

**DAMPAK PENGUMUMAN PENERBITAN OBLIGASI PERUSAHAAN
TERHADAP *ABNORMAL RETURN* SAHAM DI INDONESIA
TAHUN 2014 – 2015**

Rathria Arrina Rachman dan Dahlia Ervina

Universitas Prasetiya Mulya

rathria.arrina@gmail.com dan dahlia.ervina@pmb.ac.id

***Abstract.** This study aims at investigating the effect of corporate bonds issuance announcement on the stock market in Indonesia over 2014 – 2015. By applying event study and t-test, it is proven that there are significant positive abnormal return one day before the announcement date and significant negative abnormal return five days after the date. This result shows that public has obtained information from the insider as good news before the information is widely disseminated; therefore, they react by transacting in the stock market. Nonetheless, when the offering period ends, market participants react again and there is a market correction five days after the announcement. This result confirms that there is a signalling effect of corporate bonds issuance on the stock market performance and indicates that stock market in Indonesia is inefficient.*

Keywords: Bonds, bonds issuance, stock return, event study, market behavior

Abstrak. Studi ini bertujuan untuk menguji dampak pengumuman penerbitan obligasi perusahaan terhadap pasar saham di Indonesia pada tahun 2014 – 2015. Dengan menggunakan metode studi peristiwa dan Uji-t, ditemukan imbal hasil saham abnormal positif yang signifikan pada 1 hari sebelum pengumuman dan imbal hasil saham abnormal negatif pada 5 hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa sebelum penerbitan obligasi diumumkan kepada publik, pelaku pasar telah memperoleh informasi dari orang dalam sebagai berita baik sehingga bereaksi dengan bertransaksi di pasar saham. Namun demikian, ketika masa penawaran umum obligasi berakhir, pelaku pasar kembali bereaksi dan terjadi koreksi pasar pada hari kelima setelah pengumuman. Hasil ini mengkonfirmasi adanya dampak pemberian sinyal dari pengumuman obligasi terhadap kinerja pasar saham dan mengindikasikan bahwa pasar saham di Indonesia tidak efisien.

Kata kunci: Obligasi, penerbitan obligasi, imbal hasil saham, studi peristiwa, perilaku pasar

PENDAHULUAN

Perusahaan merupakan suatu entitas bisnis yang tujuan utamanya memaksimalkan keuntungan bagi pemegang saham sehingga harus dapat menjaga kesinambungan usahanya di masa depan. Oleh karena itu, perusahaan membutuhkan modal yang dapat berasal dari internal maupun eksternal. Perusahaan dapat menggunakan laba ditahan (*retained earnings*) sebagai sumber modal internal dan menerbitkan utang (*debt*) atau saham (*stock/equity*) sebagai sumber eksternal. Perusahaan bisa memilih apakah menggunakan utang atau ekuitas sebagai sumber pembiayaan eksternalnya, atau gabungan di antara keduanya. Kombinasi relatif antara utang dan ekuitas sebagai sumber modal perusahaan disebut dengan struktur modal

(*capital structure*) (Megginson, 1997). Struktur modal merupakan faktor yang penting bagi perusahaan karena memengaruhi valuasi dan nilai perusahaan (Modigliani dan Miller, 1963).

Menggunakan utang sebagai sumber pembiayaan memiliki keuntungan yang tidak diperoleh dari saham atau disebut dengan *tax advantage of debt*. Ketika memiliki utang, perusahaan dapat menghemat pembayaran pajak (*tax saving*) akibat pembayaran bunga kepada kreditur yang menyebabkan menurunnya pendapatan sebelum pajak. Namun demikian, utang juga memiliki kerugian bagi perusahaan. Utang dapat meningkatkan biaya kebangkrutan (*bankruptcy cost*) akibat adanya risiko perusahaan mengalami kesulitan keuangan (*financial distress*) akibat ketidakmampuan membayar utang dan/atau cicilan utang. Selain itu, utang dapat menimbulkan konflik agensi (*agency conflict*) antara pemegang saham (*shareholders*) dan kreditur atau pemegang obligasi (*bondholders*) akibat perbedaan kepentingan (*conflict of interest*) antara keduanya. Oleh karena itu, perusahaan memiliki target level utang tertentu yang dapat memaksimalkan nilai perusahaan, yaitu pada level dimana penghematan pajak dari tambahan utang sama dengan biaya dari utang (Myers, 1984).

Memperoleh modal melalui utang dapat dilakukan dengan beberapa cara, yaitu meminjam uang dari individu, bank, institusi keuangan, atau menerbitkan surat berharga berupa obligasi (*bonds*). Awalnya, perusahaan di negara berkembang banyak yang meminjam uang ke bank untuk memperoleh modal (Luengnaruemitchai dan Ong, 2005). Namun, biaya bunga pinjaman bank yang cukup tinggi menyebabkan mereka cenderung untuk tidak meminjam dalam jangka waktu panjang (Eichengreen, 2004). Alternatifnya, perusahaan dapat menerbitkan surat utang atau obligasi dengan tingkat bunga yang relatif rendah dan membebaskan biaya bunga sebagai biaya usaha (Navarrete, 2001). Dengan semakin berkembangnya pasar obligasi sebagai sumber pembiayaan utama perusahaan, pasar obligasi diprediksi dapat memengaruhi pasar saham. Obligasi dan saham memiliki *underlying* arus kas operasi perusahaan yang sama dan keduanya dipengaruhi oleh fundamental perusahaan. Dengan demikian, diperkirakan bahwa pergerakan pasar obligasi dapat mempengaruhi kinerja pasar saham (Gebhardt *et al.*, 2005).

Di lingkup studi ekonomi dan keuangan, banyak dilakukan penelitian yang dilakukan untuk melihat ada tidaknya pergerakan harga saham yang abnormal akibat suatu peristiwa, termasuk penerbitan obligasi perusahaan. Jika penerbitan obligasi dianggap berita yang relevan dan baik (*good news*), maka pasar akan bereaksi secara positif, dan sebaliknya. Dalam hal penerbitan obligasi merupakan informasi yang bermakna bagi pasar, maka akan terjadi reaksi pasar yang dapat diukur dengan menggunakan *return* atau *abnormal return* dari perubahan harga saham yang terjadi. *Abnormal return* adalah selisih antara imbal hasil pada kondisi pasar normal dan imbal hasil pada kondisi pasar menjelang dan setelah adanya suatu peristiwa (Mackinlay, 1997).

