



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1 Pasar Modal

Ketika suatu perusahaan ingin menambah modal usahanya, memperkuat laporan keuangannya, mengembangkan produk dan teknologi yang baru, melakukan akuisisi serta memperluas pangsa pasarnya, perusahaan tersebut dapat memilih beberapa alternatif investasi yang dapat diperoleh melalui pasar modal (Blankson, 2008).

Pasar modal merujuk kepada seluruh institusi dan prosedur yang menyediakan transaksi instrumen keuangan jangka panjang. Jangka panjang disini memiliki arti bahwa instrumen keuangan tersebut memiliki periode jatuh tempo lebih dari satu tahun (Keown et al., 2005).

Instrumen investasi jangka panjang tersebut diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* dan perusahaan swasta dengan misi yaitu mempercepat proses perluasan partisipasi masyarakat dalam kepemilikan saham-saham perusahaan, pemerataan pendapatan masyarakat melalui kepemilikan saham perusahaan, menggairahkan partisipasi masyarakat dalam pengarahannya dan penghimpunan dana untuk digunakan secara produktif (Azis et al., 2015).

2.2 Instrumen Pasar Modal

Bentuk instrumen pasar modal disebut juga dengan efek, yaitu surat berharga yang terbagi menjadi saham, obligasi, hak waran, hak *right* dan *derivative* (Samsul, 2006).

2.2.1 Saham

Saham merupakan tanda bukti bahwa seseorang memiliki perusahaan dimana pemilikinya disebut juga sebagai pemegang saham. Bukti bahwa seseorang atau suatu pihak dapat dianggap sebagai pemegang saham adalah apabila mereka sudah tercatat sebagai pemegang saham dalam buku yang disebut Daftar Pemegang Saham.

2.2.2 Obligasi

Obligasi adalah tanda bukti bahwa perusahaan memiliki utang jangka panjang kepada masyarakat, yaitu diatas 3 tahun. Pihak yang membeli obligasi kemudian akan mendapatkan keuntungan berupa bunga yang dibayarkan per tiap periode yang ditentukan.

2.2.3 Bukti *Right*

Bukti *right* adalah hak untuk membeli saham pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu. Hak membeli itu dimiliki oleh pemegang saham lama. Harga tertentu disini berarti harganya sudah ditetapkan di muka dan biasa disebut harga pelaksanaan (*strike price*) atau harga tebusan (*exercise price*).

2.2.4 Bukti Waran

Waran adalah hak untuk membeli sejumlah saham biasa dengan harga tertentu. Waran berbeda dengan *right*. *Right* biasanya ditawarkan lebih dahulu kepada pemegang saham lama, sedangkan waran tidak harus ditawarkan kepada pemegang saham lama, pihak mana saja dapat membelinya.

2.4.5 Derivative

Instrumen *derivative* merupakan turunan dari produk asli yang diperjual belikan di pasar berjangka. *Derivative* terbagi menjadi 2, yaitu kontrak berjangka dan kontrak opsi.

2.3 Obligasi

Obligasi merupakan salah satu tipe hutang atau surat perjanjian jangka panjang, yang diterbitkan oleh pihak peminjam (*borrower*), yang menjanjikan untuk membayar pemilik obligasi (*bondholder*) sejumlah bunga tetap yang telah ditentukan per tiap tahunnya (Keown et al., 2005).

Bunga tersebut akan diterima dalam bentuk kupon baik per semester, kuartal, caturwulan maupun tahunan dan pada saat pelunasan obligasi pemegang obligasi akan menerima pokok obligasi (Samsul, 2006)

2.4 Jenis Obligasi

Sebelum transaksi jual beli obligasi terjadi, ada suatu kontrak perjanjian antara pembeli dan penjual obligasi. Kontrak perjanjian ini disebut kontrak perjanjian obligasi (*bond indenture*). Di dalam kontrak ini ada berbagai perjanjian, yang akan membuat obligasi bervariasi. Jadi, dapat disimpulkan bahwa macam obligasi ditentukan oleh kontrak perjanjian (*bond indenture*). Macam macam obligasi dapat dikelompokkan menjadi 8 klasifikasi, yaitu (Azis et al., 2015)

2.4.1 Obligasi Berdasarkan Penerbit

Berdasarkan penerbitnya, obligasi dapat dibagi menjadi 3 jenis yaitu

1. Obligasi pemerintah, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, seperti Obligasi Republik Indonesia (ORI)
2. Obligasi perusahaan milik negara, contoh obligasinya adalah BTN, Bapindo, PLN, Pegadaian, Pelabuhan Indonesia, dll.
3. Obligasi perusahaan swasta, contohnya adalah Astra Internasional, Ciputra Development, Bank Modern, dll.

