

Analisis Perbandingan Reaksi Pasar Modal terhadap Pengumuman Credit Rating: Investment Grade pada Saham Perusahaan BUMN dan Non BUMN di Bursa Efek Jakarta

Comparative Analysis of Capital Market Reaction on Announcemenet of Credit Rating: Investment Grade in Stock BUMN Company dan Non BUMN in Indonesian Stock Exchange

Rifqi Wafi dan Harmadi

Program Studi Manajemen, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Sebelas Maret
rifqiwafi@gmail.com

ABSTRACT

This study aimed to analyze the reaction of capital market on stocks of State-Owned Enterprises (SOE) and Non-SOE Enterprises to the announcement of the rise of rating Indonesian state bond rating or called Credit Rating: Investment Grade. Sampling on the research using purposive sampling method, selected publicly listed SOEs in Indonesia Stock Exchange of 20 companies, and listed non-SOE of 107 company. The reaction of the capital market is measured through Trading Volume Activity and Abnormal Return using event study analysis technique. Further research also uses Cumulative Average Abnormal Return (CAAR) to compare differences both types of firms. This research uses One Sample T-Test, Paired Sample T-Test, and Independent Sample T-Test hypothesis which resulted in several facts, that is: 1) There is a positive market reaction and significant difference in the Trading Volume Activity around the announcement on the Non-SOE issuer, and not to the SOE issuer; 2) There is a market reaction and significant difference in the CAAR Non-SOE issuer, and not to SOE issuers; 3) There is significant differences of CAAR between SOE issuers and Non-BUMN issuers. There are limitations in this study which include the number of samples between BUMN and non-BUMN are not equal so as to probable not ideal calculations and do not reflect the real state. In general, this research can be a consideration of investors in conducting investment activities related to information that has content as well as Credit Rating: Investment Grade, also as a study of academics and government related to the influence of macroeconomic factors in the investment world.

Keyword: credit rating, investment grade, abnormal return, trading volume activity

PENDAHULUAN

Kabar gembira untuk pasar saham Indonesia, pasalnya pada tanggal 19 Mei 2017 Indonesia dinaikkan peringkatnya menjadi *Investment Grade* alias layak investasi oleh lembaga pemeringkat kredit internasional (*credit rating agency*) Standard & Poor's. Pemberian predikat *Investment Grade* oleh Standard & Poor's ini menjadi yang ketiga setelah dua lembaga lain yaitu *Moody's Investor Services* dan *Fitch Ratings* memberikannya di tahun 2016. *Rating* Indonesia yang sebelumnya masih berada pada kategori negara dengan kualitas kredit yang rendah dengan simbol BB+ atau disebut *speculative grade* dinaikkan peringkatnya menjadi negara dengan kualitas kredit menengah dengan simbol BBB- atau disebut *Investment Grade*. Hal ini berkaitan dengan aliran modal yang menjadi faktor penting karena memengaruhi tingkat suku bunga di mana negara bisa meminjam pada pasar finansial internasional (Henry, 2000, 2003, Sandleris; 2008, Broner, Martin, dan Ventura, 2010 dalam Chen et al., 2015).

Naiknya Indonesia menjadi satu level di atas dikarenakan perekonomian Indonesia

secara makro saat ini yang berangsur-angsur membaik, dibuktikan setelah Indonesia berhasil *struggling* terhadap pelemahan ekonomi global. Selain itu, Indonesia juga berprospek baik dengan dapat meningkatkan potensi pendapatan negara. Faktor-faktor lain seperti fundamen ekonomi yang menguat, stabilitas politik, kebijakan moneter, defisit APBN yang rendah, inflasi yang terkendali, dan kebijakan *tax amnesty* membuat Indonesia dirasa layak mendapatkan predikat sebagai negara yang termasuk dalam *Investment Grade*.

Euforia *Investment Grade* jelas langsung terasa di pasar modal yaitu di Bursa Efek Indonesia yang ditandai dengan penguatan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) tertinggi sepanjang sejarah. Terdata sebanyak 137 saham menguat dengan sembilan indeks sektoral IHSG yang juga ikut menguat. Kenaikan ini tidak lepas dari pergerakan saham-saham *blue chip* (saham unggulan) di indeks LQ-45 yang notabene banyak terdiri dari saham-saham perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) di mana kenaikan level obligasi akan menyebabkan resiko kredit yang turun dan akan menyebabkan *cost of fund* juga turun sehingga *global bond* akan lebih diminati. Hasil dari obligasi disajikan sebagai *benchmark* untuk suku bunga dari negara peminjam (Gande and Parsley, 2005; Dittmar and Yuan, 2008 as cited in Chen et al., 2015).

Selain saham Badan Usaha Milik Negara, kontribusi pada Indeks Harga Saham Gabungan juga diperkirakan meningkat karena aktivitas perdagangan saham pada saham Non-Badan Usaha Milik Negara (Non-BUMN) juga mengalami peningkatan. Dapat dikatakan bahwa peristiwa pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* berpengaruh pada semua instrumen emiten di Bursa Efek Indonesia.

Reaksi pasar modal dapat dilihat dari *Trading Volume Activity* dan *Abnormal Return*. Kedua hal ini adalah indikator yang penting untuk mengamati tingkah laku pasar. Investor sendiri menggunakan informasi yang dimiliki untuk membuat keputusan. Apabila pengumuman tentang kenaikan *Credit Rating* Indonesia dirasa memiliki kandungan informasi yang cukup maka hal ini akan memengaruhi preferensi investor yang dapat dilihat dari ada tidaknya perbedaan *Trading Volume Activity* dan *Abnormal Return* yang signifikan. Dengan telah dipaparkannya latar belakang di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian terkait *Credit Rating dan Investment Grade*.

LANDASAN TEORI

Teori Investasi

Definisi investasi adalah pembelian dari modal barang yang tidak dikonsumsi tetapi digunakan untuk operasional yang akan datang. Istilah investasi sering dikaitkan dengan akumulasi bentuk aktiva yang bertujuan untuk mendapatkan keuntungan di masa depan. Menurut Bodie Kane Marcus (2014) investasi adalah komitmen saat ini atas uang atau sumber daya lain dengan harapan untuk mendapatkan keuntungan di masa depan. Inti dari investasi adalah mengorbankan sesuatu yang berharga sekarang, dengan mengharapkan keuntungan dari pengorbanan tersebut di masa yang akan datang.

Dalam investasi terdapat teori-teori yang mencakup banyak ilmu untuk digunakan sebagai proses pengambilan keputusan dalam memilih investasi demi tercapainya tujuan. Teori ini terdiri dari teori portofolio, teori *Capital Asset Pricing Model* (CPAM), teori penetapan harga arbitrase, *Efficient Market Hypothesis*, dan *Rational Pricing*.

Teori Pasar Modal

Pasar modal merupakan sebuah sistem keuangan yang terorganisasi, yang di dalamnya terdapat banyak jenis perusahaan. Menurut Undang-Undang No 8 Tahun 1995,

pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan yang berkaitan dengan efek yang diterbitkan, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Kemudian menurut Eduardus Tandeilin (2010) pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Dapat juga diartikan sebagai pasar untuk memperjualbelikan sekuritas yang umumnya memiliki umur lebih dari satu tahun, seperti saham dan obligasi.

