

1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Perusahaan didirikan dengan tujuan memperoleh laba dan mempertahankan kelangsungan aktivitas bisnis perusahaan, dalam upaya memperoleh laba dan mengembangkan usaha perusahaan akan mencari berbagai sumber pendanaan yang tepat untuk memberikan hasil yang optimal. Berdasarkan Teori *Pecking Order* yang dikemukakan oleh Myers (1984), bahwa penggunaan sumber pendanaan oleh perusahaan dilakukan dengan urutan pendanaan internal (laba ditahan) dan pendanaan eksternal jika sumber internal tidak mencukupi. Alternatif sumber pendanaan eksternal perusahaan dapat diperoleh melalui tambahan penyertaan modal pemilik, penerbitan saham baru, penjualan obligasi atau kredit dari bank (Riyanto 2001). Menerbitkan saham berarti memberikan kepemilikan proporsional kepada investor dan berpengaruh terhadap kepemilikan perusahaan, yang berarti bahwa pendapatan di masa depan harus dibagikan kepada kumpulan investor. Penerbitan obligasi tidak berpengaruh pada kepemilikan perusahaan, namun perusahaan meminjam sejumlah dana dari investor dengan kesepakatan suku bunga dan tanggal jatuh tempo.

Pendanaan perusahaan melalui saham atau obligasi pada pasar modal di Indonesia semakin diminati oleh perusahaan, dapat dilihat dari pasar modal di Indonesia yang mencatatkan pertumbuhan sepanjang tahun 2013 sampai dengan tahun 2017. Berdasarkan data IDX tahun 2017, kapitalisasi pasar modal Indonesia meningkat 67,15% dari Rp. 4.219 miliar tahun 2013 menjadi Rp. 7.052 miliar tahun 2017. Frekuensi perdagangan naik 98,33% dari 37.499 miliar tahun 2013 naik menjadi 74.371 miliar pada tahun 2017, hal ini menjadikan pasar modal di Indonesia lebih likuid dari bursa lainnya di ASEAN. Kondisi pasar yang terus membaik membuat semakin banyak orang tertarik untuk berinvestasi di pasar modal. Total jumlah investor berdasarkan data IDX tahun 2017 meningkat 250,28% dari 320.506 *Single Investor Identification* (SID) tahun 2013 menjadi 1.122.668 SID pada tahun 2017. Perusahaan yang terdaftar pada bursa bertambah dari 483 perusahaan tahun 2013 menjadi 566 perusahaan pada tahun 2017. Jumlah dana yang berhasil dihimpun juga mencapai nilai tertinggi sepanjang sejarah, yang berasal dari IPO, penerbitan penambahan saham baru (*right issue*), konversi waran, sekuritisasi aset dan penerbitan obligasi pemerintah, BUMN maupun swasta.

Saham dengan kapitalisasi pasar terbesar pada pasar modal Indonesia sepanjang tahun 2017 adalah saham sektor keuangan, berkontribusi sebesar 29,66% terhadap kapitalisasi pasar modal di Indonesia. Kapitalisasi pasar saham sektor keuangan didominasi 91,87% oleh saham subsektor bank. Kapitalisasi pasar tertinggi dimiliki oleh PT Bank Central Asia Tbk. (BBCA) menguasai 25,56%, diikuti PT Bank Rakyat Indonesia Tbk. (BBRI) sebesar 21,25% dan PT Bank Mandiri Tbk. (BMRI) 17,67%. Besarnya kapitalisasi pasar menandakan bahwa harga saham dan jumlah saham bank yang beredar di pasar tinggi. Seperti teori yang dikemukakan oleh Ang (1997) bahwa nilai kapitalisasi pasar adalah harga pasar saham dikalikan dengan jumlah saham yang beredar.