2.4.2 Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran Bunga

Berdasarkan sistem pembayaran bunga maka obligasi dapat dibagi ke dalam 2 jenis yaitu

1. Obligasi kupon, yaitu obligasi yang bunganya dibayarkan secara periodik, ada yang setiap triwulan, semester atau tahunan. Pada setiap obligasi terdapat bagian yang dapat dirobek untuk mengambil bunga obligasi tersebut. Bagian inilah yang disebut kupon obligasi.
2. Obligasi *zero coupon*, yaitu obligasi yang bunganya dibayarkan secara sekaligus pada saat pembelian. Kupon yang diterima berupa potongan harga untuk obligasi yang dijual. Bunganya tetap dan dikunci untuk mengurangi

risiko. Bunga yang diberikan sangat dipengaruhi oleh suku bunga pesaing.

2.4.3 Obligasi Berdasarkan *Rating*

Berdasarkan peringkatnya, obligasi dibagi menjadi 2 jenis yaitu

1. *Investment grade*, yaitu obligasi yang masuk ke dalam peringkat yang layak untuk investasi.
2. *Non-investment grade*, yaitu obligasi yang masuk ke dalam peringkat tidak layak untuk investasi.

2.4.4 Obligasi Berdasarkan *Callable Future*

Berdasarkan *callable future*, obligasi dibagi menjadi 3 jenis yaitu

1. *Freely Callable Bond*, dalam kontrak perjanjian obligasi, pada saat tertentu perusahaan penerbit dapat memanggil (menarik) obligasi kembali. Perusahaan penerbit mempunyai kesempatan untuk menarik kembali obligasi dengan tingkat bunga yang lebih rendah. Konsep ini disebut dengan *refunding*.
2. *Non Callable Bond*, adalah obligasi yang tidak dapat dibeli kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo. Kecuali penerbit membeli melalui mekanisme pasar.
3. *Deferred Callable Bond*, merupakan kombinasi antara *callable bond* dengan *non callable bond*. Biasanya ditentukan suatu batas waktu tertentu dimana obligasi

tersebut tidak dapat dibeli kembali (*non callable*), misalnya pada tahun pertama, kemudian sesudahnya penerbit dapat membeli kembali.

2.4.5 Obligasi Berdasarkan Konversi

Berdasarkan konversi, obligasi dibagi menjadi 2 jenis yaitu

1. Obligasi konversi, obligasi konversi merupakan obligasi yang dapat ditukar dengan saham, baik saham penerbit obligasi sendiri, maupun saham perseroan lain yang dimiliki oleh penerbit obligasi.
2. Obligasi non-konversi, yaitu obligasi yang tidak dapat dikonversikan menjadi saham tetapi hanya mencairkan pokok obligasi tersebut pada waktu jatuh tempo sebagaimana obligasi lainnya.

2.4.6 Obligasi Berdasarkan Tempat Penerbitan

Berdasarkan tempat penerbitan, obligasi dibagi menjadi 3 jenis yaitu

1. Obligasi Domestik (*Domestic Bond*), yaitu obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau lembaga dalam negeri dan dipasarkan di dalam negeri.
2. Obligasi Asing (*Foreign Bond*), merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan atau lembaga asing pada suatu negara tertentu dimana obligasi tersebut dipasarkan.

2.4.7 Obligasi Berdasarkan Jaminan

Berdasarkan jaminannya, obligasi dibagi menjadi 2 jenis yaitu (Cahyono, 2004) :

1. Obligasi dengan jaminan merupakan obligasi yang diterbitkan dengan dukungan agunan, bisa berupa agunan khusus atau umum. Penjamin obligasi umumnya adalah perusahaan induk atau perusahaan afiliasi. Apabila perusahaan penerbit lalai dalam memenuhi kewajibannya, maka penjamin (*guarantor*) yang bersangkutan yang akan membayarnya.
2. Obligasi tanpa jaminan, yaitu obligasi yang diterbitkan melalui kredit umum peminjam. Obligasi tersebut yang dinamakan obligasi debentur (*debentured bond*) digunakan oleh perusahaan besar yang memiliki peringkat kredit yang baik.
3. *Global Bond*, merupakan obligasi yang diterbitkan untuk dapat diperdagangkan dimanapun tanpa adanya keterbatasan tempat penerbitan atau tempat perdagangan tertentu.

