco Energi Internasional Tbk yang bergerak dalam jasa layanan pengeboran lepas pantai. Selanjutnya, setelah *merger* dengan PT Medco Antareja, kontraktor pengeboran darat yang juga dimiliki oleh Medco, pada tahun 2001, APEX memperluas lingkup kerjanya untuk menawarkan pula *onshore services*. Untuk itu, semenjak membangun *offshore rig* pertamanya pada tahun 1992, APEX terus berkembang. Hingga kini, perusahaan ini memiliki 8 rig darat, 6 rig lepas pantai plus 1 rig *super premium* yang baru. Namun hingga kini bisnis APEX terbesar tetap berada dalam penyewaan dan operasional *offshore rig*.

Pada akhir 2008, PT Mitra Rajasa, Tbk melakukan akuisisi mayoritas saham APEX, yang sebagian besar dibeli dari pihak Medco. Kepemilikan saham PT. Mitra Rajasa pada saham APEX mencapai 98%. Hal inilah yang akhirnya mengharuskan perusahaan untuk memulai proses *de-listing* dari Bursa Efek Indonesia, karena adanya aturan *chain listing* yang melarang perusahaan terbuka

untuk memberikan kontribusi lebih dari 50 persen pendapatan perusahaan induknya.

APEX mencatatkan diri di Bursa Efek Jakarta (sekarang BEI) pada tanggal 8 April 2005 yang dicatatkan di Bursa Efek Surabaya (BES) dengan nama "Apexindo Pratama Duta I Syariah Ijarah Tahun 2005" (kode Efek APEX01B) senilai Rp240 miliar berjangka waktu 5 tahun. Emisi Obligasi dan sukuk ini mendapatkan rating A+ dari PT Moody's Indonesia.

4.1.5.3 PT. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA)

PT. Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA) pertama kali didirikan dengan nama PT. Bhaita Laju Tanker, pada tahun 1981, bergerak dalam penyediaan jasa transportasi laut dengan fokus pada pengangkutan muatan cair. Perseroan mulai beroperasi dengan dua tanker berukuran bobot mati 12.050 DWT. Pada tahun 1988, Perusahaan berganti nama menjadi PT. Berlian Laju Tanker. Selama beberapa tahun belakangan, peningkatan permintaan terhadap produk petrokimia dan minyak nabati telah menciptakan sejumlah peluang bagi perusahaan untuk meningkatkan segmen dan jangkauan bisnisnya. Pada tahun 1986, Perseroan mengembangkan jasanya pada pengangkutan sejumlah bahan kimia cair, LPG dan minyak nabati.

BLTA mencatatkan diri pada BEI (Jakarta Stock Exchange dan Surabaya Stock Exchange) pada tanggal 26 Maret 1990, dan pertama kali menerbitkan obligasi syariah dalam bentuk sukuk ijarah pada tanggal 5 Juli 2007 dengan nama "Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker" dan kode SIKBLTA01 senilai Rp.200 milyar,

jatuh tempo pada tanggal 5 Juli 2012. Lembaga pemeringkat sukuk di BEI memberi peringkat A atau idA(sy) untuk Sukuk Ijarah BLTA ini.

4.1.5.4 PT. Bakrieland Development Tbk (ELTY)

PT Bakrieland Development Tbk merupakan salah satu perusahaan properti yang berada dalam Kelompok Usaha Bakrie. Secara legal, PT Bakrieland Development Tbk didirikan pada tanggal 12 Juni 1990 berdasarkan akta Notaris John Leonard Waworuntu S.H. No. 209 yang telah disahkan oleh Menteri Kehakiman Republik Indonesia dalam surat keputusan No. C2-1978.HT.01.01.TH.91 tanggal 31 Mei 1991. Anggaran dasar Perusahaan telah mengalami beberapa kali perubahan antara lain mengenai perubahan nama dari PT. Elang Realty Tbk menjadi PT. Bakrieland Development Tbk yang diaktakan dengan akta Notaris Harun Kamil S.H. No. 29 tanggal 3 April 1997. Perusahaan menerbitkan Sukuk Ijarah (I A) senilai Rp. 60 Milyar dan (I B) senilai Rp. 90 Milyar dengan peringkat BBB+.

4.1.5.5 PT. Indosat Tbk (ISAT)

Indosat didirikan pada tahun 1967 sebagai Perusahaan Modal Asing, dan memulai operasinya pada tahun 1969. Pada tahun 1980 Indosat menjadi Badan Usaha Milik Negara yang seluruh sahamnya dimiliki oleh Pemerintah Indonesia. Hingga sekarang, Indosat menyediakan layanan telekomunikasi internasional seperti SLI dan layanan transmisi televisi antarbangsa.

Indosat merupakan perusahaan pertama yang menerapkan obligasi dengan konsep syariah pada tahun 2002. Setelah itu, pengimplementasian obligasi syariah Indosat mendapat peringkat AA+. Nilai emisi pada tahun 2002 sebesar Rp175 milyar dalam tenor lima tahun. Pada tahun 2005 nilai emisi obligasi syariah Indosat IV sebesar Rp 285 milyar. Setelah tahun 2002 penerapan obligasi syariah tersebut diikuti oleh perusahaan-perusahaan lainnya.

4.1.5.6 PT. Metrodata Electronics, Tbk. (MTDL)

P.T. Metrodata Electronics, Tbk MTDL) didirikan pada tanggal 17 Februari 1983 sebagai salah satu Perseroan dalam kelompok usaha METRODATA yang telah berkiprah di bidang teknologi informasi sejak tahun 1975. Sejak didirikan, Perseroan sempat mengalami perubahan nama beberapa kali dan terakhir pada tanggal 28 Maret 1991 namanya diubah menjadi P.T. Metrodata Electronics, Tbk sampai sekarang.

Pada tanggal 14 Februari 1990, Perseroan mencatatkan sahamnya di Bursa Efek Indonesia (pada waktu itu masih berstatus sebagai Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya) dengan kode MTDL. Pada tahun 2008 perusahaan menerbitkan obligasi syariah ijarah (sukuk) berjangka lima tahun senilai IDR100 miliar dengan peringkat AAA.

4.1.5.7 PT. Mitra Adi Perkasa Tbk (MAPI)

Berdasarkan aspek legalitas, PT. Mitra Adiperkasa Tbk didirikan dengan akta No. 105 tanggal 23 Januari 1995 dari Julia Mensana, S.H., notaris di Jakarta. Akta pendirian tersebut telah mendapat pengesahan dari Menteri Kehakiman

Republik Indonesia dengan Surat Keputusannya No. C2-9243.HT.01.01.TH.95 tanggal 31 Juli 1995. Anggaran dasar Perusahaan telah mengalami perubahan, terakhir dengan akta notaris No. 23 tanggal 25 Juli 2008 dari Isyana Wisnuwardhani Sadjarwo, S.H., notaris di Jakarta, dalam rangka penyesuaian dengan Undang-undang No. 40 tahun 2007 mengenai Perseroan Terbatas.

Sukuk Ijarah Mitra Adiperkasa I Tahun 2009, dengan Jumlah Emisi sebesar Rp 135.000.000.000,- terdiri dari :

1. Seri A (SIKMAPI01A) dengan nilai nominal Rp 96.000.000.000,- jangka waktu 3 tahun;
2. Seri B (SIKMAPI01B) dengan nilai nominal Rp 39.000.000.000,- jangka waktu 5 tahun;

Emisi ini mendapatkan *rating* dari PT Pefindo dengan peringkat idA+(sy) (*Single A Plus* Syariah; *Stable Outlook*).

4.1.5.8 PT. Matahari Putra Prima Tbk (MPPA)

PT Matahari Putra Prima Tbk didirikan pada tanggal 11 Maret 1986, sebuah perusahaan ritel di Indonesia yang merupakan pemilik dari jaringan supermarket Hypermart. Per kuartal pertama tahun 2008, Matahari Putra Prima sudah mempunyai 79 *department store*, 38 hypermarket, 31 supermarket, 46 outlet farmasi, dan lebih dari 88 hiburan keluarga di lebih dari 50 kota di Indonesia. Pada tahun 1992, Perusahaan mencatatkan seluruh sahamnya di Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya.

Berdasarkan Surat Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) No. S-2057/PM/2002 tanggal 13 September 2002, Pernyataan Pendaftaran Perusahaan untuk penawaran umum Obligasi I Matahari sebesar Rp450.000 di Bursa Efek Surabaya (Catatan 20) dinyatakan efektif. Berdasarkan Surat BAPEPAM No. S-1068/PM/2004 tanggal 28 April 2004, Pernyataan Pendaftaran Perusahaan untuk penawaran umum Obligasi II Matahari dan Obligasi Syariah Ijarah I Matahari masing-masing sebesar Rp300.000 dan Rp150.000 di Bursa Efek Surabaya (Catatan 20) dinyatakan efektif.

4.1.5.9 PT. Mayora Indah Tbk (MYOR)

PT Mayora Indah Tbk (MYOR) pertama kali berdiri pada tahun 1977 dan sejak itu terus berkembang menjadi salah satu pelaku terbesar dalam industri makanan di Indonesia. Mayora kini dikenal sebagai sebuah kelompok usaha yang memproduksi dan memasarkan makanan dalam kemasan di beberapa negara di Asia Tengara dengan sasaran pangsa pasar global. Saat ini, produk Mayora dijual di lebih dari 50 negara termasuk Indonesia, Polandia, Jerman, Australia, Timur Tengah, Jepang, Cina dan Singapura.

PT. Mayora Indah, Tbk mencatatkan diri pada BEI (Jakarta Stock Exchange dan Surabaya Stock Exchange) pada tanggal 4 Juli 1990, dan untuk pertama kalinya menerbitkan obligasi syariah dalam bentuk sukuk mudharabah pada tanggal 5 Juni 2008 dengan nama “Sukuk Mudharabah I Mayora Indah” dan kode SMKMYOR01 senilai Rp.200 milyar, jatuh tempo pada tanggal 5 Juni 2013.

Lembaga pemeringkat sukuk di BEI memberi peringkat A+ atau idA+(sy) untuk Sukuk Mudharabah I MYOR ini.

4.5.1.10 PT. Ricky Putra Globalindo (RICY)

PT. Ricky Putra Globalindo atau sebelumnya bernama PT. Ricky Putra Garmindo didirikan pada tanggal 22 Desember 1987 di Jakarta dan bergerak di bidang industri pemintalan benang, perajutan, pakaian dalam pria, pakaian luar, unit usaha jasa, perdagangan umum dan distributor terpadu dari hulu hingga hilir.

Pada tanggal 12 Juli 2005 perusahaan menerbitkan Obligasi Syariah Ijarah I Ricky Putra Globalindo tahun 2005 dengan peringkat yang telah diberikan PT. Moody's Indonesia yaitu BBB+ dengan nilai nominal sebesar Rp 30,4 Milyar.

4.1.5.11 PT. Summarecon Agung, Tbk (SMRA)

Summarecon didirikan pada tahun 1975 oleh keluarga Nagaria dan asosiasinya. Hingga saat ini, Summarecon telah berkembang menjadi salah satu perusahaan properti terkemuka di Indonesia. Bisnis Summarecon dikelompokkan menjadi tiga unit bisnis, yaitu pengembangan properti, investasi dan manajemen properti, serta rekreasi dan *hospitality*.

Summarecon mencatatkan diri pada BEI pada tanggal 7 Mei 1990, dan untuk pertama kalinya menerbitkan obligasi syariah dalam bentuk sukuk ijarah pada tanggal 25 Juni 2008 dengan nama "Sukuk Ijarah I SMRA" dan kode SIKSMRA01 senilai Rp.200 milyar, jatuh tempo pada tanggal 25 Juni 2013. Lembaga pemeringkat sukuk di BEI memberi peringkat A- atau idA-(sy) untuk Sukuk Ijarah I SMRA ini.

Beberapa perusahaan lain juga menerbitkan obligasi syariah pada periode yang diteliti (2005 – 2009), misalnya : PT. PLN (Persero), PT Bank Muamalat Indonesia, Tbk, PT. Salim Ivomas Pratama, Tbk, dan beberapa perusahaan lainnya. Akan tetapi karena perusahaan-perusahaan tersebut bukanlah emiten penerbit saham di BEI, maka tidak diikutsertakan sebagai sampel penelitian.