Penelitian terdahulu mengenai dampak pengumuman penerbitan obligasi terhadap pasar saham telah banyak dilakukan di berbagai negara, namun hasilnya sangat bervariasi dan sebagian besar menggunakan obligasi konversi (*convertible bonds*). Beberapa penelitian terdahulu (Liao, *et al.*, 2017; Ammann *et al.*, 2004; Li *et al.*, 2016) menemukan bahwa penerbitan obligasi memiliki dampak negatif terhadap harga saham. Namun, di beberapa negara lainnya (De Roon dan Veld, 1998; Kang *et al.*, 1995; Kim dan Abdullah, 2012) investor pasar saham merespon penerbitan obligasi sebagai berita baik (*good news*) yang dibuktikan dengan adanya imbal hasil (*return*) saham yang positif. Di Indonesia, penelitian mengenai dampak penerbitan obligasi terhadap *return* saham masih terbatas. Primadani (2013) dan Afrianti *et al.*,

(2015) menemukan bahwa pengumuman penerbitan obligasi tidak berpengaruh terhadap kinerja pasar saham. Namun demikian, penelitian tersebut hanya terbatas untuk obligasi syariah (sukuk).

Dengan pertimbangan tersebut, penelitian ini ditujukan untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *abnormal return* yang menandakan pergerakan pasar saham akibat pengumuman penerbitan obligasi perusahaan sepanjang tahun 2014–2015 serta memperkaya literatur bidang keuangan di Indonesia.

KAJIAN TEORI

Teori Signalling. Teori *Signalling* awalnya merupakan hasil studi dari Akerlof (1970) dan Arrow (1972) dalam konteks produk pasar yang kemudian dikembangkan oleh Spence (1974). Studi ini menyatakan bahwa perusahaan yang baik akan dapat membedakan dirinya dengan perusahaan yang buruk dengan cara memberikan sinyal ke pasar modal. Namun, hal ini hanya berlaku jika sinyal tersebut tidak dapat ditiru oleh perusahaan lain. Perusahaan yang kurang baik tidak akan mampu untuk meniru perusahaan yang baik jika biaya untuk memberikan sinyal tersebut sangat tinggi. Menurut Ross (1977), perusahaan dengan tingkat utang yang tinggi (*high-leverage*) dapat digunakan sebagai sinyal positif yang mengindikasikan optimisme akan prospek dan masa depan perusahaan.

Asumsi utama dari teori ini adalah adanya informasi asimetris dimana manajemen memiliki informasi yang akurat dan kredibel tentang nilai perusahaan yang tidak diketahui oleh pihak luar sehingga kegiatan pembiayaan manajemen dipercaya dapat merefleksikan nilai perusahaan. Penerbitan utang atau obligasi dianggap sebagai sinyal positif oleh pasar karena obligasi diterbitkan ketika manajemen menilai bahwa harga saham perusahaan *undervalued* (dinilai lebih rendah oleh pasar). Sebaliknya, penerbitan saham dianggap sebagai sinyal negatif oleh pasar karena manajemen menilai bahwa harga saham perusahaan dinilai lebih tinggi oleh pasar (*overvalued*). Dengan demikian, penerbitan utang obligasi dipercaya dapat memberikan indikasi positif di mata pasar.

Efficient Market Hypothesis. Konsep *Efficient Market Hypothesis* (EMH) pertama kali dikemukakan oleh Fama (1970) yang pada intinya menyatakan bahwa di pasar yang efisien, surat berharga akan selalu diperdagangkan pada nilai wajarnya (*fair value*) sehingga tidak seorang pun mampu memperoleh imbal hasil yang tidak normal (*abnormal return*), setelah disesuaikan dengan risiko, dengan menggunakan strategi perdagangan yang ada. Dengan kata lain, harga yang terbentuk di pasar merupakan hasil refleksi dari seluruh informasi yang tersedia. Terdapat beberapa kondisi yang harus dipenuhi oleh pasar yang efisien, yaitu: (1) terdapat banyak investor rasional yang berusaha memaksimalkan profit, (2) pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada waktu yang sama dengan cara yang mudah dan murah, (3) informasi yang ada bersifat acak, artinya setiap pengumuman yang terjadi bersifat bebas dan tidak dipengaruhi oleh pengumuman lain, (4) pelaku pasar bereaksi secara cepat dan penuh terhadap informasi baru yang ada sehingga harga sekuritas menyesuaikan secara cepat.

Informasi yang mempengaruhi efisien atau tidaknya suatu pasar dapat dibedakan menjadi tiga jenis (Haugen, 2001), yaitu: (1) informasi harga saham masa lalu (*information in past stock prices*), (2) semua informasi publik yang ada (*all public information*), dan (3) semua informasi yang tersedia termasuk informasi orang dalam (*all available information including insider information*). Seberapa efisien suatu pasar

bergantung pada kandungan informasi yang tersedia dan sejauh mana serta seberapa cepat pasar tersebut bereaksi yang tercermin dalam penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan baru.

Fama (1970) melakukan penyesuaian atas konsep EMH dengan didukung oleh bukti empiris dan mengelompokkan efisiensi pasar kedalam tiga bentuk, yaitu efisiensi pasar bentuk lemah (*weak form*), bentuk setengah kuat (*semi-strong form*), dan bentuk kuat (*strong-form*). Dalam efisiensi pasar bentuk lemah (*weak-form*), harga saham saat ini mencerminkan seluruh informasi masa lalu yang ada di pasar seperti misalnya pergerakan harga historis dan volume perdagangan. Oleh karena itu, harga saham masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga saham di masa depan sehingga pergerakan harga saham akan menjadi acak (*random walk*). Dalam efisiensi pasar setengah kuat (*semi-strong form*), harga saham saat ini tidak hanya mencerminkan seluruh informasi masa lalu yang ada, namun juga mencerminkan informasi baru yang diumumkan kepada publik (*new public information*) termasuk informasi tentang laporan keuangan perusahaan. Informasi yang dipublikasikan ini dapat berupa pengumuman laba, deviden, *stock split*, penerbitan saham baru, obligasi, berita mengenai perkembangan ekonomi, dan lain-lain. Dalam efisiensi pasar yang kuat (*strong form*), harga saham saat ini mencerminkan seluruh informasi masa lalu, informasi yang tersedia bagi publik, termasuk informasi *private* dan orang dalam (*private/insider trading*).

Inti dari teori EMH adalah jika informasi tidak terhambat dan tercermin dalam harga saham di pasar, maka harga saham esok hari akan mencerminkan informasi dan berita esok hari dan tidak berhubungan (*independen*) dengan harga saham hari ini. Implikasi dari teori EMH adalah tidak ada seorang investor pun yang dapat memperoleh imbal hasil yang abnormal (*abnormal return*) kecuali terdapat gap antara informasi yang ada dan efisiensi di pasar saham. Pada akhirnya, jika suatu pasar tidak efisien, mekanisme harga yang ada tidak dapat menjamin alokasi modal yang efisien di dalam perekonomian yang dapat berdampak negatif terhadap ekonomi secara agregat (Hamid dan Akash, 2010).

