

BAB 2 TINJAUAN PUSTAKA

2.1. *Bond Rating*

2.1.1. Deskripsi *Bond Rating*

Secara umum, *bond rating* merupakan suatu tingkat pengukuran kualitas dan keamanan dari sebuah *bond* yang didasarkan oleh kondisi finansial dari *bond issuer*. Secara spesifik, *bond rating* merupakan hasil dari evaluasi yang dilakukan lembaga pemeringkat yang merupakan indikator kemungkinan *bond issuer* untuk dapat membayar hutang dan bunganya tepat waktu.

Tujuan utama proses *rating* adalah memberikan informasi akurat mengenai kinerja keuangan, posisi bisnis industri perseroan yang menerbitkan surat hutang (obligasi) dalam bentuk peringkat kepada calon investor (Rahardjo, 2004).

Rating bukanlah rekomendasi untuk *sell*, *buy* atau *hold* dan bukan pula komentar seperti halnya analisis saham. *Rating* dibentuk berdasarkan informasi yang disajikan oleh obligor atau informasi-informasi lain yang diperoleh dari sumber lain yang dapat dipercaya. *Rating* ini bisa berubah, ditunda maupun ditarik kembali sebagai akibat dari perubahan kapasitas pembayaran hutang perusahaan.

2.1.2. Manfaat *Bond Rating*

Manfaat umum dari proses *bond rating* adalah (Rahardjo, 2004):

1. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
2. Efisiensi biaya. Hasil *rating* yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan seperti penyediaan *sinking fund*, ataupun jaminan aset.
3. Menentukan besarnya *coupon*, semakin bagus *rating* cenderung semakin rendah nilai kupon dan begitu pula sebaliknya.

4. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan hutang tersebut.
5. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Dengan melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen dan bisnis fundamentalnya, setiap investor akan dapat menilai kelayakan bisnis usaha emiten tersebut. Selain itu, investor akan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi obligasi tersebut. Beberapa manfaat *rating* bagi investor adalah sebagai berikut :

- a. Informasi risiko investasi. Tujuan utama investasi adalah untuk meminimalkan risiko serta mendapatkan keuntungan yang maksimal. Oleh karena itu, dengan adanya *bond rating* diharapkan informasi risiko dapat diketahui lebih jelas posisinya.
- b. Rekomendasi investasi. Investor akan dengan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil peringkat kinerja emiten obligasi tersebut. Dengan demikian investor dapat melakukan strategi investasi akan membeli atau menjual sesuai perencanaannya.
- c. Perbandingan. Hasil *rating* akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi yang satu dengan yang lain, serta membandingkan struktur yang lain seperti suku bunga dan metode penjaminannya.

Untuk melakukan proses penerbitan obligasi, perusahaan harus melakukan proses pemeringkatan yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat. Beberapa manfaat yang akan didapatkan dari emiten di antaranya adalah:

- a. Informasi posisi bisnis. Dengan melakukan *rating*, pihak perseroan akan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
- b. Menentukan struktur obligasi. Setelah diketahui keunggulan dan kelemahan manajemen, bisa ditentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu

jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.

- c. Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan *rating* yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternative.
- d. Alat pemasaran. Dengan mendapatkan *rating* yang bagus, daya tarik perusahaan di mata investor bisa meningkat. Dengan demikian, adanya *rating* bisa membantu system pemasaran obligasi tersebut supaya lebih menarik.
- e. Menjaga kepercayaan investor. Hasil *rating* yang independent akan membuat investor merasa lebih aman, sehingga kepercayaan investor bisa terjaga.

2.1.3. Aspek Pemeringkatan *Bond Rating*

Dalam melakukan proses *rating*, beberapa hal yang harus diperhatikan dalam melakukan analisis obligasi adalah (Rahardjo, 2004):

- a. Kinerja Industri. Akan dibahas mengenai aspek persaingan industri, prospek dan pangsa pasar, adanya ketersediaan bahan baku, struktur industri yang kuat, pengaruh kebijakan pemerintah dan kebijakan ekonomi lainnya.
- b. Kinerja Keuangan. Aspek kualitas aset, rasio profitabilitas, pengelolaan aset dan pasiva, rasio kecukupan modal, tingkat pengelolaan hutang, rasio kecukupan pembayaran bunga.
- c. Kinerja Non Keuangan. Aspek manajemen, reputasi perusahaan, serta perjanjian *indenture* (meliputi *sinking fund*, *debt test*, *dividend test*, *merger*, dan *sale of asset*).

