

PENGARUH PENGUMUMAN PERUBAHAN PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN TERHADAP REAKSI PASAR SAHAM

Eliab Izmar Beta Pasanda

El.betaz88@gmail.com

Titik Mildawati

Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Indonesia (STIESIA) Surabaya

ABSTRACT

This research studies about the influence of the announcement of the changes of the bond level to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange. The purposes of this research are to find out: 1) whether there is any influence the announcement of the changes of the bond level to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange, 2) whether there is any influence of the announcement of the changes of the decline of the bond level to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange, 3) whether there is any significant influence around the date of the announcement of the changes of the bond level which is shown by the average cumulative abnormal earnings to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange. The results of the research show that: 1) the announcement of the decline of the bond level does not have any significant influence to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange, 2) the announcement of the decline of the bond level does not have any influence to the reaction of stock market in Indonesia Stock Exchange and 3) the significant reaction of stock market on the date of the announcement of the bond level does not occur.

Keywords: Bond Level, Reaction of Stock Market.

ABSTRAK

Penelitian ini membahas tentang pengaruh pengumuman perubahan peringkat obligasi terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia. Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui: 1) apakah terdapat pengaruh dari pengumuman perubahan kenaikan peringkat obligasi terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia, 2) apakah terdapat pengaruh dari pengumuman perubahan penurunan peringkat obligasi terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia, dan 3) apakah terdapat pengaruh yang signifikan disekitar tanggal pengumuman perubahan peringkat obligasi yang ditunjukkan oleh pendapatan abnormal rata-rata dan pendapatan abnormal rata-rata kumulatif terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia. Hasil pengujian ini menunjukkan bahwa: 1) pengumuman kenaikan peringkat obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia, 2) pengumuman penurunan peringkat obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia dan 3) tidak terjadi reaksi pasar saham yang signifikan di sekitar tanggal pengumuman peringkat obligasi.

Kata kunci: Peringkat Obligasi, Reaksi Pasar Saham.

PENDAHULUAN

Pasar modal (*Capital Market*) merupakan pasar untuk berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik surat utang (obligasi), ekuiti (saham), reksadana, instrumen derivatif maupun instrumen lainnya. Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi dengan memfasilitasi berbagai sarana dan prasarana kegiatan jual beli dan berbagai kegiatan terkait lainnya. Instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari satu tahun) seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksadana, dan berbagai instrumen derivatif seperti option, futures, dan lain-lain.

Pasar modal adalah sebagai suatu sistem dimana para penjual dan pembeli dapat melakukan negosiasi terhadap pertukaran suatu komoditas atau kelompok komoditas, dan komoditas yang dipertukarkan adalah modal (Ang 1997:3.3). Sedangkan menurut Husnan (2001:3) secara formal pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrument keuangan (sekuritas) jangka panjang yang biasa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Pasar modal yang efisien didefinisikan sebagai pasar modal yang harga sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan (Husnan, 1994). Berdasarkan tipe informasi yang relevan, terdapat 3 bentuk pasar yang efisien (Jogiyanto, 1998), yaitu bentuk lemah, bentuk setengah kuat, dan bentuk kuat. Pasar modal bentuk lemah merupakan suatu bentuk pasar modal yang harganya mencerminkan semua informasi yang ada pada catatan harga pada waktu lalu, sedangkan pasar modal bentuk setengah kuat merupakan suatu bentuk pasar modal dimana harga sekuritas tidak hanya mencerminkan harga-harga pada waktu lalu tetapi semua informasi yang dipublikasikan. Pasar modal bentuk kuat merupakan bentuk pasar modal yang harganya tidak hanya mencerminkan informasi yang dipublikasikan tetapi juga informasi yang diperoleh dari analisis fundamental tentang perusahaan dan perekonomian atau informasi yang tidak dipublikasikan. Oleh karena itu, aspek penting dalam menilai efisiensi pasar adalah seberapa cepat suatu informasi baru diserap oleh pasar yang tercermin dalam penyesuaian menuju harga keseimbangan baru. Pada pasar yang efisien harga sekuritasnya akan cepat terevaluasi dengan adanya informasi penting yang berkaitan dengan sekuritas tersebut sehingga investor tidak akan dapat memanfaatkan informasi untuk mendapatkan *abnormal return* di pasar.

Ada beberapa indikator atau sumber informasi tentang kemungkinan adanya kesulitan keuangan, yaitu analisa arus kas, analisa strategi perusahaan, analisa laporan keuangan dari suatu perusahaan dan perbandingan dengan perusahaan lain, variabel-variabel eksternal seperti *return* sekuritas, *right issue* dan peringkat hutang atau *bond rating* (Foster, 1986).

