

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Deskripsi Sampel

Objek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang mengalami perubahan peringkat obligasi pada periode 2005-2018 beserta perusahaan di sepanjang rantai pasokannya yang terdiri dari pemasok, distributor dan pesaing. Populasi dalam penelitian adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mengalami perubahan peringkat obligasi selama periode 2005 sampai dengan 2018. Perusahaan yang mengalami perubahan peringkat obligasi yang selanjutnya disebut dengan perusahaan terperingkat. Berdasarkan data yang dirilis oleh Pefindo, terdapat 28 perusahaan yang mengalami perubahan peringkat obligasi selama periode penelitian. Dari 28 perusahaan tersebut, diseleksi perusahaan pemasok, perusahaan distributor dan perusahaan pesaingnya sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Kriteria pertama, perusahaan yang menerbitkan saham di Bursa Efek Indonesia. Kedua, saham perusahaan tersebut aktif diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama tahun pengamatan. Ketiga, untuk perusahaan pesaing diseleksi menjadi 3 perusahaan dengan kriteria sampel terdiri dari perusahaan yang memiliki PBV terbesar, terkecil dan mendekati nilai PBV perusahaan yang menerbitkan obligasi di sub-sektor nya. Dari kriteria sampel tersebut diperoleh 28 perusahaan yang

mengalami perubahan peringkat obligasi serta 7 perusahaan pemasok, 4 perusahaan distributor dan 84 perusahaan pesaing.

Tabel 4.1.

Sampel Perusahaan

	Total	Downgrade	Upgrade
Perusahaan yang mengalami perubahan peringkat obligasi	28	10	18
Perusahaan Pemasok	7	5	2
Perusahaan Distributor	4	2	2
Perusahaan Pesaing	84	30	54

Tabel 4.2 Perusahaan yang mengalami Peningkatan Peringkat Obligasi (*Upgrade*)

Nama Perusahaan	Tanggal Perubahan	Perubahan
MYOR	27 November 17	AA dari AA-
SMRA	22 Agustus 14	A+ dari A-
MEDC	22 Oktober 15	A+ dari AA-
BSDE	04 Juni 12	A+ dari BBB+
SMAR	8 Mei 17	A+ dari AA-
LTLS	07 Juli 05	A- Dari BBB+
SMSM	10 April 15	AA dari AA-
CMNP	31 Juli 12	A- Dari BBB+
ADHI	07 Juni 12	A dari A-
PPRO	8 Desember 16	A+ dari A
MAPI	13 November 12	AA- dari A+
SMGR	09 Maret 18	AA+ dari A+
MDLN	16 Oktober 14	A dari A-
TKIM	29 Oktober 08	BBB dari BBB-
SIMP	19 September 13	AA dari AA-
EXCL	3 Maret 11	AA+ dari AA-
ISAT	06 Oktober 14	AAA dari AA+
WSKT	14 Maret 13	A dari A-

Tabel 4.3 Perusahaan yang mengalami Penurunan Peringkat Obligasi (*Downgrade*)

Nama Perusahaan	Tanggal Perubahan	Perubahan
JPFA	9 Juni 15	A dari A+
MPPA	1 Desember 14	AA- dari A+
DILD	02 Mei 18	BBB+ dari A-
APLN	19 Juni 16	A- dari A
DART	8 Agustus 16	BBB+ dari A-
TELE	02 Mei 18	A- dari A
INTA	16 Mei 13	A- dari A
BWPT	9 Agustus 12	A- dari A
ANTM	17 September 13	AA- dari AA
SMAR	11 April 14	AA- dari AA

Tabel 4.4 Perusahaan Pemasok dari Perusahaan yang mengalami Peningkatan Peringkat Obligasi (*Upgrade*)

Nama Perusahaan	Pemasok
SMGR	PTBA
CMNP	SMGR

Tabel 4.5 Perusahaan Pemasok dari Perusahaan yang mengalami Penurunan Peringkat Obligasi (*Downgrade*)

Nama Perusahaan	Pemasok
MPPA	UNVR
APLN	NRCA
TELE	TLKM
BWPT	AKRA
DART	IDPR

Tabel 4.6 Perusahaan Distributor dari Perusahaan yang mengalami Peningkatan Peringkat Obligasi (*Upgrade*)

Nama Perusahaan	Distributor
SMAR	CSAP
SIMP	MAGP

Tabel 4.7 Perusahaan Distributor dari Perusahaan yang mengalami Penurunan Peringkat Obligasi (*Downgrade*)

Nama Perusahaan	Distributor
JPFA	MAIN
SMAR	CSAP

Tabel 4.8 Perusahaan Pesaing *Upgrade*

Nama Perusahaan (PBV)	Pesaing	PBV
MYOR (6.71)	AISA	0.35
	CLEO	5.81
	IIKP	42.8
SMRA (1.65)	SMDM	0.2
	GMTD	1.49
	MKPI	8.07
MEDC(1.01)	ARTI	0.23
	ELSA	0.94
	APEX	8.62
BSDE (1.23)	GWSA	0.18
	EMDE	1.22
	PLIN	8.11
SMART (0.92)	SIMP	0.41
	BWPT	0.95
	TBLA	1.67
LTLS (0.43)	CNKO	0.26
	WAPO	0.54
	WICO	5.25
	PRAS	0.21

SMSM (4.10)	BRAM	1.16
	LPIN	406.75
CMNP (1.00)	KARW	0.11
	META	1.14
	JSMR	2.61
ADHI (1.21)	DGIK	0.41
	SSIA	0.53
	JKON	4
PPRO (1.31)	DGIK	0.41
	WSKT	1.37
	JKON	4
MAPI (2.46)	ERA	0.6
	RALS	2.46
	LPPF	14.99
SMGR (1.95)	SMCB	0.87
	WTON	1.66
	SMBR	11.35
MDLN (0.54)	SMDM	0.20
	BAPA	0.51
	PLIN	8.11
TKIM (0.68)	SPMA	0.39
	INKP	0.71
	FASW	4.29
SIMP (0.41)	GZCO	0.36
	UNSP	0.44
	TLBA	1.67
EXCL (1.47)	BTEL	0.13
	FREN	1.17
	TLKM	4.05
ISAT (1.76)	BTEL	0.13
	EXCL	1.47
	TLKM	4.05
WSKT (1.37)	DGIK	0.41
	PTPP	1.31
	JKON	4

Tabel 4.8 menyajikan rincian data pesaing perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi dalam sub sektor nya melalui proses *purposive*

sampling. Kriteria yang ditetapkan dalam proses *purposive sampling* yaitu perusahaan pesaing dengan nilai PBV terbesar, terkecil dan mendekati nilai PBV perusahaan yang menerbitkan obligasi di sub sektor nya.

Tabel 4.9 Perusahaan Pesaing *Downgrade*

Nama Perusahaan (PBV)	Pesaing	PBV
JPFA (1.55)	CPRO	0.93
	SIPD	1.37
	CPIN	3.24
MPPA (1.08)	ECII	0.47
	RANC	1.14
	LPPF	14.99
DILD (0.61)	GWSA	0.18
	NIRO	0.6
	PLIN	8.11
APLN (0.4)	SMDM	0.2
	GPRA	0.43
	PLIN	8.11
DART (0.27)	SMDM	0.2
	BIKA	0.28
	PLIN	8.11
TELE (2.15)	ECII	0.47
	GOLD	2.09
	KIOS	68.34
INTA (2.72)	TMPI	0.28
	UNTR	2.86
	OKAS	16.79
BWPT (0.95)	UNSP	0.44
	SMAR	0.92
	TBLA	1.67
ANTM (0.83)	PSAB	0.92
	TINS	1.10
	CITA	3.80
SMSM (4.10)	PRAS	0.21
	BRAM	1.16
	LPIN	406.75

Tabel 4.9 menyajikan rincian data pesaing perusahaan yang mengalami penurunan peringkat obligasi dalam sub sektor nya melalui proses *purposive sampling*. Kriteria yang ditetapkan dalam proses *purposive sampling* yaitu perusahaan pesaing dengan nilai PBV terbesar, terkecil dan mendekati nilai PBV perusahaan yang menerbitkan obligasi di sub sektor nya.

