

## PENGARUH PENGUMUMAN PERINGKAT TERHADAP KINERJA OBLIGASI

ZUHROHTUN  
UPN “VETERAN”

ZAKI BARIDWAN  
Universitas Gajah Mada

### ABSTRACT

*This study investigates the effect of rating announcement on the bond performance (yield to maturity) using an event study. Prior work (Hand et al. 1992; Lianto and Matolcsy 1995; Liu et al. 1999) has suggested that downgrade revised bond convey new information to investors. Larger firms are expected to enjoy lower yield and higher rating because of their lower market risk (Bhojraj and Sengupta 2003; Kurana and Raman 2003). This study uses the sample of listed companies in Surabaya Stock Exchange and rated by Pefindo during 2000-2004. The result suggest that, only downgrade revised bonds have difference bond performance before and after the rating announcement, its indicate that downgrade has information content. There is no difference bond performance after the rating announcement between small firms and big firms, it is not consistent with the big bang theory cause there is no difference response of investors from those firms.*

*Key words: bond performance, yield to maturity, rating announcement, upgrade, downgrade, information content.*

### 1. LATAR BELAKANG PENELITIAN

Investor yang rasional dalam membuat keputusan investasi membutuhkan informasi. Investor seringkali menggunakan informasi yang diumumkan kepada publik karena informasi tersebut mempunyai signal mengenai prospek perusahaan di masa yang akan datang.

Investor obligasi memerlukan informasi yang dapat dijadikan acuan dalam mengkomunikasikan keputusan investasinya, sehingga informasi keuangan suatu entitas bisnis yang berkualitas sangat diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang ditanamkan. Informasi peringkat obligasi bertujuan untuk menilai kualitas kredit dan kinerja dari perusahaan penerbit. Peringkat ini dinilai sangat penting bagi investor karena dapat dimanfaatkan untuk memutuskan apakah obligasi tersebut layak untuk dijadikan investasi serta mengetahui tingkat risikonya.

Peringkat obligasi yang diumumkan ke publik dapat mengurangi asimetri informasi antara perusahaan penerbit obligasi dan investor. Penerbit obligasi ingin mengurangi asimetri informasi mengenai *creditworthiness* sekuritas utangnya, akan tetapi tidak ingin mengungkapkan informasi privat ke publik, oleh karena itu penerbit obligasi dapat menggunakan agen pemeringkat sebagai pemberi sertifikasi yang independen.

Agen pemeringkat utang seperti Pefindo dan Kasnic menilai dan mengevaluasi sekuritas utang perusahaan yang diperdagangkan secara umum, dalam bentuk peringkat maupun perubahan peringkat obligasi, dan selanjutnya diumumkan ke pasar. Peringkat obligasi diperbaharui secara reguler untuk mencerminkan perubahan signifikan dari kinerja keuangan dan bisnis perusahaan. Perubahan peringkat memiliki pengaruh signifikan pada aktivitas investasi dan pendanaan masa depan perusahaan, serta profil risiko dan kinerja masa depannya. Oleh karena ada pengaruh yang signifikan, maka investor akan menyesuaikan strategi investasi mereka sesuai dengan perubahan peringkat.

Suatu informasi dianggap bermanfaat jika informasi tersebut mampu mengubah kepercayaan para pengambil keputusan. Hal ini berarti perilaku investor obligasi dapat dikendalikan melalui informasi peringkat obligasi perusahaan. Perilaku investor obligasi tersebut tercermin dari harga obligasi. Harga obligasi akan berpengaruh terhadap kinerja obligasi, yaitu *yield* yang diperoleh investor obligasi.

Peranan peringkat obligasi dalam keputusan investasi di pasar modal telah diuji dengan mencari hubungan fundamental antara peringkat dengan fenomena-fenomena berbasis pasar, yaitu peranan informasi peringkat dalam membentuk harga pasar obligasi dan saham. Peringkat obligasi dan perubahan peringkat obligasi sangatlah penting bagi partisipasi pasar. Beberapa penelitian (Hand dkk. 1992; Lianto dan Matolcsy 1995; Liu dkk. 1999) memberikan bukti mengenai pengaruh perubahan peringkat obligasi terhadap harga saham dan obligasi. Penelitian tersebut menunjukkan bahwa *downgrade* memberikan kabar buruk bagi pemegang saham dan pemegang obligasi.

Kesumawati (2003) menguji pengaruh peringkat utang terhadap *yield* obligasi dengan menggunakan sampel penerbitan (emisi) obligasi perusahaan Indonesia yang obligasinya masih beredar dan aktif diperdagangkan dari tahun 1995-2002. Penelitian ini membuktikan bahwa peringkat obligasi berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi.