Ada beberapa versi yang mengartikan *bond rating*, *Australian Rating* (1984) menyatakan bahwa pemeringkatan utang perusahaan memberikan sistem gradasi yang sederhana kepada peminjam tentang kemampuan membayar bunga dan hutangnya tepat waktu. PT PEFINDO (1997), menyatakan bahwa pada umumnya pemeringkatan hutang merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat waktu, sesuai dengan perjanjian yang telah di sepakati.

Informasi yang terkandung dalam *bond rating* perusahaan masih banyak diperdebatkan dan belum ada jawaban yang menyakinkan mengenainya. Apakah terdapat efek dari pengumuman perubahan *bond rating*? Jika ada, bagaimana pasar bereaksi terhadap

dua pengumuman yang sangat berbeda, yaitu ketika *bond rating* mengalami kenaikan (*upgrade*) ataupun mengalami penurunan (*downgrade*). Pengujian tentang hal ini telah banyak dilakukan dengan berbagai metode dan hasil yang berbeda-beda juga. Penelitian terdahulu menemukan bahwa pengumuman perubahan *bond rating* tidak memberikan efek yang signifikan terhadap pasar (Pines dan Singleton, 1978; Weinstein, 1977; Wakeman 1978).

Sementara hasil yang berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya antara lain: Steiner, Manfred, Heinke dan Volker (2001) menemukan pasar merespon positif terhadap pengumuman kenaikan *rating (upgrade)* dan merespon negatif terhadap penurunan *rating (downgrade)*, Gailen Hite dan Arthur Warga (1997) menemukan pasar bereaksi positif pada kenaikan *rating (upgrade)* dan bereaksi negatif saat penurunan *rating (downgrade)*, namun pasar akan bereaksi lebih signifikan positif bila saat kenaikan yang dituju adalah *investment grade* dan bereaksi signifikan negatif saat penurunan menuju *non-investment grade*. Fayez, Wei Huei dan Thomas (2003) yang melakukan studi di pasar New Zeland juga menemukan pasar merespon positif terhadap pengumuman kenaikan *rating (upgrade)* dan merespon negatif terhadap penurunan *rating (downgrade)*. Menurut Dichev dan Piotroski (1998) ada beberapa alasan untuk mempercayai perubahan *bond rating* yang berdampak pada *return* saham jangka panjang, yaitu : (1) perubahan *bond rating* sudah sering terjadi dan informasi kejadian disebar dengan baik. (2) perubahan *bond rating* menjelaskan kinerja perusahaan.

TINJAUAN TEORETIS DAN HIPOTESIS

Teori Sinyal (*Signaling Theory*)

Teori sinyal menjelaskan tentang alasan perusahaan yang mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi disebabkan karena adanya asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi ekstrim yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan harga saham (Sartono, 1996 Dalam Raharja dan Sari, 2008). Perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai kondisi internalnya sendiri dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor dan kreditor). Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan, menyebabkan mereka melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaannya dengan mengurangi informasi asimetri dengan cara memberikan sinyal pada pihak luar (Linandarini, 2010).

Teori sinyal menjelaskan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan, dalam hal ini adalah pihak luar (investor dan kreditor). Sinyal dapat berupa promosi atau informasi yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut memiliki kinerja yang lebih baik daripada perusahaan lain. Di pasar modal, perusahaan yang memiliki performa baik akan mendapatkan insentif kuat untuk melaporkan hasilnya ke pasar modal karena adanya kompetisi yang menjadi desakan bagi perusahaan lain untuk melaporkan hasil mereka dan menghindarkan diri dari kesan buruk para investor bahwa yang tidak berani melaporkan hasil mereka diasumsikan sebagai perusahaan yang kinerjanya buruk sehingga perusahaan harus melaporkan hasilnya secara sukarela agar kredibilitasnya di mata investor teraga. Salah satu informasi yang dapat dijadikan suatu sinyal adalah pengumuman perubahan peringkat obligasi yang dipublikasikan yang diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan *return* saham yang dimiliki.

Konsep Efisiensi Pasar Modal

Konsep pasar modal yang efisien merupakan suatu topik yang menarik untuk diperdebatkan di bidang keuangan. Pada bidang keuangan, pasar yang efisien lebih ditekankan pada aspek informasi, artinya harga sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia. Dalam hal ini, informasi yang tersedia bisa meliputi semua informasi baik informasi masa lalu (misalnya laba atau rugi perusahaan tahun lalu), maupun informasi saat ini (misalnya rencana kenaikan pinjamam tahun ini), serta informasi yang bersifat sebagai pendapat atau opini rasional yang beredar di pasar yang mempengaruhi perubahan harga (misalnya jika banyak investor yang berpendapat bahwa harga saham akan naik, maka informasi tersebut nantinya akan menyebabkan harga saham yang cenderung naik).