4.2 Statistik Deskriptif

Dalam analisis ini akan di uraikan hasil statistik deskriptif nilai dari AAR (*average abnormal return*). Data AAR yang ditampilkan merupakan data perusahaan pemasok, perusahaan distributor, perusahaan pesaing dan perusahaan terperingkat. *Average abnormal return* (AAR) merupakan rata-rata *abnormal return* seluruh sekuritas pada periode ke-t.

Tabel 4.10

Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* pada Saham Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor dan Perusahaan Terperingkat *Upgrade*

t	PERUSAHAAN TERPERINGKAT				PERUSAHAAN PEMASOK				PERUSAHAAN DISTRIBUTOR			
	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV
-7	-0.0023	0.0535	-0.0583	0.0281	0.0158	0.0196	0.0121	0.0053	-0.0359	-0.0169	-0.0549	0.0268
-6	-0.0003	0.0601	-0.0389	0.0234	-0.0003	0.0008	-0.0013	0.0015	0.0282	0.0391	0.0173	0.0155
-5	0.0031	0.0233	-0.0214	0.0131	-0.0033	0.0214	-0.0280	0.0349	-0.0027	0.0038	-0.0092	0.0092
-4	-0.0045	0.0383	-0.0431	0.0234	-0.0017	0.0113	-0.0147	0.0184	-0.0100	-0.0043	-0.0156	0.0079
-3	-0.0030	0.0446	-0.0270	0.0192	-0.0052	-0.0052	-0.0052	0.0000	-0.0143	0.0050	-0.0335	0.0273
-2	0.0002	0.0312	-0.0370	0.0185	-0.0025	0.0141	-0.0191	0.0234	-0.0080	0.0010	-0.0171	0.0128
-1	0.0003	0.0843	-0.0481	0.0269	0.0050	0.0660	-0.0561	0.0864	0.0003	0.0120	-0.0113	0.0165
0	-0.0097	0.0287	-0.0722	0.0255	0.0077	0.0336	-0.0182	0.0367	-0.0045	0.0450	-0.0541	0.0701
1	0.0089	0.0490	-0.0469	0.0268	0.0036	0.0276	-0.0203	0.0339	0.0483	0.0703	0.0262	0.0311
2	0.0021	0.1191	-0.0471	0.0344	-0.0083	-0.0068	-0.0098	0.0022	-0.0118	0.0046	-0.0283	0.0232
3	0.0058	0.1120	-0.0328	0.0341	-0.0121	-0.0016	-0.0226	0.0148	-0.0155	-0.0081	-0.0230	0.0106
4	0.0110	0.1703	-0.0326	0.0457	0.0056	0.0227	-0.0115	0.0242	0.0165	0.0438	-0.0107	0.0385
5	0.0070	0.0734	-0.0696	0.0291	0.0054	0.0098	0.0009	0.0063	0.0017	0.0032	0.0002	0.0021
6	-0.0023	0.0392	-0.0573	0.0206	-0.0039	0.0131	-0.0209	0.0241	0.0008	0.0056	-0.0040	0.0068
7	0.0083	0.0908	-0.0360	0.0339	0.0020	0.0179	-0.0139	0.0225	-0.0195	-0.0096	-0.0295	0.0141

Berdasarkan tabel 4.10 dapat dilihat bahwa nilai *average abnormal return* perusahaan terperingkat, perusahaan pemasok dan perusahaan distributor mengalami reaksi positif dan negatif selama *event window*. Pada perusahaan terperingkat terdapat 11 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 4 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan terperingkat terjadi pada hari t+4 yaitu sebesar 0.1703 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan terperingkat terjadi pada *event date* t(0) dengan nilai sebesar -0.0722. Nilai simpangan baku (*standard deviation*) tertinggi terdapat pada hari t+4 dengan nilai 0.0457. Pada *event date* t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar -0.0097, nilai maksimum sebesar 0.0287, nilai minimum senilai -0.0722, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0255.

Pada perusahaan pemasok terdapat 7 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 8 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pemasok terjadi pada hari t-1 yaitu sebesar 0.0660 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pemasok juga terjadi pada hari t-1 dengan nilai sebesar -0.0561. *Standard deviation* tertinggi tertinggi terdapat pada hari t-1 dengan nilai 0.0864. Pada *event date* t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0077, nilai maksimum sebesar 0.0366, nilai minimum senilai 0.0182, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0367.

Pada perusahaan distributor terdapat 6 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 9 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai maksimum *average*

abnormal return perusahaan distributor terjadi pada hari t+1 yaitu sebesar 0.0703 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan distributor terjadi pada hari t-7 dengan nilai sebesar 0.0549. Nilai simpangan baku tertinggi terdapat pada t(0) dengan nilai 0.0701. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar -0.0045 , nilai maksimum sebesar 0.0450, nilai minimum senilai -0.0541, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0701.



Tabel 4.11

Statistik Deskriptif Average *Abnormal Return* pada Saham Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor dan Perusahaan Terperingkat *Downgrade*

t	PERUSAHAAN TERPERINGKAT				PERUSAHAAN PEMASOK				PERUSAHAAN DISTRIBUTOR			
	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV
-7	0.0012	0.0382	-0.0368	0.0207	-0.0067	0.0163	-0.0241	0.0153	0.0549	0.0877	0.0222	0.0464
-6	0.0023	0.0350	-0.0449	0.0212	-0.0034	0.0338	-0.0205	0.0220	0.0253	0.0466	0.0040	0.0301
-5	-0.0095	0.0240	-0.1074	0.0407	0.0008	0.0240	-0.0201	0.0187	-0.0126	-0.0070	-0.0183	0.0080
-4	0.0090	0.0310	-0.0192	0.0179	-0.0022	0.0281	-0.0322	0.0228	-0.0180	0.0296	-0.0656	0.0674
-3	0.0057	0.0244	-0.0163	0.0137	-0.0079	0.0375	-0.0394	0.0300	0.0187	0.0333	0.0041	0.0206
-2	-0.0064	0.0187	-0.0502	0.0193	0.0038	0.0165	-0.0127	0.0130	-0.0045	0.0000	-0.0090	0.0064
-1	0.1977	1.0000	-0.0363	0.4234	0.1960	1.0000	-0.0253	0.4498	0.0054	0.0113	-0.0006	0.0085
0	-0.0038	0.0375	-0.0330	0.0203	-0.1997	0.0104	-0.9870	0.4402	0.0016	0.0065	-0.0033	0.0069
1	0.0123	0.0375	-0.0152	0.0156	-0.0068	-0.0021	-0.0161	0.0057	0.0058	0.0157	-0.0041	0.0140
2	0.0084	0.0744	-0.0449	0.0314	-0.1996	0.0165	-1.0114	0.4540	-0.0190	-0.0046	-0.0334	0.0203
3	-0.0033	0.0252	-0.0260	0.0163	0.0074	0.0279	-0.0046	0.0123	0.0050	0.0142	-0.0042	0.0130
4	-0.0004	0.0127	-0.0217	0.0099	-0.0041	0.0077	-0.0286	0.0145	-0.0222	-0.0195	-0.0250	0.0038
5	-0.0130	0.0085	-0.0500	0.0151	0.0033	0.0167	-0.0081	0.0100	-0.0031	0.0010	-0.0072	0.0058
6	0.2020	1.0000	-0.0321	0.4211	0.2041	1.0000	-0.0135	0.4451	-0.0066	-0.0012	-0.0121	0.0077
7	-0.0108	0.0041	-0.0371	0.0127	-0.0062	0.0095	-0.0199	0.0133	-0.0102	-0.0029	-0.0175	0.0103

