

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh Kim (2003), yang mengkaji apakah harga saham bereaksi negatif terhadap penurunan peringkat obligasi karena lembaga pemeringkat menyajikan informasi yang belum diketahui publik mengenai perusahaan melalui penurunan peringkat (*the information provision hypothesis*) dan atau karena penurunan peringkat menimbulkan biaya bagi perusahaan yang bersangkutan (*the cost imposition hypothesis*). Di dalam penelitian tersebut, model *cross-sectional* mendukung kedua hipotesis yang diajukan oleh Kim. Variabel yang digunakan dalam menguji tingkat ketersediaan informasi adalah ukuran perusahaan (SIZE). Sedangkan untuk *cost-imposition hypothesis* digunakan rasio hutang. Secara keseluruhan variabel yang digunakan adalah *abnormal return* sebagai variabel tergantung, dan sebagai variabel bebas adalah *number of grade, investment-to-speculative, size, institutional ownership, insider ownership, number of analyst, market-to-book, debt-to-equity, positive free cash flow*. Sampel penelitian adalah saham-saham perusahaan yang diperingkat oleh Moody's dari tahun 1991 sampai dengan 1995.

Penelitian yang dilakukan oleh Dichev dan Piotroski (1998) mengenai *return* jangka panjang yang dipengaruhi oleh perubahan peringkat obligasi ditemukan bahwa saham dengan kenaikan peringkat mempunyai kinerja lebih baik dari pada saham dengan penurunan peringkat dalam jangka waktu sampai dengan satu tahun mengikuti pengumuman peringkat obligasi, tetapi setelah itu

ditemukan perbedaan *return* saham yang kecil. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *return*. Selain itu dianalisis pengaruh perubahan peringkat (Δ RATING), ukuran perusahaan (MVE), dan ratio *Book-to-Market* (BM). Sampel yang digunakan dalam penelitian adalah semua saham yang diperingkat oleh Moody's dari tahun 1970 sampai dengan tahun 1997.

Penelitian yang dilakukan oleh Jorion dan Zhang (2005) yang mengkaji tentang pentingnya memperhitungkan peringkat obligasi dalam mengevaluasi sifat informasi dari perubahan peringkat obligasi, ditemukan bahwa kenaikan peringkat obligasi memiliki pengaruh yang signifikan ketika berasal dari peringkat yang lebih rendah. Tetapi jika dibandingkan dengan penurunan peringkat, pengaruh ini masih lebih kecil, yaitu kurang lebih setengah kali dari penurunan peringkat. Variabel yang digunakan adalah CAR (*Cumulative Abnormal Returns*) sebagai variabel tergantung dan variabel bebasnya terdiri dari ORT (*Cardinal Measure of Original Rating*), RCHG (*Absolute Magnitude of Rating Change*), IGRADE (*Investment Grade*), DMI*RCHG (RCHG x variable Dummy). Sampel yang digunakan adalah saham-saham perusahaan yang diperingkat oleh Moody's dan S&P tahun 1981 sampai tahun 2002.

Penelitian lain dilakukan oleh Prasetio dan Astuti (2003). Variabel yang digunakan adalah *return* saham. Dalam penelitian tersebut dilakukan pengujian perbedaan *return* saham pada hari sebelum pengumuman peringkat obligasi dan setelah pengumuman peringkat obligasi. Ditemukan bahwa rata-rata *return* saham pada saat pengumuman lebih besar dibandingkan sebelum dan sesudah

pengumuman peringkat obligasi meskipun perbedaannya tidak signifikan setelah dilakukan uji F.

Penelitian yang dilakukan oleh Lutfi dan Purnamasari (2004) mengkaji reaksi pasar saham terhadap pengumuman peringkat obligasi dan juga faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar saham. Untuk mengetahui adanya reaksi pasar saham, digunakan *Cumulative Abnormal Return* dengan uji-t. Untuk menguji faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar digunakan persamaan regresi dengan terlebih dahulu mengelompokkannya ke dalam kelompok kenaikan peringkat dan kelompok penurunan peringkat. Variabel yang digunakan dalam penelitian Lutfi dan Purnamasari adalah *Cumulative Abnormal Return*, ukuran perusahaan, rasio hutang, besarnya perubahan peringkat, perubahan kategori, lembaga pemeringkat, dan jenis industri. Sampel penelitian Lutfi dan Purnamasari adalah pengumuman peringkat obligasi perusahaan-perusahaan Indonesia yang dilakukan oleh PEFINDO atau Moody's mulai Januari 1998 sampai dengan September 2004 dengan kriteria pengambilan sampel tertentu. Hasil dari penelitian Lutfi dan Purnamasari adalah bahwa pada kasus penurunan peringkat obligasi terhadap reaksi pasar yang negatif signifikan. Sedangkan dalam pengujian faktor-faktor yang mempengaruhi reaksi pasar saham hanya variabel jumlah penurunan peringkat obligasi dan jenis industri yang berpengaruh secara signifikan dalam kasus penurunan peringkat obligasi.