2.1.4. Lembaga Pemeringkatan

Pihak institusi yang memberikan evaluasi dan penilaian atas *rating* biasanya disebut lembaga pemeringkat (*rating company*) seperti Fitch, Standard & Poor (S&P), Moody's dan sebagainya. Lembaga-lembaga ini bertugas untuk melakukan evaluasi dan analisis atas kemungkinan macetnya pembayaran surat

hutang. Di Indonesia, hanya dikenal 2 lembaga pemeringkat surat hutang yaitu PT.PEFINDO (Peringkat Efek Indonesia) dan Moody's Indonesia (sebelumnya PT. Kasnic Credit Rating Indonesia).

Terdapat beberapa peringkat hutang menurut PEFINDO:

- a. **idAAA**. Merupakan peringkat tertinggi yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang superior untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya.
- b. **idAA**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang sangat kuat untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya.
- c. **idA**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang kuat untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Bagaimanapun, sekuritas hutang ini lebih mudah terpengaruh terhadap perubahan kondisi ekonomi dibandingkan sekuritas hutang dengan *rating* yang lebih tinggi.
- d. **idBBB**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang cukup untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Bagaimanapun, perubahan kondisi ekonomi dianggap dapat melemahkan kapasitas obligor dalam memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya.
- e. **idBB**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang agak lemah untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Kapasitas obligor untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya mudah terpengaruh oleh ketidakpastian, atau perubahan kondisi bisnis, keuangan dan kondisi ekonomi lainnya.

- f. **idB**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang lemah untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Walaupun obligor kini memiliki kapasitas untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya, adanya perubahan kondisi kondisi bisnis, keuangan dan kondisi ekonomi lainnya dapat melemahkan kapasitas atau *willingness* pemenuhan kewajiban obligor tersebut.
- g. **idCCC**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor memiliki kapasitas yang rentan untuk tidak memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya.
- h. **idD**. Merupakan peringkat yang menggambarkan obligor tidak memiliki kapasitas untuk memenuhi komitmen finansial jangka panjang dalam pembayaran hutangnya relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Dengan kata lain obligor dalam kondisi *default*.

Pada peringkat dari **idAA** sampai **idB** dapat dimodifikasi menggunakan notasi plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tersebut.

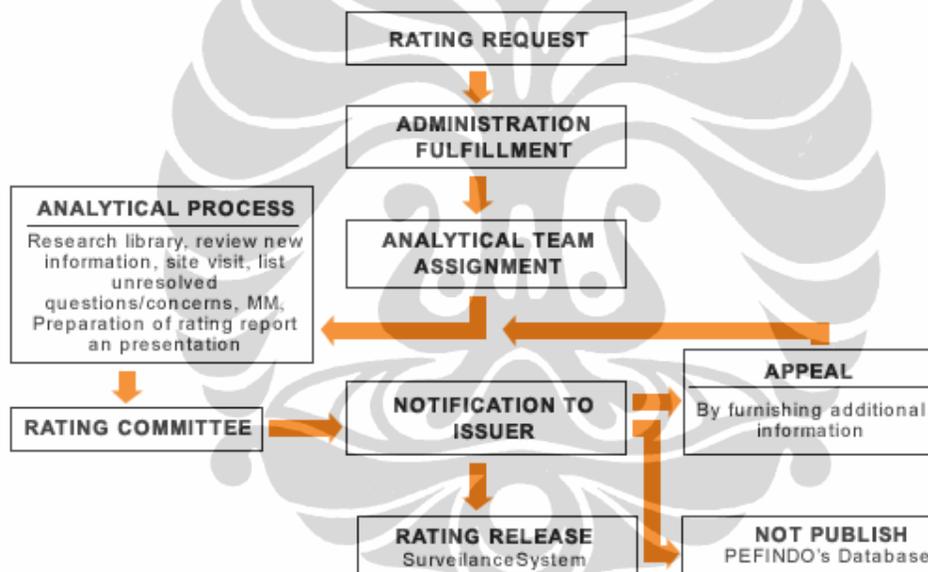
Adapun yang disebut dengan *rating outlook* adalah penilaian atas prospek jangka menengah dan panjang mengenai obligor yang diperingkat. Dalam penentuannya, *rating outlook* mengevaluasi perubahan kondisi perekonomian serta bisnis dari obligor tersebut. Penilaian *rating outlook* tidak dapat digunakan sebagai patokan untuk menentukan *credit alert* atas sekuritas yang diperingkat. Beberapa istilah yang digunakan adalah sebagai berikut :

