

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Penelitian tentang Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau Dari Faktor Akuntansi Dan Non Akuntansi Pada Perusahaan Sektor Non Keuangan membutuhkan kajian teori sebagai berikut:

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities* maupun perusahaan swasta (Husnan, 2005). Sementara itu Pasar modal (*capital market*) adalah suatu pasar dimana dana-dana jangka panjang baik hutang maupun modal sendiri diperdagangkan. Dana jangka panjang yang diperdagangkan tersebut diwujudkan dalam surat-surat berharga (Martono dan Harjito : 2010). Menurut Yennita Permata Sari (2009) Pasar modal merupakan sarana pendanaan bagi perusahaan maupun institusi lain (misalnya pemerintah), dan sebagai sarana bagi kegiatan berinvestasi. Berdasarkan beberapa pengertian pasar modal di atas, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pasar modal bisa berupa pasar dalam artian abstrak atau dalam artian konkret (sesungguhnya). Dalam artian abstrak, maka perdagangan surat berharga tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sementara itu, pasar modal dalam bentuk konkret ialah bursa efek atau lebih dikenal dengan istilah *stock exchange*.
2. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat berharga (*aktiva finansial*) jangka panjang.
3. Surat berharga (atau sekuritas) yang diperjual-belikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk P.T (Perseroan terbatas), baik yang dimiliki oleh swasta maupun pemerintah.
4. Bursa efek merupakan bentuk konkret dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi (*a highly organized market*). Disebut demikian karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak di dalamnya.

2.1.2 Investasi

Investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana/ sumber daya yang dilakukan saat ini dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa depan (Tandelilin, 2001:3). Definisi lain dikemukakan oleh Hartono (2000:5) bahwa investasi adalah penundaan konsumsi sekarang untuk digunakan di dalam produksi yang efisien selama periode waktu yang tertentu. Pihak-pihak yang melakukan investasi disebut sebagai investor. Investor

pada umumnya digolongkan menjadi dua kelompok, yaitu investor individual dan investor institusional. Investasi mempelajari bagaimana investor mengelola kesejahteraan mereka dalam konteks kesejahteraan yang bersifat moneter (finansial). Kesejahteraan moneter ini bisa diwakili dari pendapatan saat ini maupun pendapatan dimasa depan.

Dalam berinvestasi, investor tidak tahu dengan pasti hasil yang akan diperolehnya dari investasi yang dilakukannya. Dalam keadaan seperti ini, investor menghadapi risiko investasi. Investor hanya dapat memperkirakan hasil dan risiko yang akan diperoleh di masa depan. Dengan demikian, dalam berinvestasi, investor menghadapi dua permasalahan yaitu bersangkutan dengan penghitungan nilai yang diharapkan dan yang kedua menyangkut pengukuran penyebaran nilai. Pemodal menghadapi kesempatan investasi yang berisiko, pilihan investasi tidak dapat hanya mengandalkan pada tingkat keuntungan yang diharapkan, namun juga kesediaan investor untuk menanggung risiko investasi yang dilakukannya. Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun dimasa yang akan. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai resiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai risiko tinggi maka para investor tersebut akan

mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Suad Husnan (2005) menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham maupun obligasi.

2.1.3 Obligasi

Menurut Sulistyastuti (2002) yang dimaksud dengan obligasi (*bond*) adalah sekuritas berpendapatan tetap (*fixed income securities*) yang diterbitkan sehubungan dengan perjanjian hutang. Sebagai sekuritas pendapatan tetap, obligasi memberikan penghasilan secara rutin. Obligasi memiliki karakteristik sebagaimana karakteristik sekuritas pendapatan tetap (*fixed income securities*) lainnya, yaitu:

- 1) Surat berharga yang mempunyai kekuatan hukum,
- 2) Memiliki jangka waktu tertentu atau masa jatuh tempo,
- 3) Memberikan pendapatan tetap secara periodik,
- 4) Ada nilai nominal. Nilai nominal obligasi disebut juga nilai pari, *par value*, *stated value*, *face value*, atau nilai kopur.

Empat ketentuan yang menjadi daya tarik obligasi:

- 1) Emiten membayar bunga dalam jumlah tertentu yang dibayar secara regular.
- 2) Emiten akan membayar kembali pinjaman tersebut dengan tepatwaktu.

3) Obligasi mempunyai jatuh tempo yang telah ditentukan ketika obligasi habis masanya dan pinjaman harus dibayar penuh padanilai nominal.

4) Tingkat bunga kompetitif, dapat dibandingkan dengan keuntungan yang didapat investor dari tempat lain.

Husaini dan Saiful (2003) menyatakan bahwa obligasi merupakan sertifikat bukti hutang yang dikeluarkan oleh suatu perseroan terbatas atau institusi tertentu baik pemerintah maupun lembaga lainnya dalam rangka mendapatkan dana atau modal, diperdagangkan di masyarakat, penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali pokoknya pada saat jatuh tempo.