Secara keseluruhan, data mengenai penerbitan obligasi syariah dari ke-11 perusahaan yang diteliti disajikan sebagai berikut :

Tabel 4.1
Data Penerbitan Obligasi Syariah oleh Emiten yang Memperdagangkan Saham di Bursa Efek Indonesia (BEI)
Periode 2005 – 2009

No	Kode Penerbit	Nama Penerbit (PT, Tbk)	Jenis Sukuk	Kode	Nilai Nominal (Milyar)	Jatuh Tempo	Peringkat
1	AGIS	Aneka Gas Industri	Ijarah (I)	SIKAGII01	Rp.160	8 Juli 2013	BBB
2	APEX	Apexindo Pratama Duta	Ijarah	APEX01B	Rp.240	8 April 2010	A+
3	BLTA	Berlian Laju Tanker	Ijarah Ijarah (II A) Ijarah (II B)	SIKBLTA01 SIKBLTA02A SIKBLTA02B	Rp.200 Rp. 45 Rp. 55	5 Juli 2012 28 Mei 2012 28 Mei 2014	A A A
4	ELTY	Bakrieland Development	Ijarah (I A) Ijarah (I B)	SIKELTY01A SIKELTY01B	Rp. 60 Rp. 90	07 Juli 2011 07 Juli 2012	BBB+ BBB+
5	ISAT	Indosat	Ijarah Ijarah (II) Ijarah (III) Ijarah (IV A) Ijarah (IV B)	ISAT04B SIKISAT02 SIKISAT03 SIKISAT04A SIKISAT04B	Rp.285 Rp.400 Rp.570 Rp. 28 Rp.172	21 Juni 2011 29 Mei 2014 9 April 2013 8 Des 2014 8 Des 2016	AA+ AA+ AA+ AA+ AA+
6	MAPI	Mitra Adiperkasa	Ijarah (I A) Ijarah (I B)	SIKMAPI01A SIKMAPI01B	Rp. 96 Rp. 39	16 Des 2012 16 Des 2014	A+ A+
7	MPPA	Matahari Putra Prima	Ijarah (II A) Ijarah (II B)	SIKMPPA01A SIKMPPA01B	Rp. 90 Rp.136	14 Apr 2012 14 Apr 2014	A+ A+
8	MTDL	Metrodata Electronics	Ijarah	SIKMTDL01	Rp. 100	4 Juli 2013	AAA
9	MYOR	Mayora Indah	Mudharabah (I)	SMKMYOR01	Rp.200	5 Juni 2013	A+
10	RICY	Ricky Putra Globalindo	Ijarah (I)	RICY02	Rp.30,4	12 Juli 2010	BBB+
11	SMRA	Summarecon Agung	Ijarah (I)	SIKSMRA01	Rp.200	25 Juni 2013	A

Sumber : *Indonesia Stock Exchange*, tahun 2010

4.2 Pembahasan

4.2.1 Hasil Analisis Kualitatif

4.2.1.1 Analisis Pergerakan *Return* Harian Saham Sebelum Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Perlu dikemukakan terlebih dahulu, bahwa rumus yang dipergunakan untuk menghitung *return* harian saham baik sebelum maupun sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah dari masing-masing perusahaan adalah sebagai berikut :

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana :

R_{it} = *Return* saham harian masing-masing perusahaan
P_{it} = Harga masing-masing perusahaan pada tanggal t
P_{it-1} = Harga masing-masing perusahaan pada tanggal t-1

Guna memperhitungkan 5 periode *return* harian tersebut, maka dibutuhkan data perdagangan harian saham sebanyak 6 hari perdagangan. Contoh perhitungan *return* untuk PT. Aneka Gas Industri, Tbk (AGIS) pada hari pertama sebelum (-1) sebagai berikut:

$$R_{AGIS\text{-}1} = \frac{345\text{-}355}{355}$$

$$R_{AGIS\text{-}1} = \frac{-5}{355}$$

$$R_{AGIS\text{-}1} = -0{,}0282$$

Perhitungan rata-rata *return* masing-masing emiten selama periode *return* yang dicari menggunakan rumus sebagai berikut :

$$AR_t = \frac{\sum_{t-1}^{N} Rit}{T}$$

Dimana :

AR_t = *Average Return* atau rata-rata *return* pada periode peristiwa ke-*t*
R_{it} = *Return* saham sekuritas ke-*i* pada periode peristiwa ke-*t*
T = Lamanya periode pengamatan (5 periode *return*)

Contoh perhitungan rata-rata *return* untuk PT. Aneka Gas Industri, Tbk (AGIS) adalah sebagai berikut:

$$AR_{5\text{-}AGIS} = \frac{(-0{,}0282) + (0{,}0143) + 0{,}0000 + (0{,}0676) + (0{,}0676)}{5}$$

$$AR_{5\text{-}AGIS} = \frac{-0{,}1176}{5}$$

$$AR_{5\text{-}AGIS} = -0{,}0355$$

Terakhir adalah menentukan rata-rata *return* saham harian untuk gabungan emiten, dengan rumus :

$$AR_{tgab} = \frac{\sum_{t-1}^{N} Rit_{gab}}{N}$$

Dimana :

AR_{tgab} = *Average Return* gabungan emiten pada periode peristiwa ke-*t*
R_{itgab} = *Return* saham gabungan emiten pada periode peristiwa ke-*t*
N = Jumlah saham (emiten) yang diteliti

Perhitungan rata-rata *return* gabungan seluruh emiten selama periode yang diteliti pada hari ke-1 (t-1) adalah sebagai berikut:

$$AR_{tgab} = \frac{AR_{AGIS} + AR_{APEX} + AR_{BLTA\text{-}1} + \ldots\ldots + AR_{SMRA}}{N}$$

$$AR_{tgab} = \frac{(0{,}0355) + (0{,}0196) + (0{,}0024) + \ldots\ldots\ldots + (0{,}0176)}{15}$$

$$AR_{tgab} = -0{,}0175$$

Berdasarkan data yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan pergerakan harga-harga saham harian (harga penutupan atau *close price*), maka dapat diperhitungkan perolehan *return* secara harian dari masing-masing emiten yang diteliti sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah (t-) sebagaimana tampak dalam tabel berikut:

Tabel 4.2
Data Pergerakan *Return* Harian Saham Emiten-emiten yang Diteliti di Bursa Efek Indonesia Sebelum Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah (5 periode *return*)

Kode Emiten	Deskripsi	Hari Ke (Sebelum Pengumuman)					Pada Saat
		-5	-4	-3	-2	-1	0
1	2	3	4	5	6	7	8
AGIS	**Harga Penutupan**	370	370	345	350	355	345
8 Juli 2008	***Return* Saham**	-0,0676	-0,0676	0,0000	-0,0143	-0,0282	
	Rata-rata *Return*	**(0,0355)**					
APEX	**Harga Penutupan**	690	710	710	720	690	690
8 April 2005	***Return* Saham**	0,0000	-0,0282	-0,0282	-0,0417	0,0000	
	Rata-rata *Return*	**(0,0196)**					
BLTA 1	**Harga Penutupan**	2025	2050	2000	2025	2050	2025
5 Juli 2007	***Return* Saham**	0,0000	-0,0122	0,0125	0,0000	-0,0122	
	Rata-rata *Return*	**(0,0024)**					
BLTA 2	**Harga Penutupan**	797	797	763	711	702	702
28 Mei 2009	***Return* Saham**	-0,1192	-0,1192	-0,0799	-0,0127	0,0000	
	Rata-rata *Return*	**(0,0662)**					
ELTY	**Harga Penutupan**	314	330	324	324	303	355
7 Juli 2009	***Return* Saham**	0,1306	0,0758	0,0957	0,0957	0,1716	
	Rata-rata *Return*	**0,1139**					
ISAT 1	**Harga Penutupan**	5400	5500	5450	5650	5600	5450
21 Juni 2005	***Return* Saham**	0,0093	-0,0091	0,0000	-0,0354	-0,0268	
	Rata-rata *Return*	**(0,0124)**					
ISAT 2	**Harga Penutupan**	7050	7000	7050	7000	7050	6900
29 Mei 2007	***Return* Saham**	-0,0213	-0,0143	-0,0213	-0,0143	-0,0213	
	Rata-rata *Return*	**(0,0185)**					

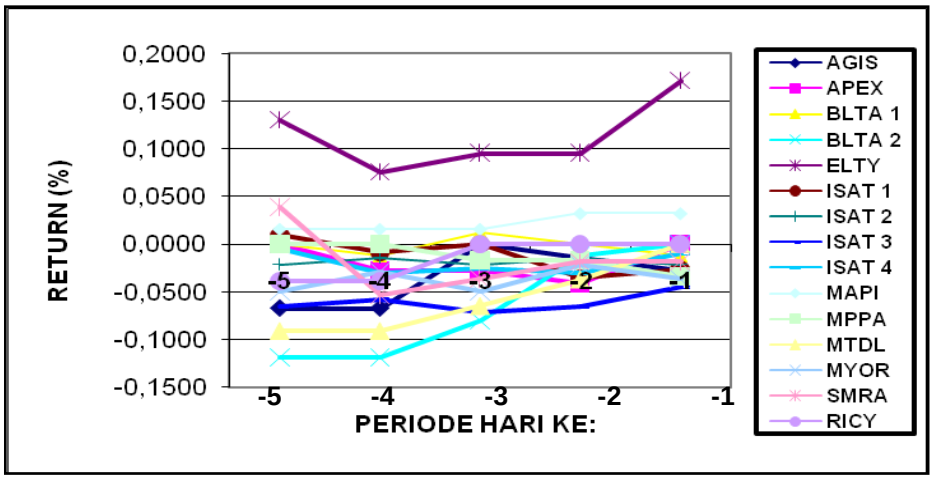
1	2	3	4	5	6	7	8
ISAT 3	**Harga Penutupan**	6900	6850	6950	6900	6750	6450
9 April 2008	***Return* Saham**	-0,0652	-0,0584	-0,0719	-0,0652	-0,0444	
	Rata-rata *Return*	**(0,0610)**					
ISAT 4	**Harga Penutupan**	4875	5000	4975	5000	**4900**	**4850**
8 Des 2009	**Return Saham**	-0,0051	-0,0300	-0,0251	-0,0300	**-0,0102**	
	Rata-rata Return	(0,0201)					
MAPI	**Harga Penutupan**	630	630	630	620	**620**	**640**
16 Des 2009	**Return Saham**	0,0159	0,0159	0,0159	0,0323	**0,0323**	
	Rata-rata Return	0,0224					
MPPA	**Harga Penutupan**	560	560	570	570	580	560
14 April 2009	***Return* Saham**	0,0000	0,0000	-0,0175	-0,0175	-0,0345	
	Rata-rata *Return*	**(0,0139)**					
MTDL	**Harga Penutupan**	143	143	139	135	130	130
4 Juli 2008	***Return* Saham**	-0,0909	-0,0909	-0,0647	-0,0370	0,0000	
	Rata-rata *Return*	**(0,0567)**					
MYOR	**Harga Penutupan**	1400	1370	1400	1360	1380	1330
5 Juni 2008	***Return* Saham**	-0,0500	-0,0292	-0,0500	-0,0221	-0,0362	
	Rata-rata *Return*	**(0,0375)**					
RICY	**Harga Penutupan**	520	520	500	500	500	500
12 Juli 2005	***Return* Saham**	-0,0385	-0,0385	0,0000	0,0000	0,0000	
	Rata-rata *Return*	**(0,0154)**					
SMRA	**Harga Penutupan**	255	280	275	270	270	265
25 Juni 2008	***Return* Saham**	0,0392	-0,0536	-0,0364	-0,0185	-0,0185	
	Rata-rata *Return*	**(0,0176)**					
Rata2 Return Gabungan Harian		**-0,0175**	**-0,0306**	**-0,0181**	**-0,0120**	**-0,0019**	
Rata-rata Return Gabungan Emiten		**(0,016)**					
Selama 5 Periode Return							

Sumber : Data Sekunder dari : http://www.duniainvestasi.com/bei/prices/stock tahun 2010

Dari data pada tabel di atas, bahwa sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, tampak terdapat dua emiten (dalam hal ini, BLTA dihitung 2 emiten, ISAT dihitung 4 emiten), yang memberikan rata-rata *return* bernilai positif, yaitu ELTY sebesar rata-rata 0,1139, dan MAPI (0,0224). Emiten-emiten yang lainnya tidak memberikan *return* positif atau sebaliknya investor memperoleh kerugian (*capital loss*), yaitu AGIS (-0,0355), APEX (-0,0196),

BLTA 1 dan 2 (-0,0024; -0,0662), ISAT 1, 2, 3 dan 4 (-0,0124; -0,0185; -0,0610; -0,0201), MPPA (-0,0139), MTDL (-0,0567), MYOR (-0,0375), RICY (-0,0154), dan SMRA (-0,0176). Pada emiten yang memberikan *return* positif, perolehan rata-rata *return* yang positif tersebut menunjukkan bahwa pergerakan harga-harga saham hariannya relatif konstan atau cenderung naik, dan pada emiten yang memberikan *capital loss* berarti sebaliknya.