Pentingnya implikasi dari konsep EMH di pasar modal menyebabkan EMH selalu menjadi topik yang menarik untuk diteliti dalam literatur bidang keuangan di dunia. Pemerintah di berbagai negara selalu berusaha untuk membuat kebijakan yang dapat meminimalkan hambatan-hambatan yang dapat mengganggu mekanisme pasar modal di negaranya. Penelitian dari Hasanov dan Omay (2007) menemukan bahwa terdapat *unit root* pada harga saham di pasar saham Bulgaria, Slovakia, Hungaria dan Republik Ceko yang membuktikan bahwa efisiensi pasar-pasar tersebut berbentuk lemah (*weak-form*). Borges (2008) juga meneliti efisiensi pasar saham di Perancis, Jerman, Inggris, dan beberapa negara di kawasan Eropa lainnya dan menemukan bahwa imbal hasil saham di negara-negara tersebut mengikuti pola *random walk*. Di sisi lain, Lee *et al.*, (2010) meneliti 32 negara maju dan 26 negara berkembang di dunia dan menemukan bahwa harga saham bersifat stasioner. Mereka menyimpulkan bahwa pasar saham tidak selaras dengan teori EMH dan terdapat potensi untuk melakukan arbitrase yang dapat menghasilkan keuntungan. Penelitian lainnya yang mengambil sampel negara-negara di Asia (Worthington dan Higgs, 2004; Hamid *et al.*, 2010; Amer, 2014) menyimpulkan bahwa pasar saham di kawasan Asia Tenggara tidak efisien dan bukan merupakan pasar yang berbentuk *weak-form*. Selain itu, penelitian dari Shaiik dan Maheswaran (2017) menemukan bahwa pasar saham di Indonesia merupakan pasar yang tidak efisien.

Hubungan Antara Pasar Obligasi dan Pasar Saham. Obligasi dan ekuitas (saham) merupakan sumber pendanaan perusahaan yang berasal dari eksternal yang dapat diperjualbelikan di pasar modal. Fama dan French (1998) berpendapat bahwa di dalam pasar modal yang sempurna dan mengasumsikan bahwa perusahaan akan memaksimalkan kekayaan *stockholders* dan *bondholders*, keputusan pendanaan perusahaan tidak berpengaruh terhadap nilai pasarnya sehingga investor bersifat *indifferent* terhadap pendanaan perusahaan dengan menerbitkan obligasi ataupun saham. Pendapat tersebut bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Modigliani dan Miller (1963) yang menyimpulkan bahwa dengan adanya asumsi pembayaran pajak, keputusan pendanaan dan struktur modal perusahaan memiliki pengaruh terhadap nilai perusahaan.

Lebih jauh lagi, Gebhardt *et al.*, (2005) menemukan bahwa kinerja instrumen investasi saham dan obligasi di pasar modal dipengaruhi oleh fundamental dan arus kas operasi perusahaan yang sama sehingga terdapat hubungan antara pergerakan yang terjadi pasar obligasi dan harga di pasar saham. Selain itu, pasar obligasi dan pasar saham terbukti memiliki ketergantungan di jangka pendek dan jangka panjang yang bervariasi dari waktu ke waktu yang dipicu oleh faktor fundamental ekonomi (Lin *et al.*, 2017). Penelitian lain dari Lewis *et al.*, (1999) menyimpulkan bahwa aksi korporasi seringkali menjadi pemicu terjadinya aktivitas perdagangan saham perusahaan. Dengan demikian, terdapat hubungan yang saling mempengaruhi antara perilaku yang terjadi di pasar obligasi dan pasar saham yang disebabkan oleh perilaku pendanaan perusahaan.

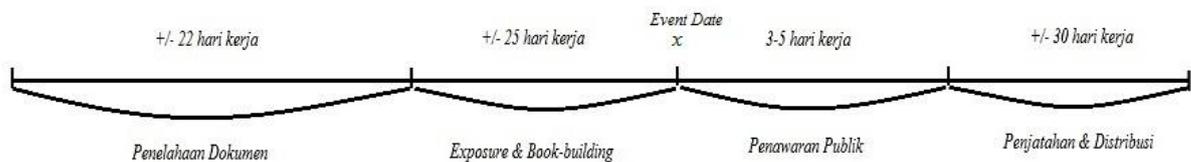
Penelitian tentang Pasar Obligasi dan Pasar Saham. Penelitian mengenai hubungan antara pasar obligasi dan pasar saham, khususnya mengenai dampak pengumuman penerbitan obligasi terhadap pasar saham telah banyak dilakukan di berbagai negara. Namun demikian, hasil yang diperoleh sangat beragam dan sebagian besar menggunakan obligasi konversi (*convertible bonds*). Dengan menggunakan metode studi peristiwa dan uji-t, secara umum penerbitan obligasi konversi bersyarat (*contingent convertible bonds/CoCo bonds*) oleh 46 perusahaan keuangan di 16 negara di kawasan Asia Pasifik dan Eropa memberikan dampak negatif terhadap *abnormal return* saham, walaupun ada variasi antar negara (Liao *et al.*, 2017). Di beberapa negara, investor bereaksi secara negatif sebelum maupun setelah penerbitan obligasi diumumkan. Di beberapa negara lainnya, pada awalnya investor bereaksi positif sebelum pengumuman namun merespon secara negatif setelah pengumuman terjadi. Hanya sedikit negara yang menunjukkan bahwa penerbitan obligasi merupakan berita baik (*good news*) bagi investor pasar saham. Penelitian yang dilakukan di Amerika Serikat menemukan bahwa pasar saham merespon secara negatif penerbitan obligasi konversi yang dibuktikan dengan adanya *abnormal return* yang negatif. Dampak negatif di pasar saham Amerika ini semakin kuat ketika imbal hasil pada periode sebelumnya juga negatif (Ammann *et al.*, 2004). Selain itu, Li *et al.*, (2016) menemukan adanya *abnormal return* negatif di pasar saham yang terjadi pada tiga hari sekitar penerbitan obligasi konversi oleh perusahaan finansial dan non-finansial di Amerika Serikat pada tahun 1982 – 2013. Penelitian lain di Cina menemukan bahwa penerbitan obligasi konversi memiliki pengaruh negatif terhadap harga saham namun pengaruh tersebut berkurang di jangka panjang (Jing *et al.*, 2014). Hasil ini berbeda dengan yang terjadi di pasar saham Belanda (De Roon dan Veld, 1998) dan Jepang (Kang *et al.*, 1995) dimana terjadi imbal hasil saham yang positif setelah terjadinya penerbitan obligasi konversi. Di Malaysia, imbal hasil saham perusahaan mengalami kenaikan setelah mengumumkan adanya penawaran obligasi (Kim dan Abdullah, 2012). Khususnya di Indonesia, Primadani (2013) serta Afrianti *et al.*, (2015)

menemukan penerbitan obligasi syariah (sukuk) tidak berpengaruh terhadap harga saham perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut. Perbedaan hasil dari penelitian terdahulu di berbagai negara ini dapat disebabkan oleh perbedaan peraturan pemerintah, kondisi pasar modal, jenis obligasi, periode penelitian serta metode penelitian yang digunakan.