Obligasi merupakan salah satu instrumen keuangan yang cukup menarik bagi kalangan investor di pasar modal ataupun bagi perusahaan untuk mendapatkan dana bagi kepentingan perusahaan. Perkembangan obligasi mulai menunjukkan peningkatan yang berarti sebagai alat investasi dan instrument keuangan pada periode tahun 2000. Adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan menyebabkan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis atau melakukan pelunasan hutangnya mulai melirik instrumen obligasi sebagai salah satu alternatif penggalangan dana. Beberapa alasan diantaranya adalah penerbitan obligasi lebih mudah dan lebih

fleksibel dibandingkan melakukan prosedur pinjaman bank. Selain itu, tingkat suku bunga obligasi bisa dibuat lebih menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan tingkat suku bunga pinjaman dari bank yang cenderung meningkat. Dalam melakukan pembelian obligasi, investor di pasar modal itu sendiri bisa mendapatkan keuntungan, yakni mendapatkan tingkat suku bunga (kupon), selain itu bisa menghasilkan pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi ke harga premium tersebut di pasar sekunder.

Melakukan investasi obligasi selain menghasilkan kupon juga memberikan tingkat potensi risiko investasi. Risiko ini bisa berbentuk wan prestasi (*default*) atas pembayaran kupon obligasi tersebut. Selain itu risiko yang paling ditakuti, yakni apabila pihak penerbit obligasi (emiten), karena kondisi perusahaannya mengalami likuidasi, tidak mampu membayar kewajiban pokok utangnya. Investor obligasi jangka pendek bisa juga mengalami kerugian akibat nilai pasar dari obligasi tersebut turun atau lebih rendah daripada harga beli obligasi tersebut.

Instrumen obligasi pada dasarnya merupakan alternatif produk investasi yang sangat fleksibel serta sangat prospektif perkembangannya di masa mendatang. Apalagi untuk investor institusional yang menginginkan investasi dengan struktur

pendapatan yang begitu variatif maka kehadiran berbagai instrumen obligasi akan sangat diminati.

Obligasi (*Bond*) sebagai salah satu bagian dari produk *Fixed Income Securities* (Pendapatan Tetap) dikenal sebagai alternatif untuk instrument pembiayaan/investasi yang memberikan pendapatan bagi investor dengan kondisi nilai pendapatan dan waktu yang telah ditentukan sebelumnya. Dalam melakukan investasi, yang paling umum dilakukan pada obligasi adalah bahwa setiap investor baik perorangan ataupun lembaga investasi akan membeli obligasi dalam periode jangka waktu tertentu misalnya 5 tahun atau 8 tahun. Dari pembelian obligasi tersebut, investor akan menerima penghasilan/*return* berbentuk tingkat suku bunga (*coupon*) yang akan diterima setiap tahun atau triwulan atau sesuai periode yang ditentukan sebelumnya, ditambah nilai pokok (*principal*) yang besarnya sama pada saat awal investasi dan akan diterima pada saat jatuh tempo (Monica, 2007).

Untuk investor obligasi yang mempunyai pola investasi jangka pendek serta menjual obligasi sebelum jatuh tempo, pendapatan tambahan yang diperolehnya hanya berbentuk kupon serta keuntungan atau kerugian dari selisih antara harga beli obligasi tersebut dan harga pada saat menjual obligasi tersebut di pasar sekunder. Hal ini sesuai referensi dari Charles P. Jonson (

1997) dikutip oleh Rahardjo (2003) menyatakan bahwa “ *Bonds are Fixed Income Securities can be describe simply as long term debt instrument representing the issuer’s contractual obligation, or IOU. The buyer of a newly issued coupon bond is lending money to the issuer who, in turn, agrees to pay interest on this loan and repay the principal at a stated maturity date* “. Indra D. Santoso (1997) menyatakan bahwa investor yang punya sifat konservatif cenderung melakukan investasi di pasar obligasi yang cenderung lebih aman dan tidak fluktuatif. Pelaku investasi obligasi sekarang ini didominasi oleh lembaga dana pensiun, lembaga asuransi, manajer investasi pengelola reksadana yang lebih mengutamakan keamanan atas dana yang diinvestasikannya. Dalam struktur keuangan perusahaan, obligasi mempunyai urutan lebih diutamakan daripada saham untuk mendapatkan haknya apabila perusahaan melakukan likuidasi (Rahardjo, 2003). Sementara obligasi mempunyai urutan senioritas ketiga.

Urutannya adalah sebagai berikut (Rahardjo, 2003): pajak pemerintah, utang jangka pendek, obligasi (utang jangka panjang), kemudian *preffered stock* dan yang terakhir adalah *common stock*. Oleh karena itu, pemegang obligasi lebih dipentingkan daripada pemegang saham perusahaan publik apabila menuntut hak pembayaran pada saat perusahaan mengalami pailit. Setelah hak pemegang pemegang obligasi

terpenuhi maka baru dipenuhi hak pemegang *preffered stock* dan *common stock* (Robbert Ang, 1997).