Pergerakan *return* harian saham masing-masing emiten sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah secara visual dengan tampilan grafis ditunjukkan sebagai berikut :



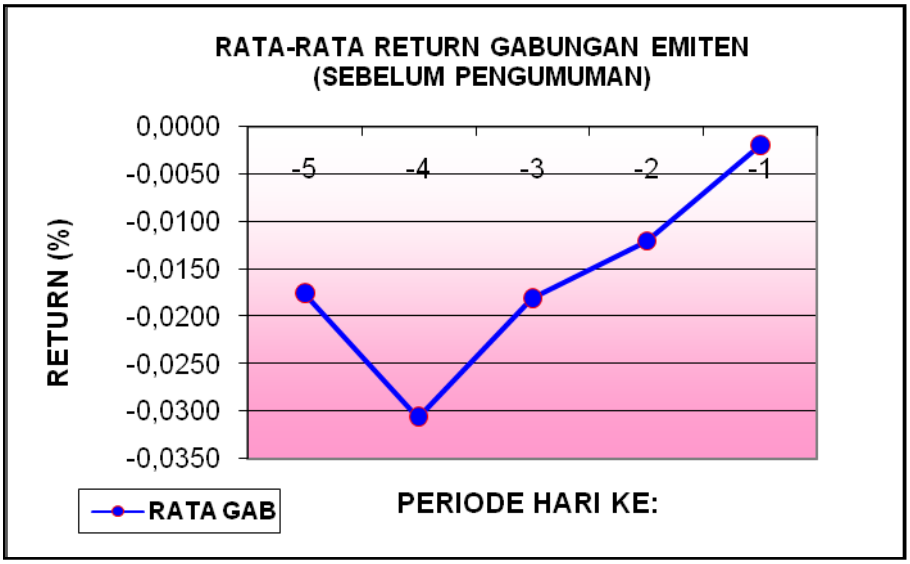
Grafik 4.1 Pergerakan *Return* Harian Saham Sebelum Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Selanjutnya, dengan memperhitungkan rata-rata *return* untuk seluruh emiten baik per harian maupun akumulasi selama 5 periode *return* dari keseluruhan emiten, di mana selama 5 periode *return* yang dicari, *return* yang dihasilkan semua bernilai negatif (*loss average*), yaitu pada periode *return* kelima sebelum (t_{-5}) sampai periode *return* kesatu sebelum (t_{-1}) sebesar -0,0175, -0,0306, -0,0181, -0,012, -0,0019. Hal ini bermakna, bahwa selama kelima periode *return*

sebelum peristiwa pengumuman obligasi syariah tersebut, umumnya lebih banyak perolehan rugi yang didapat investor dibanding profitnya.

Berdasarkan kondisi banyaknya perolehan rugi harian sebagaimana terlihat dari nilai rata-rata *return* harian keenam emiten tersebut, maka secara keseluruhan pada 5 periode *return* dihasilkan rata-rata kumulatif dari ke-15 peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah (berasal dari 11 emiten) sebesar negatif 0,0160. Dengan kata lain disimpulkan, bahwa perolehan *return* harian saham pada periode sebelum tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah secara umum cenderung menurun, yang terjadi karena harga-harga saham emiten juga cenderung menunjukkan penurunan.

Pergerakan rata-rata *return* harian saham dari seluruh emiten sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah secara visual sebagai berikut :



Grafik 4.2 Pergerakan Rata-rata *Return* Harian Saham Gabungan Emiten Sebelum Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Sebagaimana tergambar di atas, pada periode *return* t_{-5} ke t_{-4} *return* menurun, kemudian terjadi kenaikkan pada t_{-3}, menanjak pada t_{-2} dan kembali

menanjak pada t_{-1}. Walaupun trendnya menunjukkan kenaikan, tetapi secara umum perolehan *return* yang terjadi sebelum periode pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut lebih banyak negatif (*capital loss*).

4.2.1.2 Analisis Pergerakan *Return* Harian Saham Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Rumus yang dipergunakan untuk menghitung *return* harian saham, rata-rata *return* per emiten dan secara keseluruhan sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah mengikuti cara yang telah dikemukakan pada pembahasan sebelumnya mengenai pergerakan *return* sebelum tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah.

Berdasarkan data yang bersumber dari Bursa Efek Indonesia berupa laporan pergerakan harga-harga saham harian (harga penutupan atau *close price*), maka dapat diperhitungkan perolehan *return* secara harian dari masing-masing emiten yang diteliti sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah (t_{+}) sebagai berikut:

Tabel 4.3
Data Pergerakan *Return* Harian Saham Emiten-emiten yang Diteliti di Bursa Efek Indonesia Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah (5 periode *return*)

Kode Emiten	Deskripsi	Pada Saat	Hari Ke (Sesudah Pengumuman)				
		0	1	2	3	4	5
1	2	3	4	5	6	7	8
AGIS	**Harga Penutupan**	345	345	340	345	350	340
8 Juli 2008	***Return* Saham**		0,0000	0,0147	0,0000	-0,0143	0,0147
	Rata-rata *Return*						**0,0030**

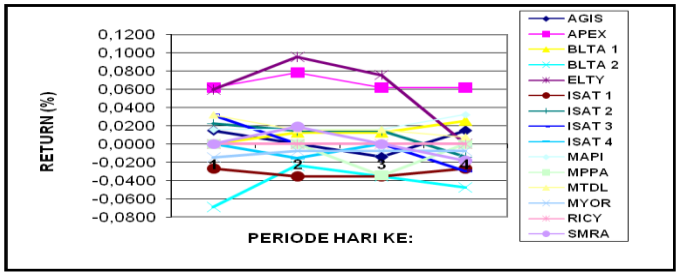
1	2	3	4	5	6	7	8
APEX	**Harga Penutupan**	690	650	650	640	650	650
8 April 2005	***Return* Saham**		0,0615	0,0615	0,0781	0,0615	0,0615
	Rata-rata *Return*						**0,0649**
BLTA 1	**Harga Penutupan**	2025	2025	2025	2000	2000	1975
5 Juli 2007	***Return* Saham**		0,0000	0,0000	0,0125	0,0125	0,0253
	Rata-rata *Return*						**0,0101**
BLTA 2	**Harga Penutupan**	702	711	754	719	728	737
28 Mei 2009	***Return* Saham**		-0,0127	-0,0690	-0,0236	-0,0357	-0,0475
	Rata-rata *Return*						**(0,0377)**
ELTY	**Harga Penutupan**	355	340	335	324	330	355
7 Juli 2009	***Return* Saham**		0,0441	0,0597	0,0957	0,0758	0,0000
	Rata-rata *Return*						**0,0551**
ISAT 1	**Harga Penutupan**	5450	5550	5600	5650	5650	5600
21 Juni 2005	***Return* Saham**		-0,0180	-0,0268	-0,0354	-0,0354	-0,0268
	Rata-rata *Return*						**(0,0285)**
ISAT 2	**Harga Penutupan**	6900	6750	6750	6800	6800	7000
29 Mei 2007	***Return* Saham**		0,0222	0,0222	0,0147	0,0147	-0,0143
	Rata-rata *Return*						**0,0119**
ISAT 3	**Harga Penutupan**	6450	6450	6250	6450	6450	6650
9 April 2008	***Return* Saham**		0,0000	0,0320	0,0000	0,0000	-0,0301
	Rata-rata *Return*						**0,0004**
ISAT 4	**Harga Penutupan**	4850	4900	4850	4925	4850	4850
8 Des 2009	***Return* Saham**		-0,0102	0,0000	-0,0152	0,0000	0,0000
	Rata-rata *Return*						**(0,0051)**
MAPI	**Harga Penutupan**	640	640	630	630	630	620
16 Des 2009	***Return* Saham**		0,0000	0,0159	0,0159	0,0159	0,0323
	Rata-rata *Return*						**0,0160**
MPPA	**Harga Penutupan**	560	560	560	560	580	560
14 April 2009	***Return* Saham**		0,0000	0,0000	0,0000	-0,0345	0,0000
	Rata-rata *Return*						**(0,0069)**
MTDL	**Harga Penutupan**	130	128	126	128	128	129
4 Juli 2008	***Return* Saham**		0,0156	0,0317	0,0156	0,0156	0,0078
	Rata-rata *Return*						**0,0173**
MYOR	**Harga Penutupan**	1330	1350	1350	1340	1340	1340
5 Juni 2008	***Return* Saham**		-0,0148	-0,0148	-0,0075	-0,0075	-0,0075
	Rata-rata *Return*						**(0,0104)**

1	2	3	4	5	6	7	8
RICY	**Harga Penutupan**	500	500	500	500	500	500
12 Juli 2005	***Return* Saham**		0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
	Rata-rata *Return*						**-**
SMRA	**Harga Penutupan**	265	270	265	260	265	270
25 Juni 2008	***Return* Saham**		-0,0185	0,0000	0,0192	0,0000	-0,0185
	Rata-rata *Return*						**(0,0036)**
Rata2 Return Gabungan Harian			**0,0046**	**0,0085**	**0,0113**	**0,0046**	**-0,000203**
Rata-rata Return Gabungan Emiten Selama 5 Periode Return							**0,0058**

Sumber : Data Sekunder dari : http://www.duniainvestasi.com/bei/prices/stock tahun 2010

Berdasarkan perhitungan pada tabel di atas, bahwa sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah, secara umum dihasilkan *return* yang positif, kecuali untuk enam emiten yang memberikan rata-rata *return* bernilai negatif (*capital loss*), yaitu BLTA 2 (-0,0377), ISAT 1 dan 4 (-0,0285 ; -0,0051), MPPA (-0,0069), MYOR (-0,0104), SMRA (-0,0036). Pada emiten yang memberikan *return* positif, hal tersebut menunjukkan bahwa pergerakan harga-harga saham hariannya relatif konstan atau cenderung naik, dan pada emiten yang memberikan *capital loss* berarti sebaliknya atau cenderung turun.

Pergerakan *return* harian saham masing-masing emiten sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah secara visual dengan tampilan grafis ditunjukkan sebagai berikut :



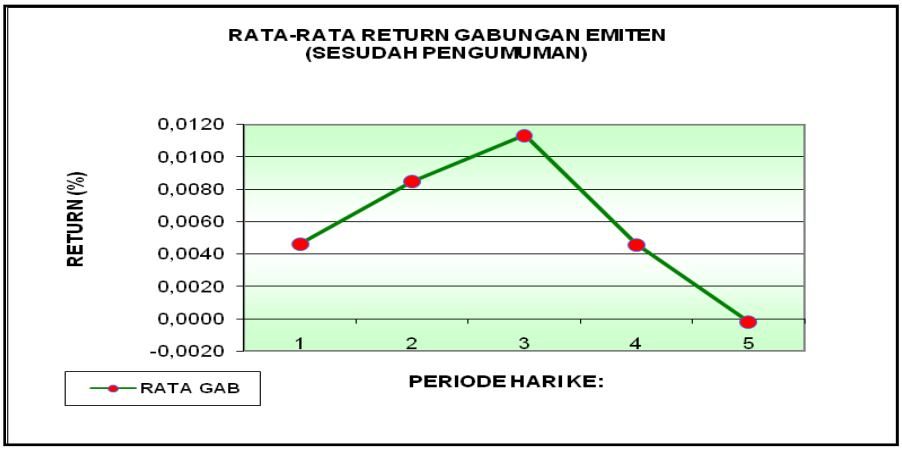
Grafik 4.3 Pergerakan *Return* Harian Saham Sesudah Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Perhitungan rata-rata *return* untuk seluruh emiten baik per harian maupun akumulasi selama 5 periode *return* dari keseluruhan emiten, di mana selama 5 periode *return* yang dicari, seluruh periode *return* menghasilkan rata-rata *return*-nya positif, yaitu periode *return* kesatu (t_{+1}) sebesar 0,0046, kedua (t_{+2}) sebesar 0,0085, ketiga (t_{+3}) sebesar 0,0113 dan keempat (t_{+4}) sebesar 0,0046, kecuali periode *return* kelima (t_{+5}) dihasilkan *return* negatif yaitu sebesar -0,0002. Hal ini terjadi mungkin karena informasi berupa pengumuman penerbitan obligasi syariah sudah tidak berarti lagi bagi para investor. Dilihat secara harian ini, hasil tersebut menunjukkan bahwa selama kelima periode *return* sesudah peristiwa pengumuman obligasi syariah tersebut, investor secara umum mendapat *return* positif, walaupun demikian hal tersebut belum secara langsung menjelaskan adanya perbedaan yang signifikan antara kedua periode yang diperbandingkan.