Selain terdapat di Undang-Undang, dasar hukum mengenai pasar modal juga terdapat pada Peraturan Pemerintah (PP) No.12 tahun 2004 tentang penyelenggaraan kegiatan di bidang pasar modal. Fungsi pasar modal pada ekonomi adalah untuk memindahkan dana dari *lender* ke *borrower* dengan harapan *lender* akan mendapatkan return dan *borrower* akan mendapatkan modal usaha.

Saham

Definisi dari saham (*stock* atau *share*) adalah tanda kepemilikan seseorang dalam suatu perusahaan atau perseroan terbatas. Saham berwujud kertas yang menerangkan bahwa pemilik kertas adalah pemilik perusahaan yang menerbitkan saham. Hasil yang didapat dari kepemilikan saham berupa deviden, di mana jika emiten mampu menghasilkan laba yang besar maka terdapat kemungkinan pemegang saham akan mendapatkan keuntungan yang besar pula untuk dibagikan sebagai deviden (Marisca dan Wijaya, 2014 dalam Setyawan, 2006).

Bond Credit Rating

Bond Credit Rating atau Peringkat Kredit Obligasi adalah ukuran pada kelayakan kredit obligasi perusahaan atau pemerintah. Peringkat ini diterbitkan oleh lembaga pemeringkat kredit internasional yang independen dan digunakan oleh analis serta profesional untuk menilai kemungkinan hutang dapat dilunasi. *Credit Rating* menjadi faktor krusial dalam pasar modal karena dapat memberi informasi yang terkait dengan pembelian obligasi tertentu. Salah satu kriteria penting yang memengaruhi *Credit Rating* adalah kemungkinan di mana penerbit obligasi dapat melakukan pembayaran bunga dan membayar pokok pinjaman secara penuh dan tepat waktu (Reinhart, 2002 as cited in Chen et al., 2015)

Rating yang terdapat pada *Bond Credit Rating* sendiri mengindikasikan peringkat suatu perusahaan atau negara serta dapat menjadi acuan untuk membeli, menjual, atau menahan saham tertentu. *Rating* ini juga menunjukkan utang pemerintah memiliki resiko yang relatif rendah dari *default* atau gagal bayar. Semakin tinggi rating yang didapat sebuah negara, semakin tinggi juga tingkat kepercayaan investor. Jika tingkat kepercayaan investor meningkat, terdapat peluang investor akan memindahkan data dari instrumen investasi jangka pendek (saham) ke instrumen jangka panjang yang dikenal dengan sebutan *foreign direct investment* (FDI).

Investment Grade

Investment Grade adalah satu dari dua level dari *Bond Credit Rating* yang menunjukkan sebuah perusahaan atau negara menjadi layak untuk kegiatan berinvestasi. *Investment Grade* merupakan level di mana resiko investasi menjadi rendah dan emiten dinilai mampu memenuhi kewajibannya. Terdapat beberapa hal yang dipertimbangkan oleh investor dalam berinvestasi seperti harga saham, analisis saham, *credit default swap*, dan dalam hal ini adalah *Investment Grade*. Investor sendiri dapat mengandalkan sumber informasi tambahan untuk memperoleh informasi mengenai investasi mereka (Morkoetter et al., 2015). Contoh secara simbolis *Investment Grade* pada perusahaan

Standard & Poor's dimulai dari yang paling tinggi yaitu AAA sampai dengan BBB-. Seperti yang ditunjukkan pada gambar (x) bahwa semakin ke bawah semakin tinggi risikonya untuk melakukan investasi.

Terdapat batasan antara *Investment Grade* dengan *non-Investment Grade speculative* di mana masing-masing lembaga pemeringkat seperti *Standard & Poor's* dan *Moody's* mempunyai pertimbangan sendiri dalam menentukan peringkat yang tepat. Biasanya terdapat perbedaan mengapa salah satu lembaga memberikan peringkat yang lebih tinggi, contohnya karena ada hubungan langsung dengan emiten yang tidak dimiliki lembaga lainnya (Kedia, Rajgopal, and Zhou; 2015).

Trading Volume Activity (TVA)

Trading Volume Activity (TVA) atau volume perdagangan saham adalah ukuran yang berisi informasi dari perusahaan di mana trader atau investor dapat menggunakannya dalam pembelian atau penjualan saham sehingga akan mendapatkan Abnormal Return. *Trading Volume Activity* juga dapat digunakan untuk pengujian efisiensi pasar bentuk lemah, karena pada bentuk lemah perubahan harga belum langsung mencerminkan informasi yang ada atau dapat dikatakan investor tidak dapat menggunakan data historis masa lampau.

Trading Volume Activity juga merupakan salah satu instrumen yang digunakan untuk mengamati reaksi pasar modal terhadap keberadaan informasi melalui parameter pergerakan aktivitas volume perdagangan di pasar modal. Ketika volume menjadi tinggi dalam suatu perdagangan saham dapat dikatakan bahwa pasar sedang membaik. *Trading Volume Activity* dapat berubah naik turun dengan dipengaruhi faktor-faktor seperti kondisi perekonomian suatu negara, harga saham, keadaan internal perusahaan emiten, bahkan berita atau informasi yang beredar di bursa seperti halnya *Credit Rating: Investment Grade*. Rata-rata lebih dari satu atau kelompok *Trading Volume Activity* disebut dengan *Average Trading Volume Activity*.

Abnormal Return

Rilisnya sebuah informasi atau pengumuman yang berkaitan dengan pendapatan dan deviden, program pembelian kembali saham, opsi saham, penjualan saham dan obligasi, daftar saham, perubahan peringkat obligasi, merger dan akuisisi, dan divestasi dapat menyebabkan perubahan harga saham. Dalam hal ini *Abnormal Return* menjadi aspek yang dapat diamati untuk mengetahui besarnya nilai ekonomis suatu pengumuman.

Abnormal Return merupakan salah satu aspek yang dipelajari dari reaksi pasar saham. Sementara *Average Abnormal Return* adalah rata-rata dari *Abnormal Return* di suatu periode atau pada kurun waktu tertentu. *Average Abnormal Return* merupakan penggabungan lebih dari satu atau sekelompok *Abnormal Return* perusahaan yang biasanya menggambarkan return tidak normal pada suatu sektor atau indeks yang berdasarkan pada kriteria tertentu.

Selain itu, terdapat juga istilah *Cumulative Abnormal Return* dan *Cumulative Average Abnormal Return* yang berarti *Abnormal Return* atau rata-rata *Abnormal Return* yang dikumulatifkan berdasarkan banyaknya periode yang telah ditentukan. *Cumulative Average Abnormal Return* memiliki kelebihan yaitu mampu untuk mengetahui besarnya *return* tidak normal akumulasi dari adanya sebuah peristiwa secara kelompok atau variabel dengan banyak data.

Badan Usaha Milik Negara (BUMN)

Badan Usaha Milik Negara atau dikenal dengan sebutan BUMN adalah badan

usaha yang seluruh atau sebagian besar modalnya dimiliki oleh negara berasal dari kekayaan negara yang dipisahkan. Berdasarkan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 tahun 2003 mengenai Badan Usaha Milik Negara, dijelaskan melalui pasal 2 bahwa dibentuknya BUMN memiliki maksud dan tujuan.