2.1.4 Manfaat Obligasi

Menurut Sunariyah (2004), tingkat bunga obligasi bersifat konstan, dalam arti tidak dipengaruhi harga pasar obligasi. Pemegang obligasi dapat memperkirakan pendapatan yang akan diterima, sebab dalam kontrak perjanjian sudah ditentukan secara pasti hak-hak yang akan diterima pemegang obligasi. Apabila dibandingkan dengan saham, *return* saham sangat bervariasi, karena dividen saham sangat tergantung pada laba perusahaan. Apabila laba perusahaan turun, maka dividen juga turun, dan sebaliknya. Dari sisi lain, karena pendapatan obligasi dapat diprediksi, maka pemegang obligasi dapat membuat portofolio obligasi yang lebih baik, dibandingkan dengan portofolio saham. Investasi obligasi dapat pula melindungi risiko pemegang obligasi dari kemungkinan terjadinya inflasi. Investasi pada perusahaan yang mempunyai risiko tinggi, sedangkan tingkat likuiditasnya bagus, pemodal dapat mengatasi masalah inflasi apabila tingkat bunga obligasi lebih tinggi daripada tingkat inflasi. Sehingga kekuatan beli (*purchasing power*) tidak mengalami penurunan. Oleh karena itu obligasi saat ini menjadi instrumen favorit. Obligasi dapat digunakan sebagai agunan kredit bank dan untuk membeli instrumen aktiva lain.

2.1.5 Kelemahan Obligasi

Berbagai bentuk kelemahan obligasi sangat bervariasi, tergantung pada stabilitas suatu perekonomian negara. Menurut Sunariyah (2004) beberapa kelemahan dari obligasi:

- a) Tingkat bunga. Meskipun tingkat bunga konstan, harga obligasi sangat berfluktuasi. Harga obligasi sangat tergantung kepada kebijakan pemerintah atau bank sentral. Tingkat bunga pasar keuangan dengan harga obligasi mempunyai hubungan negatif, apabila harga obligasi naik maka tingkat bunga akan turun, demikian sebaliknya. Oleh karena itu, pemodal harus memperhatikan pergerakan harga obligasi agar dapat mempertimbangkan waktu beli yang menguntungkan.
- b) Obligasi merupakan instrumen keuangan yang sangat konservatif, sehingga menghasilkan *yield* yang cukup baik, dengan risiko rendah. Misalnya, obligasi yang diterbitkan pemerintah lebih menguntungkan dibandingkan dengan obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta. Risiko obligasi pemerintah relatif sangat rendah dibandingkan dengan obligasi perusahaan swasta. Dalam kasus tersebut, pemodal yang ingin mengoptimalkan keuntungan lebih baik melakukan investasi dalam instrumen ini, meskipun risiko cukup tinggi.
- c) Tingkat likuidasi obligasi rendah. Hal ini dikarenakan pergerakan harga obligasi, khususnya apabila harga obligasi menurun. Dalam

kasus tersebut pemegang obligasi akan menahan obligasinya, dan berspekulasi bahwa masa yang akan datang obligasi akan naik kembali.

- d) Risiko penarikan. Apabila dalam kontrak perjanjian obligasi ada persyaratan penarikan obligasi, perusahaan dapat menarik obligasi sebelum jatuh tempo dengan membayar sejumlah premi. Hal ini kelihatannya menguntungkan pemegang obligasi, tetapi biasanya obligasi yang diambil dijual kembali dengan tingkat bunga yang lebih rendah oleh penerbit obligasi (yang disebut *refunding*). Sebagai akibatnya, pemegang obligasi belum siap untuk reinvestasi, atau dinamakan *reinvestment risk*.
- e) Risiko kecurangan. Apabila perusahaan penerbit mempunyai masalah likuiditas dan tidak mampu melunasi kewajibannya ataupun mengalami kebangkrutan maka pemegang obligasi akan menderita kerugian, karena perusahaan akhirnya tidak dapat menepati janjinya. Dalam hal perusahaan penerbit bangkrut, maka obligasi menjadi sesuatu hal yang tidak mempunyai nilai.

2.1.6 Jenis-jenis Obligasi

1. Berdasarkan Penerbitannya

- a) Obligasi Pemerintah Pusat (*government bond*), adalah sekuritas pemerintah yang digunakan untuk pendanaan dalam hutang pemerintah.

- b) Obligasi Pemerintah Daerah (*municipal bond*), terdiri atas *general obligation bond* dan *revenue bond*. *General obligation bond* adalah jenis *municipal bond* yang sumber arus kasnya dari penerimaan pajak. Sedangkan *revenue bond* merupakan jenis *municipal bond* yang membayarkan kupon maupun pokok pinjaman dari proyek yang dibiayainya.
- c) Obligasi Badan Usaha Milik Negara (*state owned company bond*), adalah obligasi yang diterbitkan oleh BUMN untuk pendanaan.
- d) Obligasi Perusahaan Swasta (*corporate bonds*), adalah sekuritas yang mencerminkan janji dari perusahaan yang menerbitkan untuk memberikan sejumlah pembayaran berupa pembayaran kupon dan pokok pinjaman kepada pemilik obligasi, selama jangka waktu tertentu.