2.4.8 Obligasi Berdasarkan Tingkat Bunga

Berdasarkan tingkat bunga, obligasi dikelompokkan menjadi 3 jenis yaitu

1. Obligasi bunga tetap, yaitu obligasi yang bunganya ditetapkan diawal dan tidak akan pernah berubah.
2. Obligasi bunga mengambang yang berarti, kupon bunga yang diterima pemodal berubah-ubah setiap waktu sesuai dengan sesuai dengan tingkat bunga referensi yang digunakan.
3. Obligasi bunga campuran, yaitu obligasi yang bunganya ditetapkan diawal untuk beberapa periode, kemudian selanjutnya dapat berubah sesuai dengan tingkat bunga referensi yang digunakan.

2.5 Karakteristik Obligasi

Ketika suatu perusahaan atau institusi *non-profit* membutuhkan bantuan finansial, salah satu sumber pendanaannya adalah obligasi. Terdapat beberapa istilah dan karakteristik yang akan ditemui pada suatu obligasi (Keown et al, 2005).

2.5.1 Klaim Atas *Asset* dan Pendapatan

Obligasi juga menuntut klaim kepemilikan atas pendapatan sama halnya dengan saham biasa dan saham preferen. Pada umumnya, jika bunga obligasi tidak dibayarkan, badan pengawas obligasi dapat menyatakan bahwa perusahaan tersebut tidak dapat membayar hutang

dan memaksanya menuju kebangkrutan. Oleh karena itu, klaim yang dimiliki pemegang obligasi atas pendapatannya lebih diutamakan dibandingkan dengan pendapatan atas saham preferen dan saham biasa, yang pembayarannya dilakukan atas keleluasaan manajemen perusahaan.

2.5.2 Nilai Nominal (*Par Value*)

Nilai nominal adalah nilai yang akan dibayarkan penerbit obligasi kepada pemegang obligasi pada saat tanggal yang telah ditentukan di masa yang akan datang, yaitu pada waktu jatuh tempo.

2.5.3 Tingkat Bunga Kupon (*Coupon Interest Rate*)

Tingkat bunga kupon mengindikasikan seberapa besar presentasi dari nilai nominal obligasi yang akan dibayarkan setiap tahunnya secara berkala (setiap tahun, 6 bulan, 4 bulan, ataupun 3 bulan) dalam bentuk bunga.

2.5.4 Jatuh Tempo

Jatuh tempo dalam obligasi mengindikasikan waktu dimana penerbit obligasi akan mengembalikan nilai nominal yang ia pinjam kepada pemegang obligasi dan mengakhiri atau menebus obligasi tersebut.

2.5.5 *Indenture*

Indenture atau surat perjanjian kedua belah pihak merupakan kesepakatan hukum antara pihak penerbit obligasi dan pengawas obligasi sebagai wakil dari pemegang obligasi. *Indenture* menyediakan istilah-istilah spesifik dalam perjanjian peminjaman, termasuk deskripsi

mengenai obligasi, hak yang dimiliki pemegang saham, hak yang dimiliki perusahaan penerbit, dan kewajiban pengawas obligasi.

2.5.6 Current Yield

Current yield merujuk kepada rasio pembayaran bunga berkala dibagi dengan harga pasar obligasi saat ini.

$$\text{Current Yield} = \frac{\text{Annual Interest}}{\text{Bond price}}$$

2.5.7 Bond Rating

John Moody pertama kali melakukan penilaian peringkat terhadap obligasi pada tahun 1909. Semenjak saat itu 3 agensi penilaian--Moody's, Standard & Poor's, dan Fitch Investor Services--menyediakan penilaian terhadap obligasi perusahaan. Penilaian ini menyangkut pertimbangan mengenai potensi risiko suatu obligasi kedepannya.

Nilai obligasi dipengaruhi oleh (1) ketergantungan yang lebih besar terhadap modal yang dimiliki dan bukan dengan hutang, dalam membiayai perusahaan, (2) operasional perusahaan yang menguntungkan, (3) fluktuasi yang rendah dalam pendapatan-pendapatan sebelumnya, (4) ukuran (*size*) perusahaan, dan (5) menggunakan hanya sedikit pinjaman dari bawahan. Oleh karena itu, *rating* obligasi sangat penting bagi manajer keuangan. Hal tersebut memberikan indikator risiko kegagalan

yang hasilnya mempengaruhi tingkat *return* yang harus dibayarkan untuk setiap modal pinjaman.