Tujuan dibentuknya BUMN antara lain sebagai kontributor bagi perkembangan perekonomian nasional dan bertujuan mengejar profit, menyelenggarakan kemanfaatan umum berupa penyedia barang dan/atau jasa yang bermutu tinggi dan memadai bagi pemenuhan hajat hidup orang banyak, dan turut aktif memberikan bimbingan dan bantuan kepada pengusaha golongan ekonomi lemah, koperasi, dan masyarakat.

Badan Usaha Milik Swasta (BUMS/Non-BUMN)

Badan Usaha Milik Swasta (BUMS) atau dalam penelitian ini disebut dengan Non-BUMN adalah sebuah badan usaha yang dikuasai dan dikelola oleh pihak swasta non pemerintahan yang modalnya dimiliki oleh pihak swasta tersebut. Berdasarkan pasal 33 Undang-Undang Dasar 1945 dijelaskan bahwa Non-BUMN hanya berhak untuk mengelola sumber daya ekonomi yang bersifat tidak vital dan strategis, dan tidak menyangkut hajat hidup orang banyak.

Tujuan dan fungsi dibentuknya BUMN atau Non-BUMN antara lain adalah sebagai rekan dan pendamping kerja pemerintah dalam upaya meningkatkan kesejahteraan masyarakat, sebagai mitra dan rekan kerja dalam mengelola sumber daya, dapat menjadi dinamisator dalam perekonomian masyarakat, dan memberikan pelayanan bagi masyarakat.

H_1 : Terdapat perbedaan yang signifikan pada masing-masing *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN dan Non-BUMN di periode sebelum dan setelah *Credit Rating: Investment Grade*

H_2 :Terdapat perbedaan yang signifikan pada masing-masing *Cumulative Average Abnormal Return* pada perusahaan BUMN dan Non-BUMN antara periode sebelum dan setelah pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*

H_3 :Terdapat perbedaan yang signifikan pada *Cumulative Average Abnormal Return* antara perusahaan BUMN dan perusahaan Non-BUMN

METODE PENELITIAN

Desain Penelitian

Fokus pada penelitian ini adalah peristiwa diumumkannya *Credit Rating: Investment Grade* Indonesia. Dengan demikian, penelitian ini merupakan penelitian *event study* untuk mengamati dampak dari pengumuman informasi terhadap harga sekuritas, yang umumnya berkaitan dengan seberapa cepat suatu informasi yang masuk ke pasar dapat tercermin pada harga saham. Terdapat fakta bahwa dengan rasionalitas di pasar efek suatu peristiwa akan segera tercermin dalam harga sekuritas. Dengan demikian, ukuran dari dampak peristiwa ekonomi tersebut dapat diamat dalam waktu yang relatif singkat. Jadi, *event study* adalah studi untuk mempelajari reaksi pasar setelah adanya suatu peristiwa.

Berdasarkan dimensi waktu penelitian ini diklasifikasikan sebagai penelitian *cross sectional*, yaitu penelitian yang dilakukan dalam satu waktu tertentu. Penelitian ini juga termasuk penelitian *ex post facto* di mana tidak ada manipulasi atau intervensi terhadap

terjadinya peristiwa tersebut. Pengambilan data juga dilakukan dengan tinjauan ke belakang dengan kata lain data yang digunakan adalah data bersifat historis.

Populasi, Sampel, dan Sampling

Populasi adalah keseluruhan individu yang menjadi subjek penelitian. Menurut Sugiyono (2011,80) populasi merupakan wilayah generalisasi yang terdiri atas objek/subjek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya. Jadi, populasi pada penelitian ini adalah seluruh saham baik perusahaan BUMN maupun Non-BUMN *go public* yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Sementara sampel adalah bagian dari subjek populasi yang diteliti, yang mampu merepresentasikan populasinya. Dengan begitu sampel yang digunakan pada penelitian ini adalah saham *go public* perusahaan BUMN yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan perusahaan Non-BUMN yang dianggap mewakili. Melalui *purposive sampling* diputuskan pengambilan sampel non-BUMN didasarkan pada sektor yang sama dengan sampel BUMN. Dari banyaknya sampel perusahaan yang menjadi populasi diperoleh sebanyak 20 perusahaan BUMN dan 107 perusahaan Non-BUMN yang menjadi sampel. Kriteria yang digunakan dalam pemilihan sampel tersebut adalah sebagai berikut: Perusahaan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) *go public* yang tidak melakukan *corporate action*, Perusahaan Non-BUMN *go public* yang berada di sektor yang sama dengan perusahaan BUMN serta tidak melakukan *corporate action*, Perusahaan memiliki data yang dibutuhkan sebagai bahan penelitian, dan tidak ada peristiwa atau *event* lain yang mengganggu pada periode pengamatan.

Definisi Operasional Variabel dan Pengukurannya

Dalam penelitian ini terdapat dua jenis variabel, yaitu variabel independen dan variabel dependen. Variabel independen adalah variabel yang dapat memengaruhi variabel lain. Sementara itu variabel dependen adalah variabel yang dipengaruhi oleh variabel independen. Dengan demikian, variabel independen pada penelitian ini adalah *Investment Grade* Indonesia setelah pengumuman yang menyebabkan adanya perubahan tren saham secara positif pada perusahaan BUMN yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Lalu untuk variabel dependennya adalah keberadaan *Trading Volume Activity* (TVA) dan *Average Abnormal Return* di seputar tanggal pengumuman. Berikut penjabaran variabel dependen yang digunakan dalam penelitian:

Abnormal Return adalah kelebihan imbal hasil dari return yang sesungguhnya terhadap return yang diharapkan atau dapat disebut sebagai selisih return yang sesungguhnya dengan return yang diharapkan. *Abnormal Return* dapat dihitung dengan langkah-langkah berikut:

Menghitung *return* saham individu yang sesungguhnya.

$$R_{it} = P_t - P_{t-1} / P_{t-1}$$

Keterangan:

R_{it} = *Return* saham pada hari ke-t

P_t = Harga saham pada hari ke-t

P_{t-1} = Harga saham pada hari ke t-1

Menghitung *return* pasar

$$R_{mt} = \text{IHSG}_t - \text{IHSG}_{t-1} / \text{IHSG}_{t-1}$$

Keterangan:

R_{mt} = *Return* market pada hari ke-t

IHSG_t = IHSG harian pada hari ke-t

IHSG_{t-1} = IHSG harian pada hari ke t-1

Menghitung *return* yang diharapkan (*Expected Return*)

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i R_{mt}$$

Keterangan:

$E(R_{it})$ = *Return* saham individual yang diharapkan
pada hari ke-t

α = Besarnya *return* saham individual yang
tidak dipengaruhi oleh *return* pasar

β_i = Tingkat kepekaan *return* saham individual sebagai akibat
berubahnya *return* pasar

R_{mt} = *Return* market pada hari ke-t

Menghitung *Abnormal Return*

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

Keterangan:

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada periode peristiwa ke-t

R_{it} = *Return* sesungguhnya yang terjadi untuk saham i pada periode
untuk peristiwa ke-t

$E(R_{it})$ = *Return* ekspektasi saham I untuk periode peristiwa ke-t

Trading Volume Activity (TVA)

Trading Volume Activity (TVA) menunjukkan jumlah volume perdagangan yang ada di pasar modal. Meningkatnya *Trading Volume Activity (TVA)* menandakan antusiasme dari investor meningkat yang disebabkan oleh adanya pengumuman *investment grade*.