Efisien berarti harga saham akan berubah cepat dan akurat menuju harga keseimbangan baru yang merefleksikan informasi tersebut. Jika harga selalu mencerminkan informasi yang tersedia, maka harga akan berubah saat informasi masuk ke pasar. Konsep efisien ini menyiratkan adanya suatu proses penyesuaian harga sekuritas menuju harga keseimbangan baru sebagai respons atas informasi yang masuk ke pasar. Meskipun proses penyesuaian harga tidak harus berjalan dengan sempurna, tetapi yang dipentingkan adalah harga yang terbentuk tidak bias. Dengan demikian, hal terpenting dari mekanisme pasar efisien adalah harga yang terbentuk tidak bias dengan harga keseimbangan.

Implikasi Efisiensi Pasar Modal

Dalam dunia praktisi, masih terdapat investor yang belum menerima konsep pasar yang efisien. Sebagian investor percaya bahwa pasar inefisien sehingga mereka bisa memanfaatkan inefisiensi pasar ini untuk mendapatkan *abnormal return*. Meskipun demikian, di sisi lain, banyak kalangan akademisi yang percaya bahwa pasar efisien itu ada, namun pada tingkatan tertentu.

Investor yang percaya bahwa pasar dalam bentuk inefisien akan menetapkan strategi perdagangan aktif. Investor tersebut secara aktif melakukan perdagangan di pasar agar bisa mendapatkan *return* yang lebih besar dibandingkan dengan *return* pasar. Mereka akan melakukan analisis-*analisis* baik analisis teknikal maupun analisis fundamental. Investor yang percaya mengenai adanya pola tertentu dalam pergerakan harga yang dapat digunakan untuk memperoleh *abnormal return* akan melakukan analisis teknikal untuk menentukan nilai harga saham suatu sekuritas. Mereka akan berusaha mencari saham yang tidak mencerminkan nilai intrinsik yang sebenarnya dan kemudian akan melakukan penjualan dan pembelian saham tersebut untuk memperoleh *abnormal return* yang melebihi *return* pasar. Sedangkan, bagi investor yang percaya dengan pasar efisien, akan cenderung menerapkan strategi perdagangan pasif dengan membentuk portofolio yang mereplikasi indeks pasar. Investor seperti ini percaya bahwa tidak akan ada satu investor pun yang dapat memperoleh *return* yang melebihi *return* pasar.

Implikasi hipotesis pasar efisien terhadap investor yang berinvestasi di pasar modal juga dilihat dari implikasinya terhadap investor yang menerapkan analisis teknikal maupun analisis fundamental dalam penilaian dan pemilihan saham. Bagi investor yang percaya bahwa pergerakan harga saham di masa datang bisa diprediksi dari data pergerakan harga saham di masa lalu, mereka akan lebih cenderung menggunakan analisis teknikal. Analisis teknikal merupakan analisis saham yang mempelajari statistik yang dihasilkan oleh aktifitas pasar dimasa lampau guna memprediksikan pergerakan harga dimasa mendatang (Edianto Ong, 2011:01). Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien dalam bentuk lemah

adalah benar, maka tindakan investor yang melakukan analisis tehnikal sudah tidak akan memberi nilai tambah lagi bagi investor karena harga pasar saham yang terjadi sudah mencerminkan semua informasi pergerakan harga dan volume saham historis.

Sedangkan, implikasi hipotesis pasar efisien terhadap investor yang lain adalah investor yang melakukan analisis fundamental. Analisis fundamental merupakan analisis saham yang mempelajari brosur atau data-data industri perusahaan, penjualan, kekayaan, pendapatan produk dan penyerapan pasar, evaluasi manajemen perusahaan, membandingkan dengan pesaingnya dan memperkirakan nilai intrinsik dari saham perusahaan tersebut untuk menentukan keputusan membeli dan menjual saham (Kamaruddin, 2004:81). Dalam situasi seperti ini, jika hipotesis pasar efisien bentuk setengah kuat adalah benar, maka semua informasi fundamental yang dipublikasikan perusahaan sudah tercermin dalam harga pasar sehingga tindakan investor yang melakukan analisis fundamental untuk memperoleh *abnormal return* juga sudah tidak bermanfaat lagi.

Obligasi

Ada Instrumen atau surat berharga yang diperdagangkan di pasar modal umumnya dibedakan menjadi dua, yaitu surat berharga berupa kepemilikan dan surat berharga berupa hutang. Obligasi merupakan surat berharga atau sertifikat yang berisi pengakuan hutang atas pinjaman yang diterima oleh penerbit obligasi dari pemberi pinjaman.

Bond Rating

Dalam dunia investasi selalu terdapat kemungkinan harapan investor tidak sesuai dengan kenyataan atau selalu terdapat resiko. Resiko dalam berinvestasi di obligasi adalah resiko perusahaan penerbit obligasi tidak mampu memenuhi janji yang telah ditentukan, yaitu resiko perusahaan tidak mampu membayar kupon maupun tidak mampu mengembalikan pokok obligasi.