Penawaran Umum Obligasi di Indonesia. Di Indonesia, ketika perusahaan ingin menerbitkan obligasi umumnya memerlukan waktu kurang lebih 82 hari terhitung sejak diterimanya dokumen oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Setelah OJK melakukan penelaahan dokumen dan memberikan ijin untuk melakukan *bookbuilding* (ijin pra-efektif), perusahaan penerbit dapat melakukan penentuan tingkat bunga dan jumlah penawaran dengan melihat minat beli dari institusi dan investor. Dalam hal ini, perusahaan akan dibantu oleh perusahaan sekuritas sebagai penjamin emisi (*underwriter*). Setelah tingkat bunga dan jumlah penawaran ditentukan, obligasi dapat ditawarkan kepada masyarakat luas atau publik melalui pengumuman di surat kabar dan media lainnya.

Tanggal diumumkannya penawaran obligasi disebut dengan tanggal pengumuman (*announcement date*) yang menandai bahwa masyarakat luas dapat membeli obligasi perusahaan tersebut di pasar modal. Masa penawaran umum dapat dilaksanakan paling lama 5 (lima) hari yang dilanjutkan dengan proses penjatahan dan distribusi obligasi kepada investor melalui lembaga penunjang pasar modal.

Berikut adalah skema umum proses penerbitan obligasi perusahaan di Indonesia.



Gambar 1. Skema Proses Penerbitan Obligasi Perusahaan

Sumber: Keputusan BAPEPAM-LK No. KEP-122/BL/2009

Hipotesis Penelitian. Dengan semakin berkembangnya pasar obligasi sebagai alternatif pembiayaan selain bank dan ekuitas, pasar obligasi diprediksi dapat mempengaruhi pasar saham. Kedua pasar tersebut dipengaruhi oleh fundamental ekonomi dan perusahaan dengan *underlying* arus kas operasional yang sama. Oleh karena itu, diperkirakan ada hubungan antara pasar obligasi dan pasar saham sehingga pasar obligasi tidak dapat bergerak secara independen tanpa pergerakan di pasar saham (Gebhardt *et al.*, 2005; Lin *et al.*, 2017). Selain itu, dilakukannya aksi korporasi seringkali menjadi pemicu terjadinya aktivitas perdagangan saham perusahaan di pasar (Lewis *et al.*, 1999).

Ketika penerbitan obligasi dianggap sebagai informasi yang bermakna, maka akan terjadi reaksi di pasar saham yang dapat mempengaruhi *return* atau *abnormal return* akibat perubahan harga saham dari perusahaan yang menerbitkan obligasi. Berdasarkan penjelasan di atas, hipotesis yang diuji dalam penelitian ini adalah apakah terdapat *abnormal return* di pasar saham akibat peristiwa penerbitan obligasi perusahaan.

$$H_0 : \overline{AR}_t = 0 \text{ (tidak terdapat } \textit{abnormal return} \text{ di pasar saham)}$$

$$H_1 : \overline{AR}_t \neq 0 \text{ (terdapat } \textit{abnormal return} \text{ di pasar saham)}$$

METODE

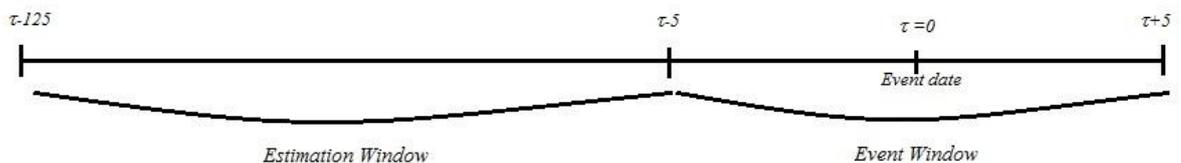
Populasi dan Sampel. Populasi dalam penelitian ini adalah semua penawaran umum obligasi perusahaan (*corporate bonds*) yang dilakukan oleh perusahaan terbuka di pasar modal Indonesia yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI). Sampel yang diambil dalam penelitian ini adalah penawaran umum obligasi oleh perusahaan terbuka Indonesia pada periode tahun 2014 – 2015. Total sampel penelitian berjumlah 55 peristiwa (*event*) penawaran umum obligasi.

Selama tahun 2014-2015, terdapat 55 peristiwa penerbitan obligasi (*event*), yang terdiri atas 30 pengumuman pada tahun 2014 dan 25 pengumuman pada tahun 2015. Sebuah perusahaan yang sama dapat melakukan pengumuman penerbitan obligasi lebih dari satu kali selama periode 2014-2015 sehingga hal tersebut dihitung sebagai lebih dari 1 peristiwa (*event*).

Data dan Metode Pengumpulan Data. Data yang digunakan dalam penelitian kuantitatif ini adalah data sekunder berupa harga saham penutupan (*closing price*) harian perusahaan terbuka yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang melakukan penawaran obligasi pada tahun 2014 – 2015 serta data tanggal pengumuman publik (*announcement date*) atas penerbitan obligasi tersebut. Data tanggal pengumuman publik adalah tanggal pengumuman dimana obligasi perusahaan ditawarkan pertama kali kepada publik. Sumber data tersebut diambil dari *Bloomberg* terminal.

Periode pengambilan data harga saham untuk setiap peristiwa penerbitan obligasi adalah selama 131 hari, yang terdiri atas 120 hari jendela estimasi (*estimation window*) dan 11 hari jendela peristiwa (*event window*). Hari peristiwa atau *event date* adalah tanggal terjadinya pengumuman penerbitan obligasi perusahaan kepada publik, yang dinotasikan dengan $\tau=0$. *Event window* adalah periode pengamatan sebelum, pada saat dan sesudah *event date*, yaitu 5 hari sebelum ($\tau-5$) dan 5 hari setelah ($\tau+5$) tanggal pengumuman penerbitan obligasi (*announcement date*). Sedangkan *estimation window* adalah waktu sebelum *event window* yang dianalisis untuk mengidentifikasi kinerja saham sebelum penerbitan obligasi. *Estimation window* yang digunakan dalam penelitian ini adalah selama 120 hari, yaitu dari $\tau-125$ hingga $\tau-6$ sebelum *event date*.

Berikut adalah skema periode pengamatan dalam penelitian ini yang terdiri dari 131 hari.



Gambar 2. Skema Periode Studi Peristiwa

Variabel dan Pengukuran. Harga saham terbentuk dari kesepakatan antara pembeli dan penjual tentang nilai dari sekuritas tersebut di pasar. Jika terjadi suatu peristiwa yang mengandung informasi baru yang relevan, maka informasi ini digunakan oleh pelaku pasar untuk menganalisa kembali harga sekuritas tersebut. Dalam penelitian ini, *return* atau *abnormal return* dari perubahan harga saham digunakan sebagai indikator terjadinya pergerakan pasar saham. *Abnormal return* adalah selisih antara imbal hasil aktual pada kondisi pasar menjelang dan setelah

adanya suatu peristiwa dan kondisi pasar normal (Mackinlay, 1997). Dalam penelitian ini, pengumuman penerbitan obligasi adalah peristiwa yang dijadikan acuan.