Dengan begitu, diharapkan *Trading Volume Activity (TVA)* pada tanggal seputar peristiwa mengalami kenaikan. *Trading Volume Activity (TVA)* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$TVA_{i,t} = \text{ Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t / \text{ Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t$

Sumber Data dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan sumber data sekunder maupun *database* otentik dan valid seperti *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*, *MNC securities*, *Yahoo Finance*, *Indonesia Stock Exchange* dan *IDX statistic*.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan metode dokumentasi. Metode dokumentasi merupakan metode dengan mencari data melalui sumber tertulis seperti buku, catatan, transkrip, arsip, bukti, laporan keuangan, dan data dokumenter lain baik yang dipublikasikan maupun yang tidak dipublikasikan.

Metode Analisis

Sebelum menghitung *Abnormal Return* harus dihitung dulu *expected return*-nya yang dapat menggunakan model estimasi *market model*. Model ini dapat dengan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*). Setelah itu adalah dengan menentukan *event windows* atau periode estimasi dan periode jendela untuk data harian selama beberapa hari di seputar tanggal pengumuman baik sebelum ataupun setelahnya.

Model ekspektasi dengan teknik regresi OLS (*Ordinary Least Square*) dapat dihitung dengan persamaan:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mij} + \epsilon_{ij}$$

Penelitian ini dilakukan pada 11 hari dalam rentan waktu pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* yang diberikan oleh Standard and Poor's (S&P) yang dapat ditransformasikan ke dalam angka (t-5), (t-4), (t-3), (t-2), (t-1), (t=0), (t+1), (t+2), (t+3), (t+4), (t+5) dengan (t-0) adalah waktu pengumuman *Investment Grade*. Waktu ini dibagi menjadi 3 bagian yaitu 5 hari sebelum pengumuman, hari pengumuman, dan 5 hari setelah pengumuman. *Event windows* ini ditentukan dengan melihat pertimbangan bahwa hari pengumuman merupakan hari Jumat yang merupakan hari terakhir dapat dilakukannya transaksi di pasar saham. Dengan begitu, penelitian dapat berfokus pada minggu saat pengumuman tersebut disiarkan yang di mulai dari hari Senin, dan minggu setelah pengumuman yang berakhir di hari Kamis. Waktu yang terbilang singkat ini juga dipilih untuk menghindari adanya bias *confounding effect* yaitu tercampurnya informasi dari suatu peristiwa dengan informasi lain yang dapat mengganggu kekuatan informasi yang diteliti. Selanjutnya langkah yang harus dilakukan pada *Abnormal Return* dengan *market model* adalah sebagai berikut:

Menghitung *return* saham harian

$$R_{it} = P_{it} - P_{it-1} / P_{it-1}$$

Menghitung *return* pasar harian

$$R_{mt} = \frac{IHS G_t - IHS G_{t-1}}{IHS G_{t-1}}$$

Meregresi *return* saham harian dengan *return* pasar harian untuk memperoleh α dan β masing-masing saham.

$$\beta = \frac{n \sum xy - (\sum x)(\sum y)}{n \sum x^2 - (\sum x)^2}$$

$$\alpha = \frac{\sum y - \beta(\sum x)}{n}$$

Persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$Y = \alpha + \beta x$$

Menghitung *Expected Return* selama *event period* dengan menggunakan *market model*, yaitu:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_i \cdot R_{mj} + \epsilon_{ij}$$

Menghitung *Abnormal Return*

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

Menghitung rata-rata *Abnormal Return* harian

$$AAR_t = 1/n \sum AR_{it}$$

Menghitung *Trading Volume Activity* (TVA)

Urutan perhitungan *Trading Volume Activity* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut: (1) Menghitung *Trading Volume Activity* dimana $TVA_{i,t} = \text{Saham perusahaan } i \text{ yang diperdagangkan pada waktu } t / \text{Saham perusahaan } i \text{ yang beredar pada waktu } t$ dan (2) Membandingkan *Trading Volume Activity* periode sebelum *event* dan periode setelah *event*.

Uji Normalitas Data

Pengujian normalitas adalah pengujian untuk data distribusi normal ataupun tidak yang bertujuan untuk kenormalan distribusi data. Menurut Ghazali (2011), uji normalitas berguna untuk menguji apakah dalam model regresi terdapat gangguan atau residual yang memiliki distribusi normal. Fungsi pengujian normalitas adalah sebagai alat untuk membuat kesimpulan populasi berdasarkan data sampel. Setelah dilakukannya pengujian ini, peneliti dapat menentukan alat uji yang selanjutnya. Untuk menghindari adanya kemungkinan hasil yang tidak diharapkan pada uji normalitas grafik, peneliti memilih pengujian dilakukan dengan uji *Kolmogorov-Smirnov*.

Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dapat dilakukan setelah pengujian normalitas data. Hipotesis diuji dengan *One Sample T-Test* untuk menguji ada tidaknya reaksi pasar pada periode *event*, dan *Paired Sample T-Test* yang menguji signifikansi perbedaan *Trading Volume Activity*, *Abnormal Return*, *Average Abnormal Return*, dan *Cumulative Average Abnormal Return*. Hipotesis juga diuji dengan *Independent Sample T-Test* untuk hasil yang lebih akurat pada asumsi hipotesis. Alat uji di atas digunakan dengan syarat distribusi datanya normal. Jika data berdistribusi tidak normal maka dilakukan uji non-parametrik yaitu

menggunakan *Wilcoxon Signed Ranks Test*. Data diolah dengan *software SPSS 22* dan *Microsoft Excel*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi dan Sampel

Seperti yang dijelaskan pada bab sebelumnya, populasi pada penelitian ini yaitu perusahaan *go public* BUMN dan Non-BUMN yang dianggap mewakili dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling* yang berarti pemilihan sampel ditentukan dengan kriteria tertentu. Selain itu, pemilihan sampel dilakukan menggunakan alur tertentu untuk memenuhi kebutuhan penelitian. Kriteria yang ditentukan peneliti bertujuan mendapatkan hasil sampel yang valid serta relevan dengan tujuan penelitian. Total sampel yang memenuhi kriteria sebanyak 127 emiten.

Deskripsi Statistik

Deskripsi statistik dari *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN dan Non-BUMN dari sepuluh periode *event windows* yaitu (t-5), (t-4), (t-3), (t-2), (t-1), (t=0), (t+1), (t+2), (t+3), (t+4), dan (t+5). Diketahui untuk *Trading Volume Activity* BUMN memiliki nilai minimum atau terendah yaitu 0,0009110, nilai maksimum atau tertinggi yaitu 0,0031872, *mean* atau rata-rata 0,001621326, dan standar deviasi sebesar 0,0006752970. Sedangkan untuk *Trading Volume Activity* Non-BUMN nilai terendahnya 0,0009814, nilai tertingginya 0,0020425, rata-rata 0,001255372, dan standar deviasi 0,0003213914.