2. Berdasarkan Jaminan

- a. *Unsecured bond / debentures*: obligasi tanpa jaminan. Ada dua tingkat *debentures* yaitu senior dan junior (*subordinate debentures*) artinya jika terjadi default, klaim junior dipertimbangkan setelah klaim senior terpenuhi.
- b. Sedangkan obligasi yang memberikan jaminan disebut *indenture*, berikut jenis-jenis *indenture*:
- a) *Mortgage bond*: obligasi yang dijamin dengan properti. Apabila terjadi *default*, pemegang obligasi (investor) berhak memperoleh

properti yang dijamin dan menjualnya sebagai klaim atas perusahaan.

- b) *Collateral trust bond*: obligasi yang dijamin sekuritas lain yang biasanya dimiliki oleh wali amanat (*trustee*), apabila sekuritas perusahaan cabang telah digunakan sebagai jaminan perusahaan pusat.
- c) *Equipment trust certificates*: obligasi yang dijamin aset tertentu misalnya pesawat, mobil, mesin.
- d) *Collateralized mortgage obligations*: obligasi yang dijamin *pool of mortgage* atau *portfolio mortgage-backed securities*. Penghasilan kupon obligasi ini terutama disediakan oleh *mortgages* yang dijamin.

3. Berdasarkan Jenis Kupon

- a. *Fixed rate obligasi*: obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo.
- b. *Floating rate obligasi*: obligasi yang tingkat bunganya mengikuti tingkat kupon yang berlaku dipasar.
- c. *Mixed rate bonds*: obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu misal 1-3 tahun dan setelah 3 tahun tingkat bunganya mengikuti tingkat bunga pasar.

4. Berdasarkan Peringkatnya

- a. *Investment grade Bonds*: peringkat minimal BBB. Adalah obligasi yang layak untuk dijadikan investasi dan memiliki risiko yang tidak terlalu besar.
- b. *Non Investment grade Bonds/Low Investment*: dengan peringkat CC atau *speculative* dan D atau *junk bond*. Adalah obligasi yang memiliki peringkat dibawah investment grade. Disebut *junk* karena obligasi ini lebih berisiko dari obligasi yang berkategori *investment grade*.

5. Berdasarkan Kupon

- a. *Coupon Bonds*: pada obligasi berkupon, penerbit berkewajiban memberikan kupon sebesar tertentu sesuai kontrak secara periodik kepada investor (*lender*).
- b. *Zero Coupon Bonds*: untuk obligasi nirkupon, *issuer* tidak membayar kupon kepada *lender*. *Lender* hanya menerima sekali pembayaran dari *issuer* pada saat jatuh tempo sebesar nilai nominal. Maka obligasi nirkupon ini selalu dijual dibawah nilai nominalnya (*at discount*), dan keuntungan bagi investor adalah sebesar selisih antara harga beli dengan nilai nominal.

6. Berdasarkan Call Feature

- a. *Freely callable bond*: obligasi yang dapat ditarik kembali oleh penerbitnya setiap waktu sebelum masa jatuh tempo. *Freely*

callable bond memberikan keuntungan penerbitnya jika tingkat bunga obligasi lebih tinggi dari tingkat bunga pinjaman (pasar).

- b. *Noncallable bond*: setelah obligasi diterbitkan dan terjual, tidak dapat dibeli/ditarik kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo, kecuali penerbit membelinya melalui mekanisme pasar.
- c. *Deffered callable bond*: adalah kombinasi antara *freely callable bond* dengan *non callable bond*. *Deffered callable bond* memiliki *grace period* yaitu masa dimana penerbit tidak boleh menarik kembali obligasinya misalnya sampai 3 tahun pertama, sesudah jangka waktu yang disetujui penerbit baru bisa membeli kembali.

7. Berdasarkan Konversi

- a. *Convertible bond*: obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham setelah jangka waktu tertentu.
- b. *Non convertible bond*: obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham.

8. Jenis-jenis Obligasi Lainnya

- a. *Income bond*: obligasi yang membayarkan kupon hanya jika emiten penerbitnya mendapatkan laba.
- b. *Guaranteed bond*: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan cabang tetapi tidak dihitung oleh perusahaan induk.

- c. *Participating bond*: obligasi yang memiliki hak menerima atas laba selain penghasilan bunga secara periodik. *Participating bond* = profit-sharing bond.
- d. *Voting bond*: obligasi yang mempunyai hak suara.
- e. *Serial bond*: obligasi yang pelunasannya berdasarkan nomor seri.
- f. *Inflation Index Bond* atau disebut juga *Treasury Inflation Protection Securities* (TIPS) adalah obligasi yang nilai nominalnya (*principal*) selalu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang sedang berlaku. Sehingga nilai kupon yang diterima oleh investor merupakan hasil perkalian antara tingkat kuponnya dengan nilai nominal yang telah disesuaikan dengan inflasi terkait.

