

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERINGKAT OBLIGASI



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

Enny Dwi Maharti

NIM. C2C607058

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2011**

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Enny Dwi Maharti
Nomor Induk Mahasiswa : C2C607058
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG
MEMPENGARUHI PERINGKAT
OBLIGASI**

Dosen Pembimbing : Drs. Daljono Msi, Akt

Semarang, 23 Agustus 2011

Dosen Pembimbing,

Drs. Daljono Msi, Akt

NIP. 196409151993031001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Enny Dwi Maharti

Nomor Induk Mahasiswa : C2C607058

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/ Akuntansi

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG**

MEMPENGARUHI PERINGKAT OBLIGASI

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 19 September 2011

Tim Penguji :

1. Drs. Daljono, M.Si., Ak ()
2. Dra. Hj. Indira Januarti, M.Si., Ak (.....)
3. Drs. H. Idjang Soetikno, M.M., Ak (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Enny Dwi Maharti, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara lain menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut diatas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 23 Agustus 2011

Yang membuat pernyataan,

Enny Dwi Maharti

NIM: C2C607058

ABSTRACT

Bond rating useful for investors and issuers, which provide information about the company's ability to pay the bond issued. This research aimed to explain factors that affect bond rating. Independent variables were examined are: (1)profitability, (2) liquidity, (3) firm size, (4) leverage, and (5) guarantee (bond give or not).

The sample of this research is the manufacturing companies listed in Indonesia Stock Exchange. Criteria of selected samples using purposive sampling method. Total sample were collected 45 companies during the year 2007-2010. Testing the hypothesis using an ordinal regression analysis because the dependent variable is ordinal scale (rating).

The result of this research indicate that all independent variable not affect bond rating. this case is prove that evaluation of agency rating not only about financial statement. PEFINDO more consider other aspect than financial statement.

Keyword: Bond Ratings, Profitability, Liquidity, Firm Size, Leverage, Guarantee, Ordinal Regression.

ABSTRAKSI

Peringkat obligasi sangat bermanfaat bagi investor dan emiten, yaitu memberikan informasi tentang kemampuan perusahaan dalam melunasi obligasi yang diterbitkan. Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. Variabel bebas yang diuji adalah (1) profitabilitas, (2) likuiditas, (3) ukuran perusahaan, (4) leverage, dan (5) jaminan (obligasi memberikan jaminan atau tidak).

Sampel penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Kriteria sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Total sampel yang diambil adalah 45 perusahaan selama tahun 2007-2010. Pengujian hipotesis dengan menggunakan analisis regresi ordinal karena variabel terikat berupa skala ordinal (peringkat).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semua variabel bebas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini membuktikan bahwa penilaian lembaga pemeringkat tidak hanya berdasarkan laporan keuangan. PEFINDO lebih mempertimbangkan aspek lain daripada laporan keuangan.

Kata kunci: Peringkat Obligasi, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran Perusahaan, Leverage, Jaminan, Regresi Ordinal.

DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul	i
Halaman Persetujuan	ii
Halaman Pengesahan Kelulusan Ujian	iii
Halaman Pernyataan Orisinalitas Skripsi.....	iv
<i>Abstract</i>	v
Abstraksi	vi
Kata Pengantar	viii
Daftar Tabel	x
Daftar Gambar.....	xi
Daftar Lampiran	xii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Manfaat Penelitian	6
1.5 Sistematika Penulisan	7
BAB II TELAAH PUSTAKA	8
2.1 Landasan Teori	8
2.2 Penelitian Terdahulu	27
2.3 Kerangka Pemikiran	30
2.4 Hipotesis	30
BAB III METODE PENELITIAN	34
3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional.....	34
3.2 Populasi dan Sampel	37
3.3 Jenis dan Sumber Data.....	37
3.4 Metode Pengumpulan Data.....	38
3.5 Metode Analisis	38
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN	42
4.1 Deskripsi Objek Penelitian	42
4.2 Analisis Data	43
4.3 Pembahasan	50
BAB V PENUTUP	57
5.1 Simpulan	57
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	59
5.3 Saran	60
Daftar Pustaka	61
Lampiran-Lampiran	63

KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi”, sebagai salah satu syarat menyelesaikan program sarjana (S1) pada Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Penulis sangat menyadari bahwa tersusunnya skripsi ini tidak terlepas dari bantuan, bimbingan, petunjuk, saran dan fasilitas dari berbagai pihak. Oleh karena itu, pada kesempatan ini dengan kerendahan hati penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Prof. Drs. Mohamad Nasir, M.si., Akt, Ph.D.; selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
2. Bapak H. Sudarno, M.si., Akt.; selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro
3. Bapak dan Ibu tercinta yang senantiasa memberikan kasih sayang, dan doa restu
4. Bapak Drs. Daljono, Msi Akt; selaku dosen pembimbing yang dengan tulus telah memberikan bimbingan, pengarahan, dan saran dalam penyusunan skripsi ini.
5. Bapak Dr. H. Abdul Rohman Msi, Akt; selaku dosen wali yang memberikan dukungan dan arahan selama menempuh pendidikan di Universitas Diponegoro.

6. Adikku tersayang yang selalu membawa keceriaan disaat sedih.
7. Teman-teman yang selalu memberikan semangat kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi, terutama temen-teman dekatku: Riris (lucu, dan selalu membuat suasana menjadi hidup), Wina (pemberi support), Rinta, Andiany dan Indi (selalu memberikan keceriaan).
8. Temenku Endah yang selalu memberikan semangat, dan partner diskusi.

Penulis berusaha menyusun skripsi ini dengan sebaik mungkin. Penulis sadar bahwa manusia tidak terlepas dari kesalahan. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.

Semarang, Agustus 2011

Penulis

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1 Definisi Peringkat PT.PEFINDO.....	25
Tabel 2.2 Penelitian Terdahulu	30
Tabel 3.1 Kategori Peringkat Obligasi.....	36
Tabel 4.1 Kriteria Sampel Penelitian	44
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	45
Tabel 4.3 <i>Crosstab</i> Jaminan dengan Peringkat Obligasi	46
Tabel 4.4 <i>Chi-Square Test</i> Jaminan dengan Peringkat Obligasi.....	47
Tabel 4.5 <i>model fitting information</i>	48
Tabel 4.6 <i>Pseudo R-Square</i>	49
Tabel 4.7 <i>Goodness of Fit</i>	49
Tabel 4.8 <i>Parameter Estimated</i>	50
Tabel 4.9 <i>Test of Parallel Lines</i>	51

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Proses Rating PEFINDO	24
Gambar 2.2 Kerangka Pemikiran	32

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Nilai Variabel Dependen dan Independen.....	64
Lampiran B Rincian Data Penelitian	66
Lampiran C Hasil Statistik Deskriptif.....	68
Lampiran D Hasil Regresi Ordinal	69

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Investasi obligasi merupakan salah satu investasi yang diminati oleh pemodal. Hal ini dikarenakan obligasi memiliki pendapatan yang bersifat tetap. Pendapatan tetap tersebut diperoleh dari bunga yang akan diterima secara periodik dan pokok obligasi pada saat jatuh tempo. Bagi emiten, obligasi merupakan sekuritas yang aman karena biaya emisinya lebih murah daripada saham. Selain itu penerbitan obligasi juga untuk menghindari penilaian jelek investor dibandingkan jika perusahaan menerbitkan saham baru (Husnan, 2000).

Obligasi dan deposito merupakan instrument yang memberikan pendapatan yang bersifat tetap. Namun jika dibandingkan dengan deposito, bunga yang ditawarkan obligasi relatif lebih tinggi daripada deposito (Fakhrudin, 2008). Tingkat suku bunga bank yang rendah mengakibatkan pemodal beralih ke investasi lain dan lebih tertarik pada obligasi yang memberikan pendapatan dalam jumlah yang lebih besar.