Persamaan penelitian sebelumnya dengan penelitian ini adalah sama-sama meneliti pengaruh pengumuman peringkat obligasi terhadap perubahan harga *return* saham dan terdapat pemisahan antara saham-saham yang mengalami

kenaikan peringkat dan penurunan peringkat. Menganalisis faktor yang mempengaruhi kinerja saham sehubungan dengan pengumuman peringkat obligasi.

Perbedaan penelitian sebelumnya dengan penelitian ini adalah analisis yang digunakan dalam penelitian sebelumnya adalah regresi. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan Uji t berpasangan (Paired t-test). Variabel yang digunakan adalah *abnormal return*, *number of grade*, *investment-to-speculative*, *size*, *institutional ownership*, *insider ownership*, *number of analyst*, *market-to-book*, *debt-to-equity*, *positive free cash flow*, *Cumulative Abnormal Return*, ukuran perusahaan, rasio hutang, besarnya perubahan peringkat, perubahan kategori, lembaga pemeringkat, dan jenis industri. Sedangkan dalam penelitian ini menggunakan variabel *return* saham dan peringkat obligasi. Sampel yang digunakan adalah saham-saham yang diperingkat oleh Moody's pada tahun 1991 sampai tahun 1995, tahun 1970 sampai dengan tahun 1997, tahun 1981 sampai dengan 2002, tahun 1997 sampai dengan tahun 2000, tahun 1998 sampai dengan 2004. Sedangkan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah saham-saham yang diperingkat oleh PEFINDO pada tahun 2007 sampai dengan 2009.

2.2 Landasan Teori

Teori-teori yang dapat menjelaskan mengenai pasar modal, obligasi dan hal-hal lain yang berkaitan dengan penelitian ini adalah:

2.2.1 Pasar Modal

Pasar modal pada hakikatnya adalah jaringan tatanan yang memungkinkan pertukaran klaim jangka panjang, penambahan *financial assets* dan hutang pada saat yang sama, memungkinkan investor untuk mengubah dan menyesuaikan portofolio investasi melalui pasar sekunder. Menurut Marzuki (1989), pasar modal adalah pelengkap di sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya yaitu bank dan lembaga pembiayaan. Pasar modal memberikan jasanya yaitu menjembatani hubungan antara pemilik modal dalam hal ini disebut sebagai pemodal (*investor*) dengan peminjam dana dalam hal ini disebut dengan *emiten*.

Menurut Sudomo (1990), yang dimaksud dengan pasar modal adalah pasar tempat diterbitkannya serta diperdagangkan surat berharga jangka panjang, khususnya obligasi dan saham.

Di Indonesia, pengertian pasar modal adalah sebagaimana tertuang di dalam Keputusan Presiden No. 52 Tahun 1976 tentang Pasar Modal Bab I Pasal 1 di mana disebutkan Pasar Modal adalah Bursa Efek seperti yang dimaksud dalam Undang-Undang No. 15 Tahun 1952. Jadi pasar modal adalah bursa-bursa perdagangan di Indonesia yang didirikan untuk perdagangan uang dan efek. Sedangkan bursa adalah gedung atau ruang yang ditetapkan sebagai kantor dan tempat kegiatan perdagangan efek.

Menurut Badan Pengembangan Pasar Modal (BAPEPAM), Pasar Modal merupakan kegiatan yang berhubungan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Dari

beberapa pengertian pasar modal maka dapat disimpulkan bahwa pasar modal adalah pasar yang menyediakan sumber pembelanjaan dengan jangka waktu yang lebih panjang, yang diinvestasikan pada barang modal untuk menciptakan dan memperbanyak alat-alat produksi, yang pada akhirnya akan menciptakan pasar kerja dan meningkatkan kegiatan perekonomian yang sehat.

2.2.2 Obligasi

Obligasi merupakan instrumen hutang jangka panjang dimana peminjam atau penerbit setuju untuk melakukan pembayaran bunga dan pokok pinjaman, pada tanggal tertentu, kepada pemegang obligasi (Brigham dan Houston, 2001).

