



RELASI RATING OBLIGASI DAN MARKET INDEKS PASAR MODAL INDONESIA

Amirah ✉

Fakultas Ekonomi, Universitas Pancasakti Tegal, Tegal, Indonesia

Info Artikel

Sejarah Artikel:
Diterima April 2010
Disetujui Juni 2010
Dipublikasikan September 2010

Keywords:
Obligation rating change;
Single index model;
Stock return;
Market return

Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji pengaruh perubahan rating obligasi baik saat di upgrade dan downgrade pada kepekaan hubungan antara return saham dan return pasar. Selain itu, penelitian ini menguji pengaruh perubahan rating obligasi terhadap intercept dan koefisien dalam model. Purposive sampling digunakan sebagai metode sampling dengan persyaratan semua penerbitan saham dan obligasi diambil dari Bursa Efek Indonesia pada 2000-2007 dan regresi linier sederhana dengan variabel dummy digunakan sebagai metode statistik. Hasil penelitian ini menunjukkan perubahan rating obligasi yang telah diupgrade yang menurunkan sensitivitas hubungan antara return saham dan return pasar. Sebaliknya, perubahan rating downgrade obligasi meningkatkan sensitivitas hubungan antara return saham dan return pasar. Dampak dari perubahan rating obligasi yang tidak signifikan karena perubahan rating obligasi telah diantisipasi oleh para investor.

Abstract

The purpose of this research is to examine the effect of obligation rating change both in upgrade and downgrade on the sensitivity of relationship between stock return and return market. In addition, this study examine the effect of obligation rating change to the intercept and coefficient in the model. Purposive sampling is used as sampling method with the requirement of all publishing stock and obligation taken from Indonesian Stock Exchange in 2000-2007 and simple linier regression with dummy variable is used as statistic method. The result of this research shows that upgraded obligation rating change which decreases the sensitivity of relationship between stock return and market return. On the opposite, the downgrade obligation rating change increases the sensitivity of relationship between stock return and return market. The effect of obligation rating change which is not significant since the obligation rating change has been anticipated by the investors.

JEL Classification: G2, G20, G24

✉ Alamat korespondensi:
Jl. Halmahera KM 1, Kota Tegal
E-mail: meera2984@yahoo.co.id

ISSN
2086-0668 (cetak)
2337-5434 (online)

PENDAHULUAN

Salah satu cara perusahaan untuk mendapatkan dana jangka panjang adalah dengan menerbitkan obligasi. Obligasi merupakan instrumen utang yang dikeluarkan perusahaan dengan maksud untuk dijual kepada investor baik secara langsung kepada investor potensial (*private placement*), maupun melalui bursa keuangan (*public placement*). Investor yang membeli obligasi korporasi harus menyadari bahwa investasinya bisa tidak kembali jika sebelum obligasi jatuh tempo, korporasi tersebut bangkrut yang memungkinkan nilai investasi dan bunganya menjadi gagal dibayar yang kemudian disebut dengan risiko default. Oleh karena itu, untuk membantu pengambilan keputusan para investor obligasi, Bapepam mensyaratkan setiap perusahaan yang ingin mengeluarkan obligasi atau surat utang yang ditawarkan ke publik memiliki peringkat dari perusahaan pemeringkat yang mendapat izin Bapepam yaitu Pefindo, Kasnic, dan Fitch Indonesia.