Semakin besar perusahaan akan mempunyai peringkat obligasi yang lebih tinggi karena risiko pasarnya rendah sehingga akan menurunkan *yield* (Bhojraj dan Sengupta 2003; Kurana dan Raman 2003). Menurut *Big Bang Theory*, informasi yang berkaitan dengan perusahaan kecil akan lebih direspon oleh pasar (Foster, 1986)

Berdasarkan latar belakang tersebut, maka penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris mengenai pengaruh pengumuman peringkat oleh agen pemeringkat terhadap kinerja obligasi dan perbedaan pengaruh pengumuman peringkat pada kinerja obligasi perusahaan besar dan kecil.

Penelitian ini penting karena beberapa alasan. Pertama, oleh karena metodologi yang digunakan oleh agen pemeringkat untuk menentukan peringkat suatu sekuritas utang menggunakan informasi akuntansi dan non akuntansi, hal ini membuktikan bahwa informasi akuntansi tidak hanya dibutuhkan oleh investor, kreditur, manajer, karyawan, pemasok, analis, dan pemerintah, tapi juga dibutuhkan oleh agen pemeringkat. Akan tetapi di sisi lain, oleh karena peringkat obligasi lebih praktis dan murah bagi investor obligasi maka informasi peringkat merupakan sumber informasi tandingan bagi informasi pelaporan keuangan yang dipublikasikan oleh perusahaan. Bukti empiris dari penelitian ini diharapkan dapat menjadi masukan dan tantangan bagi ilmu akuntansi untuk meningkatkan kualitas pelaporan keuangan sehingga pelaporan keuangan tetap memiliki keunggulan komparatif dibandingkan sumber informasi tandingan, seperti informasi peringkat obligasi. Kedua, penelitian ini berbeda dengan penelitian sebelumnya yaitu menguji kandungan informasi peringkat obligasi dengan menggunakan studi peristiwa pada *window spanning* yang belum pernah dilakukan dalam penelitian-penelitian di Indonesia sebelumnya.

## 2. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

### 2.1. Teori Signal

Teori signal menjelaskan mengenai mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal, hal ini untuk mengurangi asimetri informasi. Informasi yang dipublikasikan seperti peringkat obligasi dapat menjadi signal kondisi perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi sehubungan dengan utang yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat mengurangi asimetri antara emiten dan investor obligasi.

### 2.2. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan (Baker dan Mansi 2001), sedangkan menurut Galil (2003) peringkat adalah pendapat mengenai *creditworthiness* dari obligor mengenai sekuritas utang tertentu.

Agen pemeringkat berfungsi sebagai perantara informasi dan berperan dalam memperbaiki efisiensi pasar modal dengan meningkatkan transparansi sekuritas, sehingga dapat mengurangi asimetri informasi antara investor dan penerbit obligasi. Jasa ini sangat bernilai bagi investor kecil yang menghadapi tingginya biaya (relatif terhadap investasinya) dalam menilai *creditworthiness* obligasi. Oleh karena itu agen pemeringkat menyediakan jasa yang lebih efisien (Beaver dkk., 2004).

### 2.3. Kinerja Obligasi

Kinerja obligasi mencerminkan pendapatan (*return*) yang akan diperoleh pemegang obligasi. Kinerja obligasi sangat dipengaruhi oleh harga obligasi yang mencerminkan perilaku investor. Menurut Faerber (2001) ada empat tipe dasar *yield* obligasi, yaitu: *coupon yield*, *current yield*, *yield to maturity*, dan *yield to call*. Menurut BES (2001) ada dua perhitungan *yield* obligasi: *current yield* dan *yield to maturity*.

### 2.4. Penelitian Terdahulu Mengenai Kandungan Informasi Peringkat Obligasi

Ingram dkk. (1983) menguji kandungan informasi perubahan peringkat *municipal bond* dengan mengevaluasi perubahan harga *municipal bond* di seputar perubahan peringkat. *Window* dalam penelitian ini adalah 17 bulan, yaitu 8 bulan sebelum dan 8 bulan setelah pengumuman perubahan peringkat. Penelitian ini memberikan bukti bahwa perubahan peringkat *municipal bond* (*upgrade* dan *downgrade*) membawa informasi kepada investor yang relevan untuk menentukan nilai ekuilibrium sekuritas.

Ederington dkk. (1987) menguji apakah peringkat dari Moody's dan S&P memberikan informasi bagi pasar obligasi. Fokus penelitian ini adalah apakah *yield* pada obligasi perusahaan mengindikasikan partisipasi pasar mendasarkan evaluasi mereka mengenai risiko *default* obligasi yang diterbitkan pada peringkat yang dipublikasikan oleh agen pemeringkat atau statistik keuangan yang tersedia secara umum. Penelitian ini menguji kandungan informasi peringkat obligasi dengan meregres *yield to maturity* (YTM) dengan variabel-variabel yang menunjukkan karakteristik perusahaan penerbit dan karakteristik obligasi. *Yield* pasar ditemukan berhubungan secara signifikan baik dengan peringkat obligasi maupun statistik akuntansi keuangan yang tersedia.