2.6 Bond Rating

Dana pelunasan berguna untuk meyakinkan pemodal bahwa penerbit dapat memenuhi kewajiban tepat waktu. Ada suatu indikasi lain yang bisa digunakan untuk menilai kualitas surat hutang, yakni hasil pemeringkatan. Beredar ketentuan yang berlaku sejak tahun 1994, setiap obligasi yang akan dicatatkan di bursa efek domestik diperingkat oleh lembaga pemerintah yang sudah memperoleh lisensi dari Bapepam (Cahyono, 2004).

Tabel 2.1 Peringkat Obligasi

Simbol	Definition	Pengertian
idAAA	<i>An obligor rated idAAA has the highest rating assigned by PEFINDO. The obligors' capacity to meet its long-term financial commitment, relative to that of other Indonesian obligors, is superior.</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat AAA mempunyai kesanggupan sangat bagus (superior) untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang relatif dibandingkan dengan komitmen obligor Indonesia lain.
idAA	<i>An obligor rated idAA differs from the highest rated obligors only to a small degree, and has a very strong</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat AA tidak jauh berbeda dengan obligor peringkat

Simbol	Definition	Pengertian
	<i>capacity to meet its long-term financial commitments relative to that of other Indonesian obligors.</i>	terbaik dan mempunyai kemampuan sangat kuat untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang relatif dibandingkan dengan komitmen obligor indonesia lainnya.
idA	<i>An obligor rated idA indicates that, the obligor has a strong capacity to meet its long-term financial commitments relative to that of other Indonesian obligors. However, the obligor is somewhat more susceptible to the adverse effects of changes in circumstances and economic conditions than higher-rated obligors.</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat A menunjukkan bahwa obligor tersebut mempunyai kesanggupan kuat untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang relatif dibandingkan dengan komitmen obligor indonesia lain; tetapi obligor tersebut lebih rentan terhadap perubahan negatif dalam kondisi dan lingkungan ekonomi daripada obligor dengan peringkat lebih baik
idBBB	<i>An obligor rated idBBB has an adequate capacity to meet its long-term financial commitments relative to that of other Indonesian</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat BBB mempunyai kapasitas memadai untuk memenuhi komitmen finansial jangka

Simbol	Definition	Pengertian
	<p><i>obligors. However, adverse economic conditions or changing circumstances are more likely to lead to a weakened capacity of the obligor to meet its financial commitments.</i></p>	<p>panjangnya relatif bila dibandingkan dengan obligor Indonesia lain. Tetapi, perubahan kondisi ekonomi yang negatif lebih berkemungkinan mengarahkan obligor memiliki kapasitas lebih lemah dalam memenuhi komitmen finansialnya</p>
idBB	<p><i>An obligor rated idBB has a somewhat weak capacity to meet its long-term financial commitments relative to that of other Indonesian obligors. The obligor faces ongoing uncertainties or exposure to adverse business, financial or economic conditions which could result in an inadequate capacity on the part of the obligor to meet its financial commitments.</i></p>	<p>Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat BB mempunyai kapasitas agak lemah dalam memenuhi komitmen finansial jangka panjangnya relatif bila dibandingkan dengan obligor Indonesia lain. Obligor menghadapi ketidakpastian atau keterpaparan pada perubahan negatif pada kondisi ekonomi, finansial, dan bisnis yang dapat membuat kemampuan obligor memenuhi komitmen finansialnya menjadi tidak memadai.</p>
idB	<p><i>An obligor rated idB has a weak capacity to meet its long-term</i></p>	<p>Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat B</p>

Simbol	Definition	Pengertian
	<i>financial commitments relative to that of other Indonesian obligors. Adverse business, financial or economic conditions will likely impair the obligor's capacity or willingness to meet its financial commitments.</i>	mempunyai kapasitas yang lemah untuk memnuhi komitmen finansial jangka panjangnya relatif bila dibandingkan dengan obligor Indonesia lain. Memburuknya kondisi ekonomi, bisnis, dan finansial obligor mungkin akan merusakkan kapasitas atau kesanggupan obligor dalam memenuhi komitmen finansialnya.
idCCC	<i>An obligor rated idCCC is currently vulnerable, and is dependent upon favorable business and financial conditions to meet its financial commitments.</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat CCC saat ini rentan , dan sangat bergantung pada bisnis dan kondisi keuangan yang menguntungkan untuk memenuhi komitmen keuangan.
idD/SD	<i>An obligor rated idD or idSD ("Selective Default") has failed to pay one or more of its financial obligations, rated or unrated, when it came due. An "SD" rating is</i>	Obligor yang diperingkat oleh PEFINDO dengan peringkat D atau SD (<i>Selective Default</i>) gagal untuk membayar satu atau lebih dari kewajiban keuangan ketika sudah saatnya