Model yang digunakan untuk perhitungan *abnormal return* saham adalah *Sharpe's Single Index Model (Market Model)*. Model ini memisahkan faktor risiko menjadi risiko pasar dan risiko unik dari masing-masing saham perusahaan (Sharpe, 1964). Dengan pemisahan risiko tersebut, maka varians dari *abnormal return* akan menurun, sehingga kemampuan untuk mendeteksi adanya efek atas suatu peristiwa akan meningkat (Mackinlay, 1997).

Setelah data harga saham harian diperoleh, imbal hasil (*return*) dihitung dengan menggunakan rumus berikut ini:

$$R_{i\tau} = \frac{P_{i\tau} - P_{i\tau-1}}{P_{i\tau-1}} \quad (1)$$

Dimana,

$P_{i\tau}$ = Harga penutupan harian saham i pada waktu τ

$P_{i\tau-1}$ = Harga penutupan harian saham i pada waktu $\tau-1$

Return yang telah dihitung kemudian digunakan untuk memperoleh intersep (α_i) dan beta (β_i) untuk masing-masing perusahaan dengan menggunakan metode regresi *Ordinary Least Square (OLS)* berdasarkan model persamaan berikut ini.

$$R_{i\tau} = \alpha_i + \beta_i R_{m\tau} + \varepsilon_{i\tau} \quad (2)$$

$$E(\varepsilon_{i\tau}) = 0 \quad \text{var}(\varepsilon_{i\tau}) = \sigma_{\varepsilon_i}^2$$

Dimana,

$R_{i\tau}$ = Imbal hasil harian saham i pada waktu τ

$P_{i\tau}$ = Harga penutupan harian saham i pada waktu τ

α_i = Intersep atau imbal hasil lebih yang diharapkan dari saham i terkait *firm-specific factors*

β_i = Beta atau tingkat volatilitas (risiko sistematis) saham i terkait dengan pasar

$R_{m\tau}$ = Imbal hasil harian pasar (IHSG) pada waktu τ

$\varepsilon_{i\tau}$ = Risiko non-sistematis dari saham i terkait *firm-specific factors*

i = Saham perusahaan i

τ = -125, -124, -123,, -8, -7, -6

Intersep atau alpha (α_i) mencerminkan imbal hasil lebih yang diharapkan dari suatu karena adanya *firm-specific factors*. Beta (β_i) menunjukkan volatilitas harga saham terhadap IHSG, dimana jika $-1 \leq \beta_i \leq 1$, maka harga saham tidak terlalu berfluktuasi dibandingkan pasar, sedangkan jika $\beta_i < -1$ atau $\beta_i > 1$, maka saham tersebut lebih fluktuatif dari harga pasar.

Dalam penelitian ini, imbal hasil pasar menggunakan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai *benchmark*. Langkah selanjutnya, dilakukan penghitungan *abnormal return* harian atas saham perusahaan tersebut pada periode *event window* berdasarkan model persamaan berikut ini.

$$\widehat{AR}_{i\tau} = R_{i\tau} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m\tau} \quad (3)$$

Dimana,

$\widehat{AR}_{i\tau}$ = *Abnormal return* saham i pada waktu τ

- $\hat{\alpha}_i$ = Imbal hasil lebih yang diharapkan dari saham i terkait *firm-specific factors*, yang sudah didapatkan dari hasil estimasi sebelumnya
- $\hat{\beta}_i$ = Tingkat volatilitas (risiko sistematis) yang diharapkan dari saham i terkait dengan pasar
- $R_{m\tau}$ = Imbal hasil harian pasar (IHSG) pada waktu τ

Setelah didapatkan *abnormal return* harian atas masing-masing saham untuk *event window* $\tau-5$ hingga $\tau+5$, maka dilakukan penghitungan rata-rata *abnormal return* (*average abnormal return*) untuk masing-masing hari. Seluruh observasi dari *abnormal return* dirata-ratakan agar dapat dilakukan suatu inferensi atas peristiwa (*event*) yang diteliti. Dalam hal ini, rata-rata dihitung lintas dua dimensi yaitu lintas waktu dan lintas saham.

$$\overline{AR}_\tau = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \overline{AR}_{i\tau} \quad (4)$$

Dimana,

\overline{AR}_τ = *Average abnormal return* saham pada waktu τ

$\overline{AR}_{i\tau}$ = *Abnormal return* saham i pada waktu τ

N = Jumlah peristiwa pengumuman publik atas penerbitan obligasi

i = Saham perusahaan i

τ = -5,-4,-3,-2,-1,0,1,2,3,4,5

Metode Analisis Data. Untuk menguji kandungan informasi (*information content*) dari suatu peristiwa dapat dilakukan dengan studi peristiwa atau *event study*. *Event study* adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu event yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Apabila suatu peristiwa mengandung informasi, maka pelaku pasar akan bereaksi pada saat pengumuman dipublikasikan yang tercermin dalam perubahan harga sekuritas. Kegunaan dari penelitian *event study* ini dilandasi oleh fakta bahwa karena adanya rasionalitas di pasar, maka dampak dari suatu peristiwa akan tercermin dalam harga saham secara cepat. Oleh karena itu, analisa dampak ekonomi dari suatu peristiwa dapat diteliti dari pergerakan harga sekuritas dalam periode waktu yang pendek (MacKinlay, 1997).

Untuk mendapatkan intersep (α_i) dan beta (β_i) dari setiap saham yang perusahaannya melakukan penerbitan obligasi, digunakan metode regresi *Ordinary Least Square (OLS)*. Untuk menguji hipotesis, penelitian ini menggunakan metode pengujian parametrik dengan uji-t (*parametric t-test*) karena jumlah sampel yang cukup besar sehingga dapat memenuhi asumsi distribusi normal (Lind *et al.*, 2008). Uji-t dilakukan dengan membandingkan t-hitung dengan t-tabel untuk mengetahui apakah hipotesis terbukti dan terdapat perbedaan yang signifikan atas keduanya yang menandakan terdapatnya *abnormal return*.

$$H_0 \text{ ditolak apabila } t_{\text{hitung}} < -t_{\text{tabel}} \text{ atau } t_{\text{hitung}} > t_{\text{tabel}}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Penelitian. Selama tahun 2014 – 2015, terdapat 55 peristiwa penerbitan obligasi perusahaan di Indonesia dimana 30 penawaran terjadi di tahun 2014 dan 25 penawaran terjadi di tahun 2015. Regresi dilakukan atas imbal hasil 55 saham tersebut

selama periode *estimation window* sehingga didapatkan intersep atau alpha (α_i) dan beta (β_i) dari setiap saham perusahaan yang melakukan pengumuman publik penerbitan obligasi.