Agar investor memiliki gambaran tingkat resiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar, maka didalam surat hutang atau obligasi dikenal suatu tingkat yang menggambarkan kemampuan bayar perusahaan penerbit obligasi. Tingkat kemampuan membayar kewajiban tersebut dikenal dengan istilah Peringkat Obligasi. Peringkat obligasi dikeluarkan oleh lembaga independen yang secara khusus bertugas memberikan peringkat atas semua obligasi yang diterbitkan perusahaan. Semua obligasi yang diterbitkan wajib diberikan peringkat sedemikian rupa, agar dengan adanya peringkat tersebut investor dapat mengukur atau memperkirakan seberapa besar resiko yang akan dihadapi dengan membeli obligasi tertentu.

Lembaga independen yang memberikan evaluasi dan penilaian atas kinerja emiten tersebut dikenal sebagai Lembaga Pemeringkat (*Rating Company*). Lembaga pemeringkat internasional yang sudah terkenal diantaranya S & P (*Standard & Poor's*) dan Moody's. Sampai saat ini di Indonesia melalui Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) telah mengeluarkan izin usaha kepada kedua lembaga pemeringkat Indonesia yaitu : PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO) dan PT Kasnic Kredit Rating Indonesia (KCRI).

Menurut PT PEFINDO (1997), menyatakan bahwa *bond rating* merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat waktu sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati. Secara garis besar, *bond rating* dapat diartikan sebagai informasi yang merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat pada waktu sesuai dengan perjanjian sebelumnya dan informasi ini menunjukkan kualitas kinerja operasional perusahaan/emiten yang menerbitkan obligasi itu sendiri sehingga memberikan referensi

bagi investor sebelum memutuskan untuk melakukan investasi atau tidak pada emiten tersebut.

Event Study

Nilai Pengertian *event study* menurut beberapa penulis diantaranya: menurut Bodie (2002: 351): "An event study describes a technique of empirical financial research that enable an observer to assess the impact of a particular event on firm's stock price". Dari definisi tersebut dapat diartikan bahwa *event study* adalah suatu tehnik penelitian empiris dibidang keuangan yang berusaha memberikan kesimpulan dari pengaruh suatu peristiwa terhadap reaksi harga saham perusahaan. *Event study* merupakan suatu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. *Event study* dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan untuk menguji efisiensi pasar. Jika pengumuman mengandung informasi, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar yang ditunjukkan dengan adanya perubahan harga dari sekuritas yang bersangkutan. Reaksi ini dapat diukur dengan menggunakan *return* sebagai nilai perubahan harga atau dengan menggunakan *abnormal return* yang dapat dikatakan bahwa suatu pengumuman yang mempunyai kandungan informasi akan memberikan *abnormal return* kepada pasar.

Pengembangan Hipotesis

Berdasarkan permasalahan, tujuan penelitian, dan landasan teori, diajukan hipotesis berikut:

- H1: Terdapat pengaruh dari pengumuman perubahan peningkatan (*upgrade*) *bond rating* terhadap reaksi pasar saham.
- H2: Terdapat pengaruh dari pengumuman perubahan penurunan (*downgrade*) *bond rating* terhadap reaksi pasar saham.
- H3: Terdapat pengaruh yang signifikan disekitar tanggal pengumuman perubahan *bond rating* yang ditunjukkan oleh *average abnormal return* dan *cummulative avarage abnormal return* terhadap reaksi pasar saham.

METODE PENELITIAN

Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah emiten yang mengalami perubahan *bond rating* dan sesuai dengan pengumuman yang dilakukan oleh PT PEFINDO. Kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah sebagai berikut: (1) Merupakan perusahaan yang tercatat dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang menerbitkan obligasi dan mengalami perubahan *bond rating* antara tahun 2010-2015 yang telah diumumkan oleh PT PEFINDO, (2) Pegumuman *bond rating* harus dilaporkan di buletin bulanan PT PEFINDO, (3) Sampel yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah lengkap yaitu tersedianya pengumuman harga saham pada tanggal yang dibutuhkan.

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

Pengumuman Perubahan *Bond Rating* (X)

Pengumuman perubahan *bond rating* adalah kenaikan (*upgrade*) dan penurunan (*downgrade*) *bond rating* yang terjadi dilihat dari status *bond rating* yang diberikan pada periode sebelumnya. Suatu peringkat obligasi dikatakan naik apabila peringkat obligasi pada periode saat ini lebih tinggi dari peringkat obligasi pada periode sebelumnya. Suatu

peringkat obligasi dikatakan turun apabila peringkat obligasi pada periode saat ini lebih rendah dari peringkat obligasi pada periode sebelumnya.

Reaksi Pasar (Y)

Reaksi pasar mencerminkan tindakan yang dilakukan oleh investor setelah menerima informasi perubahan peringkat obligasi. Pada penelitian ini, peneliti menggunakan *Avarage Abnormal Return* (AAR) dan *Cumulatif Avarage Abnormal Return* (CAAR) selama 60 (enam puluh) hari periode estimasi dan menggunakan harga saham perusahaan yang mengalami kenaikan (*upgrade*) dan penurunan (*downgrade*) peringkat obligasi mulai dari 2 (dua) hari sebelum pengumuman *bond rating* dan 2 (dua) hari setelah pengumuman *bond rating*.