<i>Outlook</i>	Definisi
<i>Positif</i>	<i>Rating</i> diperkirakan mengalami peningkatan.
<i>Negatif</i>	<i>Rating</i> diperkirakan mengalami penurunan.
<i>Stabil</i>	<i>Rating</i> diperkirakan tidak berubah
<i>Developing</i>	<i>Rating</i> dapat mengalami baik peningkatan maupun penurunan.

2.1.5. PT. PEFINDO

PT. PEFINDO atau PT. Pemeringkat Efek Indonesia didirikan di Jakarta pada 21 Desember 1993 melalui inisiatif dari BAPEPAM dan Bank Indonesia dan pada 1994 mendapatkan lisensi No.39/PM/-PI/1994 dari BAPEPAM sebagai institusi resmi di bidang pemeringkatan efek Indonesia.

Fungsi utama PT. PEFINDO ialah untuk menyediakan peringkat yang kredibel, independen dan obyektif pada *debt securities* melalui proses *rating*. Dalam meningkatkan jaringan dan kualitas produk pemeringkatan, PT. PEFINDO berafiliasi dengan lembaga pemeringkat internasional, yaitu S & P. Proses *rating* dalam PT. PEFINDO sendiri dijabarkan dalam Gambar 2.1.



Gambar 2.1. Proses *Rating* PT.PEFINDO

Sumber : www.newpefindo.com

2.2. *Bond Rating dan Default Probability*

Bond rating merupakan penilaian yang menggambarkan *default risk* dari perusahaan yang mengeluarkan hutang. Para lembaga pemeringkatan biasanya menyediakan hasil studi mereka untuk memperlihatkan hubungan dari *rating* tersebut terhadap kemungkinan *default* perusahaan tersebut.

Para lembaga keuangan juga biasanya menyediakan studi mengenai hubungan antara *rating* dengan kemungkinan *default*. Jorion dan Zhang (2007) menyediakan gambaran hubungan tersebut menggunakan data S&P periode 1981-2002 pada Tabel 2.1. Tabel ini memperlihatkan bahwa semakin tinggi *rating* menggambarkan *default probability* yang semakin kecil dari perusahaan dan sebaliknya. Dari tabel tersebut juga dapat terlihat bahwa rentang besar perubahan tingkat *default probability* tidak sama, semakin bawah *rating* maka rentang perubahan *default probability* semakin besar.

Tabel.2.1. Credit Rating dan Default

Probability S&P 1981-2002

Rating	Scale	Default Frequency	
		Actual	Fitted
AAA	1	0.005	0.003
AA+	2	0.004	0.005
AA	3	0.007	0.007
AA-	4	0.012	0.010
A+	5	0.016	0.015
A	6	0.017	0.022
A-	7	0.023	0.031
BBB+	8	0.047	0.045
BBB	9	0.055	0.065
BBB-	10	0.109	0.092
BB+	11	0.140	0.128
BB	12	0.187	0.177
BB-	13	0.265	0.238
B+	14	0.315	0.313
B	15	0.396	0.400
B-	16	0.492	0.493
CCC	17	0.572	0.586

Sumber : Jorion dan Zhang (2007)

Dari data pada Tabel 2.1. dipelihatkan semakin rendah *rating* maka semakin membesar rentang *default probability*. Atas dasar data tersebut, *rating* diklasifikasikan dalam 2 kelas umum yakni *investment grade* dan *speculative grade*. Pada Tabel 2.2. diperlihatkan gambaran kelas dari *bond rating* menurut

S&P serta Moody's dari Jorion dan Zhang (2007) serta tambahan klasifikasi *rating* dari PT. PEFINDO.