Kelebihan investasi obligasi dibanding saham yaitu dalam hal pembayaran return. Pendapatan yang diterima dari saham berasal dari deviden dan *capital gain*. Pembayaran deviden diberikan ketika pembayaran kupon obligasi telah dilakukan. Apabila dari pembayaran kupon obligasi tidak terdapat sisa untuk deviden, maka pemegang saham tidak mendapat keuntungan dari saham yang

dimiliki. Keuntungan lain yang diperoleh dari investasi obligasi adalah pemegang obligasi memiliki hak pertama atas aset perusahaan jika perusahaan tersebut mengalami likuidasi. Hal tersebut terjadi karena perusahaan telah ada kontrak perjanjian untuk melunasi obligasi yang telah dibeli oleh pemegang obligasi. Dengan kata lain, investasi pada obligasi relatif lebih baik (aman) dibanding dengan investasi saham.

Meskipun obligasi dianggap sebagai investasi yang aman, namun obligasi tetap memiliki risiko. Salah satu risiko tersebut adalah ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi obligasi kepada investor. Tahun 2009 fenomena obligasi gagal bayar (*default risk*) banyak terjadi pada perusahaan yang cukup populer bagi masyarakat. PT. Mobile-8 Telecom Tbk, telah gagal bayar 2 kali untuk kupon 15 maret 2009 dan 15 juni 2009 dengan obligasi senilai Rp 675 miliar yang jatuh tempo maret 2012. PT Davomas Abadi Tbk, obligasi senilai 235 juta dolar untuk jatuh tempo 2011 telah gagal bayar sebesar 13,09 juta dolar untuk kupon 5 mei 2009. PT Central Proteinprima yang merupakan produsen dan pengolah udang terbesar di Indonesia telah gagal bayar sebesar 17,9 juta dolar (Kompasiana, 9 Februari 2010).

Salah satu sinyal yang dapat digunakan untuk mengetahui risiko *default* obligasi adalah peringkat obligasi. Menurut Altman and Nammacher (1968) dalam Raharja dan Sari (2008) peringkat obligasi sangat penting bagi investor karena mampu memberikan pernyataan informatif dan memberikan signal tentang kemungkinan kegagalan utang suatu perusahaan. Manfaat lain yang diperoleh

investor dari peringkat obligasi adalah penghematan biaya dan waktu untuk melakukan analisis sendiri dan mendapatkan informasi secara langsung (Ang, 1997).

Bagi emiten, obligasi sebagai salah satu sumber pendanaan. Jika obligasi suatu perusahaan berperingkat *non investment grade* (tidak layak investasi), maka investor akan beralih ke *corporate bond* yang lain sehingga sumber pendanaan emiten berkurang. Untuk itu peringkat obligasi sangat mendorong dalam perbaikan kinerja (pelunasan obligasi) perusahaan. Selain itu peringkat obligasi juga bermanfaat bagi emiten sebagai sarana promosi. Jika peringkat obligasi baik, maka investor akan lebih tertarik karena risiko *default* yang rendah.

Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat efek, yaitu PT PEFINDO dan PT Kasnic Credit Rating. Perbedaan kedua agen tersebut adalah dalam hal objek penilaian. Objek PEFINDO hanya memperingkat efek utang dan perusahaan. Sedangkan PT Kasnic memberikan jasa pelayanan pemeringkatan *bond, commercial paper, collateralized bonds, dan general obligation* (Raharjo, 2003).

Meskipun objek pemeringkatan lebih banyak PT Kasnic, namun perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak yang menggunakan jasa PEFINDO untuk memperingkat obligasi yang akan diterbitkan. Oleh karena itu penelitian ini lebih mengacu pada hasil yang diberikan oleh PT PEFINDO. Pemilihan PEFINDO diharapkan dapat memberikan informasi yang

relevan karena sebagian perusahaan menggunakan jasa tersebut yang berarti memiliki kepercayaan atas penilaian agen rating tersebut.

Aspek penilaian obligasi yang dilakukan PEFINDO berdasarkan pada 3 aspek, namun belum ada penjelasan lebih lanjut mengenai aspek mana yang lebih diutamakan dalam pemeringkatan. Tujuan penelitian ini adalah menguji salah satu aspek yang digunakan PEFINDO dalam penilaian, yaitu aspek keuangan. Aspek keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan menggunakan variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan ketersediaan jaminan. Alasan dipilihnya variabel-variabel tersebut adalah karena variabel tersebut sering digunakan investor dalam mengukur atau menilai kinerja perusahaan.

Ada beberapa penelitian yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi antara lain Sejati (2010), Almilia & Devi (2007), Andry (2005), dan Raharja dan Sari (2008). Sejati (2010) menyatakan bahwa *growth* berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Almilia & Devi (2007) mengungkapkan bahwa yang berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi adalah *growth* dan rasio likuiditas yang diproksikan dengan *current ratio*. Andry (2005) menyatakan *growth*, *sinking fund*, umur obligasi dan auditor berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Raharja & Sari (2008) mengemukakan bahwa leverage (LEVLTLTA), solvensi (SOLCFOTL), profitabilitas (PROFOIS), dan produktivitas (PRODSTA) mempengaruhi peringkat obligasi.

Beberapa hasil penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi sangat bervariasi. Untuk itu penelitian ini akan menguji faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi dengan menggunakan variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan jaminan dengan periode sampel yang berbeda. Sampel yang digunakan adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010 dan memiliki peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO. Perusahaan manufaktur dipilih karena perusahaan yang paling dominan di Indonesia dan paling banyak terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah disampaikan sebelumnya, penelitian ini bermaksud menguji kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi. Rumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

1. Apakah profitabilitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
2. Apakah likuiditas berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
3. Apakah ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
4. Apakah leverage berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
5. Apakah jaminan berpengaruh terhadap peringkat obligasi?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penulisan penelitian ini antara lain:

- a. Menguji pengaruh profitabilitas dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- b. Menguji pengaruh likuiditas dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- c. Menguji pengaruh ukuran perusahaan (*size*) dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- d. Menguji pengaruh leverage dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.
- e. Menguji pengaruh jaminan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

1.4 Kegunaan Penelitian

Kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan pertimbangan perusahaan untuk meningkatkan kinerja sehingga obligasi yang diterbitkan dapat terus bertahan dan bersaing di pasar modal Indonesia.
2. Memberikan informasi kepada investor tentang pengaruh profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan ketersediaan jaminan terhadap peringkat obligasi.

3. Sebagai bahan masukan terhadap penelitian dengan topik yang sama pada waktu yang akan datang.

1.5 Sistematika Penelitian

Sistematika penulisan pada penelitian ini terdiri dari lima bab. BAB I Pendahuluan; bab ini terdiri dari latar belakang penulisan, rumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian, dan sistematika penulisan. BAB II Telaah Pustaka; bab ini menguraikan landasan teori yang mendukung penelitian, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, serta hipotesis. Dalam landasan teori, penulis menjabarkan tentang teori sinyal, definisi konsep obligasi, pemeringkatan oleh PT PEFINDO, dan faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. Teori sinyal mengungkapkan hubungan dilakukannya peringkat obligasi. Pada konsep obligasi dijelaskan definisi obligasi, jenis-jenis obligasi, kelebihan dan kelemahan obligasi. Pemeringkatan obligasi menjelaskan tentang proses pemeringkatan secara umum dan pemeringkatan yang dilakukan oleh PT PEFINDO. Sedangkan faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi antara lain faktor profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan jaminan. BAB III Metode Penelitian; terdiri dari variabel penelitian dan definisi operasional, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, metode pengumpulan data, serta metode analisis yang digunakan. BAB IV hasil dan analisis; bab ini berisi analisis data dan pembahasan hasil penelitian yang dilakukan. BAB V Penutup; bab ini berisi kesimpulan yang diperoleh dari pembahasan sebelumnya serta saran-saran kepada pihak yang berkepentingan terhadap hasil penelitian.