Pengujian Hipotesis

Menghitung besarnya parameter *alpha* dan *beta* dapat dilakukan dengan terlebih dahulu mencari *alpha* dan *beta expected return* dengan bantuan excel menggunakan *intercept* dan *slop* pada *return* saham dan *return* pasar perusahaan pada periode estimasi. Return saham diperoleh dari selisih harga saham periode berjalan dengan harga saham periode sbelumnya dengan mengabaikan deviden. Untuk mencari return pasar diperoleh dari selisih harga pasar periode berjalan dengan harga pasar periode sebelumnya dengan mengabaikan deviden. Menggunakan uji parametik *one-sample t test* terhadap CAR dan CAAR yang dilakukan pada emiten yang mengalami kenaikan (*upgrade*) *bond rating*. Menggunakan uji nonparametik *runs test* terhadap CAR dan CAAR yang dilakukan pada emiten yang mengalami penurunan (*downgrade*) *bond rating* dan pada emiten disekitar tanggal pengumuman perubahan *bond rating*.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Peningkatan (*Upgrade*) *Bond Rating*

Tabel berikut ini akan menunjukkan nilai *Average Abnormal Return* dan *Cummulative Average Abnormal Return* saham pada perubahan peningkatan (*upgrade*) berdasarkan hari selama periode uji:

Tabel 1
 Hasil AAR dan CAAR *Upgrade*

Hari	Upgrade (39 Obsevasi)		
	AAR	CAAR	t Hitung
-2	0.001406369745	0.001406369745	0.334711187
-1	0.001055236	0.002461606	0.390868443
0	-0.001543031	0.000918575	-0.509700724
1	-0.001115982	-0.000197407	-0.288246431
2	-0.001261135	-0.001458542	-0.401562442

Sumber: Hasil Data Olahan

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa AAR dan CAAR di 2 (dua) hari sebelum periode uji ke 2 (dua) hari sesudah periode uji nilainya cenderung turun selama periode pengamatan untuk pengujian *upgrade*. Analisa *Average Abnormal Return* (AAR) menunjukkan respon pasar individu dan analisa *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) untuk melihat pengaruh kumulatif atas *event* perubahan peningkatan (*upgrade*).

Untuk menentukan apakah terjadi reaksi pasar pada perubahan peningkatan (*upgrade*) pada saat hari pengumuman akan dilakukan pengujian *one sample t-test* pada periode t untuk masing-masing kategori perubahan.

Tabel 2
Hasil Uji One Sample Test AAR dan CAAR

Item	Upgrade	
	AAR	CAAR
Jumlah Emiten	39	39
Nilai t Hitung	-0.5097	0.1272
Nilai Mean	-0.0015	0.0009
Nilai Sig.	0.6132	0.8994
Keputusan	H0 Diterima	H0 Diterima

Sumber: Hasil Data Olahan

Hasil *one sample t test* data AAR pada kategori *upgrade* diperoleh nilai mean sebesar -0,0015 dengan nilai signifikansi uji t sebesar $0,6132 > 0,05$. Berdasarkan hasil ini maka disimpulkan bahwa tidak terjadi reaksi pasar pada perusahaan-perusahaan yang mengalami perubahan *upgrade bond rating*. Pengumuman kenaikan peringkat obligasi berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia.

Hasil *one sample t test* data CAAR pada kategori *upgrade* diperoleh nilai mean sebesar 0,0009 dengan nilai signifikansi uji t sebesar $0,8994 > 0,05$. Berdasarkan hasil ini maka disimpulkan bahwa juga tidak terjadi reaksi pasar pada perusahaan-perusahaan yang mengalami perubahan *upgrade bond rating*. Pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman kenaikan peringkat obligasi dikarenakan pelaku pasar tidak melihat kenaikan peringkat obligasi sebagai informasi yang penting.

Penurunan (*Downgrade*) Bond Rating

Tabel berikut ini akan menunjukkan nilai *Average Abnormal Return* dan *Cummulative Average Abnormal Return* saham pada perubahan penurunan (*downgrade*) berdasarkan hari selama periode uji:

Tabel 3
Hasil AAR dan CAAR *Downgrade*

Hari	Downgrade (24 Obsevasi)		
	AAR	CAAR	t Hitung
-2	-0.944150691952	-0.944150691952	-0.983759276
-1	-0.438297222	-1.382447914	-1.004568342
0	-0.074696302	-1.457144215	-1.052870679
1	-0.442064631	-1.899208846	-1.000219721
2	-1.136619931	-3.035828777	-0.99742558

Sumber: Hasil Data Olahan

Dari tabel diatas menunjukkan bahwa AAR dan CAAR di 2 (dua) hari sebelum periode uji ke 2 (dua) hari sesudah periode uji nilainya fluktuatif dan cenderung turun selama periode pengamatan untuk pengujian *downgrade*. Analisa *Average Abnormal Return* (AAR) menunjukkan respon pasar individu dan analisa *Cummulative Average Abnormal Return* (CAAR) untuk melihat pengaruh kumulatif atas *event* perubahan penurunan (*downgrade*).