Berdasarkan tabel 4.11 dapat dilihat bahwa nilai *average abnormal return* perusahaan terperingkat, perusahaan pemasok dan perusahaan distributor mengalami reaksi yang fluktuatif. Pada perusahaan terperingkat terdapat 7 hari *average abnormal return* bernilai negatif dan 8 hari *average abnormal return* bernilai positif. Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan terperingkat terjadi pada hari t-1 dan t+6 yaitu sebesar 1.000 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan terperingkat terjadi pada t-5 dengan nilai sebesar -0.1074. Nilai simpangan baku (*standard deviation*) tertinggi terdapat pada t-1 hari dengan nilai 0.4234. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar -0.0038, nilai maksimum sebesar 0.0375, nilai minimum senilai -0.0330, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0203.

Pada perusahaan pemasok terdapat 6 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 9 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pemasok terjadi pada hari t-1 dan t+6 yaitu sebesar 1.000 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pemasok terjadi pada hari t+2 dengan nilai sebesar -1.0114. *Standard deviation* tertinggi tertinggi terdapat pada hari t+2 dengan nilai 0.4540. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar -0.1997, nilai maksimum sebesar 0.0104, nilai minimum senilai -0.9870, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.4402.

Pada perusahaan distributor terdapat 7 hari *average abnormal return* bernilai positif dan 8 hari *average abnormal return* bernilai negatif. Nilai maksimum *average*

abnormal return perusahaan distributor terjadi pada hari t-7 yaitu sebesar 0.0877 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan distributor terjadi pada hari t-4 dengan nilai sebesar -0.0656. Nilai simpangan baku tertinggi juga terdapat pada t-4 dengan nilai 0.0674. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0016, nilai maksimum sebesar 0.0065, nilai minimum senilai -0.0033, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0069.



Tabel 4.12

Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* pada Saham Perusahaan Pesaing *Upgrade*

t	PERUSAHAAN TERPERINGKAT				PESAING PBV TERKECIL				PESAING PBV MENDEKATI				PESAING PBV TERBESAR			
	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV
-7	-0.002	0.053	-0.058	0.028	0.043	1.000	-0.070	0.240	0.056	0.968	-0.066	0.229	0.068	1.000	-0.025	0.239
-6	0.000	0.060	-0.039	0.023	0.010	0.087	-0.058	0.035	0.005	0.069	-0.060	0.034	0.003	0.077	-0.101	0.040
-5	0.003	0.023	-0.021	0.013	0.004	0.115	-0.051	0.037	0.004	0.069	-0.038	0.026	0.004	0.060	-0.022	0.023
-4	-0.004	0.038	-0.043	0.023	-0.010	0.028	-0.063	0.026	-0.014	0.017	-0.057	0.019	-0.001	0.034	-0.072	0.027
-3	-0.003	0.045	-0.027	0.019	-0.006	0.112	-0.046	0.034	-0.010	0.042	-0.041	0.021	0.003	0.074	-0.105	0.044
-2	0.000	0.031	-0.037	0.019	-0.004	0.028	-0.046	0.023	0.005	0.124	-0.031	0.035	-0.004	0.063	-0.092	0.036
-1	0.000	0.084	-0.048	0.027	0.006	0.060	-0.024	0.020	-0.015	0.049	-0.115	0.035	0.005	0.098	-0.091	0.039
0	-0.010	0.029	-0.072	0.026	0.005	0.143	-0.062	0.044	-0.004	0.046	-0.102	0.037	0.005	0.051	-0.074	0.027
1	0.009	0.049	-0.047	0.027	-0.013	0.038	-0.063	0.025	0.002	0.258	-0.088	0.070	0.006	0.361	-0.104	0.094
2	0.002	0.119	-0.047	0.034	-0.012	0.040	-0.138	0.040	0.037	0.254	-0.056	0.075	-0.011	0.144	-0.299	0.083
3	0.006	0.112	-0.033	0.034	0.007	0.100	-0.063	0.037	-0.001	0.119	-0.114	0.044	-0.004	0.037	-0.076	0.024
4	0.011	0.170	-0.033	0.046	0.012	0.176	-0.072	0.049	0.014	0.181	-0.046	0.050	0.003	0.060	-0.057	0.027
5	0.007	0.073	-0.070	0.029	-0.003	0.050	-0.158	0.044	0.004	0.071	-0.050	0.030	0.003	0.043	-0.051	0.022
6	-0.002	0.039	-0.057	0.021	-0.009	0.044	-0.059	0.024	0.007	0.080	-0.050	0.030	0.011	0.048	-0.039	0.023
7	0.008	0.091	-0.036	0.034	-0.004	0.046	-0.046	0.023	0.020	0.164	-0.051	0.055	0.003	0.091	-0.037	0.026

Berdasarkan tabel 4.12 dapat dilihat bahwa *average abnormal return* perusahaan terperingkat, perusahaan pesaing dengan PBV terkecil, perusahaan pesaing dengan PBV mendekati perusahaan terperingkat dan perusahaan pesaing dengan PBV terbesar di sub sektornya mengalami reaksi yang fluktuatif.

Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terkecil terjadi pada hari t-7 yaitu sebesar 1.0000 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terkecil terjadi pada hari t+5 dengan nilai -0.1577. Nilai simpangan baku tertinggi terjadi pada hari t+7 yaitu sebesar 0.2401. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0051, nilai maksimum sebesar 0.1432, nilai minimum senilai -0.0621, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0441.

Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV yang mendekati perusahaan terperingkat terjadi pada hari t-7 yaitu sebesar 0.9677 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pesaing terjadi pada hari t-1 dengan nilai sebesar -0.1151. Nilai simpangan baku tertinggi terdapat pada t-7 dengan nilai 0.2289. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0044, nilai maksimum sebesar 0.0457, nilai minimum senilai -0.1020, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0366.

Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terbesar terjadi pada hari t-7 yaitu sebesar 1.0000 sedangkan nilai minimum *average*

abnormal return perusahaan pesaing dengan PBV terbesar terjadi pada hari $t+2$ dengan nilai -0.2988 . Nilai simpangan baku tertinggi terjadi pada hari $t-7$ yaitu sebesar 0.2385 . Pada event date $t(0)$ diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0046 , nilai maksimum sebesar 0.0513 , nilai minimum senilai -0.0736 , dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0268 .