BAB II

TELAAH PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Sinyal

Teori sinyal menunjukkan adanya hubungan asimetri antara manajemen dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap informasi perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Asimetri informasi terjadi dikarenakan salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak lainnya. Manajemen selaku pihak intern perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak yang lain.

Informasi sangat dibutuhkan bagi pihak yang berkepentingan dalam suatu perusahaan. Asimetri informasi menyebabkan pihak eksternal perusahaan sangat sulit untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki kualitas tinggi dan rendah. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan, pihak eksternal perusahaan seperti calon investor tentu sangat membutuhkan informasi tentang kondisi obligasi.

Untuk itu dengan teori sinyal diharapkan manajemen memberikan memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas atau kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak. Salah satu sinyal tersebut

ditunjukkan dengan peringkat obligasi. investor maupun kreditur dapat mengetahui kondisi perusahaan dari sinyal yang diberikan. Sinyal yang ditunjukkan pada investasi obligasi adalah adanya peringkat obligasi.

2.1.2 Obligasi

Obligasi direpresentasikan sebagai janji untuk membayar sejumlah uang pada waktu jatuh tempo ditambah tingkat bunga periodik tertentu berdasarkan nilai obligasi (Kieso, 2005). Sedangkan menurut Fakhruddin (2008) obligasi sebagai surat utang yang dikeluarkan kepada masyarakat untuk tujuan tertentu. Kupon obligasi yang diterima pemodal secara periodik dan pokok obligasi pada saat jatuh tempo, dapat dikatakan bahwa obligasi merupakan efek pendapatan tetap.

2.1.3 Jenis-jenis obligasi

Obligasi dapat dibagi kedalam beberapa kelompok jenis yang berbeda, yaitu obligasi berdasarkan sistem pembayaran, obligasi berdasarkan penerbitnya, obligasi berdasarkan kupon pembayaran, obligasi berdasarkan tingkat bunga, obligasi berdasarkan jaminan, obligasi berdasarkan *callable feature*, serta obligasi berdasarkan masa jatuh tempo.

1) `Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran

Jenis obligasi berdasarkan sistem pembayaran terdiri dari:

a. *Coupon Bond*

Coupon bond adalah obligasi yang pembayaran bunga (kupon) dilakukan secara periodik. Sistem pembayaran dapat dilakukan setiap triwulan,

semesteran, atau tahunan. Investor akan memperoleh kupon secara periodik selama masa umur obligasi dan pokok obligasi pada saat jatuh tempo.

b. *Zero Coupon Bond*

Zero coupon bond adalah obligasi yang tidak mempunyai kupon sehingga investor tidak menerima bunga secara periodik. Namun bunga dibayarkan sekaligus bersamaan dengan pokok obligasi pada saat jatuh tempo. Pada saat pembelian, investor mendapatkan obligasi dengan harga yang lebih rendah dari harga pasar dan pada saat jatuh tempo akan memperoleh hasil yang sama dengan nilai obligasi.

2) Obligasi Berdasarkan Penerbitnya

Obligasi berdasarkan penerbitnya terdiri dari:

a. Obligasi Pemerintah (*Government bond*)

Obligasi pemerintah yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah pusat. Obligasi ini digunakan untuk membiayai kegiatan ekonomi negara. Contoh obligasi pemerintah adalah SUN dan ORI.

b. Obligasi Pemerintah Daerah (*Municipal bond*)

Obligasi pemerintah daerah adalah obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah daerah. Obligasi tersebut diterbitkan untuk membiayai proyek-proyek yang berkaitan dengan kepentingan publik.

c. Obligasi Perusahaan (*Corporate bond*)

Corporate bond adalah obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan. Perusahaan yang dimaksud dapat berbentuk Badan Usaha Milik Negara

(BUMN), Badan Usaha Milik Daerah (BUMD), dan perusahaan berbentuk swasta. Obligasi BUMN dan BUMD memiliki risiko yang lebih kecil daripada obligasi swasta (Manurung, 2006). Hal tersebut dikarenakan obligasi perusahaan milik pemerintah dianggap mampu melunasi kewajiban.

3) Obligasi Berdasarkan Tingkat Bunga

Obligasi berdasarkan tingkat bunga terdiri dari:

a. Obligasi dengan bunga tetap (*Fixed rate bond*)

Obligasi dengan bunga tetap yaitu pemberian kupon obligasi yang ditetapkan pada awal penjualan obligasi dan tidak berubah sampai jatuh tempo. Contoh: bunga obligasi ditetapkan 14% setiap tahun. Hal tersebut berarti bunga obligasi tetap sebesar 14% setiap tahun sampai jatuh tempo obligasi.

b. Obligasi dengan bunga mengambang (*Floating rate bond*)

Obligasi dengan bunga mengambang yaitu pemberian bunga/kupon obligasi yang berbeda dari awal penjualan sampai jatuh tempo. Penetapan bunga untuk periode pertama ditetapkan pada saat penjualan dan bunga untuk periode kedua ditetapkan pada saat kupon periode pertama jatuh tempo. Suku bunga obligasi yang ditetapkan lebih tinggi daripada suku bunga SBI (Fakhrudin, 2008).

c. Obligasi dengan bunga campuran (*Mixed rate bond*)

Obligasi bunga campuran merupakan gabungan dari obligasi bunga tetap dan bunga mengambang. Misalkan obligasi yang memiliki waktu jatuh tempo 5 tahun menetapkan obligasi bunga tetap untuk 2 tahun periode awal, dan 3 tahun setelah itu menetapkan obligasi dengan bunga mengambang.

4) Obligasi Dari Segi Jaminannya

Kelompok obligasi berdasarkan jaminan terdiri dari:

a. Obligasi dengan jaminan (*secured bond*)

Obligasi dengan jaminan yaitu obligasi yang dijamin oleh aset tertentu atau adanya *guarantor* (Ang, 1997). Kieso (2005) menyatakan bahwa obligasi jaminan dibagi kedalam 2 jenis yaitu (1) *mortgage bond* adalah obligasi yang dijamin dengan properti, (2) *collateral trust bond* adalah obligasi yang dijamin dengan surat berharga atau obligasi perusahaan lain.

b. Obligasi tanpa jaminan (*unsecured bond*)

Obligasi tanpa jaminan yaitu obligasi yang tidak ada *guarantor* serta jaminan lainnya. *Unsecured bond* ini disebut juga *debentures*. *Unsecured bond* termasuk bagian dari *junk bond* (obligasi berisiko) meskipun memberikan tingkat bunga yang tinggi (Kieso, 2005).

5) Obligasi Berdasarkan *Callable Feature*

Kelompok obligasi *Callable Feature* terdiri dari:

a. *Freely callable bond*

Freely callable bond adalah obligasi yang dapat dibeli kembali oleh perusahaan sebelum obligasi tersebut jatuh tempo. Jenis obligasi ini dapat memberikan keuntungan perusahaan terutama pada saat tingkat suku bunga deposito turun. Banyak pemodal yang mengalokasikan dana untuk investasi di pasar modal sehingga harga obligasi naik.

b. *Non callable bond*

Non callable bond adalah obligasi yang tidak dapat dibeli kembali oleh emiten sebelum jatuh tempo obligasi. Investor tidak akan mengalami kerugian atas pembelian kembali obligasi oleh penerbit. Jadi *callability risk* dapat terhindar dengan jenis obligasi *non callable bond*.

c. *Deffered callable bond*

Deffered callable bond merupakan kombinasi antara *freely callable bond* dengan *non callable bond*. Biasanya ditentukan batas waktu tertentu dimana obligasi tidak dapat dibeli kembali (*noncallable*) misalnya pada tahun pertama, sesudah itu penebit dapat membelinya kembali.