Obligasi memiliki beberapa karakteristik utama yaitu:

1. Nilai Nominal, merupakan nilai yang tercantum dalam obligasi dan menunjukkan jumlah yang harus dibayarkan oleh penerbit obligasi kepada pemegang obligasi pada tanggal jatuh tempo.
2. Suku bunga kupon, suku bunga atas obligasi yang harus dibayarkan setiap periode tertentu.
3. Tanggal jatuh tempo, waktu dimana penerbit obligasi harus membayar lunas semua bunga yang belum dibayar dan pokok pinjaman.
4. Provisi penebusan, memberikan hak kepada perusahaan emiten untuk menebus kembali obligasinya sebelum tanggal jatuh tempo dengan beberapa persyaratan khusus, biasanya pada tingkat harga yang lebih tinggi dibandingkan nilai jatuh temponya.
5. Provisi dana pelunasan, suatu provisi yang mensyaratkan perusahaan untuk membayar kembali sebagian obligasi yang diterbitkannya setiap tahun.

Terdapat berbagai jenis obligasi yang beredar di pasar yang mempunyai perbedaan dalam pengembalian yang diharapkan dan tingkat resiko. Obligasi dapat dikelompokkan ke dalam jenis-jenis utama yaitu (Brigham dan Houston, 2001):

1. Obligasi pemerintah federal, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah federal. Obligasi jenis ini dihadapkan pada resiko jika penerbit obligasi mempunyai masalah dalam memenuhi kewajibannya sehubungan dengan obligasi yang diterbitkannya.
2. Obligasi perusahaan, merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan. Obligasi jenis ini dihadapkan pada resiko jika penerbit obligasi mempunyai masalah dalam memenuhi kewajibannya sehubungan dengan obligasi yang diterbitkannya.
3. Obligasi pemerintah daerah, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara bagian atau pemerintah lokal. Salah satu keuntungan dari jenis obligasi ini adalah pengecualian pajak oleh pemerintah lokal.
4. Obligasi luar negeri, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah luar negeri atau perusahaan asing. Jika obligasi jenis ini dinyatakan dalam satuan nilai mata uang asing, maka obligasi jenis ini memiliki resiko nilai tukar mata uang.

Dalam mengetahui tingkat resiko dari suatu obligasi, para investor membutuhkan informasi mengenai perusahaan penerbit. Tentunya tingkat resiko dari obligasi perusahaan yang bersangkutan menggambarkan kemampuan keuangan perusahaan (Hartono, 2003). Salah satu sumber informasi yang dapat

digunakan investor adalah pengumuman peringkat obligasi. Selain jenis obligasi yang disebutkan di sebelumnya, terdapat *junk bond*. *Junk bond* merupakan jenis obligasi yang memiliki risiko tinggi tetapi memberikan hasil yang tinggi, bahkan lebih dari cukup dari tingkat risiko yang terdapat pada obligasi jenis ini. Tujuan diterbitkannya *junk bond* oleh suatu perusahaan adalah menarik minat investor guna mendapatkan dana untuk membiayai merger atau perusahaan yang bermasalah. Seiring dengan diterbitkannya *junk bond*, peringkatnya terus menurun meskipun pada awal penerbitannya memiliki harga yang tinggi. Hal ini disebabkan oleh kondisi perusahaan yang terus memburuk.

2.2.3 Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi merupakan salah satu indikator kondisi keuangan suatu perusahaan dalam hubungannya dengan kemampuan perusahaan dalam membayar bunga pinjaman dan laba pokok pinjaman. Kesulitan keuangan perusahaan yaitu analisis arus kas, analisis strategi perusahaan, analisis laporan keuangan dari suatu perusahaan dan perbandingan dengan perusahaan lain, variabel-variabel eksternal seperti *return* sekuritas, *right issue* dan peringkat hutang atau obligasi (Foster, 1986 dalam Astuti 2003).

Sistem pemeringkatan hutang telah dikembangkan oleh beberapa bank dan perusahaan konsultan keuangan di Amerika dan Australia. Fungsi pemeringkatan hutang menurut Foster (1986) adalah sebagai sumber informasi superior terhadap kemampuan perusahaan, *municipal* dan pemerintah; sumber sertifikasi keuangan tambahan dan representasi manajemen lainnya; untuk memonitor tindakan manajemen yaitu muncul karena adanya konflik antara pihak manajemen dengan

pihak lain; untuk memfasilitasi kebijakan publik yang membatasi investasi spekulatif oleh institusi, seperti bank, perusahaan asuransi dan dana pensiun. Tujuan pemeringkatan adalah untuk memberikan informasi kepada investor seberapa jauh suatu obligasi yang diterbitkan akan mampu memenuhi semua kewajibannya yang terkait dengan obligasi tersebut. Kualitas kredit dari hampir semua perusahaan penerbit obligasi serta kewajiban mereka tidaklah tetap dan stabil sepanjang waktu. Dengan demikian perubahan peringkat terjadi untuk merefleksikan variasi dari kondisi fundamental penerbit dan kewajibannya.