Tabel 4.13

Statistik Deskriptif *Average Abnormal Return* pada Saham Perusahaan Pesaing *Downgrade*

t	PERUSAHAAN TERPERINGKAT				PESAING PBV TERKECIL				PESAING PBV MENDEKATI				PESAING PBV TERBESAR			
	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV	AAR	MAX	MIN	STDEV
-7	0.001	0.038	-0.037	0.021	-0.003	0.019	-0.039	0.016	-0.011	0.053	-0.101	0.039	-0.004	0.011	-0.016	0.009
-6	0.002	0.035	-0.045	0.021	-0.002	0.071	-0.054	0.037	0.008	0.054	-0.036	0.027	-0.007	0.018	-0.029	0.015
-5	-0.010	0.024	-0.107	0.041	-0.004	0.027	-0.105	0.040	-0.018	0.024	-0.142	0.054	0.002	0.031	-0.040	0.023
-4	0.009	0.031	-0.019	0.018	0.003	0.028	-0.013	0.015	-0.001	0.028	-0.082	0.031	0.005	0.032	-0.026	0.019
-3	0.006	0.024	-0.016	0.014	0.008	0.078	-0.013	0.026	-0.001	0.023	-0.018	0.011	0.000	0.018	-0.020	0.010
-2	-0.006	0.019	-0.050	0.019	0.000	0.013	-0.015	0.009	-0.008	0.017	-0.045	0.018	-0.006	0.018	-0.021	0.011
-1	0.198	1.000	-0.036	0.423	0.198	1.000	-0.049	0.423	0.198	1.000	-0.020	0.423	0.192	1.000	-0.034	0.426
0	-0.004	0.037	-0.033	0.020	-0.024	0.003	-0.108	0.034	0.002	0.106	-0.026	0.040	0.001	0.048	-0.029	0.020
1	0.012	0.038	-0.015	0.016	-0.001	0.026	-0.053	0.023	0.009	0.057	-0.018	0.024	0.007	0.050	-0.013	0.021
2	0.008	0.074	-0.045	0.031	0.002	0.042	-0.037	0.021	0.015	0.149	-0.028	0.050	0.002	0.025	-0.046	0.020
3	-0.003	0.025	-0.026	0.016	0.006	0.060	-0.028	0.028	0.003	0.058	-0.038	0.028	-0.006	0.019	-0.034	0.016
4	0.000	0.013	-0.022	0.010	-0.003	0.045	-0.053	0.028	-0.005	0.020	-0.046	0.023	0.017	0.106	-0.036	0.036
5	-0.013	0.008	-0.050	0.015	0.006	0.059	-0.048	0.030	-0.005	0.021	-0.061	0.022	0.003	0.027	-0.038	0.020
6	0.202	1.000	-0.032	0.421	0.225	1.000	-0.054	0.422	0.206	1.000	-0.015	0.419	0.195	1.000	-0.044	0.424
7	-0.011	0.004	-0.037	0.013	0.042	0.356	-0.049	0.114	-0.008	0.034	-0.093	0.037	-0.001	0.014	-0.020	0.011

Berdasarkan tabel 4.13 dapat dilihat bahwa *average abnormal return* perusahaan terperingkat, perusahaan pesaing dengan PBV terkecil, perusahaan pesaing dengan PBV mendekati perusahaan terperingkat dan perusahaan pesaing dengan PBV terbesar di sub sektornya mengalami reaksi yang fluktuatif.

Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terkecil terjadi pada hari t-1 dan t+6 yaitu sebesar 1.0000 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terkecil terjadi pada hari t-2 dengan nilai -0.0151. Nilai simpangan baku tertinggi terjadi pada hari t-1 yaitu sebesar 0.4233. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar -0.0237, nilai maksimum sebesar 0.0033, nilai minimum senilai -0.1081, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0335.

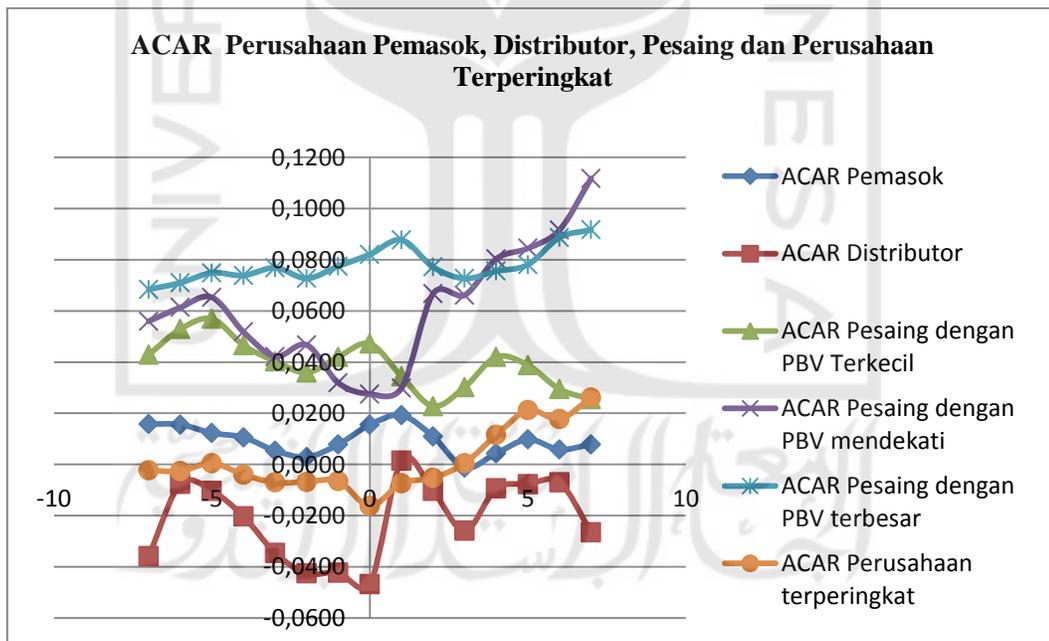
Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV yang mendekati perusahaan terperingkat terjadi pada hari t-1 dan t+6 yaitu sebesar 1.0000 sedangkan nilai minimum *average abnormal return* perusahaan pesaing terjadi pada hari t-5 dengan nilai sebesar -0.1417. Nilai simpangan baku tertinggi terdapat pada t-1 dengan nilai 0.4226. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0022, nilai maksimum sebesar 0.1057, nilai minimum senilai -0.0258, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0400.

Nilai maksimum *average abnormal return* perusahaan pesaing dengan PBV terbesar terjadi pada hari t-1 dan t+6 yaitu sebesar 1.0000 sedangkan nilai minimum

average abnormal return perusahaan pesaing dengan PBV terbesar terjadi pada hari t+2 dengan nilai -0.0465. Nilai simpangan baku tertinggi terjadi pada hari t-1 yaitu sebesar 0.4259. Pada event date t(0) diperoleh *average abnormal return* sebesar 0.0006, nilai maksimum sebesar 0.0484, nilai minimum senilai -0.0294, dan simpangan baku (*standard deviation*) senilai 0.0200.

Gambar 4.1

Grafik ACAR Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor, Perusahaan Pesaing dan Perusahaan Terperingkat *Upgrade*