Nilai rata-rata *return* harian saham ke-11 emiten pada 5 periode *return*, yaitu rata-rata kumulatif dari ke-15 peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah yang berasal dari 11 emiten tersebut adalah sebesar positif 0,0058. Dengan kata lain disimpulkan, bahwa perolehan *return* harian saham pada periode sesudah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah secara umum cenderung positif, yang terjadi karena harga-harga saham emiten cenderung meningkat, atau lebih besar perubahan *return* yang positif dibanding perubahan *return* yang negatif.

Visualisasi pergerakan rata-rata *return* harian saham dari seluruh emiten sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah ditunjukkan pada Grafik 4.4. Sebagaimana terlihat, pada periode *return* t_{+1} ke t_{+2} *return* mengalami kenaikan, kemudian menanjak pada t_{+3} lalu menurun pada t_{+4} dan t_{+5}, sehingga secara

umum peningkatannya terjadi pada saat hari kedua dan ketiga setelah pengumuman penerbitan obligasi syariah, setelah itu terjadi penurunan, yang berarti setelah hari ketiga (t_{+3}).



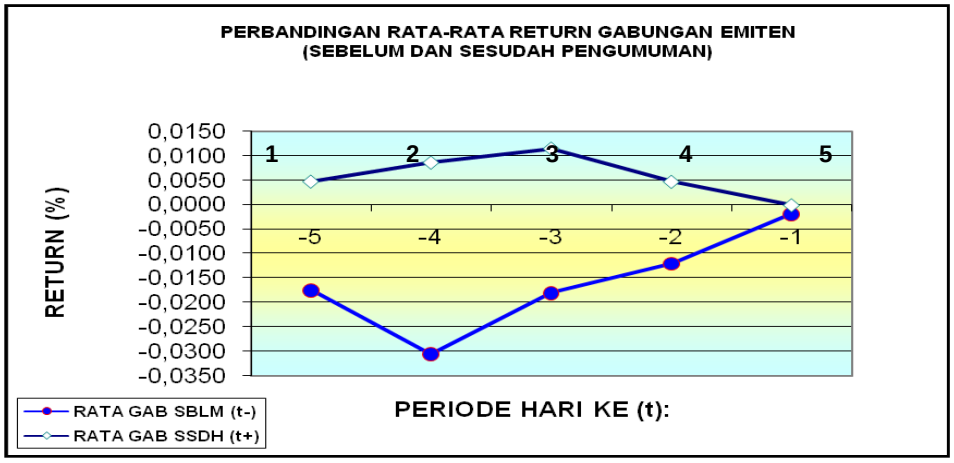
Grafik 4.4 Pergerakan Rata-rata *Return* Harian Saham Gabungan Emiten Sesudah Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Melihat pada pola yang terbentuk dari rata-rata pergerakan *return* seluruh emiten di atas, tampaknya memang terdapat reaksi investor dengan adanya informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut, namun reaksi yang terjadi tidak langsung pada hari pengumuman, namun menurut visualisasi di atas cenderung dimulai pada hari kedua. Setelah itu mengalami penurunan setelah hari ketiga, yang berarti investor tidak menggunakan informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah lagi dalam aktivitas perdagangan sahamnya setelah hari ketiga. Meskipun demikian tentunya kesimpulan ini masih lemah dan memerlukan pengujian pada tingkat lebih lanjut.

4.2.1.3 Analisis *Return* Saham Harian Sebelum dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Menurut data yang diolah dalam tabel 4.2 (sebelum pengumuman) dan dibandingkan dengan data perolehan *return* pada tabel 4.3 (sesudah pengumuman) penerbitan obligasi syariah, maka dapat dikatakan bahwa perolehan *return* lebih baik setelah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut, di mana secara rata-rata *return* menjadi positif. Rata-rata *return* seluruh emiten dan selama periode perdagangan yang digunakan sebelum tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah adalah sebesar -0,0160 sedangkan sesudah tanggal pengumuman adalah sebesar 0,0058 atau terdapat selisih sebesar 0,0218.

Perbandingan pola pergerakan rata-rata *return* gabungan emiten sebelum dan sesudah pengumuman secara visual disajikan sebagai berikut :



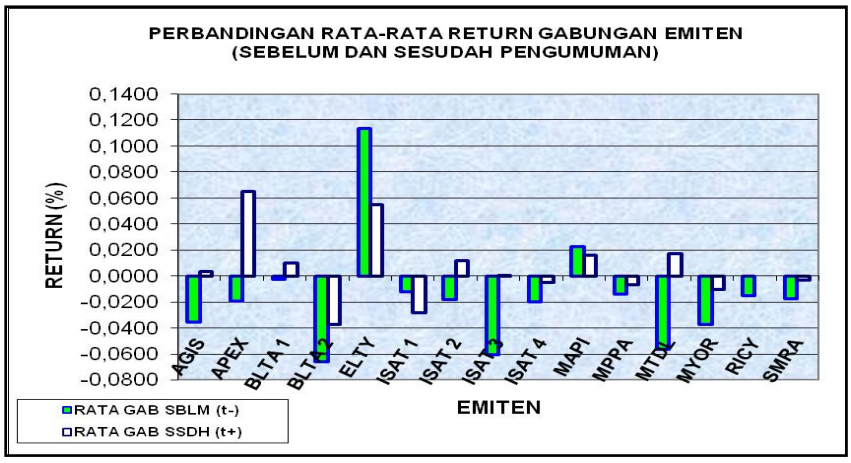
Grafik 4.5 Perbandingan Pergerakan Rata-rata *Return* Harian Saham Gabungan Emiten antara Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Tampak dalam gambar di atas, adanya perbedaan kecenderungan arah antara pergerakan rata-rata *return* gabungan antara sebelum dan sesudah peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah, yang kemudian menghasilkan selisih

angka perolehan *return* antar kedua periode sebagaimana dijelaskan di atas. Meskipun angka selisih antara kedua periode tersebut tampak sangat kecil, tapi dalam perdagangan saham, perubahan angka tersebut dapat digolongkan penting, selain menjelaskan adanya aktivitas perdagangan saham perusahaan, juga mencerminkan perubahan harga yang lebih baik dibanding periode sebelumnya.

Perbedaan tersebut juga dapat dikatakan signifikan bila ditinjau dari arah yang terlihat di mana pada periode sebelum cenderung bernilai negatif dan sebaliknya pada periode setelah pengumuman penerbitan obligasi syariah cenderung bernilai positif. Tanpa bermaksud mengesampingkan tinjauan dari hal yang dikemukakan di atas, yang jelas terdapat perubahan perolehan *return* pada periode sesudah tanggal pengumuman obligasi syariah dibanding sebelumnya.

Guna lebih dapat menjelaskan perbedaan perolehan *return* antara kedua masa yang dikaji, dapat pula dicermati dari nilai rata-rata *return* yang diperoleh untuk setiap emiten seperti disajikan berikut ini :



Grafik 4.7 Perbandingan Perolehan Rata-rata *Return* Harian Saham Per Emiten antara Sebelum dan Sesudah Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

Dikaitkan dengan pengumuman penerbitan obligasi syariah, kemungkinan penjelasannya, bahwa pengumuman penerbitan obligasi syariah tampaknya cukup memberikan informasi yang bernilai bagi kalangan investor untuk menjadi faktor pertimbangan mereka dalam melakukan kegiatan perdagangan saham, walaupun adapula indikasi lain, di mana para investor tidak segera bereaksi setelah penerbitan obligasi tersebut diumumkan. Berbagai skenario lain dapat saja terjadi, dan untuk lebih memastikan kesimpulan yang diperoleh, maka perlu diuji hipotesis komparatif yang telah diajukan dalam penelitian ini.

4.2.2 Hasil Analisis Kuantitatif

4.2.2.1 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham

Berdasarkan sifat penelitian yang kuantitatif (rasio), maka dalam penelitian ini peneliti telah mengajukan sebuah hipotesis, yaitu: **"**Terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham**",** dan dengan hipotesis statistiknya:

$H_0 : d = 0$ = Tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham.

$Ha : d \neq 0$ = Terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham.

Karena data yang didapat dalam pengolahan harga-harga saham adalah data berpasangan, maka alat uji hipotesis yang digunakan adalah alat uji statistik komparatif, yaitu, uji t perbedaan dua rata-rata populasi (metode observasi

berpasangan) dengan rumus statistik uji sebagai berikut:

$$t = \frac{\bar{x}_1 - \bar{x}_2}{s_d / \sqrt{n}};$$

dan rumus varians selisih adalah:

$$s_d^2 = \sum_{i=1}^{n} \frac{(d - \bar{d})^2}{n-1}$$

Selanjutnya, data *return* untuk kedua periode yang diteliti, baik rata-rata per harian maupun rata-rata per emiten sebagai berikut :

Tabel 4.4
Data Rata-rata *Return* Per Harian Sebelum dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

No	Periode *Return* Ke- (t-) (t+)	Periode *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.0175	0.0046
2	(-4) ; (2)	-0.0306	0.0085
3	(-3) ; (3)	-0.0181	0.0113
4	(-2) ; (4)	-0.0120	0.0046
5	(-1) ; (5)	-0.0019	-0.0002
Jumlah		**(0.0801)**	**0.0288**
		(0.0160)	**0.0058**

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, tahun 2010

Sedangkan *return* menurut rata-rata per emiten disajikan sebagai berikut :

Tabel 4.5
Data Rata-rata *Return* Per Emiten Sebelum dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

No.	Kode Emiten	Periode *Return*	
		Sebelum Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah	Setelah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah
1	**2**	**3**	**4**
1	AGIS	-0.0355	0.0030
2	APEX	-0.0196	0.0649
3	BLTA 1	-0.0024	0.0101
4	BLTA 2	-0.0662	-0.0377

1	2	3	4
5	ELTY	0.1139	0.0551
6	ISAT 1	-0.0124	-0.0285
7	ISAT 2	-0.0185	0.0119
8	ISAT 3	-0.0610	0.0004
9	ISAT 4	-0.0201	-0.0051
10	MAPI	0.0224	0.0160
11	MPPA	-0.0139	-0.0069
12	MTDL	-0.0567	0.0173
13	MYOR	-0.0375	-0.0104
14	RICY	-0.0154	0.0000
15	SMRA	-0.0176	-0.0036
Jumlah		**(0.2405)**	**0.0864**
Rata-rata		**(0.0160)**	**0.0058**

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, tahun 2010

Pengujian statistik (hipotesis) secara keseluruhan di atas (gabungan dari seluruh emiten) menggunakan *Paired Sample Test*, dalam hal ini perhitungannya menggunakan alat bantu program SPSS versi 12.