Perubahan peringkat atas suatu perusahaan penerbit bisa terjadi setiap saat. Perubahan ini bisa terjadi karena lembaga pemeringkat melihat perubahan dalam kemampuan perusahaan penerbit dalam memenuhi kewajibannya, atau peringkat sebelumnya tidak sepenuhnya merefleksikan kualitas dari obligasi seperti semestinya saat ini. Karena sifat risikonya, perubahan peringkat biasanya lebih sering terjadi untuk obligasi yang berperingkat rendah dibanding obligasi yang berperingkat lebih tinggi (Husnan, 1996).

Beberapa data yang diperlukan untuk melengkapi prosedur pemeringkatan, diantaranya adalah (Rahardjo, 2003):

1. Akte pantau izin perusahaan.
2. Laporan keuangan yang diaudit selama lima tahun terakhir (struktur pendapatan berdasarkan pangsa pasar produk, struktur biaya, struktur dan jenis pinjaman).
3. Proyeksi laporan keuangan untuk tiga tahun kedepan atau selama masa penerbitan surat utang tersebut.

4. Informasi memo tentang proses penerbitan surat utang.
5. Informasi pihak ketiga (pemberi garansi atau bank garansi).
6. daftar pemegang saham selama lima tahun terakhir.
7. Daftar riwayat hidup komisaris/manajemen perusahaan.
8. Struktur organisasi perusahaan dan keterangan detail tugas dan tanggungjawab.
9. Informasi tentang tipe bisnis dan pangsa pasar perusahaan.
10. Informasi tentang grup, afiliasi, dan *holding* dari perusahaan

Beberapa hal yang harus diperhatikan dalam melakukan proses rating, yaitu (Rahardjo 2003:102):

1. Kinerja industri meliputi aspek persaingan industri, prospek dan pangsa pasar, adanya ketersediaan bahan baku, struktur industri yang kuat, pengaruh kebijakan pemerintah dan kebijakan ekonomi lainnya.
2. Kinerja keuangan meliputi aspek kualitas asset, rasio profitabilitas, pengelolaan asset dan pasiva, rasio kecukupan modal, tingkat pengelolaan utang, rasio kecukupan pembayaran bunga.
3. Kinerja non keuangan meliputi aspek manajemen, reputasi perusahaan.

Agar mudah dimengerti, maka lembaga pemeringkat menyajikan peringkat obligasi dalam bentuk simbol, sebagaimana tabel 2.1 berikut ini:

Tabel 1
Peringkat obligasi

Simbol	Definisi
AAA	Obligasi yang dengan peringkat AAA memiliki peringkat tertinggi kemampuan debitur untuk memenuhi kewajiban keuangan yang terkait dengan obligasi yang diterbitkan adalah superior.
AA	Obligasi dengan peringkat AA hanya sedikit lebih rendah dibanding peringkat tertinggi. Kemampuan debitur untuk memenuhi kewajiban keuangan yang terkait dengan obligasi yang diterbitkan adalah sangat bagus (<i>very strong</i>).
A	Obligasi dengan peringkat A memiliki kemampuan bagus (<i>strong</i>) dalam memenuhi kewajibannya. Akan tetapi obligasi dengan peringkat agak rentan perubahan kondisi ekonomi atau lingkungan usaha.
BBB	Obligasi dengan peringkat BBB memiliki perlindungan yang cukup. Dibanding obligasi dengan peringkat A, obligasi ini lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi atau lingkungan usaha.
BB	Obligasi dengan peringkat BB memiliki perlindungan yang agak lemah. Kemampuan debitur dalam memenuhi kewajiban keuangan yang terkait dengan obligasi adalah rentan terhadap ketidakpastian atau perubahan kondisi usaha, keuangan, dan atau ekonomi.
B	Obligasi dengan peringkat B memiliki perlindungan yang lemah. Meskipun saat ini debitur memiliki kemampuan dalam memenuhi kewajiban keuangannya, setiap perubahan dalam kondisi usaha, keuangan atau ekonomi akan memperburuk kemampuan dan kemauan debitur dalam memenuhi kewajiban keuangan yang terkait dengan obligasi tersebut.
CCC	Kemampuan saat ini dari obligasi dengan peringkat CCC adalah rentan (<i>vulnerable</i>). Kemampuannya dalam memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang sangat tergantung apakah akan terjadi perubahan kondisi usaha atau keuangan yang menguntungkan debitur.
SD	SD merupakan kepanjangan dari " <i>selective default</i> ". Peringkat ini diberikan kepada debitur yang telah gagal dalam membayar satu atau lebih kewajiban keuangannya pada saat jatuh tempo, akan tetapi debitur ini masih dianggap mampu untuk memenuhi kewajiban lainnya.
D	Suatu obligasi diberi peringkat D apabila ia gagal (<i>default</i>) dalam melakukan pembayaran.