Untuk menentukan apakah terjadi reaksi pasar pada perubahan penurunan (*downgrade*) pada saat hari pengumuman akan dilakukan pengujian *one sample t-test* pada periode t untuk masing-masing kategori perubahan.

Tabel 4
Hasil Uji Runs Test AAR dan CAAR

Item	Downgrade	
	AAR	CAAR
Jumlah Emiten	24	24
Nilai Median	-0.00502	0.0049
Nilai Z	0.626	0.626
Nilai Sig.	0.531	0.531
Keputusan	H0 Diterima	H0 Diterima

Sumber: Hasil Data Olahan

Dari table diatas, hasil *uji runs test* data AAR pada kategori *downgrade* diperoleh nilai median sebesar -0,00502 dengan nilai signifikansi uji sebesar $0,531 > 0,05$, dimana berdasarkan hasil ini disimpulkan tidak terjadi reaksi pasar pada perusahaan-perusahaan yang mengalami perubahan *downgrade bond rating*. Pengumuman penurunan peringkat obligasi berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap reaksi pasar saham di Bursa Efek Indonesia.

Hasil *one sample t test* data CAAR pada kategori *downgrade* diperoleh nilai median sebesar 0,0049 dengan nilai signifikansi uji sebesar $0,531 > 0,05$, dimana berdasarkan hasil ini juga disimpulkan tidak terjadi reaksi pasar pada perusahaan-perusahaan yang mengalami perubahan *downgrade bond rating*. Pengumuman penurunan peringkat obligasi tidak mengandung informasi bagi pelaku pasar dalam mengambil keputusan di pasar. Pengumuman penurunan peringkat obligasi berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap reaksi pasar di Bursa Efek Indonesia dapat disebabkan karena pelaku pasar tidak menganggap pengumuman penurunan peringkat obligasi sebagai informasi utama mengambil tindakan di pasar.

Average Abnormal Return (AAR) Di Sekitar Tanggal Pengumuman Perubahan *Bond Rating*

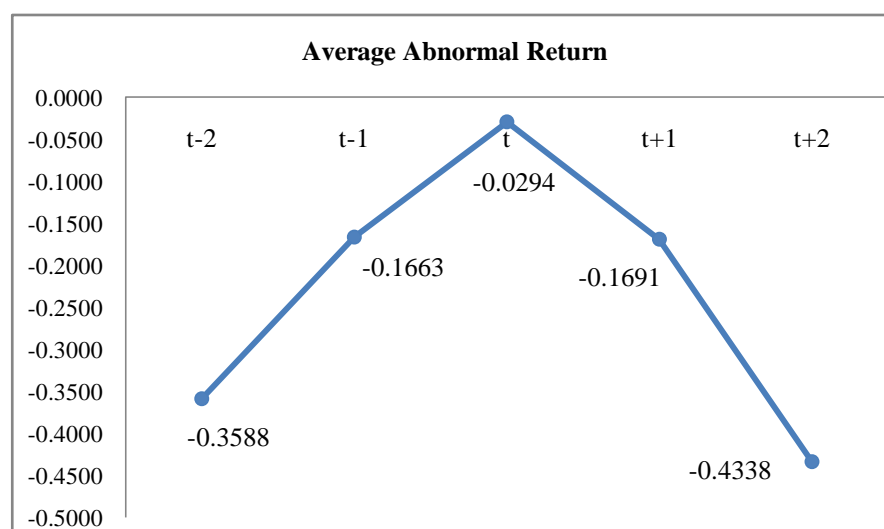
Average Abnormal Return didapatkan dari selisih nilai *actual return* saham dengan nilai *expected return* saham. Tabel berikut ini akan menunjukkan nilai *Average Abnormal Return* saham berdasarkan hari selama periode uji:

Tabel 5
Hasil AAR di Sekitar Periode Uji

Hari	AAR
-2	-0.358805844
-1	-0.166317129
1	-0.169096419
2	-0.433778771

Sumber: Hasil Data Olahan

Grafik berikut dapat dilihat untuk memberi gambaran yang jelas dari pergerakan AAR disekitar periode uji:



Sumber: Hasil Data Olahan

Gambar 1
Grafik AAR di Sekitar Periode Uji

Dari gambar dapat dilihat bahwa nilai *Average Abnormal Return* selama 60 (enam puluh) hari periode uji sangat berfluktuasi. Dimana nilai dari *Average Abnormal Return* ke 63 (enam puluh tiga) perusahaan yang di uji condong mengalami kenaikan dan penurunan di hari berikutnya.

Untuk menguji apakah terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *average abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman perubahan *bond rating* perusahaan dilakukan pengujian dengan *runs test*.