Perry dkk. (1988) menguji *modified* dan *unmodified split rating* pada obligasi perusahaan dan menguji pengaruhnya terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian menunjukkan ada perbedaan *yield* hanya ketika *inferior rating* diberikan dan ditemukan bukti bahwa harga obligasi merespon hanya perubahan *downward* dari peringkat tersebut. Hal ini menunjukkan bahwa pasar lebih bereaksi untuk kabar buruk daripada kabar baik.

Hand dkk. (1992) menguji *daily excess return* obligasi dan saham yang berhubungan dengan dua tipe pengumuman peringkat dari agen pemeringkat, yaitu: peringatan kemungkinan perubahan peringkat yang ditambahkan pada S&P *credit watch list* dan perubahan peringkat aktual yang diumumkan oleh Moody's dan S&P. Penelitian ini membuktikan adanya pengaruh pengumuman yang ditambahkan pada *credit watch list* dan pengumuman perubahan peringkat aktual terhadap harga obligasi dan harga saham. Lianto dan Matolcsy (1995) menguji kandungan informasi tambahan dari revisi pengumuman peringkat obligasi di Australia, dan ditemukan bukti bahwa hanya pengumuman obligasi *downgrade* yang memilikikandungan informasi tambahan.

Liu dkk. (1999) menguji apakah harga obligasi merespon pengumuman *rating refinement* oleh Moody's. Hasil penelitian memberikan bukti bahwa ada perubahan secara signifikan dalam *yield* untuk portofolio obligasi yang dikombinasikan (yang termasuk dalam revisi *upward* dan *downward*). Setelah dilakukan pengujian secara individual terhadap dua subportofolio (*upward* dan *downward*) ditemukan bukti bahwa perubahan *yield* yang signifikan hanya pada portofolio yang peringkatnya *downward*. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan *yield* pada portofolio yang dikombinasikan berasal dari perubahan *yield* pada portofolio obligasi yang peringkatnya *downward*.

Berdasarkan teori dan hasil penelitian terdahulu, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah:

- H1: Ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat.
- H1a: Ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *upgrade*.
- H1b: Ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *downgrade*.

## 2.5. Besaran Perusahaan dan Kinerja Obligasi (Yield obligasi)

Sengupta (1998) membuktikan bahwa semakin besar perusahaan akan mempunyai *yield* yang lebih rendah, karena perusahaan besar mempunyai risiko pasar yang rendah. Beberapa penelitian lain tentang obligasi, juga membuktikan bahwa semakin besar perusahaan akan mempunyai peringkat obligasi yang lebih tinggi karena risiko pasarnya rendah sehingga akan menurunkan *yield* (Bhojraj dan Sengupta 2003; Kurana dan Raman 2003). Menurut *Big Bang Theory*, informasi yang berkaitan dengan perusahaan kecil akan lebih direspon oleh pasar (Foster, 1986). Oleh karena itu diduga ada perbedaan respon investor terhadap pengumuman peringkat obligasi pada perusahaan besar dan kecil.

- H2: Ada perbedaan kinerja obligasi setelah pengumuman peringkat pada obligasi perusahaan besar dan perusahaan kecil.

## 3. METODA PENELITIAN

### 3.1. Sumber Data, Populasi, dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu:

1. Data laporan keuangan tahunan, diperoleh dari Bursa Efek Surabaya (BES) dan Litbang Msi Universitas Gadjah Mada (UGM).
2. Data tanggal publikasi laporan keuangan, diperoleh dari Bapepam (Badan Pengawas Pasar Modal).
3. Data karakteristik dan harga obligasi, diperoleh dari BES.
4. Data peringkat obligasi, diperoleh dari Pefindo.

Sampel dipilih dari populasi obligasi perusahaan yang terdaftar dan diperdagangkan di BES serta diperingkat oleh agen pemeringkat Pefindo. Pemilihan sampel dengan *purposive sampling*, dengan kriteria sebagai berikut:

1. Semua obligasi yang diterbitkan perusahaan yang terdaftar di BES dari tahun 2000 sampai dengan 2004.
2. Obligasi diperdagangkan secara aktif di BES pada tahun 2000 sampai 2004.
3. Obligasi perusahaan terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo pada tahun 2000 sampai dengan 2004.

Untuk menghindari timbulnya misspesifikasi dalam penentuan sampel yang selanjutnya akan berpengaruh terhadap hasil penelitian, maka ditambahkan beberapa kriteria.