Pinches dan Mingo (1973) menyatakan bahwa, pemeringkatan obligasi bertujuan memberikan sistem penilaian yang mudah bagi investor dalam memperhitungkan kualitas investasi obligasi. Rating tersebut mencerminkan opini ahli (*expert opinion*) perusahaan pemeringkat mengenai kemampuan sebuah korporasi untuk membayar utang beserta bunganya tepat waktu. Sebagai kompensasinya, investor tentunya meminta tambahan return di atas obligasi pemerintah dengan karakteristik yang sama atau premium risiko default. Sedangkan, penelitian oleh Kliger dan Oded (2000) mengemukakan bahwa, informasi yang terkandung dalam rating bisa berpengaruh terhadap 3 hal, yaitu harga obligasi akan menyesuaikan terhadap informasi baru yang diterbitkan oleh moody's, harga saham bereaksi terhadap informasi baru yang diterbitkan oleh moody's, dengan adanya pengumuman rating dari moody's yang lebih baik (buruk) dibandingkan rating yang diharapkan, yang menyebabkan harga opsi saham akan turun (naik). Hasil yang lain menunjukkan bahwa, nilai hutang perusahaan akan meningkat (menurun), dan nilai ekuitas turun (naik) ketika informasi yang diterbitkan oleh moody's lebih baik (buruk) dibandingkan dengan rating yang diharapkan. Selanjutnya, bahwa Informasi yang terkandung dalam rating juga bisa dijadikan sebagai pembanding frekuensi kemungkinan terjadi *default* terhadap perusahaan lain yang mempunyai rating yang sama.

Perubahan rating obligasi merupakan suatu informasi yang bisa mempengaruhi keputusan investor, dimana informasi-informasi yang terkandung bisa dikatakan sebagai *signal* yang bisa dideteksi secara dini oleh investor akan kemungkinan terjadinya resesi atau *recovery* dalam perekonomian. Oleh karena itu, dengan adanya informasi tersebut, investor bisa menentukan langkah antisipatif untuk memaksimalkan return sesuai dengan risiko yang harus ditanggung. Langkah antisipatif tersebut selanjutnya akan membentuk harga dari sebuah sekuritas sebagai reaksi dari adanya informasi perubahan rating. Fakta lain menemukan adanya transfer informasi positif yang ditemukan di sekitar perkiraan manajemen laba, dividen laba pengumuman, pengumuman, Laporan Keuangan (Xu et al., 2006). Caton dan Goh (2003) menyelidiki implikasi dari penurunan peringkat untuk perkiraan pendapatan tetapi tidak menemukan perbedaan signifikan secara statistik di seluruh kelompok untuk portofolio industri.

Secara paralel, Dufresne et al. (2003) menyajikan model berbasis informasi penyakit menular di mana penyakit menular muncul karena Bayesian memperbarui kepercayaan oleh investor. Selain itu, Jorion et al. (2005) menemukan bahwa, pengaruh informasi pada perusahaan mengalami perubahan rating jauh lebih besar dalam periode tertentu. Hal tersebut menunjukkan bahwa, efek penularan, mendominasi untuk kebangkrutan dan ketika perusahaan mengalami peristiwa tak terduga yang merugikan kredit, tetapi efek kompetisi mendominasi kebangkrutan, ketika perusahaan dilikuidasi. Akan tetapi, kebangkrutan adalah peristiwa kredit yang ekstrim.

Efek harga saham untuk *upgrade* peringkat obligasi jauh lebih kuat untuk *low-rated* perusahaan relatif terhadap *high-rated* perusahaan. Sejalan dengan Akhigbe et al. (1997) yang menemukan abnormal return negatif tetapi tidak signifikan untuk persaingan industri. Dengan demikian, tampak bahwa *upgrade* tidak mengungkapkan informasi baru bagi persaingan industri. Penelitian lain oleh Cornell et al. (1989) menemukan bahwa peringkat obligasi yang turun berpengaruh negatif signifikan pada return saham abnormal, sebaliknya terjadinya peningkatan rating obligasi tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap return saham abnormal. Berbeda dengan hasil penelitian sebelumnya, Goh dan Louis (1993) menunjukkan bahwa penurunan rating yang diakibatkan adanya perubahan pada tingkat *leverage* mencerminkan adanya pemindahan kekayaan dari *bondholder* kepada *shareholder*. Oleh karena itu, hanya rating yang turun yang mempunyai pengaruh negatif terhadap return.