Tabel 2.2. Pembagian Berdasarkan *Rating Class*

	S&P	Moody's	PEFINDO	Cardinal Scale
<u>Investment Grade</u>	-	-		
Highest Grade	AAA	Aaa	AAA	1
High Grade	AA (+,none,-)	Aa (1,2,3)	AA (+,none,-)	2,3,4
Upper Medium Grade	A (+,none,-)	A (1,2,3)	A (+,none,-)	5,6,7
Medium Grade	BBB (+,none,-)	Baa (1,2,3)	BBB (+,none,-)	8,9,10
<u>Speculative Grade</u>	-	-		
Lower Medium Grade	BB (+,none,-)	Ba (1,2,3)	BB (+,none,-)	11,12,13
Speculative	B (+,none,-)	B (1,2,3)	B (+,none,-)	14,15,16
Poor Standing	CCC (+,none,-)	Caa (1,2,3)	CCC	17,18,19/ 17(Pef.)
Highly Speculative	CC	Ca		20
Lowest Quality	C	C		21
In Default	D		D	22 / 18(Pef.)

Sumber : Telah Diolah Kembali dari Jorion dan Zhang (2007)

Investment grade mengacu pada *grade* yang memiliki *default probability* di bawah 10%. Dari nilai tersebut dapat dikatakan *bond rating* dalam kategori ini memiliki *default probability* yang rendah sehingga dianggap layak menjadi suatu sekuritas yang bersifat investasi. *Rating* yang tergolong dalam kategori ini (dalam tingkatan S & P) merupakan *rating* AAA sampai dengan BBB.

Di sisi lain, *speculative grade* mengacu pada *grade* yang memiliki *default probability* 10% ke atas. *Bond* dengan *rating* ini memiliki *default probability* yang dianggap cukup tinggi sehingga bersifat spekulatif bagi para pelaku pasar modal. *Rating* yang tergolong dalam kategori ini (dalam tingkatan S & P) merupakan *rating* BBB- ke bawah.

Begitu pula di Indonesia, *rating* juga dikategorikan seperti halnya di atas. *Moody's* Indonesia (sebelumnya Kasnic Credit Rating Indonesia) membagi peringkat pada *long term investment grade* dari peringkat AAA ke BBB(dengan karakteristik seperti *investment grade*) dan *non-investment grade* dari peringkat BB sampai D(dengan karakteristik seperti *speculative grade*). Hal ini kurang lebih sama dengan pada PT.PEFINDO yang mengadopsi kategori dari S & P.

2.3. Return Saham dan Bond Rating

Dalam penelitian Karyani dan Manurung (2006) dijabarkan tentang penelitian awal mengenai dampak *bond rating* terhadap *return* saham yang dilakukan antara lain oleh Pinches dan Singleton (1978), Weinstein (1977), serta Wakeman (1988). Penelitian dilakukan dengan menggunakan sampel *return* mingguan dan mendapatkan hasil tidak ditemukan adanya dampak signifikan mengenai respon harga saham akibat keberadaan *bond rating*.

Penelitian dari Holthausen dan Leftwich (1986) merupakan penelitian pertama yang menggunakan data *return* saham harian. Penelitian ini menunjukkan hasil yang kontradiktif dengan penelitian-penelitian yang dilakukan sebelumnya. Dengan menggunakan data saham periode 1977 – 1982 dan data *bond rating* Moody's dan S&P, penelitian ini memperlihatkan adanya reaksi signifikan pada respon harga saham terhadap penurunan *rating*. Namun hal ini tidak berlaku sebaliknya yakni tidak ditemukan respon harga signifikan terhadap kenaikan *bond rating*.

Berbagai penelitian selanjutnya menemukan adanya hubungan antara *bond rating* dan *return saham*. Bagaimanapun, penelitian-penelitian ini seringkali menghasilkan temuan yang berbeda antara satu dan lainnya. Perbedaan dampak ini disinyalir dikarenakan perbedaan metode dan pasar yang diteliti. Pada penelitian dengan objek penelitian di luar Amerika Serikat seperti yang dilakukan antara lain oleh Romero dan Fernandez (2003) di Spanyol menemukan adanya dampak signifikan baik pada peningkatan (*upgrade*) maupun penurunan (*downgrade*) *rating*. Beberapa penelitian di Indonesia seperti yang dilakukan Prasetio dan Astuti (2003) dan Karyani dan Manurung (2006) menemukan tidak ada hubungan pengaruh antara *bond rating* dan *return saham*.