Kriteria tambahan tersebut adalah sebagai berikut:

1. Obligasi *nonconvertible*, hal ini untuk menghindari pengaruh sekuritas konversinya, yaitu saham terhadap harga obligasi.
2. Bukan obligasi subordinasi, *syariah mudharabah*, maupun *syariah ijarah* karena perbedaan *covenant* dalam obligasi akan direspon berbeda oleh investor sehingga berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

3. Obligasi dengan kupon tetap (*fixed coupon*) hal ini untuk memastikan tidak adanya pengaruh *floating rate* terhadap *yield* obligasi.
4. Periode pengamatan adalah periode pasca krisis ekonomi dengan *window* relatif pendek, sehingga tidak ada fluktuasi tingkat suku bunga SBI yang signifikan.
5. Pada periode amatan tidak bersamaan waktunya dengan kejadian lain yang secara langsung berpengaruh terhadap harga obligasi seperti: pengumuman laporan keuangan perusahaan, baik interim maupun tahunan.

### 3.2. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel

#### 1) Kinerja obligasi

Proksi dari kinerja obligasi adalah *yield to maturity (YTM)*. Menurut Ederington dkk. (1987) YTM dapat digunakan untuk mengukur kandungan informasi dari peringkat obligasi. YTM adalah tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo. YTM diukur menggunakan *YTM approximation*, dengan rumus sebagai berikut (BES, 2001):

$$YTM \text{ approximation} = \frac{C + \frac{R - P}{n}}{\frac{R + P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan:

c: kupon.

n: periode waktu yang tersisa (tahun).

R: *redemption value*.

P: harga pembelian (*purchase value*)

#### 2) Besaran perusahaan

Proksi dari besaran perusahaan adalah *total asset* yang dimiliki perusahaan pada periode tertentu (Bhojraj dan Sengupta 2003; Kurana dan Raman 2003).

### 3.3. Model Pengujian Hipotesis

Analisis statistik yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 dan 2 adalah uji beda rata-rata dua sampel. Pengujian menggunakan uji parametrik jika data berdistribusi normal, dan menggunakan uji nonparametrik jika data tidak berdistribusi normal (Jogiyanto 2004).

Langkah-langkah pengujian hipotesis:

1. Penelitian ini merupakan studi peristiwa, yaitu studi yang mempelajari reaksi pasar terhadap suatu peristiwa yang informasinya dipublikasikan sebagai suatu pengumuman. Studi peristiwa ini dapat digunakan untuk menguji kandungan informasi dari suatu pengumuman dan dapat juga digunakan untuk menguji efisiensi pasar (Jogiyanto, 2003). *Window* yang digunakan adalah "*window spanning*" karena perdagangan obligasi tidak sering terjadi dan data harga sering tidak tersedia pada periode 0, periode 0 adalah tanggal diumumkannya peringkat obligasi (Hand dkk., 1992). Oleh karena di BES hanya tersedia data WAP (*weighted average price*) pada setiap bulan, maka data transaksi yang digunakan adalah transaksi terdekat sebelum dan setelah pengumuman peringkat, dengan *window spanning* antara t-2 sampai dengan t+2.
2. Untuk menguji hipotesis 1, dilakukan uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk keseluruhan sampel.
3. Untuk menguji hipotesis 1a dan 1b, maka keseluruhan sampel dikelompokkan ke dalam kategori *upgrade* dan *downgrade*, hal ini untuk mengetahui apakah ada perbedaan respon investor untuk kedua kategori tersebut. Kemudian dilakukan uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk kedua kategori sampel tersebut.

4. Untuk menguji hipotesis 2, maka keseluruhan sampel dikelompokkan menjadi obligasi dari perusahaan besar dan kecil. Subsampel perusahaan besar dan kecil digunakan untuk menentukan apakah ada perbedaan respon pada perusahaan dengan besaran berbeda. Pengelompokan ini dilakukan dengan meranking seluruh *total asset* perusahaan pada setiap tahun, kemudian dibagi menjadi tiga bagian. Sepertiga atas menunjukkan perusahaan besar, sedangkan sepertiga bawah menunjukkan perusahaan kecil (Machfoedz, 1994). Kemudian dilakukan uji beda YTM setelah pengumuman peringkat untuk kedua sub sampel tersebut.

#### 4. ANALISIS HASIL PENELITIAN

##### 4.1. Hasil Pemilihan Sampel

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel, diperoleh sampel sebanyak 76, dengan prosedur pemilihan seperti pada tabel berikut:

**TABEL 1**  
**Hasil Pemilihan Sampel**

Obligasi perusahaan yang diperdagangkan di BES dan diperingkat oleh Pefindo tahun 2000-2004	591
Obligasi yang tidak memenuhi kriteria:	
Obligasi <i>convertible</i>	7
Obligasi subordinasi	14
Obligasi <i>syariah mudharabah</i>	14
Obligasi <i>syariah ijarah</i>	2
Obligasi <i>syariah</i> subordinasi	2
Obligasi dengan kupon tidak tetap	442
Jumlah obligasi yang tidak memenuhi kriteria	(481)
<b>Jumlah obligasi yang memenuhi kriteria</b>	<b>110</b>
Obligasi yang dikeluarkan dari sampel, karena tidak diperdagangkan pada perioda t-2 sampai dengan t+2	(34)
<b>Jumlah sampel penelitian</b>	<b>76</b>

Jadi secara keseluruhan jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 76 obligasi perusahaan. Obligasi yang mengalami *downgrade* berjumlah 20, *upgrade* 17, dan stabil 39.