Sumber : www.Pefindo.com

Proses pemeringkatan biasanya dimulai dengan permintaan dari penerbit obligasi. Langkah berikutnya adalah lembaga pemeringkat mengevaluasi informasi yang terkait dengan perusahaan tersebut, baik informasi publik maupun dalam file internal perusahaan, untuk menilai proyeksi kinerja perusahaan. Hasil peringkat sementara disampaikan kepada pihak penerbit obligasi guna memperoleh tanggapan. Pihak penerbit bisa meminta kenaikan peringkat tersebut, sepanjang terdapat informasi baru yang membenarkan revisi peringkat. Tahap terakhir adalah lembaga peringkat dapat mengumumkan hasil peringkat tersebut kepada masyarakat atau menyimpannya dalam *database* (Sunariyah, 2006).

2.2.4 Return Saham

Menurut Hartono (2003;109) *return* saham merupakan hasil yang diperoleh dari suatu investasi, sedangkan menurut Ang (1997;20.2) *return* merupakan tingkat keuntungan yang dinikmati pemodal atas investasi yang dimilikinya. *Return* dari investasi tergantung pada instrumen investasinya. Jaminan tingkat kembalian (*return*) yang akan diterima misalnya sertifikasi deposito di bank yang memberikan bunga dari prosentase tertentu yang positif, dan obligasi yang menjanjikan kupon bunga yang akan dibayarkan secara periodik atau sekaligus dan pasti, tidak tergantung pada keuntungan perusahaan. Lain halnya dengan saham, saham tidak menjanjikan suatu *return* yang pasti bagi para pemodal. Namun beberapa komponen *return* saham yang memungkinkan pemodal meraih keuntungan deviden, saham bonus dan *capital gain*. *Return* saham terdiri dari:

1. Actual Return

Actual Return (Hartono, 2000) merupakan *return* yang telah diterima oleh investor (ex-post). Dalam penelitian ini *actual return* saham yang dimaksud adalah *return* dari *capital gain*, dengan demikian rumus yang digunakan untuk menghitung *actual return* sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{IHSI_{it} - IHSI_{it-1}}{IHSI_{it-1}} \dots\dots\dots (1)$$

Keterangan:

R_{it} : Total *return* saham yang terjadi untuk sekuritas ke - I pada periode ke - t.

$IHSI_{it}$: Indek harga saham individu sekuritas ke - I pada periode ke - t.

$IHSI_{it-1}$: Indek harga saham individu sekuritas ke - I pada periode ke t - 1.

2. Expected Return

Expected return adalah *return* yang diharapkan akan diperoleh investor dimasa mendatang (Hartono, 2000). Untuk menghitung *expected return* dapat digunakan tiga model yaitu sebagai berikut:

Mean-Adjusted Return adalah *Model* yang dianggap bahwa *expected return* bernilai konstan yang sama dengan rata-rata *return* realisasi sebelumnya selama estimasi (Hartono, 2000). *Expected return* dengan model ini dapat dihitung dengan persamaan sebagai berikut:

$$E(R_{it}) = \frac{\sum_{j=t_1}^{t_2} R_{it}}{T} \dots\dots\dots (2)$$

Keterangan:

$E(R_{it})$: *Expected return* sekuritas ke-I pada periode peristiwa ke-t.