Tabel 1 *Return Saham Per Sektor di Indonesia Tahun 2013-2017 (dalam %)*

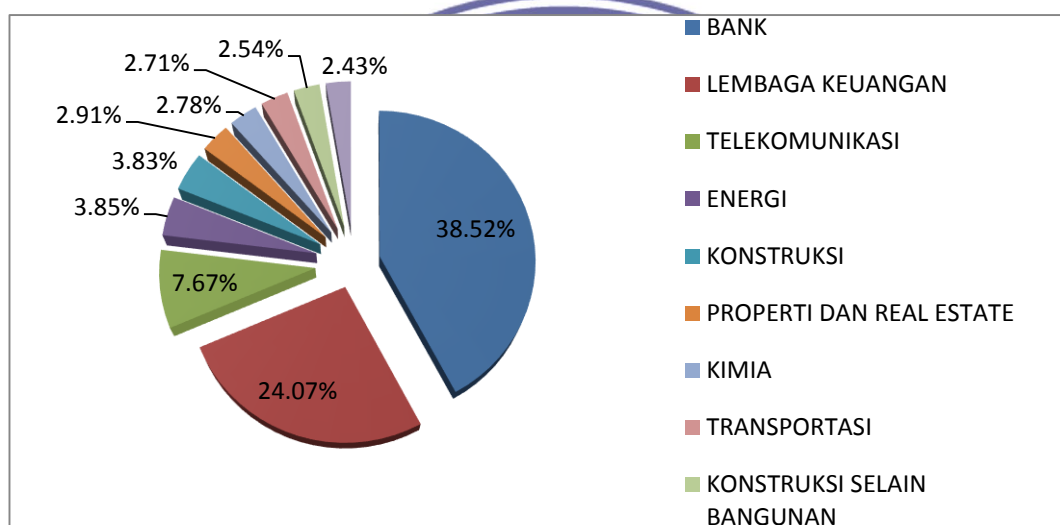
No	Sektor	2013	2014	2015	2016	2017
1	Pertanian	3,73	9,86	-26,87	8,43	-13,30
2	Pertambangan	-23,31	-4,22	-4,22	70,73	15,11
3	Industri dasar	-8,70	13,09	13,09	31,96	28,06
4	Aneka industri	-9,84	8,47	-19,11	29,64	0,77
5	Konsumsi	13,81	22,21	-5,19	12,56	23,11
6	Properti, Real Estate & Konstruksi Gedung	3,20	55,76	-6,47	5,47	-4,31
7	Infrastruktur & Transportasi	2,52	24,71	-15,42	7,57	12,14
8	Keuangan	-1,77	35,41	-6,10	18,17	40,52
9	Perdagangan	4,84	13,11	-3,31	1,31	7,08

Sumber: Data IDX Tahunan (2013-2017)

Terdapat 9 (sembilan) sektor perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Setiap sektor mengalami fluktuasi *return* saham dari tahun 2013 sampai dengan 2017. Harga dan *return* saham sangat rentan terhadap volatilitas nilai tukar mata uang rupiah dan kebijakan ekonomi. Menurut Ang (1997), jika kondisi nilai tukar rupiah diperkirakan buruk maka kemungkinan besar refleksi pada indeks harga saham akan menurun. Berdasarkan Tabel 1 diketahui pada tahun 2015 *return* saham sektor keuangan mengalami penurunan 117,23% dari 35,41% pada tahun 2014 menjadi sebesar -6,1% tahun 2015, kondisi ini bersamaan dengan terjadinya pelemahan nilai tukar mata uang rupiah terhadap USD yang hampir mendekati Rp. 14.800,- per USD. Pada akhir tahun 2017 *return* saham mengalami peningkatan sebesar 40,52%, tertinggi dibandingkan dengan sektor lain, bahkan melampaui kenaikan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada tahun yang sama yang hanya sebesar 19,99%. Terdapat peristiwa dan kebijakan ekonomi bersamaan dengan terjadinya fenomena tersebut. Pada bulan Juli 2016 sampai dengan 31 Maret 2017 adanya kebijakan fiskal berupa *tax amnesty* dimana salah satu *gateway* dana repatriasi para wajib pajak yang meminta *tax amnesty* adalah pasar modal dan bank, dan adanya kebijakan BI menurunkan suku bunga acuan menjadi sentimen positif bagi saham bank karena dengan penurunan suku bunga akan memacu peningkatan penyaluran kredit dan margin keuntungan bank meningkat. Pada tanggal 19 Mei 2017 terjadi peristiwa kenaikan peringkat hutang yang diberikan oleh lembaga pemeringkatan internasional seperti *Standard & Poor's Ratings* yang memberi peringkat layak investasi pada Indonesia menjadi BBB- dengan outlook stabil, dan pada tanggal 21 Desember 2017 *Fitch Ratings* menaikkan peringkat utang dari BBB- menjadi BBB+ dengan outlook stabil, sehingga aliran uang dari investor asing terhadap sektor keuangan meningkat tajam dapat dilihat adanya *net foreign buy* selama tahun 2017 sebesar Rp. 36 miliar. Kinerja saham bank besar menjadi penopang naiknya *return* saham sektor keuangan. Berdasarkan fundamental emiten dapat dilihat dari laporan keuangan tahunan bank tahun 2017 mayoritas bank mampu menunjukkan peningkatan kinerja perusahaan seperti PT Bank Central Asia Tbk. (BCA) yang mencetak laba Rp. 23,30 triliun atau naik 13,1% secara *year on year* (yoy), PT Bank Rakyat Indonesia Tbk. (BRI) meraih laba Rp. 29,04 triliun atau naik 10,7% yoy, dan PT Bank Mandiri Tbk. meraih laba Rp. 20,60 triliun atau naik 49,5% yoy. Tiga saham bank besar tersebut termasuk dalam saham paling aktif dalam perdagangan tahun 2017. Tercatat pada data IDX tahun 2017, bahwa