6) Obligasi Berdasarkan Pada Segi Konversi

Jenis obligasi ini terdiri dari:

a. *Convertible bond / Exchangable bond*

Obligasi konversi adalah obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham. Saham yang ditukar dapat saham penerbit obligasi sendiri (*convertible bond*)

maupun saham perseroan lain yang dimiliki oleh penerbit obligasi (*exchangable bond*).

b. *Nonconvertible bond*

Obligasi non konversi yaitu obligasi yang tidak dapat dikonversi menjadi saham. Jadi *non convertible bond* merupakan jenis obligasi biasa yang hanya dapat mencairkan pokok obligasi pada saat jatuh tempo.

7) Obligasi Berdasarkan Masa Jatuh Tempo

Kelompok obligasi berdasarkan masa jatuh tempo terdiri dari:

a. Obligasi Berjangka (*Term Bond*)

Obligasi berjangka yaitu obligasi yang memiliki satu tanggal jatuh tempo. Contoh: obligasi tahun 2009 yang jatuh tempo pada tahun 2014. Dengan kata lain, pokok obligasi akan diberikan sekali pada tahun 2014.

b. Obligasi Serial (*Serial Bond*)

Obligasi serial yaitu obligasi yang memiliki serangkaian tanggal jatuh tempo. Contoh: obligasi tahun 2010 yang akan jatuh tempo pada tahun 2015 memiliki serangkaian tanggal jatuh tempo yaitu tahun 2011, tahun 2013, dan tahun 2015.

2.1.4 Kelebihan dan Kelemahan Obligasi

Investor mempunyai pilihan atas masing-masing sekuritas yang akan dipilih dalam melakukan investasi di pasar modal, salah satunya adalah obligasi.

Berikut yang dapat dipertimbangkan dari kelebihan investasi obligasi:

a. Pendapatan tetap

Pendapatan tetap yang diterima dari investasi obligasi adalah berupa kupon dan pokok obligasi. Bunga/kupon obligasi merupakan kewajiban perusahaan yang diberikan kepada investor atas pinjaman yang telah diberikan. Bagi investor kupon obligasi memberikan keuntungan atas dana yang telah diinvestasikan. Dibandingkan dengan bunga deposito, bunga yang ditawarkan obligasi pada umumnya relatif lebih tinggi (Fakhrudin, 2008). Hal tersebut merupakan salah satu faktor yang menarik minat investor untuk berinvestasi pada obligasi.

b. Hak klaim pertama

Obligasi memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan saham. Apabila emiten atau penerbit obligasi mengalami likuidasi atau bangkrut maka pemegang obligasi sebagai kreditur memiliki hak klaim pertama atas aktiva perusahaan. Hal tersebut dikarenakan emiten telah terikat kontrak atas kewajiban pelunasan terhadap pihak pemegang obligasi. Pemegang saham mendapat bagian atas aset perusahaan jika obligasi sudah terbayar semua. Namun tidak menutup kemungkinan aset perusahaan tidak mampu melunasi semua obligasi yang beredar. Oleh karena itu, investasi obligasi dan saham juga memiliki risiko tetapi risiko obligasi relatif lebih kecil dibanding saham.

c. Konversi saham

Keuntungan lain dari obligasi yaitu obligasi dapat dikonversi menjadi saham. Konversi ini hanya dapat dilakukan pada jenis obligasi tertentu yaitu *convertible bond*. Investor yang telah mengkonversi obligasi ke saham pada harga tertentu telah sepenuhnya memiliki manfaat atas saham tersebut.

Keuntungan yang ditawarkan obligasi sangat menarik bagi investor. Meskipun demikian obligasi juga tidak bebas risiko. Adapun risiko obligasi yaitu:

a. Risiko *default*

Risiko *default* merupakan risiko yang ditanggung investor atas ketidakmampuan emiten melunasi obligasi pada waktu yang telah ditetapkan dalam kontrak obligasi. Risiko *default* dapat dinilai dari gagal bayar kupon dan pokok obligasi. Dampak yang ditimbulkan dari risiko *default* adalah harga obligasi perusahaan menurun tajam (Rahman, 2010). Selain itu perusahaan yang mengalami gagal bayar kurang diminati investor karena risiko yang ditanggung investor terlalu besar.

b. *Callability* lebih rendah

Pada investasi obligasi, emiten memiliki hak untuk membeli kembali obligasi dari investor sebelum waktu jatuh tempo. Emiten yang membeli kembali obligasi biasanya terjadi apabila tingkat suku bunga deposito menurun sehingga harga obligasi akan naik. Investor yang ditarik obligasinya oleh emiten akan merugi karena tidak sepenuhnya mendapatkan hasil obligasi secara maksimum. Untuk meminimalkan kerugian yang dialami investor biasanya emiten akan memberikan sejumlah kompensasi. Menurut Rahman

(2010) penerbit akan menggantikan obligasi dengan kupon yang lebih rendah dari obligasi yang telah dibeli sebelumnya.

c. Risiko nilai tukar mata uang

Risiko ini dapat terjadi pada obligasi yang dibeli dalam satuan mata uang negara lain, contoh: dolar AS. Jika investor membeli obligasi pada satuan dolar AS maka kupon yang diterima juga dalam bentuk dolar AS. Apabila kondisi ekonomi semakin menguatkan nilai rupiah maka kupon yang akan diterima akan semakin kecil dalam bentuk rupiah.

2.1.5 Pemeringkatan Obligasi

Peringkat obligasi merupakan opini dari lembaga pemeringkat serta sumber informatif bagi pemodal atas risiko obligasi yang diperdagangkan (Berdasarkan Keputusan BAPEPAM dan Lembaga keuangan Kep-151/BL/2009). Informasi peringkat tersebut diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi. Dengan demikian investor dapat melakukan strategi apakah akan membeli obligasi atau tidak.

Bagi emiten, peringkat bermanfaat untuk mengetahui struktur obligasi dan mengetahui posisi kinerjanya dibanding perusahaan lain (Raharjo, 2003). Jika perusahaan mendapatkan peringkat yang baik, maka dapat dimanfaatkan sebagai sarana promosi dan meningkatkan kepercayaan investor (Ang, 1997). Hal tersebut dikarenakan perusahaan memiliki kemampuan untuk membayar obligasi dengan

baik. Dengan demikian pemodal yang berinvestasi pada obligasi perusahaan tersebut semakin banyak dan sumber dana yang diperoleh juga semakin besar.

Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor: 135/BL/2006 Tentang “Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang” menyatakan bahwa emiten yang akan menerbitkan obligasi wajib memperoleh hasil pemeringkatan obligasi. Hasil pemeringkatan tersebut diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang telah mendapat izin usaha sebagai lembaga pemeringkat dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat obligasi yaitu PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic Credit Rating. Lembaga pemeringkat memberikan peringkat obligasi setiap satu tahun sekali selama obligasi tersebut belum lunas. Pemeringkatan antara perusahaan satu dan lainnya tidak dilakukan serentak seluruh perusahaan melainkan secara terpisah sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati masing-masing perusahaan dengan lembaga rating.

Proses pemeringkatan obligasi dilakukan dengan menunjuk salah satu lembaga pemeringkat. Setelah ada kesepakatan antara emiten dan lembaga rating, pihak manajemen menyerahkan data yang dibutuhkan untuk proses pemeringkatan. Kemudian survei dan wawancara akan dilakukan terhadap pihak manajemen. Lama pengumpulan data dan analisis memakan waktu lebih dari 1 bulan (Raharjo, 2003).