4.1.7 Penerbit Obligasi

Penerbit obligasi ini sangat luas sekali, hampir setiap badan hukum dapat menerbitkan obligasi, namun peraturan yang mengatur mengenai tata cara penerbitan obligasi ini sangat ketat sekali. Penggolongan penerbit obligasi biasanya terdiri atas:

- a. Lembaga supranasional, seperti misalnya Bank investasi eropa (*European investment bank*) atau bank pembangunan asia (*asian development bank*),
- b. Pemerintah suatu Negara menerbitkan obligasi pemerintah dalam mata uang negaranya maupun obligasi pemerintah dalam denominasi

valuta asing yang biasa disebut dengan obligasi internasional (*sovereign bond*),

- c. *Sub-sovereign*, propinsi, Negara atau otoritas daerah. Di Amerika dikenal sebagai obligasi daerah (*municipal bond*). Di Indonesia dikenal sebagai Surat Utang Negara (SUN),
- d. Lembaga pemerintah. Obligasi ini biasa juga disebut *agency bond*, atau *agencies*.
- e. Perusahaan yang menerbitkan obligasi swasta.
- f. *Special purpose vehicle* adalah perusahaan yang didirikan dengan suatu tujuan khusus guna menguasai aset tertentu yang ditujukan guna penerbitan suatu obligasi yang biasa disebut Efek Beragun Efek.

4.1.8 Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatan waktu pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu, peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu. Semakin tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default*. Seorang pemodal yang tertarik untuk membeli obligasi tentunya harus memperhatikan rating obligasi (*credit ratings*). *Credit ratings* merupakan skala resiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi pemodal.

Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuannya dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman.

Tabel 2.1

Peringkat Obligasi Berdasarkan Pefindo

Peringkat	Keterangan
AAA	Efek hutang yang peringkatnya paling tinggi dan beresiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian
AA	Efek utang yang memiliki kualitas kredit sedikit dibawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian, relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya. Dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan.
A	Efek utang yang beresiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban financialnya sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
BBB	Efek utang yang beresiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban financialnya sesuai dengan perjanjian namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
BB	Efek utang yang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.

B	Efek utang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban financialnya.
CCC	Efek utang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban financialnya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang yang macet atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Sumber: PEFINDO

4.1.9 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi

Rating obligasi membantu investor dalam penilaian hutang dan risiko kegagalan (*default risk*) dari obligasi. Peringkat obligasi mencoba mengukur adanya risiko kegagalan berupa ketidakmampuan emiten sebagai penghutang dalam membayar bunga selama umur obligasi dan pelunasannya pada jatuh temponya. Penetapan rating sekuritas lembaga peringkat, seperti halnya agen peringkat internasional Standard & Poor's (S&P's) dan Moody's terdapat kriteria kualitatif dan kuantitatif.

Faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi menurut Bringham dan Houston adalah sebagai berikut:

1. Berbagai macam risiko rasio-rasio keuangan, termasuk *debt ratio*, *current ratio*, *profitability* dan *fixed charge coverage ratio*. Semakin baik rasio-rasio keuangan tersebut semakin tinggi rating tersebut.

2. Jaminan aset untuk obligasi yang diterbitkan (*mortgage provision*). Apabila obligasi dijamin dengan aset yang bernilai tinggi, maka rating pun akan membaik.
3. Kedudukan obligasi dengan jenis hutang lain. Apabila kedudukan obligasi lebih rendah dari utang lainnya maka rating akan ditetapkan satu tingkat lebih rendah dari yang seharusnya.
4. Penjamin. Emiten obligasi yang lemah namun dijamin oleh perusahaan yang Adanya *sinking fund* (provisi bagi emiten untuk membayar pokok pinjaman sedikit demi sedikit setiap bulan).
5. Umur obligasi. *Ceteris Paribus*, obligasi dengan umur yang lebih pendek mempunyai risiko yang lebih kecil.
6. Stabilitas laba dan penjualan emiten.
7. Peraturan yang berkaitan dengan industri emiten.
8. Faktor-faktor lingkungan dan tanggung jawab produk.
9. Kebijakan akuntansi, Penerapan kebijakan akuntansi yang konservatif mengindikasikan laporan keuangan yang lebih berkualitas.

4.1.10 Teori Signal

Teori signal menjelaskan mengenai mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal, hal ini untuk mengurangi asimetri informasi. Informasi yang dipublikasikan seperti peringkat obligasi dapat menjadi signal kondisi perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi sehubungan dengan utang yang dimiliki perusahaan,

sehingga dapat mengurangi asimetri antara emiten dan investor obligasi.