Simbol	Definition	Pengertian
	<p><i>assigned when PEFINDO believes that the obligor has selectively defaulted on a specific issue or class of obligations but will continue to make timely payments on its other obligations. An exception is warranted when a payment missed on the due date is made within the grace period, or whenever such a non-payment is subject to a bond fide commercial dispute.</i></p>	<p>membayar (jatuh tempo). Peringkat "SD" diberikan ketika PEFINDO berpendapat bahwa obligor secara selektif gagal untuk membayar untuk suatu isu atau jenis obligasi yang spesifik tetapi akan terus melakukan pembayaran tepat waktunya untuk obligasi lainnya.</p>

Sumber: www.pefindo.com diolah

2.7 PEFINDO

PT. PEFINDO atau “PT Pemeringkat Efek Indonesia” didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, atas prakarsa BAPEPAM dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT. PEFINDO memperoleh lisensi dari BAPEPAM (No. 39/PM-PI/1994) dan menjadi salah satu institusi pendukung di pasar modal Indonesia.

Fungsi utama PT. PEFINDO adalah memberikan peringkat yang obyektif, independen dan dapat dipercaya terhadap risiko kredit (*credit risk*) sekuritas utang (*debt securities*) secara publik. Perusahaan ini

berafiliasi dengan S&P's dan secara aktif terus berpartisipasi dalam *ASEAN Forum of Credit Rating Agencies (AFCRA)*, yang mendukung pengembangan dan penyempurnaan standar dimasa mendatang. Guna meningkatkan metodologi pemeringkatan yang digunakan dan kriteria dalam melakukan pemeringkatan, maka PEFINDO didukung oleh mitra global yaitu *Standard & Poor's Rating Services (S&P's)*.

Disamping melaksanakan kegiatannya dalam melakukan pemeringkatan surat hutang, PEFINDO juga menerbitkan dan mempublikasikan informasi kredit sehubungan dengan pasar perdagangan efek. Publikasi ini terdiri dari opini kredit atas perusahaan-perusahaan penerbit obligasi beserta sektor aset acuannya.

2.8 Saham

Saham (Dalal Street Journal, 2008) merupakan dokumen yang diterbitkan oleh perusahaan yang menunjukkan bahwa orang yang memegang dokumen tersebut merupakan salah satu pemilik perusahaan yang menerbitkan dokumennya, dimana (Samsul, 2006) porsi kepemilikan perusahaan ditentukan oleh seberapa besar penyertaan yang ditanamkan di perusahaan tersebut.

Pemegang saham akan mendapatkan *return* berupa klaim atas keuntungan perusahaan dan keuntungan akan hasil dari penjualan saham. Klaim atas keuntungan perusahaan disebut juga dengan dividen sedangkan keuntungan atas hasil dari penjualan saham disebut juga dengan *capital gain* (Dalal Street Journal, 2008).

Di Indonesia, saham diperjual-belikan dalam Bursa Efek Indonesia (BEI). Saham sendiri terbagi menjadi dua jenis, yaitu saham biasa dan saham preferen (Blankson, 2008).

2.9 Saham Biasa

Pemegang saham biasa mendapatkan *return* berupa dividen dan juga hak dalam memberikan suara. Hak dalam memberikan suara ini biasanya digunakan dalam memilih jajaran direksi perusahaan, dimana satu lembar saham setara dengan satu suara. Dividen yang diterima disesuaikan dengan keuntungan yang diterima oleh perusahaan, yang dibandingkan dengan lembar saham yang dimiliki oleh masing-masing pemegang saham (Blankson, 2008).

2.10 Saham Preferen

Pemegang saham preferen tidak mendapatkan hak dalam memberikan suara namun tetap mendapatkan *return* berupa dividen. Berbeda dengan saham biasa, normalnya dividen yang didapatkan oleh pemegang saham preferen merupakan dividen yang nilainya tetap. Selain itu, saham preferen dapat dibeli kembali oleh perusahaan pada harga premium (Blankson, 2008).

2.11 Return Saham

Saham dibedakan menjadi dua: (1) *return* realisasi merupakan *return* yang telah terjadi, (2) *return* ekspektasi merupakan *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa yang akan datang (Jogiyanto, 2003).