##### 4.2. Statistik Deskriptif

Pada tabel 2 disajikan statistik deskriptif untuk seluruh sampel dan subsampel yang digunakan untuk menguji hipotesis dalam penelitian ini.



**TABEL 2**  
**Statistik Deskriptif**

Keterangan	N	Minimum	Maksimum	Rata-rata	Deviasi Standar
<b>Seluruh sampel</b>					
YTM (sebelum pengumuman)	76	-2.13068	0.42809	0.05239	0.34026
YTM (setelah pengumuman)	76	-0.34788	0.34840	0.15054	0.08732
<b>Upgrade</b>					
YTM (sebelum pengumuman)	17	0.08542	0.42809	0.20102	0.07459
YTM (setelah pengumuman)	17	0.04510	0.34840	0.19214	0.06524
<b>Downgrade</b>					
YTM (sebelum pengumuman)	20	-2.13068	0.23201	0.06374	0.63189
YTM (setelah pengumuman)	20	-0.34788	0.23790	0.13084	0.12574
<b>Perusahaan kecil</b>					
YTM (sebelum pengumuman)	25	-1.66802	0.25375	0.07379	0.37477
YTM (setelah pengumuman)	25	-3.02333	0.25264	0.00811	0.64397
<b>Perusahaan besar</b>					
YTM (sebelum pengumuman)	30	-0.08199	0.31236	0.16856	0.07517
YTM (setelah pengumuman)	30	-1.45436	0.26012	0.12003	0.30061

### 4.3. Hasil Pengujian Hipotesis

#### 4.3.1. Analisis Uji Hipotesis Pertama

##### 4.3.1.1. Hipotesis 1

Hipotesis 1 diuji dengan uji nonparametrik, yaitu *Wilcoxon sign ranks test* karena data tidak berdistribusi normal. Hasil uji normalitas data dengan *One Sampel Kolmogorov Smirnov test* diperoleh nilai signifikansi 0.000 baik sebelum maupun setelah pengumuman. Oleh karena nilai signifikansinya kurang dari 0.05 maka data tidak berdistribusi normal. Berikut adalah hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk keseluruhan sampel:

**TABEL 3**  
**Hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk keseluruhan sampel**

#### Test Statistics(b)

	SETELAH - SEBELUM
Z	-1.657(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.098

a Based on negative ranks.

b Wilcoxon Signed Ranks Test

Dari pengujian *Wilcoxon sign ranks test* pada tabel 3 di atas, diperoleh nilai signifikansi 0.098. Oleh karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05, maka tidak berhasil menolak  $H_0$ , sehingga hipotesis pertama tidak didukung. Jadi tidak ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat untuk keseluruhan sampel. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman peringkat obligasi tidak memiliki kandungan informasi.

#### 4.3.1.2. Hipotesis 1a

Sebelum melakukan pengujian hipotesis 1a dan 1b, maka terlebih dahulu sampel dibagi dalam dua subsampel, yaitu obligasi yang mengalami *upgrade* dan *downgrade*. Dari keseluruhan sampel, obligasi yang mengalami *upgrade* terdiri dari 17 obligasi, dan obligasi yang mengalami *downgrade* terdiri dari 20 obligasi.

Hipotesis 1a diuji dengan uji parametrik yaitu *paired t-test*, karena data berdistribusi normal. Hasil uji normalitas data diperoleh nilai signifikansi 0.757 untuk YTM sebelum pengumuman dan 0.881 untuk YTM setelah pengumuman, oleh karena keduanya mempunyai signifikansi yang lebih besar dari 0.05 maka data berdistribusi normal. Berikut adalah hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *upgrade*:

**TABEL 4**  
**Hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat**  
**untuk obligasi yang mengalami upgrade**  
**Paired Samples Statistics**

		Mean	N	Std. Deviation	Std. Error Mean
Pair 1	SEBELUM	.20102041	17	.0745983537	.018092758
	M	8			
	SETELAH	.19214932	17	.0652495374	.015825337
		4			

#### Paired Samples Test

	Sig. (2-tailed)
Pair1 SEBELUM- SETELAH	.169

Dari tabel di atas rata-rata YTM sebelum pengumuman adalah 0.201020418 sedangkan rata-rata YTM setelah pengumuman adalah 0.192149324. Jadi rata-rata YTM sebelum pengumuman lebih besar daripada setelah pengumuman.

Dari pengujian *paired t-test* pada tabel 4 di atas, diperoleh nilai signifikansi 0.169, oleh karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0.05 maka tidak berhasil menolak  $H_0$ , sehingga hipotesis 1a tidak didukung. Jadi tidak ada perbedaan kinerja sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *upgrade*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *upgrade* tidak memiliki kandungan informasi.