4.1.11 Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan versi *game theory* yang memodelkan proses kontrak antara dua orang atau lebih dan masing-masing pihak yang terlibat dalam kontrak mencoba mendapatkan yang terbaik bagi dirinya (Scott, 2000:280). Inti teori keagenan adalah konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Biaya keagenan yang timbul akibat adanya konflik kepentingan ini adalah biaya pengawasan (*monitoring costs*), biaya penjaminan (*bonding costs*), dan rugi residual (*residual loss*).

Konflik keagenan yang berhubungan dengan penerbitan obligasi dapat terjadi antara manajemen dengan kreditor. Manajemen yang perusahaannya menerbitkan obligasi berkepentingan agar obligasi yang diterbitkan dapat terjual seluruhnya. Para kreditor berkepentingan terhadap penjaminan kondisi perusahaan penerbit obligasi dalam keadaan baik sehingga nantinya tidak mendatangkan kerugian. Untuk mengurangi konflik tersebut maka manajemen menggunakan jasa lembaga pemeringkat obligasi sehingga dalam hal ini dapat mengurangi biaya penjaminan (*bonding cost*). Peringkat obligasi yang merupakan hasil pemeringkatan lembaga pemeringkat ini merupakan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran

utang sebuah perusahaan sehingga menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.

4.1.12 PT. PEFINDO

PT. PEFINDO atau “PT Pemeringkat Efek Indonesia” didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, atas prakarsa BAPEPAM dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT. PEFINDO memperoleh lisensi dari BAPEPAM (No. 39/PM-PI/1994) dan menjadi salah satu institusi pendukung di pasar modal Indonesia. Fungsi utama PT. PEFINDO adalah memberikan peringkat yang obyektif, independen dan dapat dipercaya terhadap risiko kredit (*credit risk*) sekuritas utang (*debt securities*) secara publik. Perusahaan ini berafiliasi dengan S&P’s dan secara aktif terus berpartisipasi dalam ASEAN *Forum of Credit Rating Agencies* (AFCRA), yang mendukung pengembangan dan penyempurnaan standar dimasa mendatang. Guna meningkatkan metodologi pemeringkatan yang digunakan dan kriteria dalam melakukan pemeringkatan, maka PEFINDO didukung oleh mitra global yaitu Standard & Poor’s Rating Services (S&P’s). Disamping melaksanakan kegiatannya dalam melakukan pemeringkatan surat hutang, PEFINDO juga menerbitkan dan mempublikasikan informasi kredit sehubungan dengan pasar perdagangan efek. Publikasi ini terdiri dari opini kredit atas perusahaan-perusahaan penerbit obligasi beserta sektor aset acuannya. PEFINDO adalah merupakan Perseroan Terbatas yang sahamnya per Desember 2006 tercatat dimiliki oleh 96 perusahaan

domestik, yang terdiri dari dana pensiun, perbankan, asuransi, Bursa Efek Indonesia, dan perusahaan sekuriti.

4.1.13 Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi membantu investor dalam penilaian utang dan risiko *default* obligasi. Risiko tersebut berupa ketidakmampuan emiten dalam membayar dan melunasi kewajiban selama umur obligasi. Adapun faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi pada penelitian ini adalah:

1. *Leverage* dan Prediksi Peringkat Obligasi

Leverage merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai leverage berarti menggunakan modal sendiri 100%. Penggunaan hutang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi:

- 1) Pemberian kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
- 2) Dengan penggunaan hutang maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan akan meningkat.
- 3) Dengan menggunakan hutang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan kendali perusahaan. Para investor maupun kreditor akan mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang

perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas (Saharul dan Nizar, 2000).

Semakin besar rasio *leverage* perusahaan, semakin besar risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton *et al.* 1998 dalam Magreta dan Popy. 2009). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibanya.

2. Size Perusahaan dan Prediksi Peringkat Obligasi

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel akuntansi yang mempengaruhi peringkat obligasi. Menurut Miswanto dan Husnan (1999) dalam Magreta dan Popy (2009) ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total *asset*, penjualan atau ekuitas. Sedangkan menurut Elton dan Gruber (1995) dalam Nicko (2010) perusahaan-perusahaan besar kurang berisiko dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil karena perusahaan kecil memiliki risiko yang lebih besar. Apabila semakin besar perusahaan, potensi mendiversifikasikan resiko non sistematis juga semakin besar sehingga membuat risiko obligasi perusahaan tersebut menurun. Ogden (1987) dalam Andry (2005) berpendapat bahwa karena total utang dan ukuran perusahaan mempunyai korelasi yang kuat dan positif, ukuran perusahaan juga bisa digunakan sebagai proksi untuk

mengukur likuiditas. Pada umumnya perusahaan yang besar akan memberikan peringkat yang baik (*investment grade*).