Selanjutnya, deskripsi statistik *Average Abnormal Return* perusahaan BUMN dan Non-BUMN pada *event windows* yang terdiri dari dua bagian yaitu periode sebelum dan periode setelah. Periode sebelum dimulai dari (t-5) sampai dengan (t-1) dan periode setelah dimulai dari (t+1) sampai dengan (t+5). Diketahui *Average Abnormal Return* BUMN memiliki nilai terendah -0,0073972, nilai tertinggi 0,0301598, rata-rata 0,005396434, dan standar deviasi 0,0128177151. Sedangkan *Average Abnormal Return* Non-BUMN nilai terendahnya -0,0085167, nilai tertingginya 0,0084881, rata-rata 0,000351497, dan standar deviasi 0,0054530467.

Uji Normalitas

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis dengan alat uji statistik diperlukan uji normalitas yang menguji distribusi dari data yang akan diolah. Penelitian ini menggunakan uji hipotesis parametrik yaitu *One Sample T-Test*, *Paired Sample T-Test*, dan *Independent Sample T-Test* sehingga asumsi yang dipergunakan adalah data dengan distribusi yang normal. Untuk mengetahui apakah distribusi dari data normal atau tidak, dipergunakanlah uji normalitas yang disebut dengan *Kolmogorov Smirnov Test*.

Hasil yang didapat dari uji normalitas *Trading Volume Activity* BUMN dan Non-BUMN dengan *asymptotic significance* sebesar 0,200 atau lebih besar dari nilai probabilitas yang ditentukan yaitu 0,05 maka dapat diketahui distribusi data dari kedua variabel tersebut adalah normal. Hasil yang didapat dari uji normalitas yang menunjukkan tingkat signifikansi dari *Average Abnormal Return* perusahaan BUMN sebesar 0,113 dan untuk perusahaan Non-BUMN sebesar 0,200 yang artinya kedua nilai *asymptotic significance* tersebut lebih besar dari nilai probabilitas 0,05. Hasil ini menunjukkan bahwa data dari *Average Abnormal Return* untuk kedua perusahaan memiliki distribusi atau persebaran data yang normal.

Uji Hipotesis

Setelah mengetahui sebaran distribusi atau normalitas dari saham BUMN dan Non-BUMN selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis yang bertujuan untuk mengetahui terlebih dahulu apakah terdapat reaksi pasar yang ditandai dengan nilai yang signifikan dari hasil pengujian melalui alat uji *One Sample T-Test*. Kemudian setelah itu dilakukan pengujian *Paired Sample T-Test* untuk mengukur signifikansi perbedaan dari *Trading Volume Activity*, *Average Abnormal Return*, dan *Cumulative Average Abnormal Return* baik pada perusahaan BUMN maupun Non-BUMN.

Pengujian Hipotesis H_1

Hasil pengujian *One Sample T-Test* untuk mengetahui ada tidaknya reaksi pasar pada *Trading Volume Activity* BUMN adalah sebagai berikut:

Tabel 1 Uji *One Sample T-Test* TVA BUMN

Periode	t-hitung	t-tabel	Keterangan
t-5	4,305	2,093	Signifikan
t-4	5,547	2,093	Signifikan
t-3	4,599	2,093	Signifikan
t-2	4,243	2,093	Signifikan
t-1	4,640	2,093	Signifikan
t=0	5,907	2,093	Signifikan
t+1	4,956	2,093	Signifikan
t+2	3,552	2,093	Signifikan
t+3	4,290	2,093	Signifikan
t+4	4,946	2,093	Signifikan
t+5	3,633	2,093	Signifika

Output SPSS 24 (data diolah, 2018)

Berdasarkan hasil pengujian pada tabel di atas selama 11 hari pada *event* periode diketahui bahwa terdapat nilai yang signifikan dengan $t_{hitung} > t_{tabel}$ pada semua periode dari (t-5) sampai dengan (t+5). Hal ini menunjukkan terdapat bahwa reaksi pasar positif yang dibuktikan dengan peningkatan *Trading Volume Activity* pada perusahaan BUMN. Setelah itu pengujian selanjutnya menggunakan alat uji *Paired Sample T-Test* untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN antara periode sebelum dan setelah yang akan ditunjukkan pada tabel berikut:

Berdasarkan hasil dari *Paired Sample T-Test* untuk menguji apakah terdapat perbedaan pada *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN di periode sebelum dan setelah diperoleh nilai t_{hitung} sebesar -2,017, karena pengujian hipotesis dua arah maka nilainya mutlak menjadi 2,017. Diketahui juga bahwa t_{tabel} bernilai 2,093 dengan *degree of freedom* (df) yaitu 4. Berdasarkan tabel tersebut interpretasi yang didapat adalah $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($2,017 < 2,093$) dan $significance > \alpha$ ($0,114 > 0,05$) maka H_0 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan pada perusahaan BUMN antara periode sebelum dan setelah

pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*.

Meskipun tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada periode sebelum dan setelah, namun dapat diketahui dari tabel bahwa terdapat peningkatan nilai *mean* atau rata-rata dari periode sebelum sebesar 0,001348634 menjadi sebesar 0,00230339 di periode setelah pengumuman. Hal ini mengindikasikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap perusahaan BUMN dengan adanya pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Tabel selanjutnya memuat reaksi pasar terhadap *Trading Volume Activity* perusahaan Non-BUMN yang diuji dengan *One Sample T-Test*. Hasil dari pengujian tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 2 Perhitungan Sampel T-Test

Periode	t-hitung	t-tabel	Keterangan
t-5	3,060	1,982	Signifikan
t-4	3,273	1,982	Signifikan
t-3	4,220	1,982	Signifikan
t-2	4,344	1,982	Signifikan
t-1	3,877	1,982	Signifikan
t=0	4,783	1,982	Signifikan
t+1	4,256	1,982	Signifikan
t+2	3,852	1,982	Signifikan
t+3	3,046	1,982	Signifikan
t+4	4,353	1,982	Signifikan
t+5	2,155	1,982	Signifikan

Output SPSS 24 (data diolah, 2018)

Sama halnya dengan *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN, pada perusahaan Non-BUMN juga terdapat nilai yang signifikan di semua periode yang ditunjukkan pula dengan $t_{hitung} > t_{tabel}$. Dengan begitu diketahui bahwa terdapat reaksi pasar pada perusahaan Non-BUMN terhadap pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Setelah itu pengujian selanjutnya menggunakan *Paired Sample T-Test* untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* perusahaan Non-BUMN antara periode sebelum dan setelah yang ditunjukkan pada tabel berikut:

Berdasarkan tabel di atas nilai *mean* atau rata-rata pada *Trading Volume Activity* Non-BUMN diketahui mengalami penurunan dari periode sebelum sebesar 0,001385852 dan periode setelah sebesar 0,001124893. Pada tabel tersebut juga menunjukkan nilai t_{hitung} sebesar 2,802 dan nilai ini lebih besar dari nilai t_{tabel} 1,982. Jika diinterpretasikan maka diketahui bahwa $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($2,802 > 1,982$) dan *significance (2-tailed)* $< \alpha$ ($0,049 < 0,05$), maka H_0 ditolak dan H_1 diterima. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Trading Volume Activity* perusahaan Non-BUMN di periode sebelum dan setelah. Dengan terdapatnya informasi tambahan mengenai nilai *mean* atau rata-rata yang mengalami penurunan pula maka dapat diketahui bahwa pasar bereaksi negatif terhadap perusahaan Non-BUMN dengan adanya pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*.