Romero (2007) menemukan bahwa baik rating yang mengalami penurunan maupun peningkatan mempunyai pengaruh signifikan pada *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman perubahan rating. Baron et al. (1997) menemukan adanya pengaruh signifikan untuk utang jangka panjang terhadap return, sedangkan untuk utang jangka pendek tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham. Purda (2007) menguji pengaruh perubahan rating obligasi yang diantisipasi oleh investor terhadap variasi return saham. Hasil penelitian menunjukkan bahwa reaksi pasar atas perubahan yang telah diprediksi kurang signifikan dibandingkan reaksi pasar atas perubahan rating yang *surprise*.

Beberapa penelitian yang menghubungkan rating obligasi dengan risiko pasar adalah Pinches dan Clay (1975) menemukan adanya risiko pasar (beta) yang berbeda secara signifikan untuk obligasi dengan rating yang tinggi dan rating obligasi yang rendah, yakni rating obligasi yang mengalami penurunan (*downgrade*) mempunyai nilai beta yang lebih tinggi dibandingkan dengan rating obligasi yang mengalami kenaikan (*upgrade*). Penelitian yang berkaitan juga dengan rating obligasi di Indonesia pernah dilakukan oleh PEFINDO.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa rating mempunyai korelasi negatif dengan probabilitas kegagalan (*default probabilities*). Pada saat yang sama, PEFINDO juga menemukan adanya kecenderungan untuk stabil pada rating obligasi yang tinggi dibandingkan dengan rating yang rendah. Risiko *default* yang ada pada perusahaan, sangat erat kaitannya dengan struktur modal perusahaan terutama berhubungan dengan proporsi hutang dibandingkan dengan ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan. Secara teori, risiko *default* yang dihubungkan dengan tingkat hutang perusahaan mempunyai hubungan dalam menentukan risiko sistematis saham perusahaan yang dilihat dari parameter β dalam model indeks tunggal.

Hasil dari menguji model yang telah dilakukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya, hanya mengindikasikan secara terbatas pada reaksi pasar dengan menguji ada tidaknya *abnormal return* di sekitar tanggal perubahan rating obligasi. Selain itu, penelitian-penelitian sebelumnya hanya terbatas pada pengaruh variabel terhadap intersep tetapi tidak mempengaruhi koefisien kemiringan dari berbagai regresi subkelompok. Oleh karena itu, penelitian ini ingin mengembangkan pengujian dengan melihat ada tidaknya perubahan struktural model, yakni pada intersep dan koefisien dalam model regresi dengan menggunakan asumsi mengenai kekonstanan koefisien kemiringan antar subkelompok baik sebelum dan sesudah terjadi perubahan rating obligasi.

Disamping itu,, penelitian ini juga ingin melihat pengaruh perubahan rating terhadap kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar, pengaruh perubahan rating obligasi terhadap kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar dan pengaruh perubahan rating obligasi terhadap perubahan intersep dan koefisien regresi dalam model. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa penelitian ini akan menguji pengaruh perubahan rating obligasi terhadap kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar, serta pengaruhnya terhadap perubahan intersep dan koefisien regresi dalam model.

METODE

Prosedur pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, dengan kriteria seluruh perusahaan penerbit saham dan obligasi yang listing di BEI periode tahun 2000-2007 yang mengalami perubahan rating obligasi. Selanjutnya diperoleh 31 perusahaan yang kemudian didapat sebanyak 64 observasi yakni 51 observasi dengan kategori *upgrade*, dan 13 observasi dengan kategori *downgrade*.

Data yang akan digunakan yaitu data harga saham dan IHSG yang diperoleh dari PDDB UGM, serta data rating obligasi yang diperoleh dari PT. Pefindo sebagai agen pemeringkat obligasi di Indonesia. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah return saham yang merupakan hasil yang diperoleh dari investasi. Return saham yang digunakan dalam penelitian ini dibedakan menjadi tiga macam, yaitu return saham harian, return saham mingguan, serta return saham bulanan. Secara matematis *Return* saham dapat dinyatakan dengan rumus:

$$\text{Return saham} = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Keterangan: P_t = Harga Investasi Sekarang. P_{t-1} = Harga Investasi Periode Lalu

Indeks harga saham gabungan merupakan proksi dari harga pasar. Selanjutnya return IHSG ini digunakan untuk menghitung beta pasar dengan meregresikan return IHSG sebagai variabel independen, dan return saham sebagai variabel dependen baik secara harian, mingguan maupun bulanan dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$RIHSG = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Variabel dummy dalam penelitian ini adalah periode sebelum dan sesudah perubahan rating obligasi. Sebelum diberi nilai 0 dan sesudah perubahan rating obligasi bernilai 1.