3. Profitabilitas dan Prediksi Peringkat Obligasi

Menurut Sartono (2002), profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Sedangkan menurut Mamduh dan Abdul Halim (2000) dalam Nicko (2010), profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (*profit*) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak berpengaruh oleh profitabilitas perusahaan, karena tetap menerima sebesar tingkat bungayang telah ditentukan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun laba bagi modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Brotman (1989) dan Bouzoita Young (1998) dalam Nicko (2010) menyatakan semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut.

4. Likuiditas Perusahaan dan Prediksi Peringkat Obligasi

Menurut sartono (2002), likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat

pada waktunya. Sedangkan menurut Mamduh dan Halim (2000), rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya (hutang dalam ini merupakan kewajiban perusahaan). Analisis keuangan dapat menggunakan beberapa rasio likuiditas untuk menilai apakah perusahaan mempunyai kemampuan untuk membayar kewajibannya yang segera jatuh tempo. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzoita & Young (1998) menemukan hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi peringkat perusahaan tersebut. Burton et al (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara financial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

5. Umur Obligasi dan Prediksi Peringkat Obligasi

Umur obligasi (*maturity*) adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon atau bunganya (Bursa Efek Surabaya, 2006).

Menurut Andry (2005), obligasi dengan umur obligasi yang lebih pendek mempunyai risiko yang lebih kecil. Sehingga perusahaan yang rating obligasinya tinggi menggunakan umur obligasi yang lebih pendek daripada perusahaan yang menggunakan umur obligasi lebih lama. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi yang *investment grade*.

6. Produktivitas Perusahaan dan Prediksi Peringkat Obligasi

Produktivitas adalah perbandingan antara keluaran (*Output*) dan masukan (*Input*) pada perusahaan, dapat diartikan sebagai rasio antara jumlah output yang dihasilkan dengan jumlah input yang digunakan. Menurut Horriegen (1966) dalam Purnomo (2005: 29) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

7. Jaminan Perusahaan dan Prediksi Peringkat Obligasi

Tingkat risiko yang terkandung dalam sebuah obligasi dipengaruhi oleh jaminan. Brister *et al.* (1994) menyatakan bahwa investor akan menyukai obligasi yang dijamin dibanding obligasi yang tidak dijamin. Sedangkan Joseph (2002) dalam Andry (2005) menyatakan bahwa aset yang dijamin untuk obligasi maka

peringkatpun akan membaik sehingga obligasi tersebut aman untuk diinvestasikan.

4.2 KERANGKA PEMIKIRAN

Beberapa penelitian yang menguji rasio keuangan terhadap peringkat obligasi telah dilakukan hal tersebut ditunjukkan dengan beberapa hasil penelitian. Antara lain : Widya (2005) meneliti tentang faktor akuntansi dan non akuntansi yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Variabel yang diuji adalah *growth*, *size*, *sinking fund*, risiko, umur obligasi, dan auditor. Sampel yang diambil adalah perusahaan non keuangan dan perbankan pada tahun 2000-2002. Hasil penelitian yang didapat adalah dari 6 (enam) variabel yang diuji terdapat empat variabel yang signifikan yaitu *growth*, *sinking fund*, umur obligasi, dan auditor. Almilia & Devi (2007) meneliti faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi dengan menggunakan variabel profitabilitas, likuiditas, *firm size*, *growth*, jaminan, umur obligasi, dan reputasi auditor. Sampel yang diambil sebanyak 119 perusahaan manufaktur tahun 2001-2005. Dengan menggunakan regresi logit didapatkan hasil penelitian bahwa yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi adalah *growth* dan rasio likuiditas (CR).