Berdasarkan pengujian, didapat hasil sebagai berikut :

Tabel 4.6
Hasil Pengujian Hipotesis (Secara Keseluruhan) Berdasarkan Data Rata-rata *Return* Per Hari

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	GAB_SBL	-,016020	5	,0104239	,0046617
	GAB_SSD	,005760	5	,0043707	,0019546

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	GAB_SBL & GAB_SSD	5	-,760	,136

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper			
Pair 1	GAB_SBL - GAB_SSD	-,0217800	,0140373	,0062777	-,0392097	-,0043503	-3,469	4	,026

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, tahun 2010

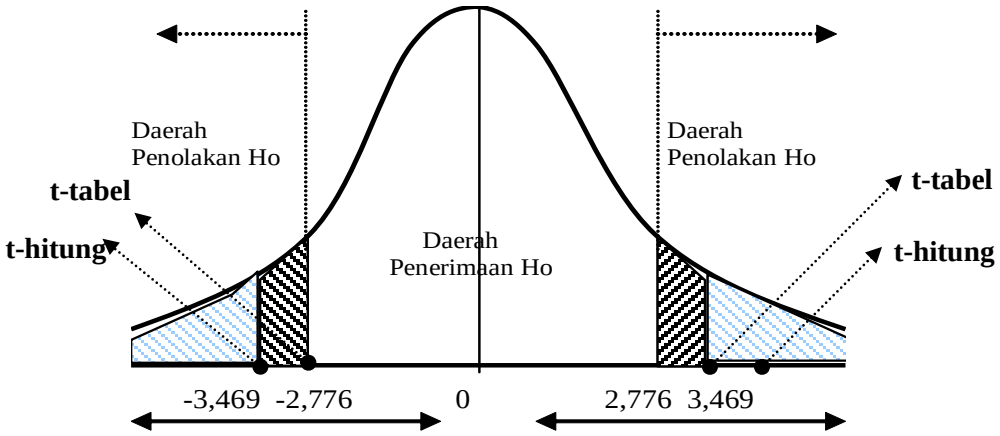
Untuk pengujian menggunakan *Paired Samples Test* menggunakan program SPSS, yang perlu diperhatikan adalah nilai t-hitung atau nilai signifikansi atau nilai probabilitasnya (*sig t*), dengan ketentuan :

1) Ho diterima jika *sig-t* (probabilitas) > 0,05
2) Ha diterima jika *sig-t* (probabilitas) < 0,05

(Syahri Alhusin, 2005:122)

Berdasarkan hasil pengujian, didapat nilai t-hitung sebesar -3,469 (nilai t sebagai angka mutlak), sedangkan signifikansinya sebesar 0,026. Dengan demikian, bila mengacu pada nilai *sig t*, maka nilainya lebih kecil dari 0,05 (0,026 < 0,05), sehingga Ho ditolak dan Ha diterima. Dengan demikian, pada pengujian secara keseluruhan berdasarkan data rata-rata *return* per harian disimpulkan ”Terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham”.

Jika hendak diplotkan ke dalam kurva distribusi, maka dicari terlebih dahulu nilai t-tabel atau t-kritis. Untuk taraf signifikansi α = 5% dan derajat bebas adalah *v* = n-1 sehingga *v* = 5-1, maka diperoleh nilai t-tabel sebesar 2,776 (tabel t terlampir). Karena | t-hitung | (angka mutlak) sebesar 3,469 lebih besar dari t-tabel sebesar 2,776, maka H_o ditolak dan Ha diterima, seperti telah disimpulkan di atas. Selanjutnya disajikan hasil plot nilai t-hitung ke dalam kurva distribusi pada daerah penolakan atau penerimaan hipotesis 0 (Ho) sebagai berikut:



Gambar 4.1 Kurva Distribusi dari Hasil Uji Dua Sisi Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham
Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, 2010

Hasil analisis hipotesis di atas menjelaskan secara empiris bahwa antara periode sebelum dan setelah tanggal pengumuman penerbitan obligasi syariah terdapat perbedaan yang berarti dari *return* yang diperoleh oleh investor, sehingga menjelaskan adanya pengaruh yang signifikan pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham.

Untuk lebih meyakinkan, hasil pengujian secara keseluruhan juga dapat menggunakan nilai rata-rata *return* per emiten seperti telah disajikan pada Tabel 4.5 sebelumnya, dengan hasil pengujian seperti ditunjukkan pada Tabel 4.7. Hasil yang diperoleh menunjukkan kesamaan, di mana nilai *sig t* (probabilitas) yang diperoleh sebesar 0,033 lebih kecil dari 0,05 sehingga signifikan, atau dapat pula dilihat pada nilai t-hitung sebesar 2,336 yang lebih besar dari t-tabel sebesar 2,145 (α = 5%, *v* = 15-1), sehingga Ho ditolak dan Ha diterima. Dengan demikian, pada pengujian secara keseluruhan berdasarkan data rata-rata *return* per emiten juga disimpulkan ”Terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham”.

Tabel 4.7
Hasil Pengujian Hipotesis (Secara Keseluruhan) Berdasarkan Data Rata-rata *Return* Per Emiten

Paired Samples Statistics

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	GABPER_SBL	-,016033	15	,0427901	,0110483
	GABPER_SSD	,005767	15	,0267068	,0068957

Paired Samples Correlations

		N	Correlation	Sig.
Pair 1	GABPER_SBL & GABPER_SSD	15	,556	,031

Paired Samples Test

		Paired Differences					t	df	Sig. (2-tailed)
		Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean	95% Confidence Interval of the Difference Lower	Upper			
Pair 1	GABPER_SBL - GABPER_SSD	-,0218000	,0356888	,0092148	-,0415638	-,0020362	-2,366	14	,033

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, tahun 2010

Hasil pengujian hipotesis di atas relevan dengan pembahasan deskriptif sebelumnya yang menunjukkan adanya perubahan yang terjadi pada *return* setelah adanya pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut. Selain itu juga dapat dikaitkan secara langsung dengan data *return* yang diuji, sebagai berikut :

Tabel 4.8
Data Rata-rata *Return* Per Harian dari Seluruh Emiten Sebelum dan Sesudah Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

No	Periode *Return* Ke- (t-) (t+)	Rata-rata *Return* (Gabungan)	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.0175	0.0046
2	(-4) ; (2)	-0.0306	0.0085
3	(-3) ; (3)	-0.0181	0.0113
4	(-2) ; (4)	-0.0120	0.0046
5	(-1) ; (5)	-0.0019	-0.0002
Jumlah		**(0.0801)**	**0.0288**
Rata-rata		**(0.0160)**	**0.0058**
Selisih antar Periode			**0,0218**

Sumber: Hasil pengolahan data sekunder, tahun 2010

Dari data di atas, rata-rata dari rata-rata *return* per harian selama 5 periode *return* dari keseluruhan emiten adalah negatif sebesar -0,0160 sedangkan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah adalah positif sebesar 0,0058, sehingga diperoleh selisih rata-rata antar periode sebesar 0,0218. Selisih positif ini tergolong signifikan seperti telah disimpulkan dalam pengujian hipotesis serta menunjukkan bahwa perolehan *return* saham sesudah periode pengumuman lebih baik dibanding sebelum pengumuman.

Berdasarkan hasil yang diperoleh, maka menurut hasil penelitian ini, bahwa investor bereaksi atas informasi pengumuman tersebut, yang dapat mengindikasikan bernilainya informasi penerbitan obligasi syariah tersebut bagi investor dalam mengambil keputusannya untuk memegang, membeli atau melepas saham emiten-emiten yang menerbitkan obligasi syariah yang diteliti.

Terdapat beberapa alasan yang memungkinkan untuk menjelaskan hasil penelitian ini, antara lain :

1. Investor dapat memberikan pandangan positif atas penerbitan obligasi syariah tersebut, karena naiknya *leverage* perusahaan secara teoritis dapat memberikan subsidi kepada para pemegang saham biasa. Subsidi yang diperoleh akan menaikkan hasil bagi pemegang saham atau *earning per share* (EPS). Pendekatan ini sering juga disebut analisa EBIT (*earning before interest and tax*) dan EPS. Semakin besar *leverage factor* yang dipergunakan untuk membelanjai investasi tersebut, akan semakin besar subsidi yang disumbangkan oleh kreditor (pemegang obligasi) kepada pemegang saham.

Oleh karena itu akan semakin besar pula bagian hasil pemegang saham per lembar atau EPS.

2. Para pemodal (investor) menggunakan informasi pengumuman penerbitan obligasi syariah dalam kegiatan investasinya (jual beli saham di pasar modal), di mana adanya kegiatan perusahaan menerbitkan obligasi syariah tersebut dipandang positif yang membuat kondisi perusahaan menjadi lebih baik dari sisi permodalan.
3. Terkait kurang cepatnya investor bereaksi, kemungkinan karena investor memandang penerbitan obligasi syariah sebagai instrumen penanaman modal yang relatif baru dan mungkin mereka masih meragukan hasil yang mungkin diperoleh oleh perusahaan dengan melihat pada bentuk ikatan yang relatif berbeda di dalam obligasi syariah dengan obligasi konvensional yang sudah dikenal luas. Dalam kondisi demikian, investor perlu membuat pertimbangan yang cukup sebelum membuat keputusan.
4. Masih berkenaan dengan lambannya investor bereaksi, kemungkinan bahwa investor yang sudah terbiasa dengan instrumen-instrumen investasi konvensional mungkin cukup sulit memperhitungkan tingkat keuntungan yang akan mereka dapatkan berupa deviden atas bagian keuntungan yang didapat dengan sistem bagi hasil dalam sistem syariah, karena lebih mudah bagi mereka apabila perhitungannya dapat dikonversikan dengan tingkat bunga seperti berlaku dalam sistem konvensional.

Obligasi sebagaimana dipahami, termasuk obligasi syariah adalah surat hutang jangka panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak

yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga (pada obligasi konvensional) atau *fee*/bagi hasil (pada obligasi syariah) pada periode tertentu dan melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Penerbitan obligasi akan memperbesar *leverage* perusahaan.

Secara teoritis ada dukungan yang menyatakan bahwa peningkatan *leverage* akibat digunakannya hutang antara lain dalam bentuk obligasi dapat berpengaruh positif, negatif ataupun tidak mempunyai pengaruh sama sekali (Bambang Riyanto, 2009:51).

Dikaitkan dengan kebijakan struktur modal, bahwa kebijakan mengenai struktur modal melibatkan *trade off* antara resiko dan tingkat pengembalian. Penambahan hutang memperbesar resiko perusahaan tetapi sekaligus juga memperbesar tingkat pengembalian yang diharapkan. (Gitosudarmo dan Basri, 2002:212). Resiko yang semakin tinggi akibat membesarnya hutang cenderung menurunkan harga saham, tetapi meningkatnya tingkat pengembalian yang diharapkan akan menaikkan harga saham tersebut. Dengan demikian, struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham.

Sebagaimana dikatakan sebelumnya, bahwa kaidah "*risk-return trade off*" menyatakan, investasi yang mempunyai resiko yang lebih tinggi akan memberikan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pula. Tingkat pengembalian atas investasi yang mempunyai resiko, sama dengan tingkat pengembalian bebas resiko ditambah premium atas resiko (*risk premium*). Hal ini berlaku juga terhadap investasi pada saham, karena investasi pada saham termasuk investasi

yang beresiko. Bagi investor, adanya penerbitan obligasi syariah yang kemudian meningkatkan *leverage* atas penggunaan hutang (bagaimanapun obligasi syariah dicatatkan sebagai hutang) tersebut tetap dipandang positif dan diharapkan dapat memberikan nilai tambah bagi investor selaku pemegang saham berupa subsidi atau meningkatkan *earning per share* bagi investor.

Implikasi penting dari hasil penelitian ini, bahwa penerbitan obligasi syariah perlu dilakukan oleh emiten baik yang juga memperdagangkan saham di BEI maupun yang tidak, karena dengan penerbitan obligasi syariah tersebut selain akan berdampak positif terhadap struktur modal perusahaan, juga dapat mempengaruhi investor dalam memutuskan kebijakan investasi saham.

4.2.2.2 Analisis Individual (Per Emiten)

Selain dianalisis secara keseluruhan sebagaimana di atas, perlu pula hipotesis yang diajukan diuji menurut emiten masing-masing. Data *return* per emiten telah disajikan di Lampiran 2, sedangkan hasil pengujian secara lengkap disajikan di Lampiran 3.