2.3.1. Pengaruh Kandungan Informasi Bond Rating

Zaima dan McCarthy (1988) melanjutkan penelitian mengenai *bond rating* dengan menganalisis hubungannya dengan harga saham melalui 2 teori yaitu *information content hypothesis* dan *wealth redistribution hypothesis*. Penelitian ini menggunakan sampel *bond rating* dari S&P periode Januari 1981 – Juni 1981 dengan membaginya ke dalam 2 kelompok, *control group* dan *experimental*

group. Untuk data *return* saham diambil secara mingguan dari Wall Street Journal. Penelitian ini menyimpulkan dari sisi *information content hypothesis* bahwa nilai saham akan naik mengikuti penurunan dari *bond rating* dan *vice versa*. Dari sisi *wealth redistribution hypothesis* dinyatakan bahwa nilai saham akan naik saat nilai *bond* turun.

Penelitian selanjutnya oleh Holthausen *et al.* (1992) menganalisis pengaruh pengumuman oleh *bond rating agency* terhadap harga *bond* dan saham. Penelitian ini menggunakan periode yang lebih panjang dari sebelumnya, yakni data *bond rating* periode 1977 – 1986 dari Moody's dan S&P dengan *return* harian. Sama seperti sebelumnya, penelitian ini menyimpulkan respon signifikan pada penurunan *bond rating* namun tidak pada peningkatan *bond rating*. Sebagai tambahan, ditemukan bahwa *excess return* lebih kuat pada saham-saham perusahaan dengan *bond rating* di bawah *investment grade* dibandingkan dengan saham-saham perusahaan dengan *bond rating* pada *investment grade*.

Goh dan Ederington (1998) menganalisis apakah penurunan *bond rating* merupakan *good news*, *bad news* atau *no news*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa penurunan *rating* merupakan *bad news* dimana penurunan *rating* merupakan indikator prospek perusahaan yang menurun. Penurunan prospek perusahaan ini menyebabkan adanya sentimen pada pasar yang berakibat pada turunnya nilai saham. Bagaimanapun, penelitian ini berkebalikan dengan Zaima dan McCarthy (1988) yang mengobservasi kenaikan harga saham diakibatkan oleh penurunan *bond rating*.

Reaksi harga terhadap penurunan *bond rating* selanjutnya diteliti oleh Kim (2003). Penelitian ini menganalisis apakah reaksi harga tersebut merupakan akibat terkuaknya informasi yang bersifat *private* kepada publik, atautkah merupakan aplikasi dari *cost imposition hypothesis*. Penelitian ini membuktikan bahwa reaksi memang diakibatkan oleh kedua hipotesis tersebut, yakni karena informasi *bond rating* dianggap sebagai informasi *private* dan terdapat *cost imposition to the firm* sebagai akibat dari penurunan *bond rating*.

2.3.2. Pengaruh *Prior Rating* dan *Investment Grade*

Penelitian selanjutnya oleh Jorion dan Zhang (2007) menganalisis tentang pengaruh rating sebelumnya (*prior rating*) terhadap reaksi dari harga. Bisa dikatakan penelitian ini merupakan perpanjangan dari penelitian Holthausen *et al.* (1992) yang meneliti lebih dalam mengenai *investment grade* pada *bond rating*.

Penelitian ini dilakukan dengan membagi saham-saham dengan *bond rating* pada *investment grade* dan *speculative grade* serta menganalisis perubahan *within the same class* dan *across-classes*. Hasil dari penelitian ini menyatakan ada hubungan antara *prior rating* dengan reaksi saham dimana *rating* rendah diasosiasikan dengan dampak yang lebih besar terhadap harga, hal ini berlaku baik pada peningkatan maupun penurunan *rating*.