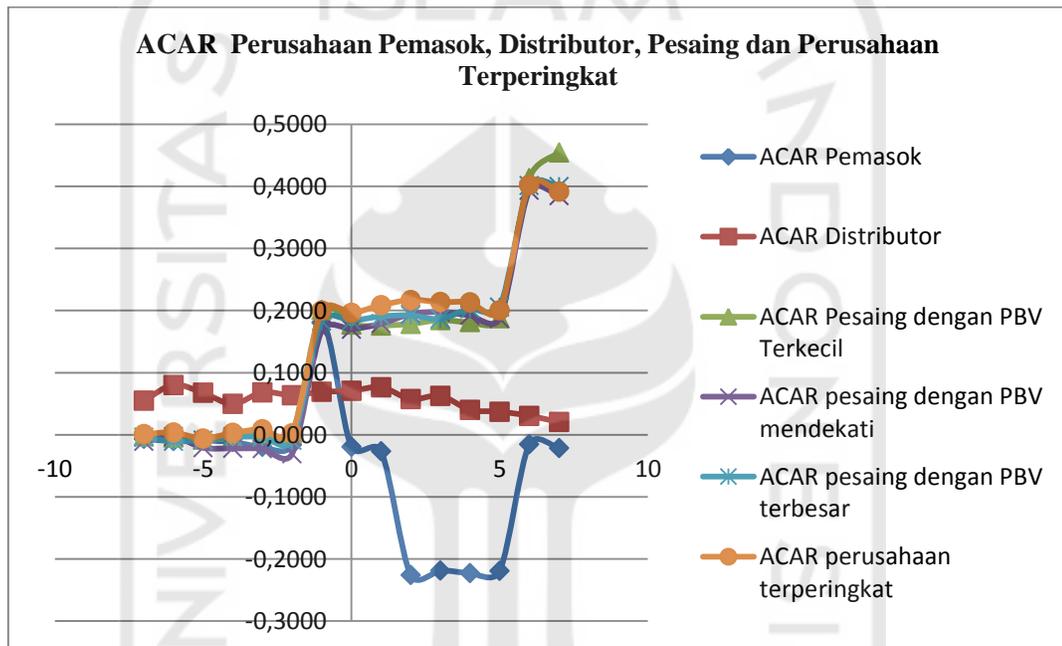


Berdasarkan gambar 4.1 dapat dilihat bahwa arah pergerakan ACAR perusahaan pemasok, perusahaan distributor, perusahaan pesaing dan perusahaan terperingkat mengalami siklus yang berbeda. Pada awal periode penelitian ACAR

perusahaan distributor berada pada nilai negatif sebelum akhirnya mengalami peningkatan pada nilai positif pada $t+1$, selanjutnya kembali pada nilai negatif. Nilai ACAR perusahaan pemasok dan ACAR perusahaan pesaing dengan nilai PBV terkecil, mendekati dan terbesar berada pada nilai positif hingga akhir periode penelitian. Namun, pada awal periode penelitian ACAR perusahaan terperingkat berada pada titik negatif hingga $t+2$ dan kemudian berada pada nilai positif hingga akhir periode. Nilai ACAR perusahaan terperingkat dan perusahaan distributor terendah terletak $t(0)$ dan nilai ACAR perusahaan pemasok terendah terletak $t+1$. Sementara itu, nilai ACAR terendah pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV terkecil terletak $t-5$ sedangkan nilai ACAR terendah pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV mendekati perusahaan terperingkat terletak pada $t+6$ dan pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV terletak pada $t+7$.

Gambar 4.2

Grafik ACAR Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor, Perusahaan Pesaing dengan nilai PBV Terkecil dan Perusahaan Terperingkat *Downgrade*



Berdasarkan gambar 4.2 dapat dilihat bahwa arah pergerakan ACAR perusahaan pemasok, perusahaan distributor, perusahaan pesaing dan perusahaan terperingkat mengalami siklus yang berbeda. Pergerakan ACAR perusahaan pemasok, perusahaan pesaing dan perusahaan terperingkat cenderung fluktuatif dibandingkan dengan ACAR perusahaan distributor. Pada periode awal penelitian ACAR perusahaan distributor berada pada nilai positif hingga akhir periode. Nilai ACAR perusahaan pemasok berada pada nilai negatif, namun pada t-1 mengalami peningkatan pada nilai positif, selanjutnya kembali pada nilai negatif. Sementara itu,

pada perusahaan pesaing dengan PBV terkecil, mendekati dan terbesar mengalami peningkatan hingga akhir periode. Nilai ACAR perusahaan terperingkat juga mengalami peningkatan hingga akhir periode. Nilai ACAR terendah pada perusahaan pemasok dan perusahaan distributor terletak pada t+1. Sedangkan nilai ACAR terendah pada perusahaan terperingkat terletak pada t-5. Nilai ACAR terendah pada perusahaan pesaing dengan PBV terkecil, mendekati dan terbesar terletak pada t-5, t-2, dan t-6.

4.3 Hasil Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi (*Upgrade*) perusahaan pada kinerja saham perusahaan pemasok, perusahaan distributor dan perusahaan pesaing dengan menguji signifikansi dari rata-rata kumulatif abnormal return pada periode jendela. Signifikansi dari rata-rata kumulatif abnormal return ditunjukkan dengan membandingkan nilai t-hitung dengan t-tabel. Pengujian signifikansi rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) dilakukan dengan menggunakan *t-test*. Adanya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan dapat dibuktikan dengan nilai rata-rata kumulatif abnormal return yang signifikan pada perusahaan pemasok, perusahaan distributor dan perusahaan pesaing yang bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata kumulatif abnormal return yang signifikan pada perusahaan terperingkat.

Berdasarkan tabel 4.14 menunjukkan tidak adanya respon positif pada pengumuman peningkatan peringkat obligasi perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari tidak adanya nilai *cumulative abnormal return* positif yang signifikan pada semua perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi. Tidak adanya nilai *cumulative abnormal return* positif yang signifikan pada periode penelitian menunjukkan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman peningkatan peringkat obligasi.

Tabel 4.14

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Upgrade* dan Pemasoknya

PERIODE	Semua Perusahaan	Perusahaan yg disesuaikan	Pemasok
	ACAR	ACAR	ACAR
-7	-0.0023 (-0.3465)	-0.0119(-2.1625)***	0.0158(4.2225)
-6	-0.0026 (-0.3145)	-0.0123(-0.9282)	0.0156(5.8493)
-5	0.0005 (0.0665)	-0.0142(-0.9838)	0.0123(0.5572)
-4	-0.0040 (-0.4309)	-0.0160(-0.8336)	0.0106(1.1774)
-3	-0.0070 (-0.7005)	-0.0196(-0.8984)	0.0054(0.5952)
-2	-0.0068 (-0.5847)	-0.0273(-1.8433)	0.0029(0.1119)
-1	-0.0065 (-0.4325)	-0.0231(-3.3320)**	0.0078(0.0902)
0	-0.0162 (-0.9595)	-0.0192(-0.7473)	0.0155(0.2560)
1	-0.0074 (-0.4540)	-0.0159(-0.6292)	0.0192(0.5219)
2	-0.0053 (-0.4172)	-0.0214(-0.9507)	0.0109(0.2845)
3	0.0005 (0.0440)	-0.0247(-1.2896)	-0.0012(-0.0251)
4	0.0115 (0.6123)	-0.0170(-1.1254)	0.0044(0.0662)
5	0.0212 (1.4730)	-0.0120(-0.8020)	0.0098(0.1588)
6	0.0177 (1.3902)	-0.0138(-0.8898)	0.0058(0.1315)
7	0.0260 (1.7855)	-0.0188(-3.3729)**	0.0078(0.2745)

Keterangan:

***	= signifikan pada tingkat 10%
**	= signifikan pada tingkat 5%
*	= signifikan pada tingkat 1%
(...)	= nilai t-hitung
Semua Perusahaan	= semua sampel perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi.
Perusahaan Disesuaikan	= sampel perusahaan yang disesuaikan dengan pemasoknya.

Berdasarkan tabel 4.14 didapatkan hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan pemasoknya. Tabel 4.14 menunjukkan bahwa semua perusahaan terperingkat dalam 15 periode penelitian terdapat 9 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 6 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif sedangkan pada perusahaan terperingkat yang disesuaikan menghasilkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif selama periode penelitian. Sementara itu, nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan pemasok dalam 15 periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Pada perusahaan terperingkat yang disesuaikan menghasilkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada t-7 dengan t-hitung -2.1625 dan signifikan 10%, t-1 dengan t-hitung -3.3320 dan signifikan 5% serta pada t+7 dengan t-hitung -3.3729 dan signifikan 5%. Namun signifikan rata-rata abnormal return kumulatif hanya terjadi

pada perusahaan terperingkat disesuaikan sehingga tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan pesaing bergerak ke arah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat. Hal ini menunjukkan bahwa tidak adanya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi perusahaan pada kinerja saham perusahaan pemasok.