Tabel 6
Hasil Uji Runs Test AAR

Hari	Average Abnormal Return			
	Test Value	Nilai Z	Nilai Sig.	Keputusan
-2	0.00077	-0.125	0.9	H0 Diterima
-1	0.0003	-0.887	0.375	H0 Diterima
1	-0.0013	0.637	0.524	H0 Diterima
2	-0.00249	0.383	0.702	H0 Diterima

Sumber: Hasil Data Olahan

Hasil pengujian reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *bond rating* pada 2 (dua) hari sebelum dan 2 (dua) hari sesudah menggunakan data AAR disimpulkan tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan yang ditandai dengan nilai signifikansi uji *run test* yang masing-masing sebesar 0,900 ; 0,375 ; 0,524 dan 0,702 semuanya masih lebih besar dari tingkat kemaknaan 5% (0,05).

Cummulative Average Abnormal Return (CAAR) Di Sekitar Tanggal Pengumuman Perubahan *Bond Rating*

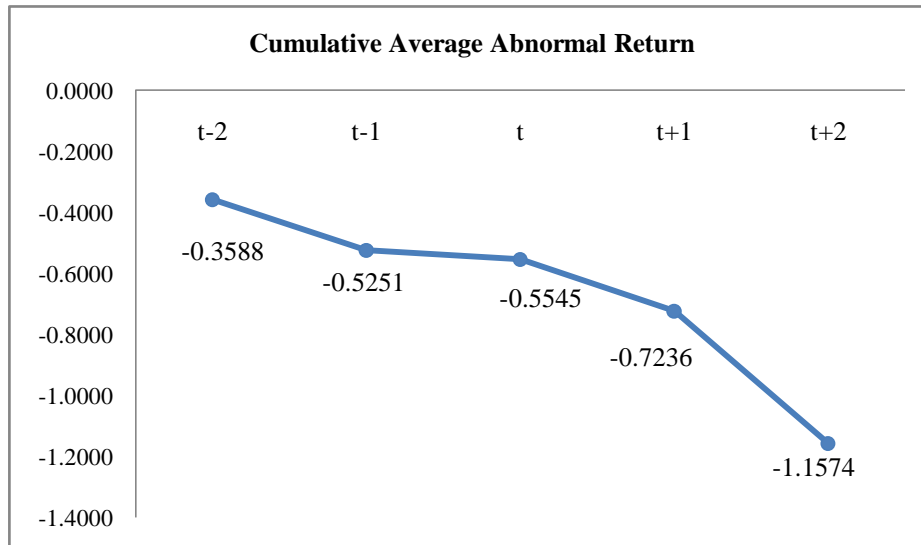
Cummulative Average Abnormal Return diperoleh dari hasil penjumlahan nilai *abnormal return* selama periode uji atau jumlah dari nilai *Cummulative Average Abnormal Return* saham dibagi dengan jumlah sampel penelitian. Nilai dari *Cummulative Average Abnormal Return* saham selama periode uji dapat dilihat dalam tabel berikut ini

Tabel 7
Hasil CAAR di Sekitar Periode Uji

Hari	CAAR
-2	-0.35880584
-1	-0.52512297
1	-0.72363034
2	-1.15740911

Sumber: Hasil Data Olahan

Grafik berikut dapat dilihat untuk member gambaran yang jelas dari pergerakan CAAR disekitar periode uji:



Sumber: Hasil Data Olahan

Gambar 2
Grafik CAAR di Sekitar Periode Uji

Dari grafik dapat dilihat CAAR ke 63 (enam puluh tiga) perusahaan mengalami penurunan dari 2 (dua) hari sebelum periode uji (pengumuman perubahan *bond rating*) ke 2 (dua) hari sesudah periode uji (pengumuman perubahan *bond rating*).

Untuk menguji apakah terdapat reaksi pasar yang ditunjukkan oleh *cumulative average abnormal return* yang signifikan disekitar tanggal pengumuman perubahan *bond rating* perusahaan dilakukan pengujian dengan *runs test*.

Tabel 8
Hasil Uji Runs Test CAAR

Hari	Cumulative Average Abnormal Return			
	Test Value	Nilai Z	Nilai Sig.	Keputusan
-2	0.00077	-0.125	0.9	H0 Diterima
-1	0.00242	0.383	0.702	H0 Diterima
1	-0.00618	-0.633	0.527	H0 Diterima
2	-0.00411	0.383	0.702	H0 Diterima

Sumber: Hasil Data Olahan

Hasil pengujian reaksi pasar di sekitar tanggal pengumuman *bond rating* pada 2 (dua) hari sebelum dan 2 (dua) hari sesudah menggunakan data CAAR juga disimpulkan tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan yang ditandai dengan nilai signifikansi uji *run test* yang masing-masing sebesar 0,900 ; 0,702 ; 0,527 dan 0,702 semuanya juga masih lebih besar dari tingkat kemaknaan 5% (0,05).