#### 4.3.1.3. Hipotesis 1b

Hipotesis 1b diuji dengan uji nonparametrik, yaitu *Wilcoxon sign ranks test* karena data tidak berdistribusi normal. Hasil uji normalitas data diperoleh nilai signifikansi 0.002 untuk YTM sebelum pengumuman dan 0.067 untuk YTM setelah pengumuman. Nilai signifikansi untuk YTM sebelum pengumuman adalah lebih kecil dari 0.05 sehingga tidak berdistribusi normal. Nilai signifikansi untuk YTM setelah pengumuman lebih besar dari 0.05 sehingga berdistribusi normal, oleh karena jumlah observasi lebih kecil dari 30 maka diputuskan untuk menggunakan statistik non parametrik. Berikut adalah hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *downgrade*:



**TABEL 5**  
**Hasil uji beda YTM sebelum dan setelah pengumuman peringkat**  
**untuk obligasi yang mengalami downgrade**

**Test Statistics(b)**

	SETELAH - SEBELU M
Z	-2.091(a)
Asymp. Sig. (2-tailed)	.037

a Based on negative ranks.

b Wilcoxon Signed Ranks Test

Dari pengujian *Wilcoxon sign ranks test* pada tabel 5, diperoleh nilai signifikansi 0.037. Oleh karena nilainya lebih kecil dari 0.05, maka berhasil menolak  $H_0$ , sehingga hipotesis 1b didukung. Jadi ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *downgrade*. Hal ini menunjukkan bahwa pengumuman *downgrade* memiliki kandungan informasi.

#### 4.3.2. Analisis Uji Hipotesis Kedua

Sebelum melakukan pengujian hipotesis maka terlebih dahulu keseluruhan sampel harus dikelompokkan dalam subsampel obligasi perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hasil pengelompokan tersebut adalah sebagai berikut: perusahaan kecil berjumlah 22 perusahaan yang terdiri dari 25 obligasi, sedangkan perusahaan besar berjumlah 22 perusahaan yang terdiri dari 30 obligasi.

Pengujian hipotesis terdiri dari dua tahap, tahap pertama adalah melakukan uji beda terhadap YTM obligasi perusahaan besar dan perusahaan kecil sebelum pengumuman peringkat obligasi, sedangkan tahap kedua adalah melakukan uji beda terhadap YTM obligasi perusahaan besar dan perusahaan kecil setelah pengumuman peringkat obligasi.

Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan uji dua sampel bebas yaitu *Mann-Whitney Test* karena data tidak berdistribusi normal. Hasil uji normalitas data untuk YTM sebelum pengumuman peringkat obligasi, pada perusahaan besar nilai signifikansinya adalah 0.062 dan pada perusahaan kecil adalah 0.000. Sedangkan nilai YTM setelah pengumuman peringkat untuk perusahaan besar maupun kecil nilai signifikansinya adalah 0.000. Oleh karena nilai signifikansi YTM setelah pengumuman peringkat untuk kedua sub sampel lebih kecil dari 0.05 maka data tidak berdistribusi normal, sehingga diputuskan menggunakan uji nonparametrik. Berikut adalah hasil uji beda YTM sebelum pengumuman peringkat antara obligasi perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil:

**TABEL 6**  
**Hasil uji beda YTM sebelum pengumuman peringkat antara**  
**obligasi perusahaan besar vs. perusahaan kecil**

**Test Statistics(a)**

	YTM
Mann-Whitney U	300.000
Wilcoxon W	625.000
Z	-1.268
Asymp. Sig. (2-tailed)	.205

a Grouping Variable: SIZE

Dari hasil uji beda YTM obligasi sebelum pengumuman peringkat pada perusahaan kecil dibandingkan perusahaan besar dengan menggunakan *Mann-Whitney Test*, diperoleh nilai signifikansi 0.205 (Tabel 6), oleh karena nilainya lebih besar dari 0.05 maka dapat disimpulkan tidak ada perbedaan kinerja obligasi sebelum pengumuman peringkat untuk obligasi perusahaan besar dan kecil.

Oleh karena sebelum pengumuman peringkat tidak ada perbedaan kinerja obligasi maka dapat dilakukan uji beda kinerja obligasi setelah pengumuman peringkat untuk kedua kelompok perusahaan tersebut. Berikut adalah hasil uji beda YTM setelah pengumuman peringkat antara obligasi perusahaan besar dibandingkan perusahaan kecil:

**TABEL 7**  
**Hasil uji beda YTM setelah pengumuman peringkat antara**  
**obligasi perusahaan besar vs. perusahaan kecil**  
**Test Statistics(a)**

	YTM
Mann-Whitney U	306.000
Wilcoxon W	631.000
Z	-1.166
Asymp. Sig. (2-tailed)	.243

a Grouping Variable: SIZE

Dari pengujian *Mann-Whitney Test*, diperoleh nilai signifikansi 0.243 (Tabel 7), oleh karena nilainya lebih besar dari 0.05, maka penelitian ini tidak berhasil menolak  $H_0$ , sehingga hipotesis kedua tidak didukung. Jadi tidak ada perbedaan kinerja setelah pengumuman peringkat antara perusahaan besar dan perusahaan kecil. Hal ini berarti tidak ada perbedaan respon investor terhadap pengumuman peringkat obligasi dari perusahaan besar dan perusahaan kecil.