Model pengujian dalam penelitian ini adalah:

$$\begin{aligned} H1: \quad R_{it} &= \alpha + \beta_1 R_{mt} + \epsilon_{it} \\ R_{it} &= \alpha + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 D + \epsilon_{it} \\ H2: \quad R_{it} &= \alpha_1 + \alpha_2 D + \beta_1 R_{mt} + \beta_2 D * R_{mt} + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

Keterangan:

R_{it} = return saham individu; R_{mt} = return pasar atau return IHSG; Variabel dummy = 0 pada saat sebelum perubahan rating obligasi 1 pada saat sesudah perubahan rating obligasi

Model pengujian hipotesis satu dilakukan pengujian secara terpisah baik sebelum dan sesudah terjadinya perubahan rating obligasi untuk menguji perubahan tingkat kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar setelah terjadinya perubahan rating obligasi. Selanjutnya untuk menguji tingkat signifikansi pengaruh perubahan rating obligasi tersebut dilakukan pengujian dengan persamaan dua, yaitu dengan memasukkan variabel dummy. Jika koefisien variabel dummy dihasilkan signifikan secara statistik, maka dapat disimpulkan bahwa perubahan rating obligasi mempunyai pengaruh terhadap tingkat kepekaan return saham dengan return pasar.

Pengujian hipotesis dua dilakukan dengan menggunakan uji *Chow* pada model 3. Penggunaan chow test di sini karena mempunyai beberapa keunggulan, yakni: Jika ada dua regresi yang berbeda, maka dengan menggunakan chow test bisa dilihat apakah perbedaan tersebut terjadi pada alpha atau beta, atau bahkan terjadi pada keduanya. Penggunaan variabel dummy bisa digunakan sebagai alternatif pengujian dengan teknik anova dan ancova. Hanya dengan menggunakan satu regresi, kita bisa diperoleh estimasi parameter dari dua observasi yang berbeda. Jika parameter estimasi α_2 dan β_2 pada model tiga signifikan secara statistik melalui uji t, maka akan menolak hipotesis nol. Hal ini berarti adanya perbedaan perilaku return saham sebelum dan sesudah terjadi perubahan rating. Dengan kata lain, garis regresi akan berbeda pada saat sebelum dan sesudah perubahan rating obligasi baik dalam hal intersep maupun slopenya. Dalam persamaan 3, α_2 merupakan intersep pembeda kedua regresi yang menunjukkan seberapa besar perbedaan intersep sebelum perubahan rating obligasi dan sesudah terjadi perubahan rating obligasi. Sedangkan β_2 merupakan slope pembeda yang menunjukkan seberapa besar slope berbeda di dalam kedua periode penelitian.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Tabel 1. Rata-Rata Statistik Deskriptif Return Upgrade

		Mean	Max	Min	Std. deviasi
Harian	Pool	0,0014	0,1656	-0,1799	0,0299
	Sebelum	0,0020	0,1439	-0,1397	0,0308
	Sesudah	0,0009	0,1292	-0,1311	0,0285
Mingguan	Pool	0,0066	0,2215	-0,1864	0,0615
	Sebelum	0,0095	0,2019	-0,1495	0,0643
	Sesudah	0,0038	0,1636	-0,1521	0,0571
Bulanan	Pool	0,0255	0,3153	-0,2310	0,1236
	Sebelum	0,0365	0,2764	-0,1811	0,1314
	Sesudah	0,0166	0,2203	-0,1752	0,1116