2.11.1 Return Realisasi

$$R_{i,t} = \ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right)$$

Dimana $R_{i,t}$ adalah *return* aktual saham pada periode ke- t

P_t adalah harga saham pada periode pengamatan

P_{t-1} adalah harga saham sebelum periode pengamatan

2.11.2 Return Ekspetasi

Return ekspetasi dihitung dengan menggunakan rumus market model yaitu

$$E(R_{i,t}) = \alpha_t + \beta_t \cdot R_{Mt} + \varepsilon_{tj}$$

Dimana $R_{i,t}$ adalah *return* realisasian sekuritas ke-I pada periode estimasi ke t

α_i adalah *intercept* untuk sekuritas ke- t

β_t adalah koefisien *slope* yang merupakan beta dari sekuritas ke- t

R_{Mt} adalah *return* indeks pasar pada periode estimasi ke- t yang dapat dihitung dengan rumus

ε_{tj} adalah kesalahan residu sekuritas ke- t pada periode estimasi ke- j .

2.11.3 Return Pasar

$$R_{m,t} = \ln\left(\frac{Pm_t}{Pm_{t-1}}\right)$$

Dimana Rm_t adalah *return* pasar pada periode ke- t

Pm_t adalah harga pasar pada periode pengamatan

Pm_{t-1} adalah harga pasar sebelum periode pengamatan

2.12 Abnormal Return Saham

Abnormal return adalah *return* yang didapat investor yang tidak sesuai dengan pengharapan. *Abnormal return* adalah selisih antara *return* yang diharapkan (*return* ekspektasi) dengan *return* yang didapat. Selisih *return* akan positif jika *return* yang didapat lebih besar dari *return* yang diharapkan atau *return* yang dihitung (Jogiyanto,2003).

$$AR = E(R_{it}) - R_{it}$$

2. 13 Bursa Efek Indonesia

Secara historis, pasar modal telah hadir jauh sebelum Indonesia merdeka. Pasar modal atau bursa efek telah hadir sejak jaman kolonial Belanda dan tepatnya pada tahun 1912 di Batavia. Pasar modal ketika itu didirikan oleh pemerintah Hindia Belanda untuk kepentingan pemerintah kolonial atau VOC.

Meskipun pasar modal telah ada sejak tahun 1912, perkembangan dan pertumbuhan pasar modal tidak berjalan seperti yang diharapkan, bahkan pada beberapa periode kegiatan pasar modal mengalami kevakuman. Hal tersebut

disebabkan oleh beberapa faktor seperti perang dunia ke I dan II, perpindahan kekuasaan dari pemerintah kolonial kepada pemerintah Republik Indonesia, dan berbagai kondisi yang menyebabkan operasi bursa efek tidak dapat berjalan sebagaimana mestinya.

Pemerintah Republik Indonesia mengaktifkan kembali pasar modal pada tahun 1977, dan beberapa tahun kemudian pasar modal mengalami pertumbuhan seiring dengan berbagai insentif dan regulasi yang dikeluarkan pemerintah.

2.14 Penelitian Terdahulu

Tabel 2.2 Tabel Penelitian Terdahulu

Nama Peneliti	Judul Jurnal	Hasil Penelitian Pada <i>Abnormal Rreturn</i>			
		<i>Upgrade</i>		<i>Downgrade</i>	
Rao dan Sreejith (2013)	<i>“Impact of Credit Ratings (Upgrade and Downgrade) on Stock Prices in India”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Cohen (2014)	<i>“On the Impact of Bond’s Rating Changes on the Firm’s Stock Price”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Creighton et al. (2007)	<i>“The Impact of Rating Changes in Australian Financial Markets”</i>	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> positif signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Holthausen and Leftwich (1986)	<i>“The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Cornell et al. (1989)	<i>“Cross-sectional Regularities in The Response of Stock Prices to Bond Rating Changes”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Hand et al. (1992)	<i>“The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif
Archana dan Jayanna (2015)	<i>“A Study on the Impact of Bond rating Changes on the Stock Prices in India.”</i>	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan	Tidak terdapat <i>abnormal</i> negatif signifikan	terdapat <i>return</i> signifikan