## 5. SIMPULAN, KETERBATASAN, DAN PENELITIAN BERIKUTNYA

### 5.1. Simpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat oleh agen pemeringkat dan apakah ada perbedaan pengaruh pengumuman peringkat pada kinerja obligasi perusahaan besar dan kecil. Perbedaan kinerja obligasi tersebut menunjukkan adanya respon investor terhadap pengumuman peringkat obligasi.

Penelitian ini menggunakan 76 sampel obligasi perusahaan (20 *downgrade*, 17 *upgrade*, dan 39 stabil) yang terdaftar dan aktif diperdagangkan di BES serta diperingkat oleh Pefindo dari tahun 2000 sampai dengan 2004.

Teori yang mendasari penelitian ini adalah teori signal, *Big Bang Theory*, dan beberapa penelitian empiris mengenai kandungan informasi pengumuman peringkat obligasi. Beberapa penelitian yang menguji kandungan informasi pengumuman peringkat obligasi adalah: Ingram dkk. (1983), Ederington dkk. (1987), Hand dkk. (1992), Lianto dan Matolcsy (1995), dan Liu dkk. (1999).

Secara keseluruhan hasil penelitian ini adalah:

1. Tidak ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat (untuk keseluruhan sampel), hal ini berarti secara keseluruhan pengumuman peringkat obligasi tidak memiliki kandungan informasi.
2. Tidak ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *upgrade*, hal ini berarti pengumuman *upgrade* tidak memiliki kandungan informasi.

3. Ada perbedaan kinerja obligasi sebelum dan setelah pengumuman peringkat pada obligasi yang mengalami *downgrade*, hal ini berarti pengumuman *downgrade* memiliki kandungan informasi.
4. Tidak ada perbedaan kinerja obligasi setelah pengumuman peringkat pada obligasi perusahaan besar dan perusahaan kecil, hal ini berarti respon investor terhadap pengumuman peringkat obligasi dari perusahaan besar dan kecil tidak berbeda, sehingga tidak sesuai dengan *Big Bang Theory*.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu bahwa kabar buruk (*bad news*) lebih direspon oleh investor (Hand dkk.,1992; Lianto dan Matolcsy,1995; Liu dkk.,1999). *Downgrade* merupakan kabar buruk bagi investor obligasi, karena menunjukkan meningkatnya risiko kredit yang disebabkan menurunnya *creditworthiness* dari perusahaan penerbit obligasi

Tidak adanya respon investor terhadap pengumuman peringkat obligasi yang mengalami *upgrade*, karena investor menganggap perubahan ini disebabkan karena ekspektasi agen pemeringkat terhadap penjualan, laba, dan arus kas masa depan perusahaan. Oleh karena ekspektasi tersebut tidak terlepas dari kondisi ketidakpastian bisnis di masa depan, maka investor yang konservatif dan tidak menyukai risiko (*risk averse*) tidak akan merespon pengumuman *upgrade* tersebut.

Bagi investor berinvestasi dalam obligasi yang diterbitkan perusahaan besar lebih aman dibandingkan perusahaan kecil, karena apabila terjadi *default* maka perusahaan besar mempunyai asset yang lebih besar untuk membayar utangnya dibandingkan perusahaan kecil. Pengumuman perubahan peringkat obligasi dari perusahaan kecil merupakan signal mengenai perubahan fundamental perusahaan, seharusnya lebih direspon oleh investor obligasi. Akan tetapi penelitian ini membuktikan bahwa investor tidak merespon secara berbeda pengumuman peringkat dari obligasi perusahaan besar maupun kecil, hal ini menunjukkan investor menganggap informasi peringkat sudah secara implisit menunjukkan tingkat keamanan dari suatu obligasi perusahaan.

## 5.2. Keterbatasan

Ada beberapa keterbatasan dalam penelitian ini, sehingga masih perlu diperbaiki untuk penelitian selanjutnya, yaitu:

1. Sampel dalam penelitian ini relatif sedikit dan hanya menggunakan pengumuman peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo sehingga hasil dari penelitian ini belum bisa digeneralisasikan untuk keseluruhan pengumuman peringkat di pasar obligasi Indonesia.
2. Penelitian ini menggunakan *window spanning* dari -2 bulan sampai dengan +2 bulan, sehingga sulit untuk mengendalikan perubahan tingkat suku bunga SBI yang turut mempengaruhi harga obligasi pada periode amatan.