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam analisis obligasi, yaitu (Raharjo, 2003):

1. Kinerja Industri

Mencakup persaingan industri, prospek dan pangsa pasar, ketersediaan bahan baku, struktur industri, pengaruh kebijakan pemerintah, dan kebijakan ekonomi lainnya.

2. Kinerja Keuangan

Meliputi aspek kualitas aset, rasio profitabilitas, pengelolaan aset dan pasiva, rasio kecukupan modal, tingkat pengelolaan utang, dan rasio kecukupan pembayaran bunga.

3. Kinerja Non Keuangan

Terdiri dari aspek manajemen, reputasi perusahaan, serta perjanjian *indenture* (meliputi *sinking fund*, *debt test*, *dividend test*, *merger*, dan *sale of asset*).

Selain itu untuk kelengkapan prosedur pemeringkatan, beberapa data yang diperlukan antara lain:

- a. Akte perusahaan atau izin perusahaan.
- b. Laporan keuangan yang diaudit selama 5 tahun terakhir.
- c. Proyeksi laporan keuangan untuk 3 tahun ke depan atau selama masa penerbitan surat utang tersebut.
- d. Info memo tentang proses penerbitan surat utang.

- e. Informasi pihak ketiga (pemberi garansi atau bank garansi).
- f. Daftar pemegang saham selama lima tahun terakhir.
- g. Daftar riwayat hidup komisaris/manajemen perusahaan.
- h. Struktur organisasi perusahaan dan keterangan detail tugas dan tanggung jawab.
- i. Informasi tentang grup, afiliasi, dan *holding* dari perusahaan.

2.1.6 Proses Pemeringkatan Obligasi (PT PEFINDO)

PT PEFINDO didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993 atas ijin Badan Pengawas Pasar Modal (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. Lembaga ini berafiliasi dengan *Standard & Poor's*, yang merupakan agen pemeringkat internasional.

Jenis pemeringkatan dilakukan berdasarkan dua jenis yaitu pemeringkatan terhadap perusahaan atau emiten (*corporate rating*) dan pemeringkatan terhadap produk efek yang akan dikeluarkan perusahaan (*securities rating*). Tahapan pemeringkatan obligasi PT PEFINDO dapat dilihat pada gambar 2.1.

Proses pemeringkatan berawal dari permintaan resmi dari perusahaan yang membutuhkan rating. PEFINDO akan menjawab permintaan tersebut dengan mengirimkan draft kontrak dan daftar persyaratan yang harus dipenuhi. Persyaratan umum terdiri dari laporan keuangan yang diaudit 3-5 tahun,

pertanyaan rinci beberapa data operasional yang tercantum dalam kuesioner standar PEFINDO, dan beberapa dokumen lainnya seperti prospektus, memo, dll. Draft kontrak mengatur hak dan tanggung jawab kedua belah pihak, sedangkan pertanyaan kuesioner tergantung dari sektor perusahaan.

Proses peringkat akan resmi dilakukan setelah PEFINDO menerima kontrak yang ditandatangani dan semua persyaratan terpenuhi. Tugas peringkat tersebut akan selesai dalam 30 hari kerja setelah kontrak resmi kedua pihak. PEFINDO akan menetapkan tim analis yang biasanya terdiri dari 2 analis yang memiliki keahlian sesuai dengan industri atau sektor perusahaan. Selama proses analisis, analisis situs perusahaan diperlukan untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik tentang bisnis perusahaan. Selain itu, analis juga dimungkinkan melakukan pencarian data dan informasi dari sumber-sumber lain yang terpercaya.

Setelah dilakukan analisis situs, tim analis akan mengatur “rapat manajemen” dengan manajemen perusahaan dan beberapa orang penting yang terkait untuk mendapatkan pandangan lebih baik tentang kebijakan dan rencana strategis perusahaan. Untuk pertemuan ini tim analis akan disertai oleh satu atau beberapa dewan direksi PEFINDO. Rapat manajemen dilakukan untuk memperoleh penilaian kualitatif terutama tentang pengetahuan manajemen, kompetensi, komitmen, dan kebijakan yang diberlakukan pada perusahaan.

Setelah proses analisis selesai, tim analis ditugaskan mengadakan “rapat komite rating” untuk menyajikan dan mengusulkan hasil penilaian pada anggota komite rating yang terdiri dari dewan direksi PEFINDO dan sebagian besar analis.

Setiap anggota komite berhak untuk bertanya dan menentang tim analis sebelum memberikan suara *rating* yang diusulkan. Peringkat akhir yang diberikan perusahaan berdasarkan mayoritas suara anggota komite.

Hasil peringkat akan diberitahukan tim analis kepada perusahaan (*issuer*). Peringkat yang dihasilkan dalam bentuk laporan yang berisi alasan pemberian peringkat (simbol). Simbol yang diberikan PEFINDO dapat dilihat pada tabel 2.1. Perusahaan dapat menyatakan ketidaksetujuan hasil peringkat pada PEFINDO dengan memberikan sejumlah data atau informasi. Peringkat dapat diubah jika perusahaan memberikan data tambahan yang mendukung. Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor: 135/BL/2006 Tentang “Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang” menyatakan data diserahkan paling lambat 2 (dua) hari sejak adanya fakta baru. Namun tidak ada jaminan bahwa dengan informasi baru akan mengubah keputusan komite *rating* sebelumnya.

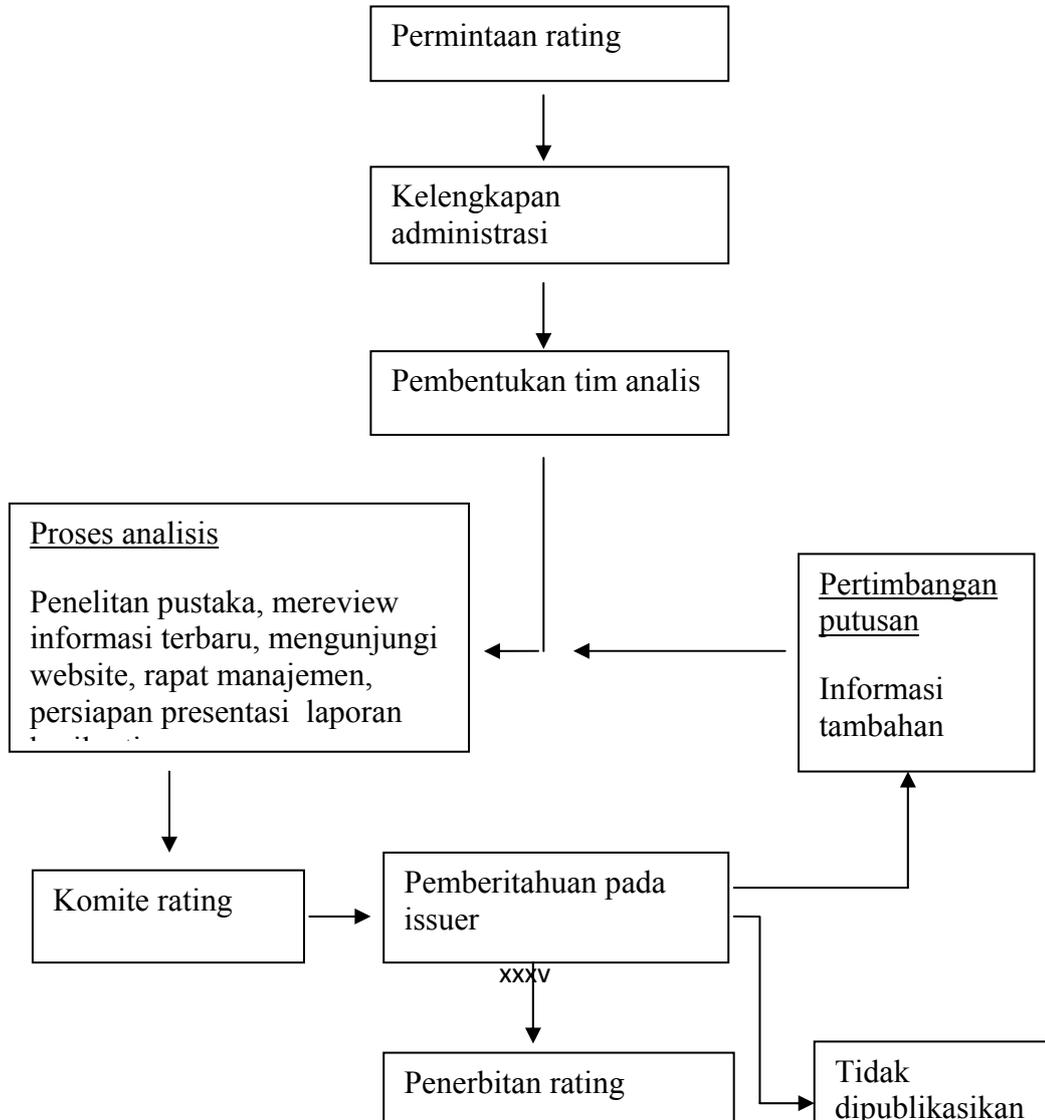
Peringkat akan dipublikasikan atau tidak tergantung dari perjanjian perusahaan dengan PEFINDO. Bagi perusahaan yang setuju, peringkat akan dipublikasikan pada *website* PEFINDO. Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM-LK Nomor: KEP-156/BL/2009 tentang “Publikasi oleh Perusahaan Pemeringkat Efek” menyebutkan bahwa Publikasi tersebut wajib diselesaikan paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah pemeringkatan berakhir.