R_{it} : Total *return* sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-t

T : Lamanya periode estimasi

Lama periode selama estimasi yang umum digunakan adalah berkisar dari seratus sampai dengan tiga ratus hari untuk data harian dan berkisar dari dua puluh empat sampai dengan enam puluh bulan untuk data bulanan. Periode estimasi umumnya merupakan periode sebelum periode peristiwa (*even window*), *even window* adalah periode dimana dilakukan pengamatan terhadap suatu peristiwa. Biasanya *even window* melibatkan hari sebelum tanggal peristiwa untuk mengetahui terjadinya kebocoran informasi, yaitu pasar sudah mendengar informasinya sebelum informasi itu sendiri diumumkan dari hari setelah tanggal peristiwa untuk mengetahui kecepatan reaksi pasar (Hartono, 2000).

Market Model adalah Perhitungan *expektasi return* dengan model ini dilakukan dengan dua tahap, yaitu: Pembentukan model *expektasi* dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan mengestimasi *expected return* di *even window* (Hartono, 2000). Model *expektasi* dapat dibentuk menggunakan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dengan persamaan sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (3)$$

Keterangan:

R_{it} : *Return* realisasi sekuritas ke-I pada periode estimasi ke-t

α_i : *Intercept* untuk sekuritas ke-i

β_i : Koefisien slope yang menggunakandari sekuritas ke-i

R_{mt} : *Return* indeks pasar pada periode estimasi ke-t

ϵ_{it} : Kesalahan residu sekuritas ke-I pada periode ke-t

Market Adjusted Return adalah Model yang menganggap bahwa penduga yang baik untuk estimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. Dengan menggunakan model ini, maka tidak perlu menggunakan periode estimasi untuk membentuk model estimasi karena *return* sekuritas yang di estimasi adalah sama dengan *return* indeks pasar (Hartono, 2000). Dalam pendekatan ini *return* pasar (*market return*) merupakan *expected return*.

$$E(R_{it}) = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}} \dots\dots\dots (4)$$

Keterangan:

$E (R_{it})$: *Expected Return* pada periode peristiwa ke - t

$IHS G_t$: Indek harga saham gabungan pada periode peristiwa ke - t

$IHS G_{t-1}$: Indek harga saham gabungan pada periode peristiwa ke t-1

Tingkat keuntungan investasi dalam saham dipasar modal sangat ditentukan oleh harga saham yang bersangkutan. Apabila harga saham sekarang lebih tinggi dari harga sebelumnya maka hal ini berarti terjadi keuntungan modal (*capital gain*) dan *return* yang diterima bersifat positif, sebaliknya apabila harga saham sekarang lebih rendah dari harga sebelumnya maka hal ini berarti terjadi kerugian (*capital loss*) dan *return* yang diterima bernilai negatif. *Return* saham diturunkan dari perubahan harga saham, *return* merupakan hasil yang diperoleh dari investasi (Hartono, 2000).

2.2.5 Abnormal Return

Abnormal return adalah selisih antara *return* realisasi atau *return* saham dengan *expected return*. Dalam penelitian dengan menggunakan *event study*, *abnormal return* digunakan untuk melihat reaksi harga saham pada *event window* untuk masing-masing hari sekitar tanggal peristiwa (Hartono, 2000). *Abnormal return* dapat di hitung dengan persamaan:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \dots\dots\dots (5)$$

Keterangan:

$AR_{i,t}$: *Abnormal return* untuk saham i pada periode t.

$R_{i,t}$: Tingkat keuntungan sebenarnya (*actual return*) saham I pada periode t.

$E(R_{i,t})$: Tingkat keuntungan yang diharapkan (*expected return*) saham I pada periode t.

Return mempunyai 2 komponen yaitu *current income* dan *capital gain*. Bentuk dari *current income* merupakan keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik, seperti keuntungan berupa deviden yang merupakan bentuk dari hasil kinerja fundamental perusahaan. Sedangkan *capital gain* berupa keuntungan yang diterima karena selisih antara harga jual dan harga beli suatu instrumen investasi. Besarnya *capital gain* akan positif bila harga jual saham yang dimiliki lebih tinggi dari harga belinya (Ang 1997;20.2). Faktor yang mempengaruhi *return* suatu investasi meliputi pertama, faktor internal perusahaan seperti kualitas dan reputasi manajemennya, struktur permodalannya, struktur hutang perusahaan dan sebagainya. Dan faktor kedua adalah menyangkut faktor eksternal misal pengaruh kebijakan moneter dan fiskal.

2.2.6 Reaksi Harga Saham

Menurut Jogiyanto (2008;564) studi peristiwa merupakan studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Jika pengumuman tersebut mengandung informasi maka pasar diharapkan akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima pasar. Reaksi tersebut ditunjukkan dengan perubahan harga saham perusahaan bersangkutan dan diukur dengan menggunakan *cumulative abnormal return*. Reaksi harga dihitung menggunakan *cumulative abnormal return* karena dihitung dengan periode pengamatan selama tujuh hari yaitu tiga hari sebelum pengumuman peringkat obligasi dan tiga hari sesudah pengumuman peringkat obligasi.