Dari hasil regresi di Tabel 1, terlihat bahwa α_i bervariasi antar perusahaan, yaitu berkisar antara -0,58% hingga 0,53%. Begitu pula dengan β_i yang berkisar antara 1,69 dan -2,37. Intersep atau alpha (α_i) mencerminkan imbal hasil lebih yang diharapkan dari suatu karena adanya *firm-specific factors* sedangkan beta (β_i) menunjukkan volatilitas harga saham terhadap IHSG. Keduanya memiliki nilai yang sangat beragam karena saham-saham tersebut berasal dari berbagai sektor atau industri yang berbeda-beda. Bahkan sebagian saham mempunyai beta negatif yang menandakan bahwa arah pergerakan harga sahamnya berkebalikan dengan IHSG.

Tabel 1. Hasil Regresi Saham Perusahaan yang Melakukan Penawaran Obligasi

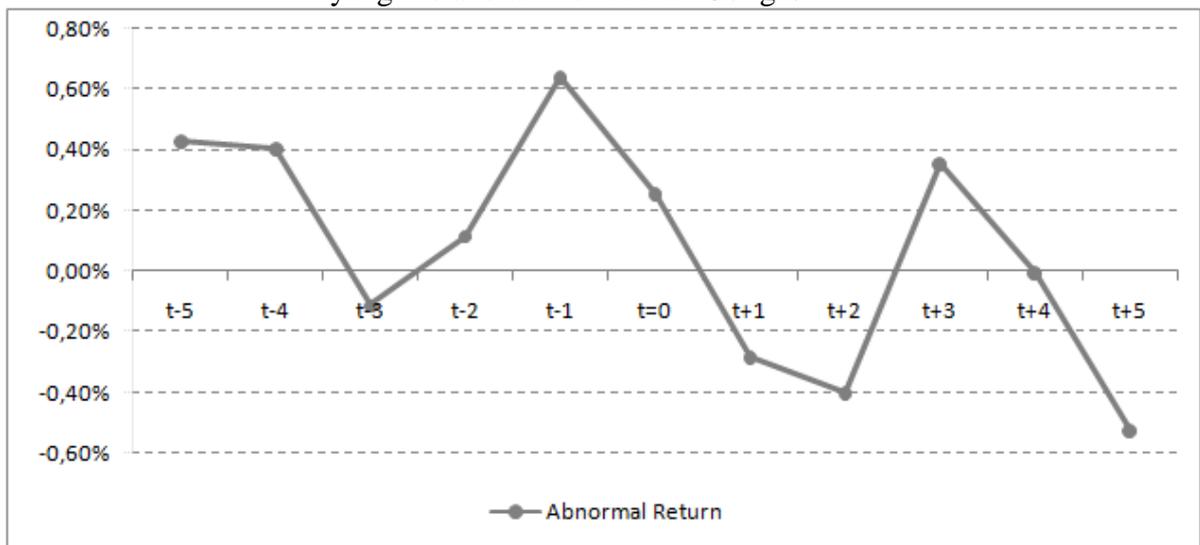
Event	Saham	α_i	β_i	Event	Saham	α_i	β_i
1	INTA	(0,0033)	0,7669	29	ISAT	(0,0010)	0,2457
2	MAPI	(0,0005)	1,1061	30	SMRA	(0,0007)	0,1397
3	BFIN	0,0001	0,1902	31	BACA	(0,0003)	0,2430
4	VRNA	0,0001	(0,2097)	32	GWSA	(0,0005)	0,2891
5	ADMF	0,0016	0,1758	33	NISP	0,0015	(0,4887)
6	APLN	(0,0002)	0,2869	34	LEAD	(0,0058)	1,1276
7	PGAS	0,0002	0,3880	35	CTRP	0,0003	1,4097
8	AMRT	(0,0004)	0,3635	36	PTPP	0,0038	1,3732
9	MFIN	0,0013	0,0106	37	ROTI	0,0003	0,8765
10	INDF	(0,0001)	0,3852	38	BFIN	0,0011	(0,1853)
11	TAXI	(0,0013)	0,4357	39	CFIN	(0,0002)	0,0275
12	BNII	(0,0004)	(0,0779)	40	BBLD	0,0053	(2,3692)
13	BFIN	0,0023	0,1607	41	BBNI	0,0016	1,2097
14	ADMF	(0,0035)	0,1546	42	SMRA	(0,0031)	0,2439
15	JSMR	(0,0024)	(0,3769)	43	MFIN	0,0015	0,2460
16	MAPI	(0,0014)	0,6179	44	AMRT	0,0004	(0,1209)
17	MEDC	0,0017	0,6952	45	PANR	0,0002	0,7780
18	SMRA	0,0003	1,6923	46	ISAT	0,0011	0,0614
19	BBRI	(0,0003)	1,6211	47	TLKM	0,0002	1,1228
20	BNLI	0,0008	0,0817	48	BBKP	(0,0005)	0,3284
21	SRTG	0,0006	0,3533	49	BBRI	0,0004	1,2994
22	ADMF	0,0015	(0,1474)	50	MDLN	0,0008	1,6046
23	TBLA	0,0028	0,4512	51	BBTN	0,0005	1,1802
24	MFIN	0,0012	(0,2197)	52	TELE	0,0011	0,5972
25	WSKT	0,0017	1,6113	53	ADMF	(0,0030)	0,3372
26	MAYA	0,0046	(1,0729)	54	PTPP	0,0015	1,0124
27	EXCL	(0,0001)	0,3540	55	ISAT	0,0036	0,1226
28	APLN	0,0017	1,6513				

Tabel 2 menunjukkan hasil perhitungan *abnormal return* rata-rata seluruh saham dari 55 perusahaan yang menawarkan obligasi sebelum dan setelah perusahaan melakukan pengumuman penerbitan obligasi. Sebelum pengumuman dilakukan, terdapat nilai *abnormal return* rata-rata sebesar 0,1% sedangkan setelah pengumuman terdapat nilai *abnormal return* rata-rata sebesar -0,39%.

Tabel 2. *Abnormal Return* Rata-rata Sebelum dan Setelah Pengumuman

AAR Sebelum Pengumuman (t-5 sampai t-1)	AAR Setelah Pengumuman (t+1 sampai t+5)
0,0010	-0,0039

Grafik 1 menunjukkan *abnormal return* saham rata-rata dari 55 perusahaan yang melakukan penawaran obligasi selama periode *event window*, yaitu dari t-5 sampai t+5 dari tanggal pengumuman. *Abnormal return* negatif menunjukkan terjadi kerugian (*loss*) dan *abnormal return* positif menunjukkan bahwa pelaku pasar mendapatkan profit (*gain*). Selama 11 hari *event window*, pergerakan *abnormal return* berfluktuasi antara -0,52% dan 0,64%. *Abnormal return* tertinggi terjadi pada t-1 sedangkan *abnormal return* terendah terjadi pada t+5 dari tanggal pengumuman.

