

PERAN JUNK BOND SEBAGAI SUMBER PEMBIAYAAN KORPORASI

Muhamad Syaichu

MILIK PERPUSTAKAAN
EKSTENSI FE UNDIP

Abstract

Increasing junk bond offer publicly invite various controversy in company financing method. Junk bond is considered as bond with high return and praised as the driving factor in American industry. However, junk bond is also condemned. This paper discusses the various investment characteristics and the development as well as the role of junk bond in the financial sectors.

Abstrak

Perkembangan volume junk bond yang diterbitkan, mengundang banyak kontroversi dalam perkembangan pembiayaan korporasi. Di satu sisi junk bond disebut sebagai obligasi yang berpenghasilan tinggi dan dipuji sebagai penggerak esensial dalam revitalisasi industri Amerika, tetapi di lain pihak junk bond dicela sebagai sekuritas sampah. Sejumlah karakteristik investasi dan pendekatan tentang perkembangan junk bond serta perannya menjadi fokus dalam artikel ini. Salah satu daya tarik bagi investor junk bond adalah tingginya tingkat keuntungan yang diharapkan, disamping sejumlah kontroversi yang menyetarai perkembangan junk bond.

Kata kunci : *junk bond*, investasi, sumber pembiayaan korporasi.

PENDAHULUAN

Perkembangan volume *junk bond* yang diterbitkan, mengundang banyak kontroversi dalam perkembangan pembiayaan korporasi. Di satu sisi *junk bond* disebut sebagai obligasi yang berpenghasilan tinggi dan dipuji sebagai penggerak esensial dalam revitalisasi industri Amerika, tetapi di lain pihak *junk bond* dicela sebagai sekuritas sampah (Rohatyn, 1985).

Pertumbuhan Pasar Junk Bond

Obligasi (bond) yang dikategorikan sebagai *junk bond* adalah obligasi yang mendapat rating di bawah Ba oleh Moody's atau di bawah BBB oleh Standard and Poor's, dan obligasi yang tidak dirating masuk dalam kategori *junk bond*.

Junk bond ada sejak tahun 1909 ketika pertama kali penilaian obligasi dipublikasikan oleh John Moody. Pada kenyataannya, *junk bond* merupakan sumber dana korporasi yang signifikan. Selama tahun 1909-1942, 17 persen dari total hutang korporasi berupa *junk bond*. *Junk bond* mengalami penurunan selama masa depresi yang hanya 13 persen

pada tahun 1928 kemudian pada tahun 1940 meningkat menjadi 42 persen dari total hutang perusahaan (Atkinson, 1967).

Junk bond kurang banyak digunakan sebagai sumber dana korporasi antara tahun 1944 dan 1965 yang hanya 6,5 persen dari total obligasi yang diterbitkan (Atkinson, 1967). Pada tahun 1977, *junk bond* hanya 3,7 persen dari total obligasi korporasi yang sebagian besar adalah "*fallen angels*" atau obligasi yang diterbitkan pada awalnya bernilai tinggi kemudian jatuh nilainya (Altman & Nammacher, 1987). Sekalipun demikian, tahun 1977 pasar mulai berubah, penerbitan baru *junk bond* mulai tampak volume yang lebih besar yang dianggap sebagai kebangkitan kembali *junk bond*.

Pertumbuhan *junk bond* sejak 1986 amat mengesankan, ditunjukkan dengan besarnya jumlah total *junk bond* sekitar \$ 125 milyar pada akhir tahun 1986 dan menjadi \$ 137 pada pertengahan tahun 1987 (Lambert, 1987). Hal ini menunjukkan lebih dari 20 persen dari pasar obligasi keseluruhan. Sekitar sepertiga dari total *junk bond* yang beredar pada akhir tahun 1986 berupa "*fallen angels*" (Rasky, 1986).

Karakteristik Investasi pada Junk Bond

Barang kali daya tarik bagi pemegang *junk bond* adalah tinggi tingkat keuntungan yang diharapkan. Studi yang dilakukan oleh Blume dan Keim (1987) antara tahun 1977-1986, tingkat keuntungan per tahun *junk bond* sebesar 11,04 persen lebih tinggi dibandingkan obligasi korporasi dengan rating AAA dan AA yang hanya 9,36 persen. Tingkat keuntungan yang lebih besar bagi investor *junk bond* akan menanggung tingkat risiko yang lebih besar pula.