Nama Peneliti	Judul Jurnal	Hasil Penelitian Pada <i>Abnormal Rreturn</i>			
		<i>Upgrade</i>		<i>Downgrade</i>	
Harahap & Syahyunan (2013)	<i>Indian Journal Of Applied Research</i> ” “Pengaruh Pengumuman Peringkat Obligasi Terhadap Reaksi Pasar Saham di Bursa Efek Indonesia”	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> negatif signifikan	Tidak terdapat <i>abnormal</i> negatif signifikan	terdapat <i>return</i> negatif signifikan
Karyani dan Manurung (2006)	“Pengaruh Pengumuman Perubahan <i>Bond Rating</i> Terhadap <i>Return</i> Saham di Bursa Efek Jakarta”	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> negatif signifikan	Tidak terdapat <i>abnormal</i> negatif signifikan	terdapat <i>return</i> negatif signifikan
Darmesti (2014)	“Pengaruh <i>Bond Rating</i> Terhadap <i>Return</i> Saham Perusahaan yang Terdaftar di Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)”	Tidak terdapat <i>abnormal</i> positif signifikan	terdapat <i>return</i> negatif signifikan	Terdapat <i>return</i> signifikan	<i>abnormal</i> negatif signifikan

Sumber : Data diolah

Peringkat obligasi mencerminkan kinerja keuangan suatu perusahaan. Informasi ini dapat digunakan oleh investor untuk menilai kondisi kesehatan suatu perusahaan. Dalam pelaksanaannya, peringkat obligasi yang dimiliki perusahaan tidak bersifat permanen. Peringkat obligasi diperbaharui secara berjangka untuk menilai kinerja keuangan perusahaan pada setiap periode yang di peringkat. Cornell et al. (1989) mengklasifikasikan perubahan tersebut ke dalam 2 kategori, yakni perubahan peringkat naik (*upgrade*) dan turun (*downgrade*).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan, perubahan peringkat obligasi dapat mempengaruhi harga saham. Peringkat obligasi menunjukkan kondisi keuangan perusahaan beserta kemampuannya dalam melunasi kewajiban yang

dimiliki, sehingga perubahan peringkat obligasi diprediksi akan memunculkan reaksi pasar. Namun, Leonard dan Olinsky (2013) menambahkan bahwa hal tersebut tidak akan memberikan efek apapun apabila sudah diketahui pasar sebelumnya.

Wakeman (1990) mengatakan bahwa informasi mengenai perubahan peringkat obligasi bukanlah informasi yang berharga apabila kandungan informasi di dalamnya hanya menggambarkan informasi yang tersedia di publik, namun Romero dan Fernandez (2006) serta Kim dan Nabar (2003) membuktikan bahwa lembaga pemeringkat obligasi memiliki akses atas informasi perusahaan yang sifatnya tertutup, sehingga peringkat yang diberikan dapat memberikan sinyal mengenai prospek dan masa depan keuangan perusahaan kedepannya.

Informasi yang sifatnya tertutup merupakan informasi baru yang tidak bisa diprediksi pasar sebelumnya, dan berdasarkan teori efisiensi pasar, harga saham akan berubah apabila terdapat informasi baru yang muncul (Sjahrial, 2007). Informasi tersebut kemudian akan terbagi ke dalam dua tipe, yaitu informasi baik dan informasi buruk.

Baik saham maupun obligasi, keduanya merupakan sumber pendanaan yang paling banyak digunakan oleh perusahaan. Adanya hubungan yang signifikan antara perubahan peringkat obligasi terhadap harga saham dapat menjadi isu yang krusial bagi perusahaan yang menggunakan saham dan obligasi sebagai alat untuk mendapatkan modal. Dampak yang timbul sebagai akibat dari adanya hubungan antara kedua instrumen investasi tersebut tercermin dari adanya *abnormal return* di sekitar tanggal pengumuman perubahan. *Abnormal return*

positif muncul sebagai akibat dari meningkatnya harga saham (*upgrade*), sedangkan *abnormal return* negatif muncul sebagai akibat dari menurunnya harga saham (*downgrade*).

Sebagai seorang *risk adverse*, pasar akan berusaha menghindari risiko semaksimal mungkin. Oleh karena itu, pasar akan langsung bereaksi terhadap informasi yang buruk (*downgrade*) dan cenderung tidak langsung bereaksi terhadap informasi yang baik (*upgrade*). Namun, informasi baik merupakan informasi yang dapat menguntukan pasar, sehingga reaksi yang signifikan dapat muncul sebagai wujud antusiasme pasar atas kabar baik tersebut (Tandelilin, 2010)

Cohen (2014), Rao dan Sreejith (2013), Griffin dan Sanvicente (1982), Holthausen and Leftwich (1986), Wansley dan Clauretje (1985), Cornell et al. (1989) serta Hand et al. (1992), menemukan reaksi negatif yang signifikan atas terjadinya penurunan peringkat obligasi. Namun, mereka tidak menemukan reaksi positif yang signifikan atas terjadinya peringkat obligasi.