PT Bank Central Asia Tbk. (BBCA) memiliki frekuensi perdagangan saham 1.072.690 kali, PT Bank Rakyat Indonesia Tbk. (BBRI) 1.031.501 kali dan PT. Bank Mandiri Tbk. (BMRI) 779.912 kali. Saham dengan frekuensi perdagangan yang tinggi merupakan saham dengan tingkat likuiditas tinggi dan saham bank tersebut masuk dalam kategori LQ45.

Alternatif sumber pendanaan eksternal perusahaan lainnya selain saham adalah obligasi. Dari tahun 2013 sampai dengan tahun 2017 kecenderungan perusahaan untuk menerbitkan obligasi korporasi di Indonesia sangat tinggi, dapat dilihat dari adanya peningkatan jumlah *outstanding* obligasi korporasi. Jumlah *outstanding* obligasi korporasi pada posisi akhir tahun 2013 sebesar Rp. 218.220 miliar meningkat 77,50% menjadi Rp 387.330 miliar pada tahun 2017. Apabila dilihat dari jenis industri, subsektor bank menguasai pasar obligasi korporasi di Indonesia, dapat dilihat pada Gambar 1.

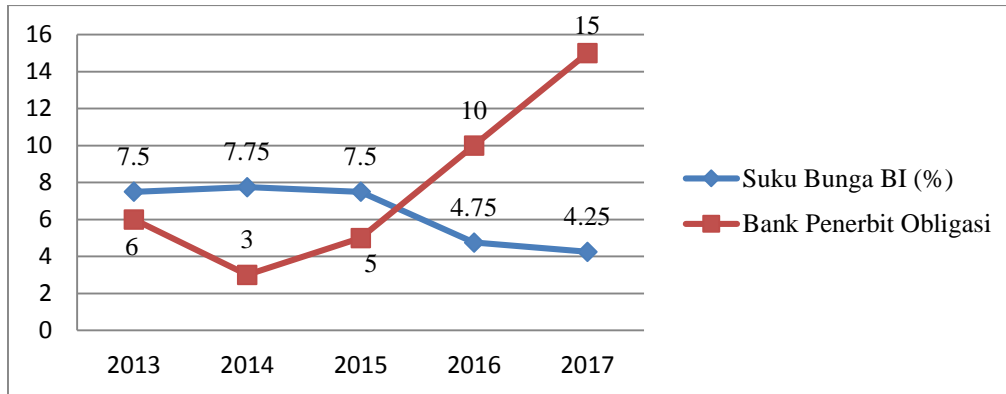


Sumber: Data IDX Tahunan (2017)

Gambar 1 Peringkat Subsektor Obligasi Korporasi di Indonesia Tahun 2017

Jumlah *outstanding* obligasi subsektor bank menguasai 38,52% pasar obligasi korporasi di Indonesia. Argawal dan Mohtadi (2004) menyatakan bahwa sektor bank lebih dominan memanfaatkan instrumen utang, sedangkan sektor non bank lebih terdorong menggunakan instrumen saham untuk pembiayaan perusahaan. Penerbitan obligasi korporasi bank semakin meningkat seiring dengan membaiknya persepsi pasar atas resiko pada industri, bertambahnya kebutuhan dana untuk permodalan dan pemenuhan target kredit. Ditambah dengan adanya peraturan OJK No.42/POJK.03/2015 tentang Kewajiban Pemenuhan Rasio Kecukupan Likuiditas Bagi Bank Umum, dimana ini merupakan regulasi antisipasi kesenjangan likuiditas terutama pada bank BUKU 4, BUKU 3 dan bank asing dengan rasio kecukupan likuiditas harus 100% secara berkelanjutan. Hal ini akan memacu bank mengurangi resiko kesenjangan likuiditas dengan menerbitkan obligasi jangka panjang yang berdampak positif bagi pasar obligasi. Bank membutuhkan sumber pendanaan alternatif dalam menghadapi kemungkinan berkurangnya likuiditas internal dan sumber dana pihak ketiga (DPK) yang diperkirakan turun di tengah potensi kenaikan tingkat inflasi dan kecenderungan penurunan suku bunga BI. Seperti hasil penelitian Graham dan Harvey (2001)