Sedangkan menurut Mawarti (2007;47) *earning response* atau reaksi pasar dapat diartikan sebagai suatu reaksi yang ditimbulkan oleh pasar (investor) berdasarkan informasi yang diterima. *Earning response* atau reaksi pasar ini diukur menggunakan *cumulative abnormal return* (CAR) yang dihitung dengan periode pengamatan tujuh hari yaitu tiga hari sebelum pengumuman peringkat obligasi dan tiga hari sesudah pengumuman peringkat obligasi.

Cumulative Abnormal Return (CAR) merupakan penjumlahan dari *abnormal return* pada periode pengamatan. *Cumulative Abnormal Return* (CAR) juga merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya secara kumulatif dari beberapa perusahaan yang terjadi terhadap *return* normal, sedangkan *return* normal merupakan *return* yang diharapkan oleh investor. Menurut Jogiyanto (2008;564) *return abnormal* umumnya menjadi fokus dalam studi peristiwa yang

mempengaruhi tingkat resiko-resiko tersebut. Indikator tingkat resiko-resiko yang berkembang sekarang ini adalah pengumuman peringkat obligasi.

Pengumuman peringkat obligasi merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat waktu sesuai dengan perjanjian sebelumnya. Semakin tinggi peringkat obligasi semakin rendah resiko yang dimiliki obligasi tersebut, dan semakin rendah peringkat obligasi semakin tinggi tingkat resiko yang dimiliki obligasi (Sunariyah, 2006). Perusahaan peringkat obligasi dimungkinkan terjadi selama umur obligasi dan perubahannya akan berpengaruh terhadap saham perusahaan penerbit obligasi. Kenaikan peringkat obligasi menggambarkan kondisi perusahaan yang lebih baik dan penurunan peringkat obligasi menggambarkan kondisi perusahaan yang menurun. Jika kondisi perusahaan baik (dapat memenuhi kewajiban-kewajibannya), maka pelaku pasar modal akan membeli saham perusahaan, pembelian-pembelian oleh pelaku pasar modal akan mengakibatkan kenaikan harga saham. Jika kondisi perusahaan menurun, maka pelaku pasar modal akan cenderung menjual saham perusahaan, yang akan mengakibatkan penurunan harga saham. Perubahan-perubahan harga ini mengakibatkan *return* saham yang berupa *capital gain/loss*. Jika harga saham naik, *return* bernilai positif dan jika harga saham turun, *return* bernilai negatif.

Lembaga pemeringkat memiliki akses terhadap informasi yang belum diketahui oleh publik mengenai arus kas perusahaan dimasa datang dan lembaga ini menggunakan peringkat obligasi untuk menyampaikan informasi tersebut kepada pelaku pasar. Jadi lembaga pemeringkat menggunakan penurunan atau kenaikan peringkat untuk memberikan sinyal akan memburuknya atau

membbaiknya prospek perusahaan. Pelaku pasar selanjutnya merespon sinyal tersebut sehingga menurunkan atau menaikkan harga perusahaan terkait. Lembaga pemeringkat hanyalah salah satu komponen dari media informasi suatu perusahaan dan sangat penting bagi perusahaan yang beroperasi dalam lingkungan informasi yang buruk (Hartono, 2000).

Studi peristiwa adalah studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Studi peristiwa ini dapat digunakan untuk menguji efisiensi pasar setengah kuat (Hartono, 2000).

Informasi yang tersedia adalah pengumuman laba perusahaan yang dapat dengan mudah diinterpretasikan sebagai kabar baik atau kabar buruk. Jika laba meningkat dari laba periode sebelumnya, maka dapat diartikan sebagai kabar baik, dan sebaliknya jika laba menurun dapat diartikan sebagai kabar buruk (Hartono, 2000). Pengumuman pembayaran dividen merupakan sumber informasi dan menyebabkan reaksi pasar kuat dan positif. Kebijakan dividen memiliki banyak aspek daya tarik seperti mekanisme transmisi informasi. Untuk menguji kandungan informasi suatu pengumuman hanya melibatkan sebuah faktor saja, yaitu faktor return abnormal, sedangkan untuk menguji efisiensi pasar secara informasi melibatkan dua faktor, yaitu return abnormal, dan kecepatan reaksi.