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 2. Rata-Rata Statistik Deskriptif Return Downgrade

		Mean	Max	Min	Std. deviasi
Harian	Pool	0,00075	0,242	-0,165	0,036
	Sebelum	0,00034	0,192	-0,134	0,035
	Sesudah	0,00141	0,207	-0,144	0,038
Mingguan	Pool	0,00272	0,341	-0,163	0,068
	Sebelum	0,00096	0,233	-0,137	0,065
	Sesudah	0,00511	0,254	-0,156	0,072
Bulanan	Pool	0,01529	0,415	-0,212	0,139
	Sebelum	0,00592	0,326	-0,169	0,142
	Sesudah	0,02256	0,286	-0,189	0,138

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 3. Rata-Rata Statistik Deskriptif IHGS Upgrade

		Mean	Max	Min	Std. deviasi
Harian	Pool	0,0013	0,0590	-0,0759	0,0137
	Sebelum	0,0014	0,0470	-0,0614	0,0130
	Sesudah	0,0012	0,0570	-0,0647	0,0145
Mingguan	Pool	0,0063	0,1374	-0,1154	0,0351
	Sebelum	0,0066	0,0985	-0,0944	0,0332
	Sesudah	0,0058	0,1058	-0,0899	0,0339
Bulanan	Pool	0,0272	0,1650	-0,1332	0,0693
	Sebelum	0,0281	0,1360	-0,1050	0,0693
	Sesudah	0,0262	0,1338	-0,0837	0,0637

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 4. Rata-Rata Statistik Deskriptif IHSG Downgrade

		Mean	Max	Min	Std. deviasi
Harian	Pool	0,0015	0,0504	-0,0809	0,0133
	Sebelum	0,0015	0,0450	-0,0675	0,0133
	Sesudah	0,0016	0,0471	-0,0631	0,0136
Mingguan	Pool	0,0072	0,0971	-0,0775	0,0292
	Sebelum	0,0072	0,0846	-0,0618	0,0292
	Sesudah	0,0074	0,0774	-0,0682	0,0299
Bulanan	Pool	0,0313	0,1354	-0,0921	0,0587
	Sebelum	0,0314	0,1317	-0,0752	0,0613
	Sesudah	0,0290	0,1227	-0,0784	0,0611

Sumber: data yang diolah (2007)

Hipotesis satu diuji dengan membandingkan beta pada saat sebelum terjadi perubahan rating obligasi dengan beta setelah terjadi perubahan rating obligasi. Nilai beta diperoleh dengan meregresikan return IHSG sebagai proksi dari return pasar terhadap return saham individu harian, mingguan, dan bulanan. Selanjutnya nilai beta pada masing-masing saham perusahaan dihitung nilai rata-rata secara keseluruhan untuk melihat perubahan beta yang terjadi pada saat sebelum dan sesudah perubahan rating. Adapun nilai rata-rata beta yang dihasilkan dari pengujian model 1 adalah sebagai berikut:

Tabel 5. Rata-rata beta sebelum dan sesudah perubahan rating upgrade

Harian		Mingguan		Bulanan	
Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
1,01684	0,84945	0,96979	0,92419	1,01114	0,98669

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 6. Rata-rata beta sebelum dan sesudah perubahan rating downgrade

Harian		Mingguan		Bulanan	
Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah	Sebelum	Sesudah
0,84845	1,06947	0,93273	1,09492	0,89794	0,98541

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 5 terlihat bahwa adanya penurunan rata-rata beta setelah terjadi perubahan rating obligasi *upgrade*. Penurunan rata-rata beta pada data *upgrade* terjadi sebesar 0,16739 untuk data harian, 0,0456 untuk data mingguan, dan 0,02445 untuk data bulanan. Sebaliknya, terjadi peningkatan rata-rata beta setelah terjadi perubahan rating *downgrade*. Peningkatan rata-rata beta harian terjadi sebesar 0,22102 untuk data harian, 0,16219 untuk data mingguan, dan 0,08747 untuk data bulanan. Hasil yang telah diperoleh sesuai dengan yang diharapkan, perubahan rating obligasi *downgrade* meningkatkan kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar. Sebaliknya perubahan rating obligasi *upgrade* menurunkan kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar.