yang menyatakan bahwa penerbitan obligasi lebih banyak terjadi pada saat suku bunga relatif rendah. Dapat dilihat pada Gambar 2 bahwa pada saat suku bunga BI menurun, jumlah bank penerbit obligasi yang tercatat di BEI semakin meningkat. Pada tahun 2016 BI menerapkan suku bunga acuan *7 days repo rate* sebesar 4,75%, kemudian jumlah bank penerbit obligasi meningkat tajam dari 5 bank menjadi 10 bank dan pada tahun 2017 ketika terjadi penurunan suku bunga menjadi 4,25 % jumlah bank penerbit obligasi terus meningkat menjadi 15 bank.

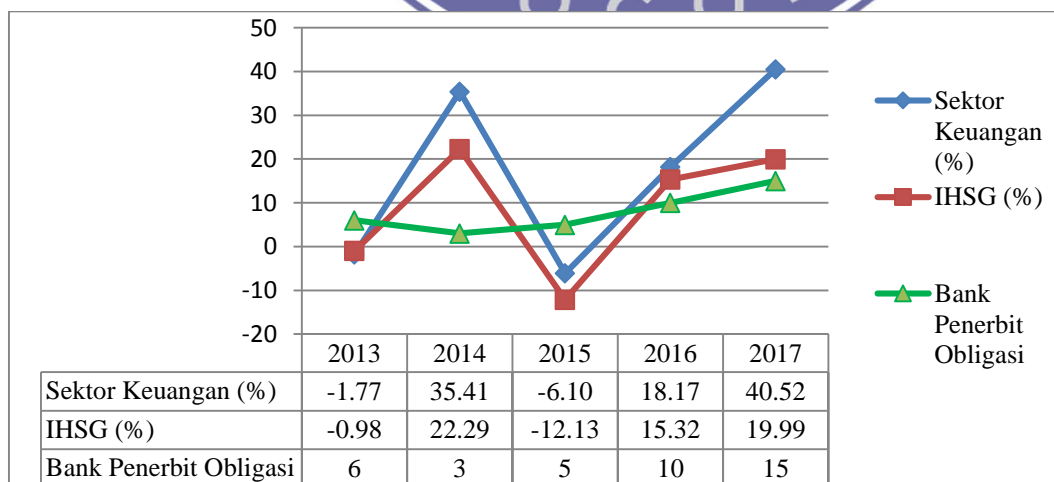


Sumber: Data IDX Tahunan (2013-2017), www.bi.go.id

Gambar 2 Data Perbandingan Jumlah Bank Penerbit Obligasi Tahun 2013 – 2017 dengan Suku Bunga BI

Perumusan Masalah

Terdapat fenomena menarik terkait dengan kondisi pasar saham dan obligasi di Indonesia. Pada tahun 2014 *return* saham keuangan mengalami peningkatan dan turun pada tahun 2015, sebaliknya jumlah bank penerbit obligasi pada tahun 2014 mengalami penurunan dan meningkat pada tahun 2015, namun pada akhir tahun 2017 *return* saham dan jumlah bank penerbit obligasi sama-sama mengalami peningkatan bahkan jauh melampaui IHSG, dapat dilihat pada Gambar 3



Sumber: Data IDX Tahunan (2013-2017)

Gambar 3 Perbandingan *Return* Saham Sektor Keuangan, IHSG dan Bank Penerbit Obligasi di Indonesia Tahun 2013-2017

© Hak Cipta Milik IPB
 Hak Cipta Dilindungi Undang-Undang
 Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencatumkan atau menyebutkan sumbernya. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik, atau tinjauan suatu masalah; dan pengutipan tersebut tidak merugikan kepentingan IPB.
 Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apa pun tanpa izin IPB.