PEFINDO selaku lembaga pemeringkat juga melakukan *monitoring* atas hasil peringkat yang telah dipublikasikan. Hal ini untuk menjaga agar informasi atas peringkat yang diberikan relevan dan akurat. Apabila selama pemantauan

berkala ternyata kinerja perusahaan memburuk maka agen pemeringkat dapat menurunkan *rating* tersebut. Begitu juga sebaliknya apabila kinerja perusahaan membaik maka lembaga pemeringkat dapat menaikkan *rating* perusahaan (Altman & Kao, 1991).

Gambar 2.1.

Proses Rating PEFINDO



Sumber: PEFINDO

Tabel 2.1

Definisi Peringkat PT PEFINDO

Simbol	Arti
AAA	Efek utang 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 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 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

2.1.7 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. Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan laba dalam hubungannya dengan tingkat penjualan, aset, maupun modal saham sendiri (Sugiarso & Winarni, 2007 dalam Susilowati & Sumarto, 2010). Rasio ini direpresentasikan oleh *return on asset* (ROA). Keuntungan yang diperoleh perusahaan mengindikasikan bahwa kondisi keuangan emiten baik. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern* dan pelunasan kewajiban (Linandarini, 2010). Sejati (2010)

menyatakan bahwa ketika laba perusahaan tinggi maka peringkat obligasi juga tinggi. Hal itu dikarenakan laba perusahaan dapat digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan termasuk obligasi. Dengan demikian tingkat profitabilitas dapat digunakan sebagai pengukur risiko *default* perusahaan.

2. Likuiditas

Rasio likuiditas merupakan rasio keuangan yang mengukur tingkat kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek. Tingkat likuiditas biasa dilakukan dengan pengukuran *Current ratio* dan *Quick ratio*. Menurut Arifin (2005 dalam Susilowati & Sumarto, 2010) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan likuid. Hal tersebut dikarenakan aktiva lancar yang dimiliki mampu melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Kemampuan pelunasan kewajiban jangka pendek perusahaan secara tidak langsung berpengaruh pada kewajiban jangka panjang yang baik (pelunasan obligasi). Oleh karena itu, tingkat likuiditas yang tinggi berpengaruh pada peringkat obligasi yang baik.

3. Ukuran perusahaan (*firm size*)

Ukuran perusahaan merupakan pengukur yang menunjukkan besar kecilnya perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total aset, penjualan, dan ekuitas (Andry, 2005). Ogden (1987 dalam Andry, 2005) menyatakan bahwa total utang dan ukuran perusahaan memiliki korelasi kuat dan positif. Dengan kata lain *firm size* dapat digunakan sebagai pengukur total utang

(termasuk obligasi), sehingga secara tidak langsung ukuran perusahaan berpengaruh pada peringkat obligasi.

4. Leverage

Rasio leverage merupakan rasio yang menunjukkan tingkat proporsi penggunaan utang dalam membiayai investasi (Raharja & Sari, 2008). *Pecking Order Theory* menjelaskan sumber dana yang disukai perusahaan adalah *internal financing* (pendanaan hasil operasi). Jika dana internal masih belum mencukupi, maka dibutuhkan pendanaan dari hasil utang (obligasi) serta penerbitan saham baru (Husnan, 2000). Perusahaan yang hanya menggunakan pendanaan hasil operasi kurang maksimal karena menambah persentase pajak. Akan tetapi jika perusahaan utang, maka akan mendapatkan manfaat untuk perkembangan usaha. Utang diperbolehkan sejauh masih memberikan manfaat, karena utang dalam jumlah yang besar dapat menyebabkan kebangkrutan bagi perusahaan (Husnan, 2000).

5. Jaminan

Berdasarkan jaminan, obligasi dikelompokkan menjadi obligasi yang dijamin dan obligasi yang tidak dijamin (*debenture*). Menurut Brister (1994 dalam Widya, 2005) menyatakan bahwa investor lebih menyukai obligasi yang aman dibanding *debenture*. Investor lebih menyukai obligasi dengan jaminan dikarenakan untuk mengurangi risiko *default* obligasi. Dengan demikian obligasi dengan jaminan memiliki peringkat yang lebih baik (*investment grade*) karena adanya jaminan pada obligasi.

2.2 Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian yang menguji rasio keuangan terhadap peringkat obligasi menunjukkan hasil yang berbeda. 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.

Tabel 2.2
Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel independen	Metode analisis	Hasil penelitian
Chan & Jagadeesh (2004)	Rasio keuangan	MDA, MDA cross validation procedure, ordered probit (Probit), and Probit With stepwise variabel selection (probit-S)	<i>Pretax return on permanent capital; ROA; return on stock; E/P; D/P; ROA variability; pretax return variability; pretax interest coverage; pretax interest coverage including rent; EBITDA interest coverage; cash flowTL; cash flow/LTL; free cash flow/LTL; LTL/TA;STD/LTD; deferred taxes/LTD; MV of TA; MV of common equity; BM; sales growth in recent 3 years; Asset turnover; receivable turnover; current ratio; quick ratio; size of bonds; and dividend/interest.</i>
Andry, Widya (2005)	<i>Growth, size, sinking fund, risiko jaminan, umur obligasi, dan</i>	Regresi logit	<i>Growth, sinking fund, umur obligasi, dan auditor signifikan berpengaruh terhadap peringkat obligasi</i>