Tabel 4.15

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Upgrade* dan Distributornya

PERIODE	Semua Perusahaan	Perusahaan Disesuaikan	Distributor
	ACAR	ACAR	ACAR
-7	-0.0023(-0.3465)	-0.0232(-0.6619)	-0.0359(-1.8905)***
-6	-0.0026(-0.3145)	-0.0115(-0.4294)	-0.0077(-0.2569)
-5	0.0005(0.0665)	0.0021(0.1210)	-0.0104(-0.2848)
-4	-0.0040(-0.4309)	-0.0260(-0.8098)	-0.0203(-0.6603)
-3	-0.0070(-0.7005)	-0.0293(-0.7250)	-0.0346(-0.6910)
-2	-0.0068(-0.5847)	-0.0302(-0.8077)	-0.0426(-1.0390)
-1	-0.0065(-0.4325)	-0.0311(-0.8114)	-0.0423(-1.4417)
0	-0.0162(-0.9595)	-0.0279(-1.5122)	-0.0468(-0.5933)
1	-0.0074(-0.4540)	-0.0503(-1.1762)	0.0015(0.0146)
2	-0.0053(-0.4172)	-0.0460(-0.9959)	-0.0104(-0.1229)
3	0.0005(0.0440)	-0.0554(-1.0724)	-0.0259(-0.2820)
4	0.0115(0.6123)	-0.0729(-1.0920)	-0.0094(-0.1454)
5	0.0212(1.4730)	-0.0325(-0.9640)	-0.0077(-0.1167)
6	0.0177(1.3902)	-0.0270(-3.0743)**	-0.0070(-0.0980)
7	0.0260(1.7855)	-0.0309(-0.9364)	-0.0265(-0.3274)

Keterangan:

***	= signifikan pada tingkat 10%
**	= signifikan pada tingkat 5%
*	= signifikan pada tingkat 1%
(...)	= nilai t-hitung
Semua Perusahaan	= semua sampel perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi.
Perusahaan Disesuaikan	= sampel perusahaan yang disesuaikan dengan pemasoknya.

Berdasarkan tabel 4.15 didapatkan hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan perusahaan distributornya. Tabel 4.15 menunjukkan semua perusahaan terperingkat dalam 15 periode penelitian terdapat 9 hari dengan nilai rata-rata abnormal *return* kumulatif negatif dan 6 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Sementara itu, pada perusahaan terperingkat yang disesuaikan dan perusahaan distributornya dalam 15 hari periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Pada hasil pengujian tersebut terdapat satu hari yang menghasilkan rata-rata abnormal *return* kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat disesuaikan yang terjadi pada t+6 dengan nilai t-hitung -3.0743 dan signifikan 5%. Selain itu, pada perusahaan distributor juga terdapat nilai rata-rata abnormal *return* kumulatif yang signifikan dan terjadi pada t-7 dengan nilai t-hitung -1.8905 dan signifikan 10%. Namun hasil pengujian tersebut tidak menunjukkan adanya nilai rata-

rata abnormal *return* kumulatif yang signifikan pada perusahaan distributor bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal *return* kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat. Hal ini menunjukkan bahwa tidak adanya dampak penularan contagion yang timbul dari peningkatan peringkat obligasi perusahaan pada perusahaan distributornya.



Tabel 4.16

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Upgrade* dan Pesaingnya

PERIODE	perusahaan terperingkat	pesaing PBV terkecil	pesaing PBV mendekati	pesaing PBV terbesar	pesaing PBV keseluruhan
	ACAR	ACAR	ACAR	ACAR	ACAR
-7	-0.0023(-0.3465)	0.0429(0.7575)	0.0560(1.0373)	0.0684(1.2170)	0.0557(1.7687)
-6	-0.0026(-0.3145)	0.0529(0.8930)	0.0613(1.1133)	0.0710(1.2854)	0.0617(1.9268)
-5	0.0005(0.0665)	0.0569(0.9167)	0.0653(1.1327)	0.0749(1.3821)	0.0657(1.9971)
-4	-0.0040(-0.4309)	0.0466(0.7275)	0.0518(0.8721)	0.0739(1.3568)	0.0574(1.7043)
-3	-0.0070(-0.7005)	0.0403(0.6330)	0.0422(0.6999)	0.0769(1.3819)	0.0531(1.5610)
-2	-0.0068(-0.5847)	0.0359(0.5473)	0.0467(0.7760)	0.0727(1.2733)	0.0518(1.4943)
-1	-0.0065(-0.4325)	0.0420(0.6411)	0.0319(0.5304)	0.0775(1.3472)	0.0505(1.4527)
0	-0.0162(-0.9595)	0.0472(0.7273)	0.0275(0.4526)	0.0821(1.4062)	0.0522(1.4973)
1	-0.0074(-0.4540)	0.0344(0.5208)	0.0298(0.4884)	0.0877(1.5079)	0.0507(1.4381)
2	-0.0053(-0.4172)	0.0228(0.3322)	0.0667(1.0788)	0.0771(1.3434)	0.0556(1.5558)
3	0.0005(0.0440)	0.0302(0.4131)	0.0661(1.0554)	0.0727(1.2531)	0.0563(1.5285)
4	0.0115(0.6123)	0.0420(0.5745)	0.0803(1.1882)	0.0755(1.3286)	0.0660(1.7556)
5	0.0212(1.4730)	0.0388(0.5228)	0.0845(1.2156)	0.0781(1.3680)	0.0671(1.7558)
6	0.0177(1.3902)	0.0294(0.3871)	0.0916(1.2832)	0.0887(1.5312)	0.0699(1.7830)
7	0.0260(1.7855)	0.0255(0.3333)	0.1118(1.4699)	0.0917(1.5880)	0.0763(1.8935)

Keterangan:

***	= signifikan pada tingkat 10%
**	= signifikan pada tingkat 5%
*	= signifikan pada tingkat 1%
(...)	= nilai t-hitung
Semua Perusahaan	= semua sampel perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi.
Perusahaan Disesuaikan	= sampel perusahaan yang disesuaikan dengan pemasoknya.

Berdasarkan tabel 4.16 didapatkan hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan perusahaan pesaingnya. Tabel 4.16 menunjukkan perusahaan terperingkat dalam 15 periode penelitian terdapat 9 nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 6 nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV terkecil, nilai PBV yang mendekati nilai PBV perusahaan terperingkat, nilai PBV terbesar dan nilai PBV keseluruhan menunjukkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif selama periode penelitian. Hasil pengujian tidak menunjukkan adanya nilai abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan pesaing yang bergerak kearah yang sama dengan nilai abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat. Hal ini menunjukkan bahwa tidak terdapat dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pesaing.

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya dampak penularan contagion dari penurunan peringkat obligasi (*Downgrade*) perusahaan pada kinerja saham perusahaan pemasok, perusahaan distributor dan perusahaan pesaing dengan menguji signifikansi dari rata-rata kumulatif abnormal return pada periode jendela. Signifikansi dari rata-rata kumulatif abnormal return ditunjukkan dengan membandingkan nilai t-hitung dengan t-tabel. Pengujian signifikansi rata-rata kumulatif abnormal return (ACAR) dilakukan dengan menggunakan *t-test*. Adanya dampak penularan dari penurunan peringkat obligasi terhadap kinerja saham perusahaan dapat dibuktikan dengan nilai rata-rata kumulatif abnormal return yang signifikan perusahaan pemasok, perusahaan distributor dan perusahaan pesaing bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata kumulatif abnormal return yang signifikan perusahaan terperingkat.