Rating *junk bond* yang lebih rendah tentunya akan menanggung risiko yang lebih besar untuk *default*. Fakta menunjukkan tingkat *default* pada *junk bond* lebih besar daripada obligasi pada umumnya. Selama tahun 1970-1986 Altman (1988) menghitung tingkat *default* pada *junk bond* sebesar 2,22 persen dan hanya 0,20 persen pada obligasi lainnya.

Walaupun demikian, studi Blume dan Keim (1987) menemukan bahwa pada periode 1977-1986 deviasi standar tingkat keuntungan bulanan *junk bond* sebesar 2,86 persen lebih rendah daripada obligasi dengan rating tinggi yang sebesar 3,73 persen. Dus, *junk bond* mempunyai risiko lebih rendah daripada investasi pada obligasi yang ratingnya lebih tinggi. Hasil studi ini nampaknya berlawanan (paradoks) dan dapat dijelaskan oleh dua faktor berikut.

Pertama, *junk bond* mempunyai tingkat kupon yang lebih tinggi dan mempunyai durasi yang lebih pendek daripada obligasi yang ratingnya lebih tinggi. Begitu pula nilai *junk bond* kurang sensitif terhadap fluktuasi tingkat bunga daripada nilai obligasi yang ratingnya lebih tinggi. Tahun 1977-1986 tingkat bunga berfluktuasi sangat substansial, sehingga faktor inilah yang mungkin mendominasi penyebab lebih rendahnya deviasi standar pada tingkat keuntungan pada *junk bond*.

Kedua, junk bond secara tipikal diproteksi ekuitas yang lebih kecil daripada obligasi yang ratingnya lebih tinggi, sehingga lebih sensitif terhadap fluktuasi nilai aset perusahaan, padahal nilai aset menggambarkan nilai sekarang dari aliran kas hasil operasi perusahaan. Variabilitas keuntungan *junk bond* lebih dipengaruhi oleh sektor industri dan faktor spesifik perusahaan daripada obligasi yang ratingnya lebih tinggi. Walaupun demikian, banyak risiko yang dapat ditahan/dikurangi melalui diversifikasi, sehingga risiko portfolio secara substansial lebih rendah daripada rata-rata resiko obligasi individu.

Karakteristik investasi pada *junk bond* tidak seperti pada obligasi yang ratingnya lebih tinggi atau pada saham biasa. Kurangnya sensitif terhadap perubahan tingkat bunga dan diversifikasi risiko tidak seperti pada obligasi yang ratingnya lebih tinggi. Seperti pada saham biasa, nilai *junk bond* akan naik atau turun sesuai nilai aset perusahaan. Namun tidak seperti saham biasa, pergerakan naik *junk bond* berpotongan melebihi pada titik tertentu, hal ini terjadi karena *junk bond* dapat dibeli kembali.

Peran Junk Bond dalam Kebijakan Keuangan Korporasi

Junk bond yang sudah establish pada posisi yang solid di pasar obligasi akan dapat ditela-ah perannya dalam kebijakan keuangan. Kapan seharusnya sebuah korporasi mempertimbangkan untuk menerbitkan *junk bond*?

Steward Myers dengan teorinya "*packing order*" memberikan titik awal yang baik (Myers, 1984). Myers mengatakan bahwa manajer perusahaan secara tipikal lebih mengetahui nilai yang sebenarnya daripada pelaku pasar modal lainnya. Jika manajer bertindak membawa kepentingan pemegang saham, maka manajer akan mencoba menerbitkan sekuritas di kala mereka mengetahui sekuritasnya *overvalued*. Namun pengenalan insentif ini akan ditafsirkan oleh pelaku pasar sebagai tanda sekuritas tersebut mengalami *overvalued*. Dan kemudian akan menurunkan jumlah kesediaan pelaku pasar untuk membayar sekuritas tersebut.