Pengujian Hipotesis H_2

Untuk melakukan pengujian hipotesis kedua pada penelitian ini digunakanlah uji *One Sample T-Test* untuk mengetahui terlebih dahulu apakah terdapat reaksi pasar pada *Average Abnormal Return* perusahaan BUMN dan Non-BUMN.

Tabel 3 Uji *One Sample T-Test Abnormal Return BUMN*

Periode	t-hitung	t-tabel	Keterangan
t-5	-1,260	2,093	Tidak Signifikan
t-4	0,519	2,093	Tidak Signifikan
t-3	2,824	2,093	Signifikan
t-2	1,860	2,093	Signifikan
t-1	-2,183	2,093	Signifikan
t+1	3,516	2,093	Signifikan
t+2	-0,651	2,093	Tidak Signifikan
t+3	1,363	2,093	Tidak Signifikan
t+4	-1,185	2,093	Tidak Signifikan
t+5	-0,466	2,093	Tidak Signifikan

Output SPSS 24 (data diolah, 2018)

Berdasarkan tabel di atas dapat diketahui bahwa terdapat *Average Abnormal Return* perusahaan BUMN yang signifikan di beberapa hari selama sepuluh hari periode pengamatan. Reaksi pasar ditunjukkan dengan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ di periode (t-3), (t-2), (t-1), dan (t+1) yang menandakan bahwa terdapat reaksi pasar di keempat periode tersebut. Sementara itu di enam periode lain tidak diketahui terdapat nilai yang signifikan dengan $t_{hitung} < t_{tabel}$ dan menandakan tidak ada reaksi pasar di periode tersebut pada pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Selanjutnya perhitungan pada *Average Abnormal Return* digunakan untuk menentukan nilai *Cumulative Average Abnormal Return* yang akan dilanjutkan kepada pengujian hipotesis yang sebenarnya. Nilai *Average Abnormal Return* tersebut dikumulatifkan menjadi sebagai berikut:

Tabel yang menunjukkan hasil uji *Paired Sample T-Test* pada *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan BUMN di periode sebelum dan setelah pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. *Mean* atau rata-rata dari *Cumulative Abnormal Return* meningkat pesat dari periode sebelum yang bernilai 0,015849000 ke periode setelah yang bernilai 0,029960800. Perhitungan ini menghasilkan nilai t_{hitung} mutlak sebesar 1,933 yang bernilai lebih kecil dari t_{tabel} sebesar 2,131 dengan *degree of freedom* (df) bernilai 4, dari nilai tersebut dapat diinterpretasikan menjadi $t_{hitung} < t_{tabel}$ ($1,933 < 2,131$) dan $significance > \alpha$ ($0,125 > 0,05$), dari output tersebut maka H_0 diterima dan H_1 ditolak.

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan periode setelah pada *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan BUMN. Meskipun begitu *output* tersebut membuktikan bahwa pasar bereaksi positif terhadap saham perusahaan BUMN yang ditandai dengan meningkatnya rata-rata *Cumulative Average Abnormal Return* dari periode sebelum ke periode setelah terhadap pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Tabel

selanjutnya memuat ada tidaknya reaksi pasar pada pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* terhadap perusahaan Non-BUMN. Reaksi pasar pada *event* tersebut diuji dengan *One Sample T-Test* yang dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 4 Uji *One Sample T-Test Abnormal Return* Non-BUMN

Periode	t-hitung	t-tabel	Keterangan
t-5	1,601	1,982	Tidak Signifikan
t-4	-1,934	1,982	Tidak Signifikan
t-3	2,443	1,982	Signifikan
t-2	-0,239	1,982	Tidak Signifikan
t-1	-0,205	1,982	Tidak Signifikan
t+1	0,577	1,982	Tidak Signifikan
t+2	-2,858	1,982	Signifikan
t+3	0,352	1,982	Tidak Signifikan
t+4	0,708	1,982	Tidak Signifikan
t+5	-283	1,982	Tidak Signifikan

Output SPSS 24 (data diolah, 2018)

Dapat diketahui dari tabel di atas bahwa terdapat hasil yang berbeda yaitu signifikan dan tidak signifikan. Periode yang tidak mengalami reaksi pasar yang signifikan antara lain periode (t-5), (t-4), (t-2), (t-1), (t+1), (t+3), (t+4) dan (t+5). Sementara itu periode yang mengalami reaksi pasar yang signifikan adalah periode (t-3) dan (t+2). Setelah mengetahui bahwa terdapat reaksi pasar pada *event*, langkah selanjutnya melakukan uji *Paired Sample T-Test* untuk membandingkan serta menguji apakah terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* perusahaan Non-BUMN antara periode sebelum dan periode setelah pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* yang akan disajikan pada tabel berikut:

Hasil uji *Paired Sample T-Test* pada *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan Non-BUMN menghasilkan perhitungan *mean* atau rata-rata sebesar 0,004853600 untuk periode sebelum pengumuman dan nilai sebesar -0.00158980 untuk periode setelah pengumuman. Pada perhitungan di atas pula diketahui nilai t_{hitung} mutlak sebesar 5,091 dengan *degree of freedom* (df) bernilai 4 serta nilai *significance (2-tailed)* sebesar 0,007. Maka jika tabel di atas diinterpretasikan untuk memenuhi asumsi hipotesis didapatkan nilai $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($5,091 > 2,131$) dan nilai *significance* $< \alpha$ ($0,007 < 0,05$) dengan begitu dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan Non-BUMN antara periode sebelum dan periode setelah. Selain itu terdapat informasi tambahan yaitu nilai *mean* atau rata-rata *Cumulative Average Abnormal Return* yang menurun pesat dari periode sebelum ke periode setelah terhadap pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*.

Pengujian Hipotesis H_3

Berdasarkan output dari hasil uji hipotesis *Independent Sample T-Test* diketahui *mean* atau rata-rata dari CAAR BUMN adalah 0,022904900, sedangkan CAAR Non-BUMN adalah 0,001631900. Dengan N atau jumlah masing-masing periode yang dimulai

dari (t-5) sampai (t+5) yaitu 10, menghasilkan t_{hitung} sebesar 4,663 dengan *degree of freedom* (df) bernilai 18 dan *significance (2-tailed)* yang bernilai 0,000. Interpretasi yang dapat diperoleh dari tabel di atas yaitu $t_{hitung} > t_{tabel}$ ($4,663 > 2,100$) dan *significance* $< \alpha$ ($0,000 < 0,05$). Jadi, dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan BUMN dan *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan Non-BUMN sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima.

Pembahasan

Event pada penelitian yaitu pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* secara garis besar memiliki dampak positif yang berpengaruh langsung pada antusiasme investor untuk melakukan transaksi perdagangan di pasar saham. Berdasarkan hasil analisis pada pengujian ketiga hipotesis di atas akan dipaparkan lebih mendalam mengenai *output* dari hasil olah data masing-masing hipotesis.