Penurunan peringkat dianggap sebagai informasi yang buruk, karena hal tersebut mengindikasikan penurunan kondisi keuangan perusahaan beserta kemampuannya dalam melunasi seluruh kewajiban yang dimiliki. Menurunnya kemampuan finansial perusahaan dianggap meningkatkan risiko bagi pasar. Akibatnya, pasar akan langsung bereaksi ketika informasi tersebut teralisasi dan *abnormal return* negatif akan muncul, sebagai akibat dari menurunnya harga saham.

Sebaliknya, menurut Creighton et al. (2007) reaksi positif yang signifikan dapat muncul karena informasi yang baik merupakan informasi yang menguntungkan bagi pasar. Peningkatan peringkat dianggap sebagai informasi yang baik, karena hal ini mengindikasikan peningkatan kondisi keuangan perusahaan beserta kemampuannya dalam melunasi seluruh kewajiban yang dimiliki. Hal ini merupakan bentuk antusiasme investor akan prospek perusahaan yang baik kedepannya.

Bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan oleh beberapa ahli diatas, Archana dan Jayanna (2015) di India menunjukkan, bahwa secara statis, penurunan atau peningkatan peringkat obligasi, keduanya tidak mempengaruhi *abnormal return* saham. Hal ini menunjukkan bahwa peringkat hutang tidak menyediakan informasi baru bagi pasar modal.

Di Indonesia sendiri, hasil penelitian yang dilakukan menunjukkan hasil yang berbeda-beda pula. Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Harahap & Syahyunan (2013), baik penurunan maupun peningkatan peringkat keduanya tidak memiliki pengaruh terhadap *abnormal return* saham. Hal ini sesuai dengan jurnal penelitian yang dibuat oleh Karyani dan Manurung (2006), yang menyatakan bahwa penurunan maupun peningkatan peringkat tidak berpengaruh terhadap *abnormal return* saham, baik untuk perusahaan yang tergolong ke dalam *Investment grade* maupun *Non-investment grade*. Sehingga dapat disimpulkan kedua pergerakan arah tersebut tidak memiliki informasi yang baru bagi pasar.

Sebaliknya, penelitian yang dilakukan oleh Darmesti (2014) , menunjukkan bahwa *abnormal return* muncul sebagai akibat dari penurunan peringkat obligasi, hal ini berarti informasi tersebut merupakan informasi yang baru bagi pasar. Penurunan peringkat obligasi menunjukkan kondisi perusahaan yang semakin buruk karena semakin meningkatnya risiko gagal bayar perusahaan. Sementara itu, peningkatan peringkat obligasi menunjukkan kondisi perusahaan yang cukup baik karena perusahaan mampu menurunkan risiko gagal bayarnya. Investor sebagai pemegang saham cenderung bereaksi terhadap kabar buruk yang dipublikasikan oleh perusahaan.

Informasi mengenai penurunan peringkat lebih cenderung menimbulkan *abnormal return* yang signifikan dibandingkan dengan peningkatan peringkat. Penurunan peringkat mencerminkan kondisi keuangan perusahaan yang melemah. Hal ini menciptakan reputasi yang buruk bagi perusahaan dan kepercayaan investor menjadi memudar. Bagi pemegang saham, menurunnya kondisi keuangan perusahaan dianggap dapat menurunkan profit yang akan didapatkan, sehingga investor akan bereaksi secara cepat terhadap penurunan peringkat obligasi dengan menjual atau tidak membeli saham perusahaan tersebut.

Kim dan Nabar (2003), menambahkan bahwa penurunan peringkat obligasi bereaksi negatif terhadap harga saham karena lembaga pemeringkat menyampaikan informasi pribadi yang merugikan perusahaan dan / atau karena penurunan peringkat tersebut membebankan biaya yang signifikan pada

perusahaan. Kim dan Nabar menemukan bahwa *return* saham berhubungan negatif dengan *debt-to-equity ratio* perusahaan.

Dengan demikian, besarnya kerugian atas respon harga saham lebih besar bagi perusahaan yang mengalami penurunan peringkat yang sangat bergantung pada pembiayaan hutang dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki sedikit hutang. Karena perusahaan yang memiliki banyak hutang merupakan perusahaan yang paling rentan berpotensi dalam menaikkan pinjaman. Secara keseluruhan, bukti menunjukkan bahwa lembaga pemeringkat memainkan peran penentuan informasi yang penting, dan bahwa penurunan peringkat obligasi secara signifikan berdampak terhadap arus kas masa depan perusahaan.