SIMPULAN DAN KETERBATASAN

Simpulan

Simpulan hasil penelitian ini dapat dikemukakan sebagai berikut : (1) Dari hasil pengujian statistik terhadap reaksi pasar pada perubahan peningkatan (*upgrade*) *bond rating* pada saat pengumuman dimana *Avarage Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulatif Avarage Abnormal Return (CAAR)* selama pengamatan, tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap saham di Bursa Efek Indonesia, dimana nilai signifikansi uji lebih besar dari nilai kemaknaan (0.05); (2) Dari hasil pengujian statistik terhadap reaksi pasar pada perubahan penurunan (*downgrade*) *bond rating* pada saat pengumuman dimana *Avarage Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulatif Avarage Abnormal Return (CAAR)* selama pengamatan, tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan terhadap saham di Bursa Efek Indonesia, dimana nilai signifikansi uji lebih besar dari nilai kemaknaan (0.05); (3) Dari hasil pengujian statistik terhadap reaksi pasar *Avarage Abnormal Return (AAR)* dan *Cumulatif Avarage Abnormal Return (CAAR)* di sekitar tanggal pengumuman perubahan *bond rating* selama pengamatan, nilai signifikansi uji lebih besar dari nilai kemaknaan 5% (0.05) dan seluruh H0 diterima dan H1 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa secara kumulatif tidak terdapat reaksi pasar yang signifikan pada saham di Bursa Efek Indonesia; (4) Pengumuman perubahan *bond rating* perusahaan tidak member makna ataupun pengaruh terhadap investor dalam mengambil keputusan.

Saran

Keterbatasan Berdasarkan hasil dari penelitian, maka saran yang dapat diberikan sebagai berikut : (1) Para pemakai informasi khususnya investor disarankan menggunakan informasi yang lebih jelas yang disajikan dalam laporan keuangan yang di terbitkan perusahaan; (2) Penelitian selanjutnya diharapkan dapat memperluas sampel penelitian agar dalam penelitiannya lebih komperhensif.

DAFTAR PUSTAKA

- Ang. R. 1997. *Buku Pintar Pasar Modal Indonesia (The Intelligent Guide to Indonesia Capital Market)*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Sartono. A. 1996. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi Ketiga. Penerbit BPFE. Yogyakarta.
- Kamarudin. A. 2004. *Dasar-Dasar Manajemen Investasi dan Portofolio*. Edisi Revisi. Jakarta: Rineka Cipta.
- Bodie. Z., A. Kane, dan A. J. Marcus. 2002. *Investment*. International Edition. Boston: McGraw Hill.
- Dichev. I. D., dan J. D. Piotroski. 1998. *The Long-Run Stock Return Following Bond Rating Changes*.
- Elayan. F. A., H. W. Huei, dan T. O. Mayer. 2003. *The Informational Content of Credit Rating Announcement for Share Price in a Small Market*.
- Fama. E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, dan R. Roll. 1969. *The Adjustment of Stock Price to New Information*.
- Foster. G. 1986. *Financial Statement Analysis*, Prentice Hall International Inc.
- Griffin. P. A. dan A. Z. Savincente. 1982. "Common Stock Return and Rating Changes: Methodological Comparison," *Jurnal of Finance*, 2 (June), 103-119.
- Hite. G. dan W. Arthur. 1997. *The Effect of Bond-Rating Change on Bond Price Performance*.

- Holthousen. dan Lefwitch. 1986. "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices," *The Journal of Finance Economic*, 17, 57-89.
- Husnan. S. 1994. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Yogyakarta, UPP-AMP YKPN.
- Jogiyanto. H. M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Kelima. Jogjakarta: BPFE.
- Li. H., V. Nuttawat dan K. Puspakaran. "The Effects of Credit Rating Announcements on Shares in the Swedish Stock Market."
- Linandarini. E. 2010. "Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Di Indonesia." Skripsi. Undip.
- Ong. E. 2011. *Technical Analisis for Mega Profit*.
- PEFINDO. 1997. "Indonesian Rating Highlight".
- Pinches. G. dan J. Singleton. 1978. "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes," *Journal of Finance*, 33, 29-44.
- Raharja., dan M. P. Sari. 2008. "Kemampuan rasio keuangan dala mmemprediksi peringkat obligasi (PT KASNIC CREDIT RATING)". Vol. 8 No. 2 Agustus.
- Romero. P. A., dan F. M. D. Robles. 2006. *Bond Rating Change and Stock Return: Evidence from The Spanish Market*.
- Steiner. M., dan H. V. G. 2001. *Even Study Concerning International Bond Price Effect of Credit Rating Action*.
- Wakeman. L. 1978. "Bond Rating Agencies and The Capital Markets," *Working Paper, University of Rochester, Rochester, NY*.
- Weinstein. M. 1977. "The Effect of A Rating Change Announcement on Bond Price," *Journal of Financial Economics*, 5, 329-350.