Dikatakan oleh Jorion dan Zhang (2007) bahwa pengaruh ini dapat berlaku baik pada peningkatan (*upgrade*) maupun pada penurunan (*downgrade*) *rating*. Bagaimanapun, pengaruh pada *upgrade rating* masih jauh lebih kecil dibandingkan dengan *downgrade rating*. Bagaimanapun, berbeda dengan penelitian-penelitian sebelumnya penelitian ini mengajukan bahwa pada *upgrade rating* juga membawa kandungan informasi yang penting yang dapat berpengaruh pada harga saham.

2.3.3. Rentang Perubahan *Bond Rating*

Perubahan pada tingkat *bond rating* bisa terjadi dalam 1 *notch* (contoh BBB ke BBB+, AA+ ke AAA dsb.) maupun dalam lebih dari 1 *notch* (contoh: BBB ke A-, BB- ke B, dsb.). Perubahan dapat dikategorikan pada berbagai klasifikasi, yaitu perubahan *within class*, *across class* dan *across investment grade*.

Perubahan yang bersifat *within class* merupakan peningkatan atau penurunan *rating* dimana *rating* sebelumnya (*prior rating*) dan *rating* setelahnya masih berada pada peringkat hutang yang sama (contoh: AA- ke AA, BBB+ ke BBB- dsb.). Perubahan *across class* merupakan perubahan dimana *rating* mengalami peningkatan sehingga *rating* sebelumnya (*prior rating*) dan *rating* setelahnya masih berada pada peringkat hutang yang berbeda (contoh: AA- ke A+, B ke CCC+ dsb.). Perubahan *across investment grade* merupakan perubahan

rating yang berpindah dari *speculative grade* ke *investment grade* atau sebaliknya (contoh: BBB ke BB, BB ke A- dsb).

Penelitian Holthausen *et al.* (1992), Matoesy dan Lianto (2003) serta Jorion dan Zhang (2007) meneliti rentang (*magnitude*) perubahan sebagai *independent variable* yang mempengaruhi *abnormal return*. Penelitian-penelitian tersebut menyatakan bahwa *magnitude* dari perubahan *rating* ikut berdampak pada tingkat perubahan *return* dari saham. Model regresi dari penelitian ini menyatakan bahwa terbentuk nilai koefisien yang signifikan dari variabel rentang perubahan terhadap tingkat *cumulative abnormal return*. Diperkirakan bahwa semakin tinggi rentang perubahan dari *rating* akan membawa dampak lebih besar terhadap perubahan *return* perusahaan.

2.3.4. Return Saham dan Bond Rating di Indonesia

Penelitian di Indonesia yang meneliti mengenai *bond rating* dan pengaruhnya masih dapat dikatakan relatif sedikit. Penelitian awal oleh Prasetio dan Astuti (2003) menganalisis *bond rating* dari PEFINDO periode 1997 – 2001 dan dampaknya terhadap harga saham. Penelitian ini menyimpulkan tidak ada perbedaan *return* saham di sekitar pengumuman *bond rating* dimana dalam penelitian ini disinyalir bahwa pengumuman *bond rating* tidak membawa kandungan informasi bagi investor sehingga pasar tidak bereaksi secara signifikan.

Penelitian Prasetio dan Astuti (2003) dilanjutkan oleh Karyani dan Manurung (2006) dengan memasukkan variabel peningkatan dan penurunan *bond rating* yang tidak dilakukan sebelumnya. Sama halnya dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini menemukan hasil yang konsisten dengan penelitian Prasetio dan Astuti (2003) yaitu tidak ditemukan reaksi signifikan pada *return saham* akibat perubahan dari *bond rating*, baik pada saham dengan *bond rating* yang mengalami *upgrading* maupun *downgrading*.

Di sisi lain, Karyani dan Manurung (2006) memperluas pembahasan dengan meneliti beberapa variabel-variabel seperti besar perubahan EPS (*Earning Per Share*), besar perubahan *rating* serta kualitas *rating* secara regresi. Ditemukan bahwa variabel-variabel tersebut berpengaruh secara simultan terhadap *abnormal*

return dari perusahaan-perusahaan yang diteliti. Bagaimanapun, penelitian ini belum memperhitungkan *prior rating* serta rentang perubahan *bond rating* apakah bersifat *within the class* atau *across-classes*.