Grafik 1. *Abnormal Return* Saham Rata-rata Perusahaan yang Melakukan Penawaran Obligasi

Hasil pengujian hipotesis dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3 yang merangkum hasil penghitungan *abnormal return* rata-rata (AAR) beserta hasil Uji-t untuk 55 saham yang perusahaannya melakukan pengumuman penawaran obligasi selama periode *event window*. Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa dengan level signifikansi 10%, terdapat 2 hari dimana H_0 ditolak, yaitu pada $\tau-1$ dan $\tau+5$. Hasil ini menunjukkan bahwa terdapat *abnormal return* yang signifikan pada t-1 dan t+5. Walaupun sebagian menunjukkan adanya *abnormal return* rata-rata yang positif, namun hasilnya tidak signifikan.

Tabel 3. Hasil Penghitungan *Average Abnormal Return* dan *T-test*

<i>Event Window</i>	<i>Average abnormal return (AAR)</i>	<i>t-(AAR)</i>	<i>Probabilitas</i>
$\tau-5$	0,0043	0,7218	0,4735
$\tau-4$	0,0040	0,9028	0,3706
$\tau-3$	-0,0011	-0,3413	0,7342
$\tau-2$	0,0012	0,3937	0,6954
$\tau-1$	0,0064	1,8240	0,0737*
τ	0,0025	0,6364	0,5272
$\tau+1$	-0,0028	-0,7111	0,4801
$\tau+2$	-0,0040	-1,0684	0,2901
$\tau+3$	0,0035	1,1593	0,2514
$\tau+4$	-0,0001	-0,0207	0,9836
$\tau+5$	-0,0052	-1,8243	0,0736*

Keterangan:

* : Signifikan pada level 10%

** : Signifikan pada level 5%

*** : Signifikan pada level 1%

Pembahasan. Penelitian ini menemukan adanya *abnormal return* rata-rata positif yang signifikan pada t-1 (1 hari sebelum pengumuman) dan *abnormal return* rata-rata negatif yang signifikan pada t+5 (5 hari setelah pengumuman). *Abnormal return* yang signifikan pada t-1 menandakan bahwa pasar telah terlebih dahulu mengetahui informasi terkait penerbitan obligasi sebelum tanggal pengumuman dan kemudian bereaksi atas informasi tersebut yang tercermin dalam perubahan harga saham perusahaan penerbit. Hal ini dapat terjadi karena sebelum *announcement date* di surat kabar dan media lainnya, informasi mengenai penerbitan obligasi telah bocor ke pasar sehingga pada 1 (satu) hari sebelum pengumuman, pasar telah melakukan transaksi saham. Reaksi dari para pelaku pasar ini dibuktikan dengan adanya *abnormal return* positif di pasar saham yang menandakan bahwa publik menilai bahwa penerbitan obligasi oleh perusahaan merupakan sinyal positif dan berita baik (*good news*).

Selain itu, penelitian ini juga menemukan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan pada t+5 yang menandakan bahwa pelaku pasar bereaksi secara negatif pada 5 (lima) hari setelah pengumuman. Hal ini menunjukkan bahwa setelah obligasi selesai ditawarkan, pelaku pasar menganggap bahwa penerbitan obligasi merupakan sinyal negatif dan bukan berita baik (*good news*) bagi pasar saham yang tercermin dalam perubahan harga saham perusahaan penerbit. Selain itu, *abnormal return* negatif ini juga dapat terjadi karena masa penawaran umum telah berakhir dan terjadi koreksi pasar atas saham tersebut untuk kembali ke keadaan sebelumnya. Berdasarkan teori EMH, adanya *abnormal return* mengindikasikan bahwa pasar tidak efisien sehingga investor dapat mengambil keuntungan dari inefisiensi pasar ini. Tidak efisiennya pasar saham dapat disebabkan karena terhambatnya informasi sehingga harga saham tidak mencerminkan informasi yang tersedia.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian terdahulu dari Liao *et al.*, (2017) yang menemukan bahwa di beberapa negara, investor pada awalnya merespon positif penerbitan obligasi sebelum pengumuman, namun reaksi tersebut berubah menjadi negatif setelah penerbitan obligasi diumumkan. Reaksi negatif pasar saham setelah pengumuman obligasi juga sejalan dengan penelitian dari Ammann *et al.*, (2004) di pasar Amerika Serikat serta penelitian dari Jing *et al.*, (2014) di pasar Cina. Namun

demikian, hasil ini bertentangan dengan penelitian di Belanda (De Roon dan Veld, 1998), Jepang (Kang *et al.*, 1995) dan negara tetangga Malaysia (Kim dan Abdullah, 2012) dimana pasar saham bereaksi positif atas peristiwa penerbitan obligasi. Selain itu, hasil penelitian ini juga tidak sejalan dengan penelitian dari Primadani (2013) dan Afrianti *et al.*, (2015) yang menemukan bahwa peristiwa yang terjadi di pasar obligasi tidak mempunyai pengaruh terhadap pasar saham di Indonesia.

PENUTUP

Penelitian ini dilakukan untuk menguji pengaruh pengumuman penawaran obligasi perusahaan terhadap *abnormal return* saham perusahaan penerbit. Secara umum, hasil penelitian ini menunjukkan bahwa pasar obligasi terbukti mempunyai pengaruh terhadap pasar saham di Indonesia. Dari 55 peristiwa penerbitan obligasi saham pada tahun 2014-2015, terdapat *abnormal return* positif yang signifikan pada 1 (satu) hari sebelum pengumuman dan *abnormal return* negatif yang signifikan pada 5 (lima) hari setelah penerbitan obligasi diumumkan. Padahal, informasi mengenai penerbitan obligasi sebelum tanggal pengumuman merupakan informasi orang dalam (*insider*) yang tidak seharusnya diketahui publik secara luas. Hal ini menunjukkan bahwa informasi mengenai penerbitan obligasi telah diketahui dari orang dalam (*insider*) dan dianggap sebagai sinyal positif dan berita baik (*good news*) sehingga para pelaku pasar bereaksi dengan melakukan transaksi di pasar saham pada 1 (satu) hari sebelum tanggal pengumuman. Namun demikian, setelah masa penawaran umum berakhir, penerbitan obligasi dianggap sebagai sinyal negatif dan terjadi koreksi di pasar pada 5 (lima) hari setelah tanggal pengumuman.

Hal ini mungkin terjadi karena sebelum tanggal pengumuman, pasar meyakini bahwa penerbitan obligasi mencerminkan prospek yang baik bagi perusahaan, namun setelah penawaran umum berakhir dimana informasi mengenai tingkat bunga, peringkat obligasi (*bond rating*) dan jumlah penawaran diketahui, pasar melakukan koreksi sehingga terjadi perubahan kinerja saham dari perusahaan penerbit. Hasil studi ini 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 dan tidak selaras dengan konsep EMH dimana *abnormal return* tidak dapat diperoleh kecuali terdapat gap antara informasi yang ada dan efisiensi di pasar saham.