Berdasarkan tabel 4.17 menunjukkan tidak adanya respon negatif dari pengumuman penurunan peringkat obligasi perusahaan. Hal ini dapat dilihat dari tidak adanya nilai *cumulative abnormal return* negatif yang signifikan pada perusahaan yang mengalami peningkatan peringkat obligasi. Tidak adanya nilai *cumulative abnormal return* yang signifikan pada periode penelitian menunjukkan pasar tidak bereaksi terhadap pengumuman tersebut.

Tabel 4.17

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Downgrade* dan Pemasoknya

PERIODE	Semua Perusahaan	Perusahaan yang Disesuaikan	Pemasok
	ACAR	ACAR	ACAR
-7	0.0012(0.1859)	-0.0042(-1.0906)	-0.0067(-0.9726)
-6	0.0035(0.5156)	0.0126(3.1210)	-0.0100(-0.6947)
-5	-0.0060(-0.5513)	0.0100(0.7664)	-0.0093(-0.4675)
-4	0.0030(0.2725)	0.0152(0.8256)	-0.0115(-0.4068)
-3	0.0087(0.9695)	0.0195(1.5051)	-0.0195(-0.5847)
-2	0.0023(0.2314)	0.0127(1.0638)	-0.0157(-0.4911)
-1	0.2001(1.4766)	0.2154(1.0253)	0.1803(0.8064)
0	0.1963(1.4325)	0.2105(0.9964)	-0.0194(-0.0586)
1	0.2086(1.5070)	0.2293(1.0748)	-0.0263(-0.0794)
2	0.2170(1.5799)	0.2552(1.2106)	-0.2259(-0.4504)
3	0.2136(1.5700)	0.2460(1.1781)	-0.2185(-0.4356)
4	0.2133(1.5486)	0.2473(1.1697)	-0.2225(-0.4477)
5	0.2002(1.4543)	0.2414(1.1550)	-0.2192(-0.4407)
6	0.4022(1.4896)	0.4414(1.0804)	-0.0151(-0.0234)
7	0.3914(1.4483)	0.4340(1.0567)	-0.0213(-0.0332)

Keterangan:

*** = signifikan pada tingkat 10%

** = signifikan pada tingkat 5%

* = signifikan pada tingkat 1%

(...) = nilai t-hitung

Semua Perusahaan = semua sampel perusahaan yang mengalami penurunan peringkat obligasi.

PerusahaanDisesuaikan= sampel perusahaan yang disesuaikan dengan pemasoknya.

Berdasarkan tabel 4.17 diperoleh hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan pemasoknya. Tabel 4.17 menunjukkan semua perusahaan terperingkat dan perusahaan terperingkat yang disesuaikan dalam 15 periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Sementara itu, nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan pemasok dalam 15 periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif. Tidak adanya nilai kumulatif abnormal return yang signifikan pada perusahaan pemasok bergerak kearah yang sama dengan nilai kumulatif abnormal return yang signifikan pada perusahaan terperingkat. Hal ini menunjukkan penurunan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok.

Tabel 4.18

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Downgrade* dan Distributornya

PERIODE	Semua Perusahaan	Perusahaan Disesuaikan	Distributor
	ACAR	ACAR	ACAR
-7	0.0012(0.1859)	0.0163(1.9830)	0.0549(1.6763)
-6	0.0035(0.5156)	-0.0084(-0.6918)	0.0802(1.4844)
-5	-0.0060(-0.5513)	-0.0157(-0.5987)	0.0676(1.1325)
-4	0.0030(0.2725)	-0.0180(-1.1565)	0.0496(4.1145)
-3	0.0087(0.9695)	-0.0201(-2.9920)**	0.0683(2.5612)
-2	0.0023(0.2314)	-0.0206(-2.8627)***	0.0637(2.0449)
-1	0.2001(1.4766)	-0.0210(-0.4898)	0.0691(2.7423)
0	0.1963(1.4325)	-0.0538(-1.2466)	0.0707(3.4827)
1	0.2086(1.5070)	-0.0426(-0.9615)	0.0765(2.5338)
2	0.2170(1.5799)	-0.0563(-4.3023)**	0.0576(3.6373)
3	0.2136(1.5700)	-0.0581(-1.5600)	0.0626(2.4977)
4	0.2133(1.5486)	-0.0590(-1.7756)	0.0403(1.4524)
5	0.2002(1.4543)	-0.0739(-2.1639)***	0.0372(1.1685)
6	0.4022(1.4896)	-0.0820(-1.9977)***	0.0306(0.8199)
7	0.3914(1.4483)	-0.0933(-2.4389)***	0.0204(0.6802)

Keterangan:

*** = signifikan pada tingkat 10%

** = signifikan pada tingkat 5%

* = signifikan pada tingkat 1%

(...) = nilai t-hitung

Semua Perusahaan = semua sampel perusahaan yang mengalami penurunan peringkat obligasi.

Perusahaan Disesuaikan = sampel perusahaan yang disesuaikan dengan distributornya.

Berdasarkan tabel 4.18 diperoleh hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan perusahaan distributornya. Tabel 4.18 menunjukkan bahwa semua perusahaan terperingkat dan perusahaan yang disesuaikan dalam 15 periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Sedangkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan distributor bernilai positif selama periode penelitian. Pada perusahaan terperingkat disesuaikan menghasilkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada t-3, t-2, t+2, t+5, t+6 dan t+7. Namun signifikan rata-rata abnormal return kumulatif hanya terjadi pada perusahaan terperingkat disesuaikan sehingga tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan distributor bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat. Hal ini menunjukkan bahwa penurunan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor.

Tabel 4.19

Pengujian Signifikansi ACAR pada Perusahaan Terperingkat *Downgrade* dan Pesaingnya

PERIODE	perusahaan terperingkat	pesaing PBV terkecil	pesaing PBV mendekati	pesaing PBV terbesar	pesaing PBV keseluruhan
	ACAR	ACAR	ACAR	ACAR	ACAR
-7	0.0012(0.1859)	-0.0026(-0.5369)	-0.0108(-0.8823)	-0.0039(0.1409)	-0.0058(1.3152)***
-6	0.0035(0.5156)	-0.0044(-0.3567)	-0.0030(-0.1884)	-0.0106(0.2139)	-0.0060(-0.8904)
-5	-0.0060(0.5513)	-0.0080(-0.3918)	-0.0208(-2.8580)*	-0.0084(0.0833)	-0.0124(1.5978)***
-4	0.0030(0.2725)	-0.0049(-0.2382)	-0.0219(-1.6649)***	-0.0035(0.0256)	-0.0101(-1.1059)
-3	0.0087(0.9695)	0.0028(0.1845)	-0.0225(-2.0609)**	-0.0034(0.0264)	-0.0077(-1.0099)
-2	0.0023(0.2314)	0.0028(0.1901)	-0.0308(-2.7611)**	-0.0091(0.0627)	-0.0124(1.5575)***
-1	0.2001(1.4766)	0.2010(1.4472)	0.1676(1.2562)	0.1831(0.1260)	0.1839(2.3686)
0	0.1963(1.4325)	0.1773(1.2328)	0.1699(1.2398)	0.1837(0.1294)	0.1769(2.2532)
1	0.2086(1.5070)	0.1759(1.1853)	0.1789(1.3075)	0.1906(0.1319)	0.1818(2.2765)
2	0.2170(1.5799)	0.1784(1.1962)	0.1942(1.3084)	0.1922(0.1312)	0.1883(2.2829)
3	0.2136(1.5700)	0.1847(1.2755)	0.1976(1.3577)	0.1864(0.1289)	0.1896(2.3470)
4	0.2133(1.5486)	0.1814(1.2019)	0.1924(1.3139)	0.2032(0.1408)	0.1923(2.3443)
5	0.2002(1.4543)	0.1876(1.2624)	0.1871(1.3020)	0.2058(0.1482)	0.1935(2.4151)
6	0.4022(1.4896)	0.4130(1.4837)	0.3933(1.4315)	0.4012(0.1472)	0.4025(2.6251)
7	0.3914(1.4483)	0.4546(1.6338)	0.3850(1.4477)	0.3999(0.1462)	0.4132(2.7186)

Keterangan:

*** = signifikan pada tingkat 10%

** = signifikan pada tingkat 5%

* = signifikan pada tingkat 1%

(...) = nilai t-hitung

Semua Perusahaan = semua sampel perusahaan yang mengalami penurunan peringkat obligasi.