Untuk melihat tingkat signifikansi pengaruh perubahan rating, selanjutnya dilakukan pengujian tambahan untuk menguji tingkat signifikansi perubahan beta saham. Pengujian dilakukan dengan menggunakan uji beda *t test paired* sampel pada beta sebelum dan sesudah terjadi perubahan rating obligasi dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Uji Beda T Tes Rata-Rata Beta Upgrade

	Harian	Mingguan	Bulanan
t test	2,531	0,599	0,203
Sig	0,015	0,552	0,840

Sumber: data yang diolah (2007)

Tabel 8. Hasil Uji Beda T Tes Rata-Rata Beta Downgrade

	Harian	Mingguan	Bulanan
t test	-1,208	-0,899	-0,340
Sig	0,250	0,386	0,740

Sumber: data yang diolah (2007)

Hasil uji beda t tes menunjukkan bahwa hanya pengujian harian *upgrade* saja yang mempunyai tingkat signifikansi $< 0,05$. Sedangkan untuk data mingguan, dan bulanan mempunyai tingkat signifikansi $> 0,05$. Hal ini berarti adanya perubahan beta harian yang signifikan setelah terjadi perubahan rating obligasi, serta adanya perubahan beta mingguan dan bulanan yang tidak signifikan setelah terjadi perubahan rating obligasi. Hasil yang diperoleh dengan menggunakan uji beda t test sama halnya dengan hasil pengujian regresi model 2. Berikut ini ringkasan hasil pengujian dengan menggunakan model 2:

Tabel 9. Hasil Uji Model 2

	Upgrade	Downgrade
Harian	2 observasi sig < 0,05 3 observasi sig < 0,1	Tidak ada yang signifikan
Mingguan	2 observasi sig < 0,05 3 observasi sig < 0,1	1 observasi sig < 0,1
Bulanan	3 observasi sig < 0,05 2 observasi sig < 0,1	Tidak ada yang signifikan

Sumber: data yang diolah (2007)

Perubahan rating yang terjadi ternyata tidak secara signifikan mempengaruhi kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar. Terbukti dari 51 observasi *upgrade* hanya terdapat 5 observasi mempunyai tingkat signifikansi < 0,05 dan < 0,1. Sedangkan pada observasi *downgrade* terlihat hanya 1 observasi mingguan perubahan rating obligasi yang berpengaruh signifikan pada 0,1 terhadap kepekaan hubungan return saham dengan return pasar. Variabel dummy yang tidak signifikan pada model 2, mengindikasikan bahwa pasar kurang bereaksi atas adanya perubahan rating obligasi. Purda (2007) menyatakan bahwa, ketika pasar kurang bereaksi atas sebuah informasi dalam hal ini perubahan rating obligasi dapat juga disebabkan karena perubahan rating tersebut telah diantisipasi oleh investor.

Arah yang dihasilkan secara rata-rata mendukung hipotesis yang diajukan, yaitu perubahan rating obligasi *upgrade* menurunkan kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar, dan sebaliknya perubahan rating *downgrade* meningkatkan kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar. Hal ini berarti bahwa ketika rating obligasi perusahaan mengalami peningkatan atau *upgrade*, maka akan menimbulkan penurunan risiko. Sebaliknya, rating yang mengalami *downgrade* menunjukkan adanya peningkatan risiko. Nilai perubahan yang terjadi menunjukkan bahwa, angka perubahan akan terlihat lebih besar pada rating yang mengalami *downgrade* dibandingkan dengan rating yang mengalami *upgrade*. Hal ini berarti bahwa pasar lebih bereaksi pada saat rating mengalami penurunan atau *downgrade* dibandingkan dengan rating yang mengalami peningkatan atau *upgrade*. Beberapa hasil penelitian terdahulu berkenaan dengan hasil yang telah dilakukan adalah:

Tabel 10. Rangkuman Hasil Penelitian Terdahulu

Peneliti	Hasil
Pinches & J. Clay (1975)	Beta pada rating downgrade lebih tinggi dibandingkan dengan beta pada rating upgrade
Carpenter dan Chew (1983)	Pada rating upgrade, terjadi peningkatan beta sebesar 66,7% dari sampel, dan 33,3% dari sampel terjadi penurunan beta, sedangkan pada rating downgrade terjadi penurunan beta sebesar 75% dari sampel, dan 25% dari sampel terjadi peningkatan beta
Goh & Louis (1993 & 1999)	Adanya reaksi pasar (-) terhadap perubahan rating downgrade
Dichev & Piotroski (2001), dan Romero (2007)	Adanya (-) abnormal return untuk downgrade; tidak adanya abnormal return untuk perubahan rating upgrade

Tabel 11. Hasil Pengujian Hipotesis 2

	Harian		Mingguan		Bulanan	
	Upgrade	Downgrade	Upgrade	Downgrade	Upgrade	Downgrade
α_2	4	0	5	1	3	0
β_2	13	8	10	4	8	1
α_2	3	0	1	0	0	0
β_2						

Sumber: data yang diolah (2007)

Hipotesis 2 diuji dengan menggunakan *chow test* untuk menguji ada tidaknya perubahan struktural dalam model regresi. Pengujian *chow test* yang dirangkum pada tabel di atas, menunjukkan bahwa terlihat hanya tiga observasi *upgrade* data harian dan satu observasi *upgrade* data mingguan yang mengalami perubahan struktural baik intersep maupun slope-nya. Sedangkan untuk rating yang mengalami penurunan atau *downgrade* tidak ada yang mengalami perubahan struktur model regresi baik pada intercept maupun koefisien regresi. Hasil tersebut tidak sesuai dengan yang diharapkan. Hal ini berarti rata-rata kepekaan return saham dengan return pasar pada saat sesudah terjadi perubahan rating obligasi tidak berbeda dengan rata-rata kepekaan return saham dengan return pasar sebelum terjadi perubahan rating obligasi.

Jika intersep mengalami perubahan tanpa adanya perubahan pada koefisien, berarti rata-rata kepekaan return saham dengan return pasar pada saat sesudah terjadi perubahan rating obligasi berbeda dengan rata-rata kepekaan return saham dengan return pasar sebelum terjadi perubahan rating obligasi. Akan tetapi, baik sebelum maupun sesudah terjadi perubahan rating mempunyai tingkat perubahan pergerakan kepekaan yang sama pada return saham terhadap return pasar sebesar β_2 . Sebaliknya, ketika dalam model hanya koefisien yang berubah, berarti bahwa rata-rata kepekaan return saham dengan return pasar tidak berbeda baik sebelum maupun sesudah terjadi perubahan rating obligasi. Namun demikian, tingkat perubahan pergerakan kepekaan return saham dengan return pasar berbeda pada saat sebelum dan sesudah terjadi perubahan rating obligasi.

Kondisi ini tidak mendukung beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Francis dan Fabozzi (1979) yang menemukan bahwa alpha dan beta secara keseluruhan pada SIMM cenderung berbeda secara signifikan, selain itu dihasilkan juga bahwa SIMM dipengaruhi oleh kondisi ekonomi makro. Sedangkan Carpenter dan Chew (1983) menemukan perubahan rating obligasi tidak berpengaruh terhadap perubahan intersep dalam model.

SIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan yang dapat diambil dari hasil uji analisis regresi dan *chow test*, yaitu: satu, perubahan rating *upgrade* menurunkan kepekaan hubungan antara return saham dengan return pasar, sebaliknya perubahan rating *downgrade* meningkatkan kepekaan hubungan return saham dengan return pasar. Hal ini sesuai dengan teori dimana rating yang mengalami *downgrade* menunjukkan adanya peningkatan risiko akibat meningkatnya risiko gagal bayar yang dialami oleh perusahaan, walaupun dalam penelitian ini dihasilkan pengaruh yang tidak signifikan, atau hanya pengujian harian *upgrade* saja yang mempunyai pengaruh signifikan $< 0,05$ terhadap kepekaan hubungan return saham dengan return pasar. Dua, perubahan rating obligasi tidak berpengaruh terhadap perubahan struktur model regresi. Hal ini mengindikasikan bahwa perubahan rating yang terjadi telah diantisipasi oleh investor sebagaimana yang ditemukan Purda (2007).

Penelitian tentang pengaruh perubahan rating obligasi terhadap market model ini mempunyai beberapa keterbatasan, yaitu: satu, terbatasnya sampel yang digunakan dalam penelitian. Kondisi ini terjadi karena sedikitnya perusahaan yang menerbitkan obligasi sekaligus saham yang *listed* di Bursa Efek Indonesia periode 2000-2007. Dua, penelitian ini hanya terbatas menggunakan *Single Index Model* tanpa memasukkan variabel lain sebagai kontrol. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya diharapkan memasukkan faktor-faktor tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Akhigbe, A., Jeff, M & Ann, M. W. 1997. Intra-industry effects of bond rating adjustments. *Journal of Financial Research*. pp: 545-561.
- Barron, M. J., Clare, A. D & Thomas, S. H. 1997. The Effect Of Bond Rating Changes And New Ratings On UK Stock Return. *The Journal Business Finance & Accounting*. Vol. 24, No. 3.
- Carpenter, M. D & Chew, I. K. 1983. The Effect Of Default Risk On The Market Model. *The Journal Of Financial Research*. Vol. 6, No 3.
- Caton, G & Jeremy, G. 2003. Are all rivals affected equally by bond rating downgrades? *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 20, pp: 49-62.
- Cornell, B., Wayne, L & Alan, C. S. 1989. Cross-Sectional Regularities in the Response of Stock Prices to Bond Rating Changes. *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*.
- Dufresne, P. C., Goldstein, R. S & Helwege, J. 2003. Is credit event risk priced? Modeling contagion via the updating of beliefs. *Working Paper*, UC-Berkeley.
- Francis, J. C & Fabozzi, F. J. 1979. The Effect Of Changing Macroeconomic Conditions On The Parameters Of The Single Index Market Model. *Journal of Financial And Quantitative Analysis*. Vol. 14, No. 2.
- Goh, J. C & Louis, H. E. 1993. Is A Bond Rating Downgrade Bad News, Goog News, Or No News For Stoockholders? *The Journal of Finance*. Vol. 68, No. 5.
- Goh, J. C & Louis, H.E. 1999. Cross Sectional Variation In The Stock Market Reaction To Bond Rating Changes. *The Quarterly Review Of Economics And Finance*. Vol. 39, No. 1.
- Jorion, P., Zhu, L & Charles, S. 2005. Informational effects of Regulation FD: Evidence from ratings agencies. *Journal of Financial Economics*. No. 76 (May), pp: 309-330.
- Kliger, D & Oded, S. 2000. The Information Value of Bond Ratings. *The Journal of Finance*. Vol. 55, No. 6.

- Pinches & Mingo. 1973. A Multivariate Analysis Of Industrial Bond Ratings. *Journal Of Finance* .
- Purda, L. D. 2007. Stock Market Reaction to Anticipated Versus Surprise Rating Changes. *The Journal of Financial Research*. Vol. 30, No. 2.
- Romero, P. A & Fernandez, M .D. R. 2007. Bond Rating Changes and Stock Return: Evidence from the Spanish Stock Market. *Spanish Economic Review*.
- Xu, T., Mohammad, N & Ziegenfuss, D. E. 2006. Intra-industry effects of earnings restatements due to accounting irregularities. *Journal of Business Finance & Accounting* . No. 33 (5-6), pp: 696-714.