Kinerja saham dan obligasi di pasar modal dipengaruhi oleh fundamental dan arus kas operasi perusahaan yang sama, sehingga terdapat hubungan antara pergerakan harga yang terjadi di pasar saham. Seperti yang dikemukakan Gebhardt *et al.* (2005) bahwa pergerakan pasar obligasi dapat mempengaruhi kinerja pasar saham. Penelitian lain dari Lewis *et al.* (1999) menyimpulkan bahwa aksi korporasi seringkali menjadi pemicu terjadinya aktivitas perdagangan saham perusahaan. Menurut Brigham dan Houston (2010) harga saham dipengaruhi oleh faktor internal dan eksternal, salah satunya pengumuman yang berhubungan dengan ekuitas dan utang.

Investor perlu menyerap informasi dan berita yang relevan sebelum mengambil keputusan investasi. Pengumuman penerbitan obligasi korporasi dapat menjadi salah satu informasi yang relevan bagi investor dalam melakukan tindakan di pasar saham. Investor akan membeli saham perusahaan apabila investor melihat adanya sinyal positif dalam pengumuman penerbitan obligasi korporasi. Sebaliknya saham akan dijual apabila investor melihat adanya sinyal negatif. Berdasarkan Teori *Signalling* yang dikemukakan oleh Brigham dan Houston (2010), bahwa perusahaan akan mengambil suatu tindakan untuk memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan untuk masa mendatang. Hasil penelitian Barber dan Odean (2008) yang menunjukkan bahwa pengamatan pada informasi apapun berpengaruh terhadap jumlah transaksi yang dilakukan investor, seluruh tindakan investor merupakan reaksi pasar yang ditandai dengan adanya perubahan harga saham, volume dan frekuensi perdagangan saham. Peck (2011) menyatakan bahwa ketika informasi tersedia dengan mudah, investor menjadi semakin mudah mengambil keputusan dan hal ini tercermin dari frekuensi investor dalam melakukan *trading* yang bersifat *short-term*. Menurut Fama (1970) pada pasar yang efisien, surat berharga akan selalu diperdagangkan pada nilai wajarnya (*fair value*) sehingga tidak seorang pun mampu memperoleh *abnormal return*. Namun berdasarkan kajian penelitian terdahulu ditemui pelaku pasar yang memperoleh informasi lebih cepat dibandingkan yang lain sehingga muncul kemungkinan untuk mendapatkan *abnormal return*. Hasil studi Ervina dan Rachman (2017) mengkonfirmasi adanya dampak pemberian sinyal dari pengumuman obligasi terhadap kinerja pasar saham. Selain itu, adanya *abnormal return* yang signifikan mengindikasikan bahwa pasar saham di Indonesia tidak efisien karena terdapat *gap* antara informasi yang diterima pelaku pasar. Seperti hasil penelitian Kim dan Abdullah (2012) yang menunjukkan bahwa penerbitan obligasi menimbulkan *cumulative average abnormal return* positif pada pasar saham, hal ini mengindikasikan bahwa pasar menilai penerbitan obligasi merupakan berita baik dan terdapat efek *signalling*. Hasil penelitian Kosasih (2010) menyimpulkan bahwa perolehan *return* harian saham pada periode sebelum pengumuman secara umum cenderung menurun, dan sesudah pengumuman cenderung meningkat, pengumuman penerbitan obligasi syariah berpengaruh positif terhadap *return* saham harian. Hasil penelitian Ghoniyah (2008) menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang positif tetapi tidak signifikan pada saat pengumuman penerbitan obligasi dan terdapat pengaruh yang positif dan signifikan pada *trading volume activity* saham yang positif dan signifikan pada saat pengumuman penerbitan obligasi. Berbeda dengan hasil penelitian Darmadji dan Fakhrudin (2001) bahwa penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap harga yang terjadi di pasar kecuali berupa pencatatan

penambahan saham baru. Sejalan dengan hasil penelitian Sumardi (2006) menyimpulkan bahwa penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham. Adanya *research gap* yang diperoleh terkait dengan reaksi pasar saham disekitar peristiwa pengumuman terkait saham maupun obligasi menjadikan penelitian ini penting untuk dilakukan.