Perusahaan Disesuaikan = sampel perusahaan yang disesuaikan dengan pesaingnya.

Berdasarkan tabel 4.19 diperoleh hasil pengujian signifikansi terhadap nilai rata-rata abnormal return kumulatif pada perusahaan terperingkat dan perusahaan pesaingnya. Tabel 4.19 menunjukkan bahwa perusahaan terperingkat dalam 15 periode penelitian terdapat 14 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 1 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Sedangkan pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV yang mendekati nilai PBV perusahaan terperingkat dan nilai PBV keseluruhan menunjukkan bahwa dalam 15 periode penelitian terdapat 9 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 6 dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Namun pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV terkecil menunjukkan 15 periode penelitian terdapat 11 hari dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif positif dan 4 dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif negatif. Pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV yang mendekati nilai PBV perusahaan terperingkat menunjukkan nilai rata-rata abnormal

return kumulatif yang signifikan pada t-2, t-3, t-4, dan t-5. Selain itu, pada perusahaan pesaing dengan nilai PBV keseluruhan menunjukkan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada t-2, t-5 dan t-7. Tidak adanya nilai abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan pesaing yang bergerak kearah yang sama dengan nilai abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat menunjukkan bahwa penurunan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing.

4.3 Diskusi Hasil/Pembahasan

4.3.1 Dampak Penurunan dari Peningkatan Peringkat Obligasi terhadap Kinerja Saham Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor dan Perusahaan Pesaing.

Berdasarkan pengujian hipotesis satu ditemukan hasil bahwa tidak terdapat nilai t-hitung dari *average cumulative abnormal return* yang signifikan pada perusahaan yang mengalami peningkatan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Andriansyah (2002) dan Ariyanti (2008) yang menemukan adanya *abnormal return* positif yang signifikan pada peningkatan peringkat obligasi. Perolehan *abnormal return* yang tidak signifikan pada pengumuman peningkatan peringkat obligasi mengindikasikan bahwa peningkatan peringkat obligasi perusahaan tidak memiliki kandungan informasi sehingga pasar tidak merespon peningkatan peringkat obligasi perusahaan.

Berdasarkan pengujian hipotesis dua dengan metode *one tail t-test* dapat disimpulkan bahwa peningkatan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif pemasok yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga peningkatan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok. Hasil penelitian tidak mendukung penelitian Jorion & Zhang, (2009) dan Chen & Liao, (2018) yang menemukan adanya dampak penularan peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pemasok.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pemasok dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman peningkatan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok.

Berdasarkan pengujian hipotesis tiga ditemukan hasil bahwa peningkatan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif distributor yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga peningkatan peringkat obligasi tidak memberikan dampak pada kinerja saham perusahaan distributor. Hasil penelitian ini tidak

mendukung penelitian Agca, *et al.* (2017) bahwa adanya efek contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan distributor.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan distributor dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman peningkatan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor.

Berdasarkan pengujian hipotesis empat ditemukan hasil bahwa peningkatan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif pesaing yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga peningkatan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Labra, (2014) menguji transfer informasi intra industri terkait dengan pengumuman peringkat kredit di pasar Spanyol pada periode 2000-2014 pada kredit yang diumumkan oleh Lembaga Pemeringkat Kredit DBRS, Fitch, Moody's dan Standard and Poor's.. Hasil penelitian ini menemukan peristiwa pengumuman peringkat kredit mempengaruhi perusahaan dalam industri yang sama. Peningkatan peringkat kredit memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan lain dalam industri yang sama.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari peningkatan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pesaing dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman peningkatan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok.

4.3.2 Dampak Penularan dari Penurunan Peringkat Obligasi terhadap Kinerja Saham Perusahaan Pemasok, Perusahaan Distributor dan Perusahaan Pesaing.

Berdasarkan pengujian hipotesis lima ditemukan hasil bahwa tidak terdapat nilai t-hitung dari *average cumulative abnormal return* yang signifikan pada perusahaan yang mengalami penurunan peringkat obligasi. Perolehan *abnormal return* yang tidak signifikan pada pengumuman penurunan peringkat obligasi mengindikasikan bahwa penurunan peringkat obligasi tidak memiliki kandungan informasi sehingga pasar tidak merespon pengumuman penurunan peringkat obligasi perusahaan. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Andriansyah (2002), Zuhrotun (2005) dan Ariyanti (2008) yang menemukan adanya *abnormal return* negatif yang signifikan pada penurunan peringkat obligasi.

Berdasarkan pengujian hipotesis enam dengan metode *one tail t-test* dapat disimpulkan bahwa penurunan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata *abnormal return* kumulatif pemasok

yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga penurunan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok. Hasil penelitian tidak mendukung temuan dari Daly (2012), Chen, *et al*, (2013) dan Jorion & Zhang, (2009) yang menemukan adanya dampak penularan dari penurunan peringkat obligasi terhadap kinerja saham perusahaan pemasok.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari penurunan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pemasok dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman penurunan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pemasok.

Berdasarkan pengujian hipotesis tujuh ditemukan hasil bahwa penurunan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif distributor yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga penurunan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Chang *et al.*, (2015) menguji dampak penurunan rating kredit pada perusahaan di sepanjang rantai pasokan. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa adanya *contagion effect* dari penurunan peringkat

kredit pada perusahaan distributor. Adanya *contagion effect* yang disebabkan oleh penurunan peringkat obligasi mempengaruhi kinerja saham perusahaan distributor yang dibuktikan dengan nilai abnormal return yang mengalami penurunan pada saat terjadi penurunan peringkat obligasi.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari penurunan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan distributor dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman penurunan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan distributor.

Berdasarkan pengujian hipotesis delapan ditemukan hasil bahwa penurunan peringkat obligasi perusahaan tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing. Hal ini dibuktikan dengan tidak adanya nilai rata-rata abnormal return kumulatif pesaing yang signifikan bergerak kearah yang sama dengan nilai rata-rata abnormal return kumulatif yang signifikan pada perusahaan terperingkat sehingga peningkatan peringkat obligasi tidak memberikan dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Jorion & Zhang (2010), Caton & Goh (2003), Rajagopal and Kohers, (2004) dan Akhigbe *et al* (1997) yang menyimpulkan bahwa penurunan peringkat obligasi dapat memberikan dampak penularan contagion terhadap kinerja saham perusahaan pesaing.

Tidak adanya dampak penularan contagion dari penurunan peringkat obligasi pada kinerja saham perusahaan pesaing dapat diakibatkan karena pasar tidak merespon pengumuman peningkatan peringkat obligasi sehingga tidak terjadi dampak penularan contagion pada kinerja saham perusahaan pesaing.