DAFTAR RUJUKAN

- Afrianti, K. N. A., Nurhayati, N., dan Fadilah, S. (2015). "Pengaruh Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk) Terhadap Cumulative Abnormal Return di Jakarta Islamic Index". *Prosiding Penelitian SpeSIA*. Universitas Islam Bandung. Bandung.
- Akerlof, G. (1970). "The Market for 'Lemons': Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism". *Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488–500.
- Amer, S. (2014). "Efficiency of South Asian Capital Markets: An Empirical Analysis". *European Journal of Business and Management*, 6(11), 30–33.
- Ammann, M., Fehr, M., dan Seiz, R. (2004). "New Evidence on The Announcement Effect of Convertible and Exchangeable Bonds". *Journal of Multinational Financial Management*. 16(1), 43–63.

- Arrow, K. J. (1972). "Some Models of Racial Discrimination in the Labor Market", in A. H. Pascal, ed. *Racial Discrimination in Economic Life*. Lexington.
- BAPEPAM. (2009). "Keputusan Ketua BAPEPAM-LK No KEP-122/BL/2009 (Peraturan No IX.A.2) Tentang Tata Cara Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum".
- Borges, M. R. (2008). "Efficient Market Hypothesis in European Stock Markets". *The European Journal of Finance*, 16(7), 711–726.
- De Roon, F., dan Veld, C. (1998). "Announcement Effects of Convertible Bond Loans and Warrant-Bond Loans: An empirical Analysis for The Dutch Market". *Journal of Banking and Finance*, 22(12), 1481–1506.
- Eichengreen, B. (2004). "Why Doesn't Asia Have Bigger Bond Markets?". *National Bureau of Economic Research*. Working Paper No. 10576.
- Fama, E. F. (1970). "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work". *Journal of Finance*, 25(2), 383–417.
- Fama, E. F., dan French, K. R. (1998). "Value Versus Growth: The International Evidence". *Journal of Finance*, 53, 1975–1999.
- Gebhardt, W. R., Hvidkjaer, S., dan Swaminathan, B. (2005). "Stock and Bond Market Interaction: Does Momentum Spill Over?". *Journal of Financial Economics*, 75(3), 651–690.
- Hamid, K., Suleman, M. T., Shah, S. Z. A., dan Akash, R. S. I. (2010). "Testing The Weak Form of Efficient Market Hypothesis: Empirical Evidence From Asia-Pacific Markets". *International Research Journal of Finance and Economics*, 58, 121–158.
- Hasanov, M., dan Omay, T. (2007). "Are The Transition Stock Markets Efficient? Evidence from Non-Linear Unit Root Tests". *Central Bank Review*, 2, 1–12.
- Haugen, R. A. (2001). *Modern Portfolio Theory 5th Edition*. Prentice Hall. New Jersey.
- Jing, J., Shancun, L., dan Weining, N. (2014). "Security Issuance and Stock Price Effects with Heterogeneous Beliefs". *Asian Economic and Financial Review*, 4(10), 1332–1346.
- Kang, J. K., Kim, Y. C., Park, K. J., dan Stulz, R. M. (1995). "An Analysis of The Wealth Effects of Japanese Offshore Dollar-Denominated Convertible and Warrant Bond Issues". *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 30(2), 257–270.
- Kim, C. S., dan Abdullah, N. A. H. (2012). "The Effect Corporate Bond Issuance to The Equity Market and Its Determinants". *13th Malaysian Finance Association Conference*. Kedah.
- Lee, C. C., Lee, J., dan Lee, C. (2010). "Stock Prices and The Efficient Market Hypothesis: Evidence From a Panel Stationary Test with Structural Breaks". *Japan and the World Economy*, 22(1), 49–58.
- Lewis, C. M., Rogalski, R. J., dan Seward, J. K. (1999). "Is Convertible Debt A Substitute for Straight Debt or for Common Equity?". *Financial Management*, 28(3), 5–27.
- Li, H., Liu, H., dan Siganos, A. (2016). "A Comparison of The Stock Market Reactions of Convertible Bond Offerings Between Financial and Non-Financial Institutions: Do they Differ?". *International Review of Financial Analysis*, 45, 356–366.
- Liao, Q., Mehdian, S., dan Rezvanian, R. (2017). "An Examination of Investors' Reaction to The Announcement of CoCo Bonds Issuance: A Global Outlook". *Finance Research Letters*, 22, 58–65.
- Lin F.-L., Yang S.-Y., Marsh, T., dan Chen Y.-F. (2017). "Stock and Bond Return Relations and Stock Market Uncertainty: Evidence From Wavelet Analysis".

- International Review of Economics and Finance*, (2017), doi: 10.1016/j.iref.2017.07.013.
- Lind, D. A., Marchal, W. G., dan Wathen, S. A. (2008). *Statistical Techniques in Business & Economics*. McGraw-Hill. Boston.
- Luengnaruemitchai, P., dan Ong, Li. (2005). “An Anatomy of Corporate Bond Markets: Growing Pains and Knowledge Gains”. *IMF Working Paper*, 05(152): 1c26.
- MacKinlay, A. C. (1997). “Event Studies In Economics and Finance”. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39.
- Meggison, W. L. (1997). “Corporate Finance Theory”. Addison-Wesley. Massachusetts.
- Modigliani, F., dan Miller M. H. (1963). “Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction”. *The American Economic Review*, 53(3): 433-443.
- Myers, S. C. (1984). “The Capital Structure Puzzle”. *Journal of Finance*, 39, 575–592.
- Navarrete, A. F. (2001). “The Role of The Corporate Bond Market in Mexico as A Source of Financing”. *Conference on Financial Markets in Mexico*. Center for Research on Economic Development and Policy Reform. Stanford University. October 3–6, 2001, Stanford, CA.
- Primadani, R. (2013). “Reaksi Pasar Saham Terhadap Pengumuman Penerbitan Obligasi Syariah di Bursa Efek Indonesia”. *Jurnal Ilmu Manajemen*, 1(1).
- Ross, S. A. (1977). “The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach”. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23–40.
- Shaiik, M., dan Maheswaran, S. (2017). “Market Efficiency of ASEAN Stock Markets”. *Asian Economic and Financial Review*, 7(2), 109-122.
- Sharpe, W. F. (1964). “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”. *Journal of Finance*, 19(3), 425–42.
- Spence, A. M. (1974). “Competitive and Optimal Responses to Signals: Analysis of Efficiency and Distribution”. *Journal of Economic Theory*, 7, 296–332.
- _____. (1974). “Market Signalling: Information Transfer in Hiring and Related Processes”. *Harvard University Press*. Cambridge.
- Worthington, A., dan Higgs, H. (2004). “Random Walks and Market Efficiency in European Equity Markets”. *Global Journal of Finance and Economics*, 1(1), 59–78.