Penelitian ini juga akan menganalisis faktor internal dan eksternal lainnya yang mempengaruhi reaksi pasar saham subsektor bank sebagai variabel kontrol, untuk memastikan bahwa reaksi yang terjadi adalah akibat dari peristiwa yang diamati bukan karena peristiwa lain, karena terdapat teori yang menyatakan bahwa terdapat faktor internal dan eksternal yang mempengaruhi harga saham, seperti yang dikemukakan Weston dan Brigham (2001) faktor yang mempengaruhi harga saham adalah laba per lembar saham, tingkat bunga, jumlah dividen kas yang dibagikan, jumlah laba yang diperoleh perusahaan, tingkat risiko dan pengembalian investasi. Brijlal (2007) yang menunjukkan bahwa laporan keuangan tahunan merupakan sumber informasi yang sangat penting dalam menentukan keputusan investasi. Tandelilin (2000) menyatakan bahwa faktor-faktor ekonomi makro seperti laju pertumbuhan tingkat inflasi, tingkat suku bunga dan fluktuasi nilai tukar mata uang secara empiris telah terbukti mempunyai pengaruh terhadap kondisi pasar modal. Berdasarkan uraian pada latar belakang, maka dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana perkembangan pasar saham dan pasar obligasi korporasi subsektor bank di Indonesia dari Tahun 2013-2017?
2. Bagaimana pengaruh peristiwa penerbitan obligasi korporasi, faktor internal dan faktor eksternal terhadap harga saham perusahaan bank yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017?
3. Bagaimana pengaruh peristiwa penerbitan obligasi korporasi terhadap *abnormal return* saham perusahaan bank yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017?

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini adalah:

1. Menganalisis perkembangan pasar saham dan pasar obligasi korporasi subsektor bank di Indonesia dari Tahun 2013–2017.
2. Menganalisis pengaruh peristiwa penerbitan obligasi korporasi, faktor internal dan faktor eksternal terhadap harga saham perusahaan bank yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017.
3. Menganalisis pengaruh peristiwa penerbitan obligasi korporasi terhadap *abnormal return* saham perusahaan bank yang terdaftar di BEI tahun 2013-2017.

Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah:

1. Bagi bank

Memberikan masukan bagi bank dalam mengambil keputusan menerbitkan obligasi dibandingkan memilih sumber pendanaan lain untuk memperkuat permodalan.

2. Bagi peneliti lain
Sebagai bahan acuan bagi penulis lainnya dalam melakukan penelitian berkaitan dengan obligasi korporasi dan pengaruhnya terhadap reaksi pasar saham bank.
3. Bagi investor
Penelitian ini diharapkan dapat dijadikan sebagai salah satu rekomendasi dan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investor terhadap pilihan investasi pada obligasi atau saham subektor bank.

Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini memiliki ruang lingkup sebagai berikut :

1. Penelitian akan menganalisis reaksi pasar saham yang menggunakan data sekunder berupa harga saham penutupan (*closing price*) harian, dan *return* saham perusahaan bank yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan penerbitan obligasi pada tahun 2013–2017.
2. Penelitian juga menggunakan variabel kontrol untuk memastikan reaksi yang terjadi karena peristiwa yang diteliti bukan karena faktor lain. Data yang digunakan adalah laporan keuangan tahunan dan triwulan bank berupa *dividen per share*, *Non Performing Loan (NPL)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, *Net Interest Margin (NIM)* dan *Capital Adequacy Ratio (CAR)* dan data dari Bank Indonesia berupa nilai tukar rupiah terhadap USD, tingkat suku bunga BI dan tingkat inflasi.
3. Penelitian dilakukan pada bulan Oktober-Desember 2018.

2 TINJAUAN PUSTAKA

Teori Struktur Modal

Struktur modal menurut Weston dan Brigham (2001) merupakan bauran atau perpaduan dari utang, saham preferen, saham biasa yang dikehendaki perusahaan dalam struktur modalnya. Menurut Margaretha (2003) struktur modal menggambarkan pembiayaan permanen perusahaan yang terdiri atas utang jangka panjang dan modal sendiri. Struktur modal merupakan gambaran dari bentuk proporsi finansial perusahaan terkait dengan modal yang dimiliki yang bersumber dari utang jangka panjang, utang jangka pendek dan modal sendiri yang menjadi sumber-sumber pembiayaan perusahaan (Fahmi 2011). Beberapa teori mengenai struktur modal adalah sebagai berikut:

Teori Pecking Order

Menurut Myers (1984), teori *pecking order* menjelaskan bahwa perusahaan yang mempunyai tingkat keuntungan yang lebih tinggi mempunyai tingkat utang yang lebih kecil, dikarenakan perusahaan yang profitabilitasnya tinggi memiliki