Selanjutnya "*packing order*" memberikan pegangan untuk kebijakan finansial: (1) pertama kali gunakan dana internal sampai habis; (2) selanjutnya, gunakan dana eksternal, pertama dengan menerbitkan obligasi yang kurang berisiko; (3) menerbitkan saham biasa sebagai langkah akhir setelah kapasitas semua hutang habis.

Junk bond menempati posisi menengah dalam "*packing order*" ini yang lebih mudah terkena problem informasi daripada investasi yang ratingnya lebih tinggi, tetapi jika dibandingkan dengan saham biasa *junk bond* kurang terkena problem informasi. Untuk perusahaan yang membutuhkan jumlah besar dana eksternal untuk rencana investasi, perusahaan dapat menggunakan secara penuh *junk bond* dan menghindari mengemisi ekuitas.

Berapa kapasitas hutang yang seharusnya digunakan? Sangat sulit untuk mengidentifikasi rasio hutang perusahaan dengan tepat. Teori keuangan menganjurkan perusahaan dengan karakteristik tertentu akan menggunakan kapasitas hutang lebih tinggi

daripada perusahaan lainnya. Hal ini dapat dijelaskan sebagai berikut: 1) *Faktor pertama*, terkait dengan status pembayaran pajak perusahaan. Pengurangan pajak dari bunga adalah salah satu keunggulan potensial penggunaan hutang. 2) *Faktor kedua*, determinan penting dari kapasitas pajak adalah risikonya aset perusahaan. Biaya kebangkrutan dan solusi konflik kepentingan antar pemegang sekuritas berkaitan erat dengan kemungkinan *default*. Fakta menunjukkan bahwa obligasi perusahaan yang ratingnya lebih rendah menunjukkan risiko *default* lebih tinggi. Selanjutnya, penerbit junk bond seharusnya waspada akan timbulnya biaya potensial kebangkrutan dan klaim pemegang sekuritas atas terjadinya dilusi yang mungkin akibat emisi ekuitas. 3) *Faktor ketiga* yang mempengaruhi kapasitas hutang perusahaan adalah komposisi aset perusahaan. Selanjutnya dianjurkan bagi penerbit *junk bond* yang ideal adalah perusahaan yang dapat mengambil penuh keunggulan perlindungan pajak bunga yang tidak mempunyai potensi terkena biaya kebangkrutan dan konflik diantara pemegang sekuritas.

KESIMPULAN

Cepatnya pertumbuhan pasar junk bond sangat mengesankan tetapi mengundang kontroversi. Sebagian besar kontroversi berasal dari kenyataan bahwa perkembangan pasar bersamaan dengan maraknya kebijakan yang berkaitan dengan restrukturisasi industri dan pengendalian korporasi. Walaupun demikian, dapat ditegaskan bahwa pasar junk bond merupakan produk dari kompetisi internasional, kondisi pasar modal yang rentan dan pencarian sumber modal baru. Maraknya pertumbuhan pasar *junk bond* menggambarkan inovasi di bidang keuangan yang signifikan. Dengan adanya *junk bond*, perusahaan yang tidak mempunyai kualifikasi untuk investasi dengan rating tinggi terbuka jalan untuk mengakses pasar publik dan mengambil keunggulan dari investor yang bersedia membayar sekuritas tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Atkinson, Thomas R., 1967, *Trens in Corporate Bond Quality* (New York: National Bureau of Economic Research)
- Altman, Edward I., 1987, "Analyzing Risks and Returns in The High Yield Bond Market", *Financial Markets and Portfolio Management*, Zurich, Switzerland
- Altman, Edward I, and Scott A. Nammacher, 1987, *Investing in Junk bonds* (New York: John Wiley & Sons)
- Blume, Marshall E., and Donald B. Keim, 1987, "Lower Grade Bonds: Their Risks and Return", *Financial Analysts Journal* 43, pp. 26-33
- Lambert, Drexel B., 1987, "The Case for High Yield Securities", April 9
- Myers, Stewart C., 1983, "The Search for an Optimal Capital Structure", *Midland Corporate Finance Journal* 1, pp. 6-16
- Rasky F., 1986, "Tracking Junk Bond Owners", *The New York Times*, December 7
- Rohatyn, Felix G., 1985, "Junk Bond and Other Securities Swill", *The Wall Street Journal*, April 18