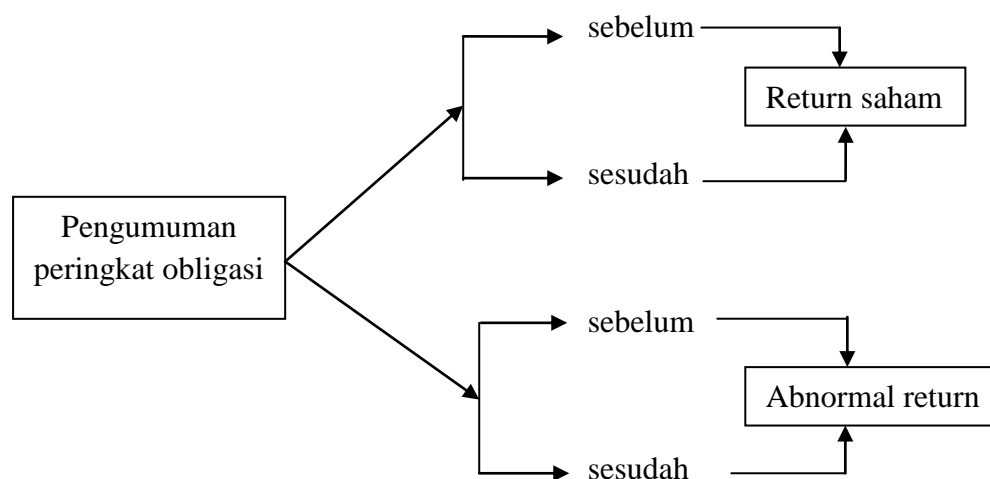
Pemeringkat obligasi masing-masing perusahaan telah dijadwalkan minimal satu kali dalam setahun, dimana waktunya berbeda antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya. Hal ini disebut *annual review* dalam pengumuman peringkat obligasi (Sunariyah, 2006). Selain pemeringkatan diatas, perusahaan

yang menerbitkan obligasi dapat sewaktu-waktu mengajukan pemeringkatan obligasi kepada PEFINDO. Sehingga antara obligasi yang satu dengan yang lain akan mengalami beberapa pemeringkatan dalam setahun.

2.3 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan beberapa penjelasan pada bab-bab sebelumnya, maka guna mempermudah pemahaman dari penelitian yang dilakukan, peneliti mencoba untuk memberikan suatu kerangka pemikiran terhadap variabel yang akan diteliti.

Adapun kerangka dari penelitian ini dapat dilihat pada gambar 1:



Gambar 1
Kerangka pemikiran

Pengumuman peringkat obligasi merupakan sumber informasi bagi para investor, karena pengumuman peringkat obligasi merupakan indikator kondisi perusahaan (Sunariyah, 2006). Sekarang ini dimungkinkan bahwa investor dapat mengetahui adanya pengumuman peringkat obligasi sebelum tanggal pengumuman peringkat obligasi dipublikasikan.

Investor sebagai salah satu pelaku pasar akan bereaksi terhadap pengumuman peringkat obligasi baik sebelumnya maupun sesudah pengumuman peringkat obligasi. Reaksi pasar digambarkan dengan perubahan harga saham. Dari perubahan harga saham tersebut akan timbul *return* saham. Sebelum pengumuman peringkat obligasi dipublikasikan secara resmi, pengumuman peringkat obligasi merupakan informasi yang belum pasti sehingga reaksi yang ditimbulkan belum terlalu besar. Berbeda dengan sesudah pengumuman peringkat obligasi dipublikasikan secara resmi. Maka reaksi pasar akan berbeda dan secara tidak langsung *return* saham antara sebelum dengan sesudah akan berbeda. Dapat dikatakan jika suatu pengumuman peringkat obligasi meningkat, maka *return* sahamnya akan mengikuti pengumuman peringkat tersebut atau *return* saham tersebut akan meningkat. Jika pengumuman peringkat rendah, maka *return* sahamnya akan mengikuti atau *return* sahamnya akan rendah pula dan tinggi rendahnya pengumuman peringkat obligasi akan mempengaruhi *abnormal return*.

2.4 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan pembahasan yang mengacu pada latar belakang masalah dan rumusan masalah, maka di dalam penelitian ini dapat disusun suatu hipotesis penelitian, yaitu:

H₁ : Terdapat perbedaan *return* saham sebelum dan sesudah pengumuman peringkat obligasi.

H₂ : Terdapat perbedaan *abnormal return* saham sebelum dan sesudah pengumuman peringkat obligasi.