Ringkasan hasil pengujian per emiten disajikan sebagai berikut :

Tabel 4.9
Nilai t-Hitung dan Signifikansi Hasil Pengujian Hipotesis untuk Masing-Masing Emiten/Peristiwa Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah

No	Kode Emiten	t-Hitung	Probabilitas	Kesimpulan Statistik	Keputusan
1	2	3	4	5	6
1	AGIS	-2,274	0,085	0,085 > 0,05	Tidak Signifikan
2	APEX	-8,641	0,001	0,001 < 0,05	Signifikan
3	BLTA 1	-2,243	0,088	0,088 > 0,05	Tidak Signifikan
4	BLTA 2	-1,015	0,367	0,367 > 0,05	Tidak Signifikan
5	ELTY	1,847	0,138	0,138 > 0,05	Tidak Signifikan
6	ISAT 1	2,253	0,087	0,087 > 0,05	Tidak Signifikan

1	2	3	4	5	6
7	ISAT 2	-4,838	0,008	0,008 < 0,05	Signifikan
8	ISAT 3	-4,855	0,008	0,008 < 0,05	Signifikan
9	ISAT 4	-2,232	0,089	0,089 > 0,05	Tidak Signifikan
10	MAPI	1,633	0,178	0,178 > 0,05	Tidak Signifikan
11	MPPA	-0,798	0,470	0,470 > 0,05	Tidak Signifikan
12	MTDL	-3,631	0,022	0,022 < 0,05	Signifikan
13	MYOR	-4,853	0,008	0,008 < 0,05	Signifikan
14	RICY	-1,633	0,178	0,178 > 0,05	Tidak Signifikan
15	SMRA	-0,673	0,538	0,538 > 0,05	Tidak Signifikan

Sumber: Output SPSS versi 12, tahun 2010

Berdasarkan hasil di atas, secara individual dapat dijelaskan bahwa dari 15 peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah yang berasal dari 11 emiten, terdapat 5 peristiwa yang hasilnya signifikan, sedangkan 10 peristiwa lainnya tidak signifikan. Hasil ini perlu dibahas lebih lanjut dengan melihat kepada kondisi aktual pada emiten dan menghubungkannya dengan data yang diperoleh.

4.2.2.2.1 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Aneka Gas Industri, Tbk (AGIS)

Pada tabel 4.9 dapat dilihat nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. AGIS sebesar -2,274 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,085. Karena probabilitas sebesar 0,085 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Aneka Gas Industri, Tbk (AGIS).

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham selama periode jendela baik sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah untuk PT. Aneka Gas Industri, Tbk adalah sebagai berikut :

Tabel 4.10
Data Perolehan *Return* PT. Aneka Gas Industri, Tbk (AGIS)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	-0.0676	0.0000
2	(-4) ; (2)	-0.0676	0.0147
3	(-3) ; (3)	0.0000	0.0000
4	(-2) ; (4)	-0.0143	-0.0143
5	(-1) ; (5)	-0.0282	0.0147
Jumlah		**(0.1777)**	**0.0151**
Rata-rata		**(0,0355)**	**0,0030**
Selisih antar Periode			**0.0386**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Menurut hasil di atas, bahwa sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, investor mendapatkan *return* negatif atau *capital loss*, sedangkan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah investor mendapat *return* positif, yaitu masing-masing pada periode sebelum pengumuman sebesar -0,0355 dan sesudah pengumuman sebesar 0,0030 dan didapat selisih antar kedua periode tersebut sebesar 0,0386, di mana nilai selisih tersebut tidak signifikan. Meskipun demikian, pada dasarnya *return* yang diperoleh investor pasca pengumuman penerbitan obligasi syariah lebih baik dibanding sebelum pengumuman, sehingga pergerakan harga-harga saham pada periode pasca pengumuman masih lebih baik dibanding sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah.

4.2.2.2.2 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk (APEX)

Pada tabel 4.9 dapat dilihat nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. APEX

sebesar -8,641 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,001. Karena probabilitas sebesar 0,001 lebih kecil dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk (APEX).

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk dalam kedua periode yang diteliti adalah sebagai berikut :

Tabel 4.11
Data Perolehan *Return* PT. Apexindo Pratama Duta, Tbk (APEX)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	0.0000	0.0615
2	(-4) ; (2)	-0.0282	0.0615
3	(-3) ; (3)	-0.0282	0.0781
4	(-2) ; (4)	-0.0417	0.0615
5	(-1) ; (5)	0.0000	0.0615
Jumlah		**(0.0981)**	**0.3241**
Rata-rata		**(0.0196)**	**0.0648**
Selisih antar Periode			**0.0844**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah investor memperoleh *return* negatif sedangkan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah investor mendapatkan *return* positif atau *capital gain*, masing-masing pada periode sebelum pengumuman sebesar -0,0196 dan sesudah pengumuman sebesar 0,0648 dan didapat selisih antar kedua periode tersebut sebesar 0,0844 dan nilai selisih tersebut juga tergolong signifikan. Berdasarkan perbandingan antar kedua periode, *capital gain* yang diperoleh investor pasca pengumuman penerbitan obligasi syariah lebih besar dibanding

sebelum pengumuman, sehingga pergerakan harga-harga saham pada periode pasca pengumuman juga masih lebih baik dibanding sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, sekaligus menunjukkan bahwa pada dasarnya terdapat perbedaan perolehan *return* yang cukup berarti antara sebelum dan sesudah pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut.

4.2.2.2.3 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA)

Selama periode penelitian (2005 – 2009), PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA) sebenarnya menerbitkan obligasi syariah sebanyak tiga (3) kali, yaitu Sukuk Ijarah yang diumumkan pada tanggal 5 Juli 2007, Sukuk Ijarah II Seri A tanggal 28 Mei 2009 dan pada tanggal yang sama juga diumumkan penerbitan Sukuk Ijarah II Seri B. Beda antara keduanya antara lain menyangkut nilai nominal (tenor), jangka waktu jatuh tempo dan beberapa ketentuan lainnya. Pada penelitian ini, karena terkait dengan *return* saham harian, maka pengumuman penerbitan sukuk yang waktunya bersamaan hanya dapat dihitung sebagai satu peristiwa yang sama, sehingga analisis terhadap peristiwa pengumuman penerbitan obligasi syariah pada BLTA hanya dihitung sebanyak 2 peristiwa.

Berdasarkan pengujian seperti disajikan pada tabel 4.9, didapat nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. BLTA pada peristiwa pertama pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah I, yaitu sebesar -2,243 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,088. Karena probabilitas sebesar 0,088 lebih besar dibanding tingkat

signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan bahwa pada peristiwa pertama (BLTA 1) tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA).

Selanjutnya untuk pengujian peristiwa pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah II Seri A dan Seri B oleh BLTA (BLTA 2), didapat nilai t-hitung sebesar -1,015 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,367. Karena probabilitas sebesar 0,367 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan bahwa pada peristiwa kedua (BLTA 2) tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA).

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk BLTA dalam dua peristiwa yang diteliti (BLTA 1 dan BLTA 2) adalah sebagai berikut:

Tabel 4.12
Data Perolehan *Return* PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA 1)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	0.0000	0.0000
2	(-4) ; (2)	-0.0122	0.0000
3	(-3) ; (3)	0.0125	0.0125
4	(-2) ; (4)	0.0000	0.0125
5	(-1) ; (5)	-0.0122	0.0253
Jumlah		**(0.0119)**	**0.1118**
Rata-rata		**(0.0024)**	**0.0224**
Selisih antar Periode			**0.0247**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Tabel 4.13
Data Perolehan *Return* PT. Berlian Laju Tanker, Tbk (BLTA 2)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.1192	-0.0127
2	(-4) ; (2)	-0.1192	-0.0690
3	(-3) ; (3)	-0.0799	-0.0236
4	(-2) ; (4)	-0.0127	-0.0357
5	(-1) ; (5)	0.0000	-0.0475
Jumlah		**(0.3310)**	**(0.1885)**
Rata-rata		**(0.0662)**	**(0.0377)**
Selisih antar Periode			**0.0285**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan data pada Tabel 4.12 di atas, bahwa pada peristiwa pertama (BLTA 1), rata-rata *return* pada periode sebelum pengumuman adalah negatif atau investor secara umum mendapatkan *capital loss* dan rata-rata *return* positif atau *capital gain* setelah pengumuman, masing-masing pada periode sebelum pengumuman sebesar -0,0024 dan sesudah pengumuman sebesar 0,0224 dan didapat selisih antar kedua periode tersebut sebesar 0,0247. Nilai perolehan *return* pada periode sesudah pengumuman masih lebih baik dibanding sebelum periode pengumuman penerbitan obligasi syariah. Namun, nilai tersebut tidak tergolong signifikan.

Pada peristiwa yang kedua (BLTA 2) terlihat hasil yang sebaliknya dengan peristiwa pertama (BLTA 1), di mana rata-rata *return* sebelum pengumuman adalah negatif sebesar -0,0662 dan sesudah pengumuman adalah negatif sebesar rata-rata -0,0377 dan selisih yang dihasilkan positif sebesar 0,0285. Angka selisih ini seperti telah dihasilkan dalam pengujian merupakan angka yang tidak signifikan.

Mengenai hasil pengujian pada peristiwa pertama (BLTA 1) dan peristiwa kedua (BLTA 2) yang tidak signifikan, kemungkinan ada faktor lain yang membuat investor tidak bereaksi positif atas pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah I BLTA tersebut. Berdasarkan penelusuran atas peristiwa atau kondisi perusahaan di sekitar periode pengumuman, terdapat informasi yang mungkin dapat menjadi penjelasnya. Informasi dimaksud antara lain, bahwa pada tahun 2007, termasuk kondisi pada Juli 2007 saat pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah I, kinerja keuangan BLTA menunjukkan kondisi penurunan, antara lain ditunjukkan dengan relatif tingginya *Debt to Equity Ratio* (DER). Rasio DER perseroan dalam denominasi dolar pada saat itu mencapai sebesar 2,1, sedangkan posisi DER dalam denominasi rupiah mencapai 3,1. Dalam kaitan tersebut, BLTA dalam tahun 2007 juga telah menjual 3 buah kapal tanker sebagai langkah manajemen untuk menyehatkan arus kas perseroan (http://economy.okezone.com/). Kondisi di atas dapat saja turut mempengaruhi pertimbangan investor untuk memegang atau membeli saham BLTA pada periode setelah pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah I tersebut. Dengan kata lain, investor kemungkinan lebih mempertimbangkan kondisi penurunan kinerja BLTA dibanding potensi *return* yang dihasilkan dengan membaiknya kinerja perusahaan pasca penerbitan obligasi syariah tersebut.

4.2.2.2.4 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Bakrieland Development, Tbk (ELTY)

Pada tabel 4.9 sebelumnya, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. ELTY sebesar 1,847 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,138. Karena probabilitas sebesar 0,138 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Bakrieland Development, Tbk (ELTY).

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Bakrieland Development, Tbk dalam kedua periode yang diteliti adalah sebagai berikut :

Tabel 4.14
Data Perolehan *Return* PT. Bakrieland Development, Tbk (ELTY)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	0.1306	0.0441
2	(-4) ; (2)	0.0758	0.0597
3	(-3) ; (3)	0.0957	0.0957
4	(-2) ; (4)	0.0957	0.0758
5	(-1) ; (5)	0.1716	0.0000
Jumlah		**0.5694**	**0.2753**
Rata-rata		**0.1139**	**0.0551**
Selisih antar Periode			**(0,0588)**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* ELTY adalah postif sebesar 0,1139 dan sesudah pengumuman diperoleh rata-rata *return* yang positif pula sebesar 0,0551 dan

didapat selisih antar kedua periode tersebut sebesar -0,0588. Selisih negatif sebesar -0,0558 tersebut belum tergolong signifikan sebagaimana hasil pengujian yang dijelaskan di atas.

Perlu dilihat lebih jauh, bahwa pada dasarnya setelah pengumuman penerbitan obligasi syariah (Sukuk Ijarah I Seri A dan Sukuk Ijarah I Seri B), keduanya pada tanggal yang sama, yaitu 7 Juli 2009, investor secara umum telah menunjukkan reaksi yang positif, yang ditunjukkan dengan nilai rata-rata *return* yang positif tersebut. Kesimpulan tidak signifikannya hasil penelitian ini dengan demikian dapat terjadi pula karena pengaruh variasi data ataupun karena ada faktor lain sebelum periode pengumuman yang cukup mempengaruhi kecepatan investor dalam membuat keputusan investasinya.