Pengujian *One Sample T-Test* pada hipotesis pertama membuktikan bahwa terdapat reaksi pasar yang berpengaruh terhadap *Trading Volume Activity* kedua perusahaan pada periode *event* yang ditandai dengan hasil yang signifikan. Kemudian pengujian berlanjut untuk membuktikan apakah terdapat perbedaan antara periode sebelum dan setelah dengan menggunakan *Paired Sample T-Test*. Informasi penting yang didapat dari hasil uji adalah terdapat peningkatan volume perdagangan yang memihak kepada perusahaan BUMN yang ditunjukkan dengan peningkatan rata-rata hampir dua kali lipat dari periode sebelum ke periode setelah. Sebaliknya, *Trading Volume Activity* perusahaan Non-BUMN mengalami penurunan yang dapat diartikan bahwa pasar bereaksi negatif terhadap perusahaan Non-BUMN dengan adanya pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Dalam efisiensi pasar hal ini mencerminkan bahwa investor cenderung untuk melakukan transaksi perdagangan baik jual maupun beli yang ditandai dengan minat dan permintaan semakin tinggi yang akan mendorong kenaikan harga saham. *Trading Volume Activity* perusahaan BUMN yang meningkat menunjukkan bahwa informasi mengenai pengumuman tersebut direspon oleh pasar sesuai dengan teori *Efficiency Market Hypotesis Semi Strong* yang menyebutkan bahwa pasar yang meliputi harga-harga sekuritas saham secara penuh mencerminkan semua informasi yang dipublikasikan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Blanchard (2006) yang menyebutkan secara garis besar terdapat beberapa faktor-faktor yang memengaruhi pergerakan harga saham yaitu faktor ekonomi makro seperti ekonomi global, politik suatu negara, inflasi, dan termasuk juga peringkat surat utang obligasi suatu negara atau yang disebut dengan *Credit Rating*. Namun hasil pada uji ini menunjukkan tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara periode sebelum dan periode setelah pada perusahaan BUMN. Sementara pada perusahaan Non-BUMN terbukti terdapat perbedaan yang signifikan dengan nilai signifikansi 0,049. Dengan begitu hipotesis pertama pada perusahaan Non-BUMN diterima, sedangkan pada perusahaan BUMN ditolak.

Hipotesis kedua yang diajukan pada penelitian ini berfokus pada apakah terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* antara periode sebelum dan periode setelah di kedua jenis perusahaan. Untuk memperoleh hasil tersebut diperlukan terlebih dahulu pengujian reaksi pasar pada *Average Abnormal Return* dengan uji *One Sample T-Test*. Hasil yang didapatkan pada perusahaan BUMN adalah signifikan di tiga hari sebelum dan satu hari setelah. Sedangkan untuk perusahaan Non-BUMN signifikan di hari ketiga sebelum dan dua hari setelah. Selanjutnya dilakukan *Paired Sample T-Test* untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan *Average Abnormal Return* antara periode

sebelum dan setelah pengumuman, dan hasil yang didapatkan adalah tidak signifikan untuk kedua jenis perusahaan. Lalu uji terakhir untuk memenuhi asumsi hipotesis dilakukan dengan mengakumulasi *Average Abnormal Return* yang dibagi menjadi dua periode yaitu periode sebelum dan periode setelah. Setelah diketahui *Cumulative Average Abnormal Return* pada *event* dilakukan lagi uji *Paired Sample T-Test* untuk menghasilkan nilai signifikansi kedua jenis perusahaan. Pada hasil *output* diperoleh informasi bahwa peningkatan *Cumulative Average Abnormal Return* terjadi pada perusahaan BUMN yang meningkat pesat hampir dua kali dari periode sebelum ke periode setelah. Hasil berbeda terjadi pada perusahaan Non-BUMN yang mengalami penurunan ditandai dengan rata-rata *Cumulative Average Abnormal Return* yang bernilai negatif. Nilai negatif pada *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan Non-BUMN dapat mengindikasikan bahwa *event* ini memberikan sinyal negatif terhadap pasar dengan instrumen perusahaan Non-BUMN. Dapat dikatakan pula hal ini berkaitan langsung dengan kecenderungan investor untuk menyerap informasi dan melakukan transaksi guna menyikapi nilai yang terkandung dari pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*. Informasi yang terdapat pada *event* ini menjadi jelas dan menjadi informasi yang berpengaruh pada pertimbangan investor untuk lebih memilih saham perusahaan BUMN ketimbang Non-BUMN. Hal inilah yang faktor penentu nilai dari rata-rata dan tingkat signifikansi dari hipotesis ketiga yang secara garis besar menyebutkan bahwa tidak terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan BUMN antara periode sebelum dan periode setelah. Sedangkan untuk perusahaan Non-BUMN diketahui terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* dengan tingkat signifikansi 0,007. Dengan begitu hipotesis kedua pada perusahaan Non-BUMN diterima, sedangkan pada perusahaan BUMN ditolak.

Tujuan dari pengujian hipotesis ketiga ini adalah untuk membandingkan hasil dari uji hipotesis kedua yang telah dikembangkan untuk memenuhi asumsi apakah terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal return* yang signifikan antara perusahaan BUMN dan Non-BUMN. Dalam hal ini uji *Independent Sample T-Test* menjadi alat uji yang efektif untuk membandingkan perbedaan pada variabel penelitian secara individual dan tidak berkaitan satu sama lain seperti halnya perusahaan BUMN dan Non-BUMN. Berdasarkan *output* dari uji tersebut diketahui bahwa terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* yang signifikan bernilai 0,000 antara perusahaan BUMN dan Non-BUMN. Hasil ini didukung oleh angka *mean* atau rata-rata kedua jenis perusahaan yang terpaut jauh bernilai satu desimal. Hasil ini juga memberikan pengertian bahwa keduanya diyakini memiliki perbedaan yang sangat signifikan dan nilainya merupakan pengaruh dari *event Credit Rating: Investment Grade*. Dengan begitu hipotesis ketiga pada penelitian ini diterima.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh dari pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* terhadap *Trading Volume Activity* dan *Abnormal Return* pada saham-saham perusahaan BUMN dan Non-BUMN. Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan di atas, dapat diambil beberapa kesimpulan.

Pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* mengandung informasi yang ekonomis. Pengumuman ini mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap perubahan

harga dan kegiatan di pasar modal karena permintaan dan minat yang ikut meningkat. Reaksi pasar pada saham BUMN dan Non-BUMN dapat tercermin langsung pada Indeks Harga Saham Gabungan. Hal ini dibuktikan dengan meningkatnya rata-rata volume perdagangan pada perusahaan BUMN dan terdapatnya perbedaan *Trading Volume Activity* yang signifikan pada perusahaan Non-BUMN. Berdasarkan pengujian yang telah dilakukan dapat disimpulkan aktivitas perdagangan mulai memihak kepada saham BUMN diimbangi dengan menurunnya minat pada saham Non-BUMN.