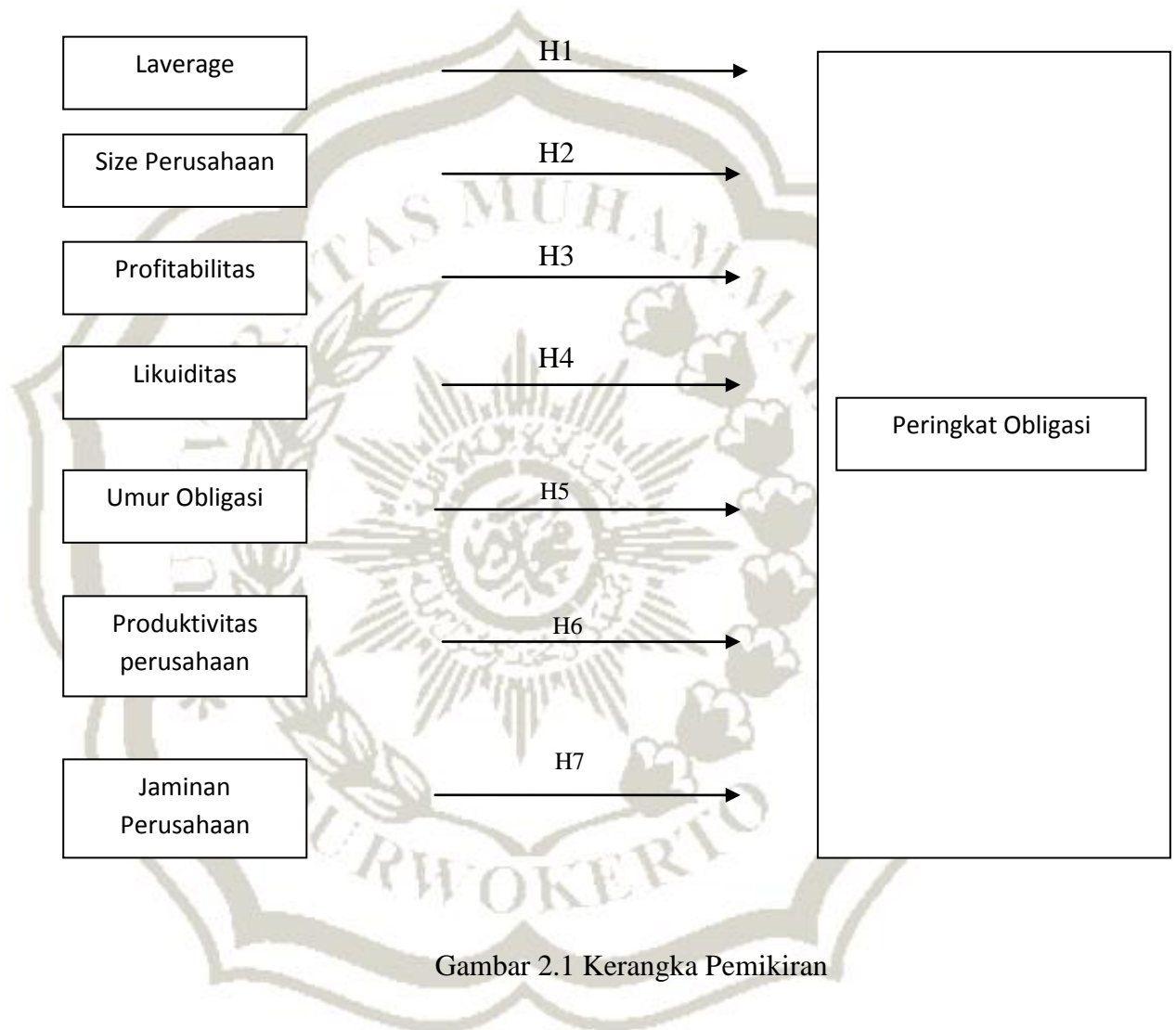
Raharja & Sari (2008) meneliti variabel leverage, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan produktivitas. Sampel yang diambil adalah perusahaan manufaktur tahun 2004-2005. Metode analisis yang dipakai analisis diskriminan. Hasil penelitian menyatakan bahwa model prediksi memiliki keakuratan 96,2%, artinya model dapat digunakan sebagai alat

untuk memprediksi peringkat obligasi. Sejati (2010) meneliti tentang faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi dengan variabel independen auditor, likuiditas (CR), *growth*, ROA, dan *size*. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur pada periode 2003-2008. Pengukuran auditor dilakukan dengan variabel dummy, yaitu kategori 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh big 4 dan kategori 0 untuk perusahaan yang diaudit selain big 4. Hasil penelitian menyatakan bahwa hanya *growth* yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Sedangkan uji simultan menyatakan bahwa variabel tidak signifikan secara bersamaan terhadap *rating* obligasi.

Susilowati dan Sumarto (2010) menguji variabel profitabilitas, likuiditas, *size*, dan umur obligasi untuk mendapatkan hasil tentang faktor yang berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur 2002-2006. Hasil penelitian tersebut adalah hanya variabel likuiditas yang berpengaruh signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi.

Dari landasan teori dan penelitian terdahulu, maka yang menjadi variabel-variabel dalam penelitian ini adalah Faktor Akuntansi yaitu profitabilitas, likuiditas, *Size* perusahaan, *leverage*, produktivitas, dan Faktor Non Akuntansi yaitu umur obligasi dan jaminan sebagai variabel independen (bebas). Sedangkan peringkat obligasi sebagai variabel dependen (terikat).

Oleh karena itu kerangka pemikiran yang terbentuk adalah sebagai berikut :



4.3 Hipotesis

Hipotesis adalah suatu pernyataan mengenai konsep-konsep yang dapat dinilai benar atau salah untuk diujikan secara empiris (Copper dan Emory, 1996). Jadi hipotesis merupakan suatu rumusan yang menyatakan adanya hubungan tertentu antar dua variabel atau lebih. Hipotesis ini bersifat sementara, dalam arti dapat diganti dengan hipotesis lain yang lebih tepat dan lebih benar berdasar pengujian.

Hipotesis dari penelitian ini adalah:

Hipotesis 1 : *Leverage* dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 2 : *Size* perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 3 : Profitabilitas dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 4 : Likuiditas dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 5 : Umur obligasi dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 6: Produktivitas perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis 7 : Jaminan perusahaan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

