BAB 5
KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini secara umum berdasarkan atas argumen Jensen (1986) mengenai *free cash flow problem* pada saat penerbitan obligasi dan didukung oleh penelitian-penelitian sesudahnya. Peringkat obligasi yang didasarkan atas penelitian Syham-Sunder (1991) ditambahkan kedalam model regresi multivariabel. Dilakukan dua pengujian yaitu pengujian signifikansi *abnormal return* pada saat penerbitan obligasi dengan menggunakan uji beda rata-rata dan kemudian pengujian signifikansi beberapa variabel uji terhadap nilai rata-rata *abnormal return* dengan menggunakan metode regresi multivariabel.

Dari hasil pengujian tersebut diperoleh hasil tidak terdapat *abnormal return* yang signifikan di sepanjang *event window* penerbitan obligasi. Selain itu, pada model regresi multivariabel variabel bebas (peringkat obligasi, kas yang tersedia, dan *dividend payout*) tidak ada yang signifikan mempengaruhi AAR. Dari hasil pengujian tersebut dapat disimpulkan bahwa teori Jensen (1986) mengenai *free cash flow problem* tidak dapat menjelaskan reaksi harga saham pada saat penerbitan obligasi. Selain itu, tidak signifikannya peringkat obligasi terhadap reaksi harga saham memberi kesimpulan bahwa risiko obligasi sepertinya bukan hal yang menjadi pertimbangan investor dalam bereaksi terhadap penerbitan obligasi.

Tetapi mungkin saja hasil tersebut disebabkan karena investor sudah bereaksi pada waktu lain di sepanjang prosedur penerbitan obligasi seperti pada saat perusahaan mendaftarkan obligasi ke BAPEPAM dan LK, masa *book building*, atau pada masa penawaran umum. Pertimbangan lain ialah reaksi harga mungkin terjadi secara lambat karena pasar belum efisien dalam bentuk *semi strong*.

Reaksi harga ..., Donny Armando Purba, FE UI, 2009

5.2. Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dalam penelitian ini ialah:

- Jumlah sampel yang masih sedikit. Hal ini karena jumlah penerbitan obligasi di Indonesia yang relatif masih sangat sedikit.
- Periode penelitian yang lebih sempit dari penelitian pada jurnal referensi yaitu berkisar dari tujuh hingga sepuluh tahun. Sementara pada penelitian ini menggunakan periode selama enam tahun (2003-2008). Hal ini karena menggunakan data harga saham harian perusahaan terbuka di Indonesia yang tersedia di situs *Yahoo Finance*.
- Menggunakan hanya dua hari *event window* yaitu t-1 dan t, sehingga terdapat kemungkinan tidak menangkap reaksi pasar yang terjadi beberapa hari sebelum atau sesudah periode ini. Selain itu, *event* yang digunakan ialah saat obligasi dinyatakan efektif sehingga terdapat kemungkinan reaksi pasar tidak dapat ditangkap karena terjadi pada *event* lain di sepanjang prosedur penerbitan obligasi (hasil pengujian terhadap hari setelah penerbitan terdapat pada lampiran).
- Pada beberapa model regresi *time series* dalam menentukan *expected return* saham, *return* pasar hanya dapat menjelaskan sedikit dari perilaku *return* saham individu. Hal ini berdampak pada perhitungan *abnormal return* saham yang kurang akurat. Perlu ditambahkan variabel lain yang juga mempengaruhi atau mungkin juga menggunakan model ARIMA untuk dapat menentukan *expected return* saham dengan lebih akurat.

5.3. Saran

5.3.1. Bagi Penelitian Selanjutnya

Penelitian ini masih memerlukan banyak sekali penyempurnaan baik dari segi model maupun sampel. Hal ini dapat dimaklumi terkait dengan perkembangan pasar modal Indonesia yang belum pesat seperti pasar modal dinegara penelitian ini pertama kali dilakukan, sehingga dibutuhkan banyak penyesuaian agar dapat diaplikasikan dengan baik. Hal yang paling memerlukan

Reaksi harga ..., Donny Armando Purba, FE UI, 2009

perhatian saat ini ialah terkait jumlah sampel yang sangat terbatas setelah melihat bahwa dengan jumlah sampel yang lebih besar Perfect (1998) dapat menemukan hasil yang signifikan dan berbeda dengan beberapa penelitian sebelumnya yang mendukung pendapat Jensen (1986). Dengan demikian sangat disarankan bagi penelitian selanjutnya untuk menggunakan jumlah sampel yang lebih besar. Penelitian ini juga perlu diperluas dengan mencari model dan variabel lain yang dapat menjelaskan dengan lebih baik reaksi pasar pada saat penerbitan obligasi.

5.3.2. Bagi Manajemen Perusahaan

Hasil penelitian menemukan bahwa variabel kas, *dividend payout*, dan peringkat obligasi yang tidak signfikan mempengaruhi reaksi pasar pada saat obligasi diterbitkan Namun kesimpulan tersebut masih belum cukup kuat dikarenakan keterbatasan penelitian ini sehingga tidak dapat dikatakan bahwa faktor-faktor tersebut tidak perlu dipertimbangkan pihak manajemen dalam keputusan pendanaannya.

Berdasarkan pengamatan yang dilakukan terhadap tiga sampel, ditemukan sisa dana yang cukup besar sebagai akibat dari perbedaan besarnya dana yang direncanakan terhadap besarnya dana yang benar-benar digunakan. Hal ini dapat berpotensi meningkatkan risiko *cash flow problem* yaitu misalnya dengan utilisasi dana yang tidak optimal atau bahkan terjadinya *moral hazard* pada pihak manajemen yang menguasai dana tersebut. Disamping itu, mengetahui terdapat kelebihan dana berpotensi membawa kekuatiran bagi investor yang langsung berespon negatif pada pasar. Oleh karena itu disarankan agar pihak manajemen mengupayakan perencanaan yang lebih baik dalam penerbitan obligasi dan alokasi penggunaan dana hasil penerbitannya agar dapat mengurangi atau bahkan meniadakan sisa dana hasil penerbitan obligasi. Hal ini dapat meningkatkan efisiensi dengan tidak menyisakan dana yang tidak perlu disamping juga meningkatkan efektifitas dengan menggunakan dana secara tepat guna (tidak hanya menginvestasikan dana pada surat-surat berharga jangka pendek dalam jumlah besar) yang pada akhirnya dapat mengurangi risiko *cash flow problem*.

5.3.3. Bagi Investor dan *Fund Manager*

Reaksi harga ..., Donny Armando Purba, FE UI, 2009

Penerbitan obligasi tidak menghasilkan reaksi pasar yang signifikan. Namun kembali lagi kesimpulan yang diperoleh masih belum cukup kuat dikarenakan keterbatasan penelitian ini sehingga tidak dapat dikatakan bahwa faktor-faktor tersebut tidak perlu dipertimbangkan dalam pengambilan keputusan oleh investor maupun *fund manager*.

Reaksi harga ..., Donny Armando Purba, FE UI, 2009