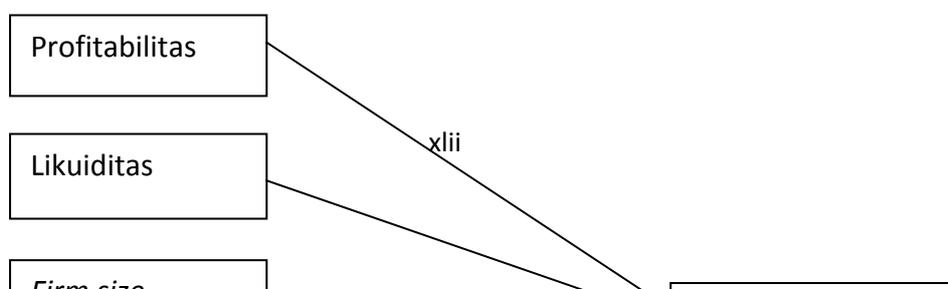
	auditor		
Almilia & Devi (2007)	<i>Growth, size perusahaan, profitabilitas, likuiditas, umur obligasi, jaminan, reputasi auditor.</i>	Regresi logit	Hanya variabel <i>growth</i> dan likuiditas yang signifikan terhadap peringkat obligasi
Raharja & Sari (2008)	Rasio keuangan	MDA	<i>Leverage(LEVLTLTA); solvensi (SOLCFOTL); profitabilitas (PROFOIS); produktivitas (PRODSTA)</i>
Purwaningsih (2008)	Rasio keuangan	Regresi backward & analisis faktor	<i>Leverage(LEVLTLTA & LEVNWTA); produktivitas (PRODSFA); solvabilitas (SOLCFOTL) dan likuiditas (LIKCACL).</i>
Sejati (2010)	Auditor, profitabilitas, likuiditas, <i>size</i> , dan <i>growth</i>	Regresi logit	Hanya <i>growth</i> yang signifikan terhadap peringkat obligasi
Susilowati & Sumarto (2010)	Profitabilitas, likuiditas, <i>size</i> , <i>maturity</i>	Regresi logit	Hanya likuiditas yang signifikan berpengaruh terhadap peringkat obligasi

2.3 Kerangka Pemikiran

Dari landasan teori dan penelitian terdahulu, maka yang menjadi variabel-variabel dalam penelitian ini adalah profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan jaminan sebagai variabel independen (bebas). Sedangkan peringkat obligasi sebagai variabel dependen (terikat). Oleh karena itu kerangka pemikiran yang terbentuk adalah sebagai berikut (Gambar 2.2)

Gambar 2.2

Kerangka Pemikiran



+
+
+
-
+

2.4 Hipotesis

Berdasarkan landasan teori dan penelitian terdahulu diatas maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini sebagai berikut:

2.4.1 Hubungan Rasio Profitabilitas Dengan Peringkat Obligasi

Profitabilitas merupakan tingkat kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba. Profitabilitas yang tinggi pada perusahaan mencerminkan kinerja yang baik. Penerbit obligasi yang memiliki profitabilitas tinggi akan berperingkat baik karena laba yang dihasilkan dapat digunakan untuk melunasi kewajiban. Hal tersebut didukung oleh pernyataan Burton (2003 dalam Susilowati & Sumarto, 2010) bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi menurunkan risiko *insolvency* (ketidakmampuan membayar utang). Dengan demikian *rating* obligasi perusahaan akan semakin membaik.

H₁: Profitabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

2.4.2 Hubungan Rasio Likuiditas Dengan Peringkat Obligasi

Likuiditas mencerminkan tingkat kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek. Carson & Smith (1997 dalam Purwaningsih 2008) menemukan hubungan antara likuiditas dengan peringkat obligasi. Tingkat likuiditas yang tinggi menandakan pelunasan kewajiban jangka pendek yang baik. Apabila kemampuan melunasi utang jangka pendek baik maka setidaknya kemampuan perusahaan untuk melunasi utang jangka panjang juga semakin baik. Hal tersebut dikarenakan pengelolaan keuangan perusahaan yang baik, dengan terlunasinya kewajiban jangka pendek maka mengindikasikan bahwa kewajiban jangka panjang juga dapat terpenuhi. Burton *et al* (2000 dalam Devi, 2007) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

H₂: Likuiditas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

2.4.3 Hubungan Ukuran Perusahaan Dengan Peringkat Obligasi

Ukuran perusahaan dapat tercermin dari total asset, penjualan maupun ekuitas yang dimiliki suatu perusahaan. Menurut Elton dan Gruber (1995 dalam Devi, 2007) menyatakan bahwa perusahaan kecil lebih memiliki risiko yang besar dibandingkan dengan perusahaan besar. Aset yang dimiliki perusahaan besar relatif lebih besar jumlahnya sehingga dengan aset tersebut dapat digunakan untuk

jaminan membayar obligasi. Oleh karena itu perusahaan yang besar diasumsikan memiliki kemampuan untuk melunasi kewajiban obligasi, sehingga peringkat obligasi menjadi lebih baik.

H₃: Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

2.4.4 Hubungan Leverage Dengan Peringkat Obligasi

Rasio leverage yang merupakan pengukur tingkat proporsi penggunaan utang untuk kegiatan investasi. Jika perusahaan memiliki kesempatan utang maka dapat menambah manfaat perusahaan untuk melakukan ekspansi usaha. Proporsi utang yang baik adalah adanya keseimbangan antara hasil utang dengan kemampuan pelunasan kewajiban perusahaan. Penelitian Burton, dkk (1966 dalam Raharja & Sari, 2008) menyatakan bahwa leverage berpengaruh negatif terhadap *rating* obligasi. Semakin rendah nilai rasio, maka semakin kecil aktiva yang didanai dengan utang. Tingkat leverage yang tinggi kurang baik karena tanggungan beban bunga utang. Apabila tingkat leverage yang tinggi (*extreme leverage*) menyebabkan perusahaan tidak mampu melunasi seluruh kewajibannya (termasuk obligasi), maka peringkat obligasi perusahaan menjadi kurang baik.

H₄: Leverage berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi

2.4.5 Hubungan Jaminan Dengan Peringkat Obligasi

Jaminan yang ada pada obligasi dapat menarik investor untuk memiliki obligasi. Hal tersebut dapat meyakinkan investor jika perusahaan mengalami gagal bayar obligasi. Jaminan obligasi dapat berupa adanya *guarantor* dan aset perusahaan (Ang, 1997). Pembayaran utama dan bunga obligasi yang digunakan

perusahaan adalah aset yang paling likuid (Joseph, 2002 dalam Widya, 2005). Investor akan lebih memilih obligasi dengan jaminan dibanding obligasi tanpa jaminan karena obligasi dengan jaminan memberikan tingkat risiko lebih kecil dan peringkat obligasi yang lebih baik.

H₅: Jaminan memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

Variabel merupakan sesuatu yang dijadikan titik fokus sebagai obyek penelitian. Dalam penelitian ini terdapat satu variabel dependen dan lima variabel independen.

3.1.1 Variabel Dependen (Y): Peringkat Obligasi

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi. Pengukuran variabel ini menggunakan skala ordinal berdasarkan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

Tabel 3.1

Kategori Peringkat Obligasi

Skala	Simbol	Kategori
1	AAA	Kualitas obligasi paling bagus dan berisiko paling rendah
2	AA	Kemampuan obligor sangat kuat dan tidak mudah dipengaruhi perubahan keadaan
3	A	Kemampuan obligor kuat, namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan
4	BBB	Kemampuan obligor memadai, namun dapat diperlemah dengan perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan
5	BB	Kemampuan obligor peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan
6	B	Obligor masih memiliki kemampuan melunasi, namun dapat diperburuk dengan perubahan kondisi bisnis dan perekonomian
7	CCC	Obligasi sudah tidak mampu memenuhi kewajiban, hanya bergantung perbaikan kondisi eksternal
8	D	Obligasi macet

3.1.2 Variabel Independen (X)

Variabel independen yang diuji dalam penelitian ini adalah profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, dan jaminan. Keempat variabel tersebut menggunakan skala rasio yang dihitung berdasarkan data laporan keuangan. Sedangkan jaminan merupakan variabel kategorial.