Dari sisi kinerja keuangan, khususnya pada kuartal IV 2008 sampai kuartal I tahun 2009 (sebelum pengumuman), PT. Bakrieland sebetulnya mencatatkan kinerja keuangan yang baik, bahkan pada waktu itu sedang dalam pelaksanaan sejumlah proyek yang diperkirakan akan memberi kontribusi besar terhadap arus kas perseroan pada akhir tahun 2009, yaitu proyek Bakrie Tower, Legian Nirwana, dan tol Kanji Penjagan yang diproyeksikan rampung dalam tahun tersebut. Analisis BNI *Securities* bahkan menyatakan, bahwa ketiga proyek tersebut akan menjadi katalis positif penguatan kinerja keuangan dan harga saham ELTY.

Namun demikian, informasi yang didapat juga menjelaskan, bahwa ELTY pada waktu itu akan mendapat pinjaman senilai Rp.800 miliar dari PT. Bank Negara Indonesia Tbk melalui anak usahanya PT Bakrie Toll Road, di mana dana

tersebut akan dipergunakan untuk pembangunan jalan tol Kanci-Pajagan. Sebagaimana diketahui, bahwa proyek seperti jalan tol adalah investasi besar yang pengembaliannya tergolong sangat lama, misalnya mencapai 20 – 25 tahun. Dengan bertambahnya sumber pembiayaan baru (emisi) dari Sukuk Ijarah I, maka jelaslah akan semakin meningkatkan *leverage* perusahaan. Para investor yang kurang menyukai deviden atau jenis investor yang lebih menyukai *capital gain* tentunya tidak akan begitu antusias dengan semakin naiknya *leverage* yang perkiraan masa pengembaliannya tergolong lama, sehingga diperkirakan berdampak kurang optimalnya respons positif yang didapat ketika penerbitan obligasi syariah tersebut diumumkan.

4.2.2.2.5 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Indosat, Tbk (ISAT)

Selama periode penelitian (2005–2009), PT. Indosat, Tbk (ISAT) mengumumkan penerbitan obligasi syariah (Sukuk Ijarah) sebanyak lima (5) kali, yaitu pada 21 Juni 2005, tanggal 29 Mei 2007, 9 April 2008, dan pada tanggal 8 Desember 2009. Khusus pada tanggal 8 Desember 2009 tersebut diumumkan penerbitan dua jenis sukuk, yaitu Sukuk Ijarah IV Seri A dan Sukuk Ijarah IV Seri B, sehingga untuk ISAT, diperhitungkan jumlah peristiwa penerbitan obligasinya syariahnya hanya 4 peristiwa saja. Menyangkut penerbitan sukuk ini, ISAT merupakan perusahaan pioner yang menjadi penerbit pertama sukuk di pasar modal Indonesia pada tahun 2002.

Berdasarkan pengujian seperti disajikan pada tabel 4.9, didapat nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. ISAT pada peristiwa pertama pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah I (ISAT 1) sebesar 2,253 dan *sig t* sebesar 0,087, kemudian pada peristiwa kedua pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah II (ISAT 2) sebesar -4,838 dan *sig t* sebesar 0,008. Pada peristiwa ketiga pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah III (ISAT 3) didapat nilai t-hitung sebesar -4,855 dan *sig t* sebesar 0,008, sedangkan pada peristiwa keempat pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah IV Seri A dan Seri B (ISAT 4) nilai t-hitung yang diperoleh adalah sebesar -2,232 dan *sig t* sebesar 0,089.

Melihat keempat hasil pengujian tersebut di atas, tampak bahwa nilai probabilitas yang lebih kecil dari tingkat signifikansi (0,05) terdapat pada peristiwa kedua, pengumuman Sukuk Ijarah II (ISAT 2) dan ketiga, pengumuman penerbitan Sukuk Ijarah III (ISAT 3) dengan t-hitung sebesar -4,838 dan *sig t* sebesar 0,008 dan -4,855 dengan *sig t* 0,008. Oleh karena itu, pada peristiwa kedua dan ketiga tersebut yang hasilnya dinyatakan signifikan, sementara pada kedua pengujian lainnya tidak signifikan. Namun demikian, secara umum tetap dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Indosat, Tbk (ISAT).

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk ISAT dalam dua peristiwa yang diteliti (ISAT 1 dan ISAT 2) adalah sebagai berikut:

Tabel 4.15
Data Perolehan *Return* PT. Indosat, Tbk (ISAT 1)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	0.0093	-0.0180
2	(-4) ; (2)	-0.0091	-0.0268
3	(-3) ; (3)	0.0000	-0.0354
4	(-2) ; (4)	-0.0354	-0.0354
5	(-1) ; (5)	-0.0268	-0.0268
Jumlah		**(0.0620)**	**(0.1424)**
Rata-rata		**(0.0124)**	**(0.0285)**
Selisih antar Periode			**(0.0161)**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Tabel 4.16
Data Perolehan *Return* PT. Indosat, Tbk (ISAT 2)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	-0.0213	0.0222
2	(-4) ; (2)	-0.0143	0.0222
3	(-3) ; (3)	-0.0213	0.0147
4	(-2) ; (4)	-0.0143	0.0147
5	(-1) ; (5)	-0.0213	-0.0143
Jumlah		**(0.0925)**	**0.0595**
Rata-rata		**(0.0185)**	**0.0119**
Selisih antar Periode			**0.0304**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Tabel 4.17
Data Perolehan *Return* PT. Indosat, Tbk (ISAT 3)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	-0.0652	0.0000
2	(-4) ; (2)	-0.0584	0.0320
3	(-3) ; (3)	-0.0719	0.0000
4	(-2) ; (4)	-0.0652	0.0000
5	(-1) ; (5)	-0.0444	-0.0301
Jumlah		**(0.3051)**	**0.0019**
Rata-rata		**(0.0610)**	**0.0004**
Selisih antar Periode			**0.0614**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Tabel 4.18
Data Perolehan *Return* PT. Indosat, Tbk (ISAT 4)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	**Sesudah**
1	(-5) ; (1)	-0.0051	-0.0102
2	(-4) ; (2)	-0.0300	0.0000
3	(-3) ; (3)	-0.0251	-0.0152
4	(-2) ; (4)	-0.0300	0.0000
5	(-1) ; (5)	-0.0102	0.0000
Jumlah		**(0.1004)**	**(0.0254)**
Rata-rata		**(0.0201)**	**(0.0051)**
Selisih antar Periode			**0.0150**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan data pada keempat tabel di atas, bahwa pada peristiwa pertama (ISAT 1), selisih antar periode yang didapat adalah negatif sebesar -0,0161, sedangkan pada peristiwa kedua (ISAT 2), ketiga (ISAT 3) dan keempat (ISAT 4), selisih antar periode yang didapat adalah positif masing-masing sebesar 0,0304, 0,0614 dan 0,0150. Dengan demikian pada ketiga periode yang menghasilkan selisih antar periode yang positif tersebut, rata-rata perolehan *return*-nya lebih baik sesudah periode pengumuman dibandingkan dengan rata-rata perolehan *return* sebelum periode pengumuman.

Sebagaimana dipahami, bahwa Indosat adalah operator selular terbesar kedua di Indonesia, berdasarkan jumlah pelanggan selular dan penyelenggara terkemuka di sektor jasa sambungan langsung internasional di Indonesia. Catatan perusahaan menjelaskan, bahwa sampai tahun 2009, Indosat telah memiliki sebanyak 33,1 juta pelanggan selular dan 16.353 BTS (Indosat, 2009). Indosat juga telah memiliki merek (*brand equity*) yang kuat dan reputasi keunggulan yang tinggi. Dengan kondisi demikian, semestinya harga-harga saham Indosat menjadi

salah satu saham pilihan bagi kalangan investor terutama kalangan investor yang membutuhkan stabilitas dalam investasinya.

Dari sisi kinerja keuangan, catatan perusahaan menjelaskan bahwa sejak tahun 2005 hingga 2009 juga terus menunjukkan peningkatan. Perusahaan selalu membukukan laba bersih pada setiap tahun, jumlah aset terus menunjukan peningkatan setiap tahun. Namun terdapat pula beberapa catatan yang masih kurang baik dari sisi keuangan selama periode 2005 - 2009, antara lain : rasio lancar masih berada di bawah 100%, rasio DER (*debt to equity*) lebih besar dari 50%. Hal ini menunjukkan, bahwa aktivitas perusahaan lebih banyak dibiayai oleh hutang dan kemampuan untuk membayar kewajiban lancar juga belum tergolong baik. Kondisi demikian dapat saja menjadi alasan mengapa investor memberikan respons yang kurang optimal, karena bagaimanapun dengan adanya penambahan emisi obligasi, tentu semakin meningkatkan DER.

4.2.2.2.6 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Mitra Adiperkasa, Tbk (MAPI)

Berdasarkan hasil pengujian dalam Tabel 4.9, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. MAPI sebesar 1,633 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,178. Karena probabilitas sebesar 0,178 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Mitra Adiperkasa, Tbk (MAPI).

Guna menjelaskan hasil yang tidak signifikan tersebut antara lain dapat dilihat dari perolehan *return* selama kedua periode yang diteliti. Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Mitra Adiperkasa, Tbk dalam kedua periode tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 4.19
Data Perolehan *Return* PT. Mitra Adiperkasa, Tbk (MAPI)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	0.0159	0.0000
2	(-4) ; (2)	0.0159	0.0159
3	(-3) ; (3)	0.0159	0.0159
4	(-2) ; (4)	0.0323	0.0159
5	(-1) ; (5)	0.0323	0.0323
Jumlah		**0.1123**	**0.0800**
Rata-rata		**0.0225**	**0.0160**
Selisih antar Periode			**(0.0065)**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* MAPI adalah positif sebesar 0,0225 dan sesudah pengumuman diperoleh rata-rata *return* yang positif sebesar 0,0160 dan didapat selisih negatif antar kedua periode tersebut sebesar 0,0065. Selisih negatif sebesar 0,0065 tersebut tergolong tidak signifikan sebagaimana hasil pengujian yang menyimpulkan tidak signifikannya pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut terhadap *return* harian saham PT. MAPI.

4.2.2.2.7 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Matahari Putra Prima, Tbk (MPPA)

Pada tabel 4.9 sebelumnya, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT.

MPPA sebesar -0,798, dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,470. Karena probabilitas sebesar 0,470 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Matahari Putra Prima, Tbk (MPPA).

Terhadap tidak signifikannya hasil pengujian untuk MPPA ini, ada beberapa hal lain yang perlu dijelaskan, karena diperkirakan turut mempengaruhi pertimbangan investor. Sebagaimana diketahui, MPPA mengumumkan penerbitan obligasi syariah pada tanggal 14 April 2009. Ini berarti, informasi yang didapat investor tentang perusahaan antara lain menyangkut kinerja perusahaan hingga Mei 2009 dan rencana-rencana perusahaan ke depan, termasuk rencana pencapaian kinerja pada tahun 2009.

Sebagaimana informasi yang diperoleh, bahwa pada tahun 2009, perseroan merencanakan penjualannya bisa menembus angka Rp.14 triliun, lebih tinggi dari 2008. Sementara itu, laba bersih perusahaan pada tahun 2008 mencapai Rp.200 miliar. Kinerja perusahaan yang positif ini seharusnya menjadi sinyal positif bagi investor dalam membuat keputusan investasinya dan dimungkinkan pula ada relevansinya dengan respons positif yang ditunjukkan investor ketika perusahaan mengumumkan penerbitan obligasi syariah pada 14 April 2009 tersebut. Respon positif tersebut sebetulnya sudah terlihat, namun karena tingkat selisih *return* belum signifikan, maka hasilnya juga menjadi tidak signifikan.

Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Matahari Putra Prima, Tbk dalam kedua periode yang diteliti adalah sebagai berikut :

Tabel 4.20
Data Perolehan *Return* PT. Matahari Putra Prima, Tbk (MPPA)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	0.0000	0.0000
2	(-4) ; (2)	0.0000	0.0000
3	(-3) ; (3)	-0.0175	0.0000
4	(-2) ; (4)	-0.0175	-0.0345
5	(-1) ; (5)	-0.0345	0.0000
Jumlah		**(0.0695)**	**(0.0345)**
Rata-rata		**(0.0139)**	**(0.0069)**
Selisih antar Periode			**0.0070**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* MPPA adalah negatif sebesar -0,0139 dan sesudah pengumuman juga negatif dengan rata-rata *return* sebesar -0,0069 dan didapat selisih antar kedua periode tersebut sebesar 0,0070. Selisih positif yang didapat tersebut belum tergolong signifikan sebagaimana hasil pengujian yang dijelaskan di atas.

4.2.2.2.8 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Metrodata Electronics, Tbk (MTDL)

Berdasarkan hasil pengujian dalam Tabel 4.9, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. MTDL sebesar -3,631 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,022. Karena probabilitas sebesar 0,022 lebih kecil dibanding tingkat

signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Metrodata Electronics, Tbk (MTDL).

Guna menjelaskan hasil yang signifikan tersebut antara lain dapat dilihat dari perolehan *return* selama kedua periode yang diteliti. Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Metrodata Electronics, Tbk dalam kedua periode tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 4.21
Data Perolehan *Return* PT. Metrodata Electronics, Tbk (MTDL)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.0909	0.0156
2	(-4) ; (2)	0.0909	0.0317
3	(-3) ; (3)	-0.0647	0.0156
4	(-2) ; (4)	-0.0370	0.0156
5	(-1) ; (5)	0.0000	0.0078
Jumlah		**(0.2835)**	**0.0863**
Rata-rata		**(0.0567)**	**0.0173**
Selisih antar Periode			**0.0740**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* MTDL adalah negatif sebesar -0,0567 dan sesudah pengumuman sebaliknya diperoleh rata-rata *return* yang positif sebesar 0,0173 dan didapat selisih positif antar kedua periode tersebut sebesar 0,0740. Selisih positif sebesar 0,0760 tersebut tergolong signifikan sebagaimana hasil pengujian yang menyimpulkan signifikannya pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut terhadap *return* harian saham PT. MTDL.

MTDL sebagaimana diketahui merupakan salah satu perusahaan teknologi informasi terkemuka di Indonesia yang bermitra dengan perusahaan-perusahaan

teknologi informasi kelas dunia, di antaranya adalah APC, Blue Coat, BMC Software, CheckPoint, Cisco Systems, Citrix Systems, DELL, EMC, Emerson Network Power, EPSON, FUJITSU, Hewlett-Packard, Hitachi Data Systems, IBM, Infor Global Solutions, K2, Lenovo, Microsoft, Network General, Oracle, RSA Security, SAP, Sun Microsystems, Thomson Prometric dan WebMethods.

Informasi yang didapat, bahwa Sukuk Ijarah yang diterbitkan oleh MTDL dengan nilai sebanyak-banyaknya Rp100 milyar tersebut memiliki jangka waktu selama 5 tahun. Sukuk Ijarah MTDL ini juga telah mendapatkan pemeringkatan (*rating*) dari PT Moody's Indonesia A3.id, *stable outlook* (yang setara dengan A- (Single A Minus) pada skala nasional). Lebih lanjut *rating* A3.id diartikan: *Issuer presents above-average creditworthiness relative to other domestic issuers*.

Dana hasil emisi obligasi syariah ini akan digunakan untuk pengembangan usaha non organik antara lain, akuisisi 100% saham Soltius Asia Pte. Ltd. yang memiliki anak perusahaan (PT Soltius Indonesia) yang bergerak di bidang *SAP Consultancy* dan konsultasi program *software* lainnya. Sisanya akan digunakan sebagai modal kerja MTDL dan anak perusahaan. (http://www.metrodata.co.id/)

Dari sisi kinerja keuangan, sampai akhir tahun 2007, MTDL berhasil membukukan laba bersih sejumlah Rp28,48 miliar. Angka ini merepresentasikan kenaikan yang sangat signifikan, yaitu sebesar 37,08 % dibandingkan tahun 2006. Pencapaian laba bersih tersebut di atas target Rp 21 miliar yang telah ditetapkan sebelumnya.

Berbagai kondisi di atas diperkirakan turut mendorong investor untuk merespons positif adanya pengeluaran (emisi) obligasi syariah, karena kinerja dan kondisi lain dari perusahaan diperkirakan akan semakin baik.

4.2.2.2.9 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Mayora Indah, Tbk (MYOR)

Pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. MYOR menghasilkan nilai t-hitung sebesar -4,853 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,008. Karena probabilitas sebesar 0,008 lebih kecil dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Mayora Indah, Tbk (MYOR).

Guna menjelaskan hasil yang signifikan tersebut antara lain dapat dilihat dari perolehan *return* selama kedua periode yang diteliti. Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Mayora Indah, Tbk dalam kedua periode tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 4.22
Data Perolehan *Return* PT. Mayora Indah, Tbk (MYOR)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.0500	-0.0148
2	(-4) ; (2)	-0.0292	-0.0148
3	(-3) ; (3)	-0.0500	-0.0075
4	(-2) ; (4)	-0.0221	-0.0075
5	(-1) ; (5)	-0.0362	-0.0075
Jumlah		**(0.1875)**	**(0.0521)**
Rata-rata		**(0.0375)**	**(0.0104)**
Selisih antar Periode			**0.0271**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* MYOR adalah negatif sebesar -0,0375 dan sesudah pengumuman juga diperoleh rata-rata *return* yang negatif sebesar -0,0104, dan didapat selisih positif antar kedua periode tersebut sebesar 0,0271. Selisih positif sebesar 0,0271 tersebut tergolong signifikan.

MYOR mengumumkan penerbitan obligasi syariah pada tanggal 5 Juni 2008. Kondisi internal perusahaan sebelum periode pengumuman tersebut, antara lain digambarkan oleh Direktur Mayora Hermawan Lesmana, bahwa prospek usaha Mayora sangat menjanjikan karena tren penjualan makanan dan minuman sedang tumbuh. Mayora juga akan gencar meluncurkan produk baru serta menambah kapasitas pabrik untuk mempertahankan pangsa pasar. Analis Samuel Sekuritas, Ike Rahmawati dalam risetnya mengatakan, bahwa penjualan Mayora dalam lima tahun terakhir (2004-2008) solid dengan rata-rata pertumbuhan sebesar 28,6%. Dari kondisi ini, bahwa secara internal tidak terlalu menonjol kondisi yang dapat membawa sentimen negatif pasar terhadap Mayora.

4.2.2.2.10 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Ricky Putra Globalindo, Tbk (RICY)

Berdasarkan hasil pengujian dalam Tabel 4.9, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. RICY sebesar -1,633 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,178. Karena probabilitas sebesar 0,178 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan

tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Ricky Putra Globalindo, Tbk (RICY).

Selanjutnya, data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Ricky Putra Globalindo, Tbk dalam kedua periode tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 4.23
Data Perolehan *Return* PT. Ricky Putra Globalindo, Tbk (RICY)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	-0.0385	0.0000
2	(-4) ; (2)	-0.0385	0.0000
3	(-3) ; (3)	0.0000	0.0000
4	(-2) ; (4)	0.0000	0.0000
5	(-1) ; (5)	0.0000	0.0000
Jumlah		**(0.0770)**	**0.0000**
Rata-rata		**(0.0154)**	**0.0000**
Selisih antar Periode			**0.0154**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Berdasarkan hasil di atas, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* RICY adalah negatif sebesar -0,0154 dan sesudah pengumuman sebaliknya diperoleh rata-rata *return* yang positif sebesar 0,0000 dan didapat selisih positif antar kedua periode tersebut sebesar 0,0154. Selisih positif sebesar 0,0154 tersebut tergolong tidak signifikan sebagaimana hasil pengujian yang menyimpulkan tidak signifikannya pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut terhadap *return* harian saham PT. RICY.

4.2.2.2.11 Analisis Pengaruh Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah Terhadap *Return* Saham PT. Summarecon Agung, Tbk (SMRA)

Berdasarkan hasil pengujian dalam Tabel 4.9, dihasilkan nilai t-hitung untuk pengujian pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham PT. SMRA sebesar -0,673 dengan nilai probabilitas atau *sig t* sebesar 0,538. Karena probabilitas sebesar 0,538 lebih besar dibanding tingkat signifikansi (0,05), maka pada tingkat kekeliruan 5% tersebut, dapat disimpulkan tidak terdapat pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah terhadap *return* saham harian PT. Summarecon Agung, Tbk (SMRA).

Guna menjelaskan hasil yang signifikan tersebut antara lain dapat dilihat dari perolehan *return* selama kedua periode yang diteliti. Data *return* yang didapat dari pengolahan harga-harga saham untuk PT. Summarecon Agung, Tbk dalam kedua periode tersebut adalah sebagai berikut :

Tabel 4.24
Data Perolehan *Return* PT. Summarecon Agung, Tbk (SMRA)

No	Periode *Return* Ke: (t-) (t+)	Besar *Return*	
		Sebelum	Sesudah
1	(-5) ; (1)	0.0392	-0.0185
2	(-4) ; (2)	-0.0536	0.0000
3	(-3) ; (3)	-0.0364	0.0192
4	(-2) ; (4)	-0.0185	0.0000
5	(-1) ; (5)	-0.0185	-0.0185
Jumlah		**(0.0878)**	**(0.0178)**
Rata-rata		**(0.0176)**	**(0.0036)**
Selisih antar Periode			**0.0140**

Sumber: Data Sekunder, diolah

Ditinjau dari perolehan *return*, bahwa pada sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah, rata-rata *return* SMRA adalah negatif sebesar 0,0176 dan sesudah pengumuman juga diperoleh rata-rata *return* yang negatif sebesar

0,0036 dan didapat selisih positif antar kedua periode tersebut sebesar 0,0140. Selisih positif sebesar 0,0140 tersebut tergolong tidak signifikan sebagaimana hasil pengujian yang menyimpulkan tidak signifikannya pengaruh pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut terhadap *return* harian saham PT. SMRA.

Ditinjau dari sisi kinerja keuangannya, bahwa pada periode 2004 – 2007 (sebelum pengumuman penerbitan obligasi syariah), kinerja SMRA pada dasarnya sudah cukup baik. Misalnya penjualan pada tahun 2004 tercatat sebesar Rp.632,4 milyar meningkat menjadi Rp.1.027,2 milyar pada tahun 2007. Laba bersih pada setiap tahun juga cenderung meningkat, di mana pada tahun 2004 tercatat sebesar Rp.147,0 milyar naik menjadi Rp.158,7 milyar pada tahun 2007. Namun demikian, khususnya marjin laba bersih justru menunjukkan penurunan pada setiap tahun, di mana pada tahun 2004 sebesar 23,3%, 2005 (19,0%), 2006 (17,4%) dan 2007 (15,6%). (data diolah dari www.aaasecurities.com, Mei 2008)

Selanjutnya, hingga akhir tahun 2007, posisi hutang SMRA berjumlah Rp629 miliar yang terdiri dari hutang obligasi serta hutang bank dan lembaga pembiayaan. Hutang obligasi sebesar Rp150 miliar akan jatuh tempo pada 8 Juli 2008. Namun posisi kas SMRA tergolong kuat di mana pada akhir tahun 2007 mencapai Rp301,3 miliar. Dalam rangka pengembangan usaha dengan menambah luas *landbank* serta modal kerja untuk pembangunan hotel, Plaza Summarecon Serpong, Rumah Sakit Women & Child (Kerjasama dengan St. Carolus), serta beberapa *cluster* baru, SMRA berencana untuk menambah hutang baru hingga Rp100 miliar dalam 5 tahun mulai tahun 2007. Sebesar Rp500 miliar direncanakan berasal dari emisi obligasi pada kuartal kedua tahun 2008 dan

sisanya pembiayaan dari perbankan. Meski akan ada penambahan hutang baru, diperkirakan tingkat *leverage* SMRA masih tetap rendah. (data diolah dari www.aaasecurities.com, Mei 2008)

Tergambar dari data di atas, bahwa tingkat profitabilitas SMRA dari tahun 2004 hingga tahun 2007 memang mengalami kecenderungan menurun. Hal ini disebabkan oleh kenaikan biaya konstruksi sektor properti, khususnya pada tahun 2005 di mana diangkatnya subsidi Pemerintah atas harga Bahan Bakar Minyak (BBM) untuk sektor industri. Efek negatif dari kenaikan beban BBM tersebut dirasakan sektor properti secara keseluruhan hingga tahun 2006.

Dengan demikian, penjelasan atas tidak signifikannya hasil pengujian untuk SMRA kemungkinan terkait kondisi penurunan profitabilitas tersebut, di samping memang sudah cukup besarnya leverage perusahaan, sehingga investor kurang antusias dengan adanya pengumuman penerbitan obligasi syariah tersebut.