## 5.3. Penelitian Berikutnya

Ada beberapa implikasi penting dan saran yang bisa dilakukan para peneliti di masa mendatang, yaitu:

1. Oleh karena mulai tahun 2005 di Bursa Efek Surabaya tersedia WAP 7 hari, 14 hari, dan 30 hari, maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan *window* yang lebih pendek sehingga perubahan tingkat suku bunga SBI dapat dikendalikan.
2. Membandingkan respon investor terhadap pengumuman peringkat Pefindo dan Kasnic. Apakah investor menilai peringkat obligasi dari kedua agen pemeringkat tersebut sebagai informasi risiko kredit yang berkualitas sama dan dapat dipercaya untuk keputusan investasi, atau lebih cenderung pada salah satu agen pemeringkat?
3. Seiring dengan semakin maraknya pasar obligasi di masa depan, maka penelitian selanjutnya dapat menggunakan proksi yang lebih tepat untuk menilai kandungan informasi suatu peristiwa di pasar obligasi, yaitu *yield spread* atau *yield premium*. *Yield spread* adalah YTM obligasi perusahaan dikurangi YTM obligasi pemerintah yang memiliki *maturity* sama, sedangkan *yield premium* adalah YTM obligasi perusahaan dikurangi YTM obligasi pemerintah yang memiliki *maturity*

dan kupon yang sama. YTM obligasi pemerintah dapat dijadikan *benchmark* karena tidak akan dipengaruhi oleh pengumuman informasi tersebut, karena obligasi pemerintah mempunyai kelas risiko yang paling rendah atau bahkan bebas risiko (Liu dkk., 1999).

## REFERENSI

- Baker, Kent H. dan Sattar A. Mansi. 2001. *Assesing Credit Rating Agencies by Bond Issuers and Institutional Investors*. Working paper.
- Beaver, William H., Catherine Shakespeare dan Mark T. Solimin. 2004. *Differential Properties in the Ratings of Certified vs. Non-Certified Bond rating Agencies*. Working Paper.
- Bhojraj, Sanjeev dan Partha Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors.” *Journal of Business* 76: 455-475.
- Bursa Efek Surabaya (BES). 2001. Mengenal Obligasi. *Over The Counter Fixed Income Service*.
- Ederington, Louis H., Jess B. Yawitz and Brian E. Roberts. 1987. The Informational Content of Bond Ratings. *The Journal of Financial Research* 3 (Fall): 211-226.
- Faerber, Esme. 2001. *Fundamentals of the Bond Market*. New York: McGraw-hill.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Second Edition. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Galil, Koresh. 2003. *The Quality of Corporate Credit Rating: an Empirical Investigation*. Working paper.
- Hand, John R. M., Robert W. Holthausen, dan Richard W. Leftwich. 1992. The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices. *The Journal of Finance*. Vol. XLVII. No. 2 (June): 733-752.
- Ingram, Robert W., Leroy D. Brooks dan Ronald M. Copeland. 1983. The Information Content of Municipal Bond Rating Change: A Note. *The Journal of Finance*. Vol. XXXVIII. No. 3 (June): 997-1003.
- Jogiyanto, H.M. 2003. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Edisi Tiga. Yogyakarta: BPFE.
- \_\_\_\_\_. 2004. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Edisi 2004/2005. Yogyakarta: BPFE.
- Kesumawati, Lusi. 2003. Pengaruh Peringkat Hutang dan Berbagai Faktor yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol Terhadap Yield Premium Obligasi. *Tesis S-2 Pasca Sarjana UGM*.
- Khurana, Inder K. dan K.K. Raman. 2003. Are Fundamentals Priced in the Bond market?” *Contemporary Accounting Research*. Vol. 20. No. 3. (Fall): 465-494.
- Lianto, T dan Matolcsy, Z.P. 1995. The Incremental Information Content of Bond Rating Revisions: The Australian Evidence. *Journal of Banking & Finance*. Vol. 19. Issue 5 (August): 891-910.
- Liu, Pu, Fazal J. Seyyed, dan Stanley D. Smith. 1999. The Independent Impact of Credit rating Changes-The Case of Moody’s Rating Refinement on Yield Premium. *Journal of Business Finance & Accounting*. Vol. 26. No. 4. (April/May): 337-363.
- Machfoedz, Mas’ud. 1994. Financial Ratio Analysis and The Prediction of Earnings Changes in Indonesia. *Kelola*: 115-137.
- Perry, Larry G., Pu Liu, dan Dorla A. Evans. 1988. Modified Bond Ratings: Further Evidence on The Effect of Split Ratings on Corporate Bond Yields. *Journal of Business finance & Accounting*. Vol. 15. No. 2 (Summer): 231-241.
- Sengupta, Partha. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*. Vol. 73. No. 4 (October): 459-474.