Pengaruh dari pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* terhadap *Cumulative Abnormal Return* sejalan dengan yang terjadi pada *Trading Volume Activity*. Respon yang berbeda dari investor terhadap kedua jenis perusahaan menjadi jelas. Tidak terdapat perbedaan *Cumulative Average Abnormal Return* pada perusahaan BUMN dan terdapat perbedaan yang signifikan pada perusahaan Non-BUMN pada periode tersebut merupakan efek dari penurunan *Cumulative Average Abnormal Return* yang menjadi bernilai negatif. Imbal hasil yang didapatkan oleh investor mengalami defisit dan tidak sesuai dengan imbal hasil yang diharapkan. Sedangkan untuk perusahaan BUMN imbal hasil diperkirakan meningkat positif karena mendapat apresiasi dari investor dengan adanya pengumuman *Credit Rating: Investment Grade*.

Terdapat perbedaan yang signifikan antara *Cumulative Average Abnormal Return* perusahaan BUMN dan Non-BUMN. Hal ini tercermin jelas dari rata-rata kedua jenis perusahaan yang sangat jauh berbeda. Selain itu peningkatan dan penurunan dari rata-rata, serta perbedaan nilai positif dan negatif keduanya menjadi bukti bahwa pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* adalah *event* yang membuat perusahaan BUMN lebih diprioritaskan oleh investor dalam melakukan kegiatan di pasar modal.

Keterbatasan dan Saran

Terdapat beberapa keterbatasan yang ada pada penelitian ini yang dapat dinyatakan sebagai berikut: (1) Pemilihan sampel pada penelitian mengacu pada saham BUMN yang dibagi berdasarkan sektor, hal ini dapat menyebabkan pemilihan saham Non-BUMN yang tidak spesifik dan dapat menimbulkan adanya bias, (2) Sampel yang diambil pada saham BUMN dan Non-BUMN jumlahnya tidak sama yang mungkin menghasilkan perhitungan yang tidak ideal dan tidak mencerminkan keadaan riil, dan (3) Penelitian hanya menggunakan beta pasar bukan dengan beta koreksi karena keterbatasan akses pada data yang dibutuhkan untuk penelitian.

Hasil penelitian dapat diajukan sebagai saran atau rekomendasi yang dapat dinyatakan sebagai berikut: (1) Investor yang melakukan perdagangan di Bursa Efek Indonesia dapat mempertimbangkan keberadaan suatu *event* atau *announcement* seperti halnya *Credit Rating: Investment Grade* dalam pengambilan keputusan investasi. Lebih mendalam lagi jika *event* tersebut memiliki kandungan informasi yang ekonomis dan berpengaruh langsung kepada tren di pasar modal. Investor juga dapat menggunakan informasi ini beberapa hari sebelum dan maksimal dua hari setelah hari pengumuman untuk memperoleh *return*. (2) Pemerintah dapat mengkaji kembali bahwasanya faktor ekonomi makro seperti perubahan *Credit Rating* dari yang semula *Non-Investment Grade* menjadi *Investment Grade* dapat memupuk kepercayaan investor dalam melakukan penanaman modal. Lebih jauh lagi investor akan mempertimbangkan instrumen mana saja yang berkaitan langsung dengan terjadinya sebuah peristiwa. Seperti halnya pengumuman *Credit Rating: Investment Grade* yang secara subjektif cenderung mencerminkan kinerja suatu pemerintahan juga apresiasi langsung terhadap perusahaan milik pemerintah yang dikenal sebagai Badan Usaha Milik Negara (BUMN). (3) Penelitian

berikutnya dapat melakukan penelitian lanjutan untuk memperoleh hasil yang lebih mendalam terkait dengan *Credit Rating* yang senantiasa berubah dan memiliki dampak besar bagi perekonomian suatu negara.

DAFTAR PUSTAKA

- Blanchard, Oliver. 2006. *Macroeconomic 4 Edition*. New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Boney, Vaneesha., George C., Lynne Kelly. 2009. Timing the Investment Grade Securities Market : Evidence from High Quality Bond Funds. *Journal of Empirical Finance*. 16 (2009) 55-69.
- Chen, Sheng-Syan., Chen, Hsien-Y.i, Chang, Chong-Chuo., Yang, Shu-Ling,. 2015. The Relation between Sovereign Credit Rating Revisions and Economic Growth. *Journal of Banking & Finance*. 64 (2016) 90-100.
- Elkhoury, Marwan. 2008. *Credit Rating Agencies and Their Potential Impact on Developing Country*. United Conference on Trade and Development. Discussion Papers. 186 (2008).
- Huber, Tyler. 2014. *Rating Changes and Sovereign Bond Yields*. Economics Honors Thesis. Department of Economics. Vanderbilt University.
- Kandir, S.Y. 2008. Macroeconomic Variables, Firm Characteristics and Stock Return: Evidence from Turkey. *International Research Journal of Finance and Economics*. 16 (2008) 35-45.
- Kedia, Simi., Rajgopal, Shivaram., Zhou, Xing. 2015. Large Shareholders and Credit Ratings. *Journal of Financial Economics*. 124 (2017) 632-653
- Marcus, Zvi., Kane, and Bodie. 2014. *Investments*. 10th Edition. New York: McGraw-Hill Education.
- Morkoetter, Stefan., Stebler, Roman., Westerfield, Simone. 2016. Competition in the Credit Rating Industry: Benefits for Investor and Issuers. *Journal of Banking and Finance*. 75 (2017) 235-257.
- Nurrahmawati, Diyah. 2017. Analisis Penurunan Harga BBM 1 April 2016 terhadap Reaksi Pasar Modal di Bursa Efek Indonesia (Studi pada Sektor Pertambangan dan Sektor Infrastruktur, Utilitas, dan Transportasi). *Skripsi*. Univesitas Sebelas Maret Surakarta.
- Negara Republik Indonesia. 1995. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal. Presiden Republik Indonesia.
- Negara Republik Indonesia. 2003. Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2003 Tentang Badan Usaha Milik Swasta. Presiden Republik Indonesia.
- Research and Development Division. 2017. *IDX Fact Book 2017*. PT. Bursa Efek Indonesia.
- Rigobon, Roberto., 2002. The Curse on Non-Investment Grade Countries. *Journal of Development Economics*. 69 (2002) 423-449.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Suhartono, dan Fadlillah, 2009. *Portofolio Investasi & Bursa Efek*. UPP STIM YKPN.
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Edisi Kelima. UPP STIM YKPN.
- Tandeilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi, edisi pertama*. Yogyakarta: Kanisius.
- Wasserfallen., Walter. 1989. Macroeconomics News and the Stock Market : Evidence from Europe. *Journal of Banking & Finance*. 13 (1989) 613-626.
- Williams, Gwion., Alsakka, Rasha., Gwilym, Owain. 2013. The Impact of Sovereign Rating

Actions on Bank Ratings in Emerging Markets. *Journal of Banking & Finance*. 37 (2013) 563-577.

Sumber Internet

<https://www.sahamok.com/emiten/bumn-publik-bei> diakses 3 Februari 2018

<https://www.sahamok.com/emiten/sektor-bei> 5 Februari 2018

<https://finance.yahoo.com> diakses 15 Februari 2018

<https://indonesia.go.id> diakses 2 Maret 2018

<https://www.wsj.com/articles/s-p-lifts-indonesias-ratings-to-investment-grade> 1495198509