1. Profitabilitas (X1)

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, aset dan modal sendiri. Variabel profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return on Asset* (ROA). Kamstra (2001 dalam Sejati, 2010) menyatakan bahwa pengukuran ROA memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan laba karena pengukuran ROA berdasarkan pada tingkat aset tertentu. ROA merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aktiva perusahaan. Secara sistematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba setelah pajak}}{\text{Total Aktiva}}$$

2. Likuiditas (X2)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Variabel likuiditas dalam penelitian ini diprosikan dengan *current ratio* (CR). Menurut Almilia & Devi (2007) perusahaan yang mampu melunasi kewajiban tepat waktu adalah perusahaan yang likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada utang lancar. *Current ratio* (CR) merupakan perbandingan antara aktiva lancar dan utang lancar. Secara sistematis rasio ini ditulis sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Utang lancar}}$$

3. Ukuran perusahaan (X3)

Ukuran perusahaan menunjukkan tingkat besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dapat didasarkan pada total aktiva, penjualan, atau ekuitas. Hasil logaritma dari aktiva, penjualan, atau ekuitas tersebut mencerminkan ukuran suatu perusahaan (Miswanto & Husnan, 1999 dalam Widya, 2005). Proksi *size* yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan pada total aktiva karena lebih mencerminkan kekayaan perusahaan secara menyeluruh. Secara sistematis ukuran perusahaan (*firm size*) dirumuskan sebagai berikut:

$$Size = \log TA$$

4. Leverage (X4)

Leverage menunjukkan proporsi utang yang digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Proksi leverage yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Long Term to Total Aset (LTTA)*. Rasio ini membandingkan antara utang jangka panjang dengan total aset. Tingkat *LTTA* yang rendah menunjukkan hanya sebagian kecil aktiva yang didanai dengan utang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Secara sistematis leverage dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$LTTA = \frac{\text{Utang jk. Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

5. Jaminan (X5)

Obligasi atas dasar jaminan dibagi menjadi obligasi dengan jaminan dan obligasi tanpa jaminan. Variabel jaminan dalam penelitian ini menggunakan variabel dummy. Kode 0 menunjukkan obligasi tanpa jaminan, sedangkan kode 1 menunjukkan obligasi dengan jaminan.

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan manufaktur yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut:

1. Obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2007-2010.
2. Obligasi tersebut diperingkat oleh Pemingkat Efek Indonesia (PT PEFINDO).
3. Obligasi perusahaan manufaktur tersebut memiliki data laporan keuangan yang lengkap berhubungan dengan variabel penelitian.

3.3 Jenis dan Sumber data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market*, database laporan keuangan yang tersedia di Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, dan ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*).

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah metode dokumentasi, yaitu data yang diperoleh dari berbagai dokumen atau literatur yang berkaitan dengan permasalahan yang sedang diteliti. Data diperoleh dari media cetak dan elektronik.

3.5 Metode Analisis

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini diolah dan dianalisis dengan alat-alat statistik sebagai berikut:

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif berhubungan dengan pengumpulan data dan peringkasan data, penyamplingan, serta penyajian hasil peringkasan tersebut. Statistik deskriptif ini akan digunakan untuk mendeskripsikan secara statistik variabel dalam penelitian ini. Ukuran yang dipakai dalam penelitian ini yaitu nilai rata-rata (mean), nilai maksimum, nilai minimum, dan standar deviasi.

3.5.2 Uji *Parallel Lines*

Test of parallel lines digunakan untuk menguji asumsi bahwa setiap kategori memiliki parameter yang sama atau hubungan antara variabel independen dengan logit adalah sama untuk semua persamaan logit. Jika nilai signifikansi $> 0,05$ maka hasil menyatakan bahwa model yang dihasilkan memiliki parameter yang sama sehingga pemilihan model *link function* logit adalah sesuai. Namun jika nilai signifikansi $\leq 0,05$ maka pemilihan link function logit tidak tepat (Yamin & Kurniwan, 2009)

3.5.3 Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi ordinal, karena variabel dependen berupa skala ordinal. Model regresi ordinal yang digunakan adalah sebagai berikut (Ghozali, 2009):

$$\text{Logit}(p_1+p_2+\dots+p_5)=\text{Log}\frac{p_1+p_2+\dots+p_5}{1-p_1-p_2-\dots-p_5} = \alpha_1 + \beta'X$$

$$\text{Logit}(p_1+p_2+\dots+p_4)=\alpha_j + \beta_1\text{PROFIT} + \beta_2\text{LIKUID} + \beta_3\text{SIZE} + \beta_4\text{LEV} + \beta_5\text{JAM}$$

Keterangan :

P : probabilitas peringkat obligasi AA=1, A=2, BBB=3, BB=4, D=5

α : estimated

β_0 - β_4 : *intercept*

PROFIT : tingkat profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *Return On Asset*

LIKUID : tingkat likuiditas yang diukur dengan menggunakan *Current ratio*

SIZE : log total asset.

LEV : tingkat leverage yang diukur dengan menggunakan *long term to total asset*.

JAM : Jaminan merupakan variabel dummy.

3.5.3.1 Menilai model *fit*

Langkah yang dilakukan pertama kali adalah menilai *model fitting information*. Informasi tersebut menerangkan apakah dengan memasukkan variabel independen dalam model akan memberikan kontribusi pada model (Yamin & Kurniawan, 2009). Statistik yang digunakan berdasarkan pada fungsi *Likelihood*.

Likelihood L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesiskan menggambarkan data input. Untuk menguji hipotesis nol dan alternatif, *L* ditransformasikan menjadi $-2\text{Log}L$. Adanya penurunan nilai $-2\text{Log}L$

awal dengan nilai -2LogL langkah berikutnya menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan *fit* dengan data (Ghozali, 2006).

Pseudo R-Square terdiri dari *Cox and Snell*, *Nagelkerke*, dan *McFadden*. *Pseudo R-Square* digunakan untuk menjelaskan variasi variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Tingkat variabilitas tersebut ditunjukkan oleh besarnya nilai *McFadden* (Ghozali, 2009).

3.5.3.2 Menilai Kelayakan Model Regresi (*Goodness of Fit Test*)

Kelayakan model regresi dinilai dengan menggunakan *Goodness of Fit Test*. *Goodness of Fit Test* menguji kesesuaian model antara hipotesis nol sebagai data hasil prediksi model dengan data empiris (tidak ada perbedaan antara model dengan data). Apabila nilai *Goodness of fit test* $> 0,05$ (nilai signifikansi *Pearson* dan *Deviance* $> 0,05$) maka model yang terbentuk adalah fit atau layak digunakan (Yamin & Kurniawan, 2009).

3.5.3.3 Estimasi Parameter dan Interpretasinya

Estimasi parameter dilihat melalui koefisien regresi dari tiap variabel-variabel yang diuji akan menunjukkan hubungan antara variabel bebas dengan variabel terikat (Ghozali, 2006). Menurut Ghozali (2006) pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan antara nilai probabilitas dengan tingkat signifikansi (α). Nilai probabilitas pada regresi ordinal dapat diketahui dari nilai *Statistic Wald*. Kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis adalah sebagai berikut:

1. Jika nilai probabilitas $> 0,05$ maka H_0 diterima (variabel bebas tidak berpengaruh terhadap variabel terikat).
2. Jika nilai probabilitas $\leq 0,05$ maka H_0 ditolak (variabel bebas berpengaruh terhadap variabel terikat).

3.5.4 Crosstabulasi Data

Crosstabulasi digunakan untuk mengetahui hubungan antara variabel data dalam bentuk baris dan kolom (Yamin & Kurniawan, 2009). Data berupa variabel kategori (non-metrik). Untuk mengetahui hubungan tersebut dapat diketahui dari statistik *Chi-Square Test*.

Kriteria penerimaan atau penolakan hipotesis dapat dilihat dari nilai signifikansinya. Jika nilai signifikansi $\leq 0,05$ artinya hipotesis nol ditolak (terdapat hubungan antara variabel non metrik). Jika nilai signifikansi $>0,05$ maka hipotesis nol diterima (tidak terdapat hubungan antara variabel non metrik).

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN