

BAB II

LANDASAN TEORI DAN STUDI LITERATUR

2.1 Teori Struktur Modal

Struktur modal merupakan campuran relatif antara hutang dengan sekuritas modal dalam struktur pendanaan perusahaan jangka panjang. Dua pertanyaan yang mendasar tentang struktur modal adalah (1) apakah struktur modal sangat berperan terhadap kenaikan atau penurunan nilai sekuritas perusahaan. Dan, (2) jika struktur modal berpengaruh, faktor apakah yang mempengaruhi campuran optimal antara hutang dan modal yang dapat memaksimalkan nilai *market* perusahaan dan meminimalisasi biaya modal dari perusahaan tersebut?

Menjawab dengan jelas kedua pertanyaan ekonomi tersebut adalah sangat penting. Manajer perusahaan harus selalu memastikan bahwa perusahaannya memiliki pendanaan dengan biaya terendah, investor dapat mempercayakan investasinya dalam pasar keuangan yang menjamin *return* maksimal dengan risiko yang minimum, pembuat kebijakan publik dapat merancang regulasi dan perpajakan yang memaksimalkan *aggregat output* dengan risiko minimum untuk stabilitas ekonomi nasional. Pengambilan keputusan keuangan harus diperhitungkan secara matang dan modal harus dialokasikan secara maksimal untuk penggunaan terbaik.

Sayangnya, finansial akademis belum mendapatkan jawaban yang pasti mengenai kedua faktor kunci struktur modal tersebut, walaupun topik ini telah menjadi fokus intensif penelitian selama hampir empat dekade. Dimulai dari Modigliani dan Miller (1958) yang merupakan perintis dalam mencetuskan teori dan mendemonstrasikan secara aljabar pengaruh dari struktur modal terhadap nilai perusahaan. Dengan asumsi pasar modal yang sempurna, mereka menyebutkan teori yang telah banyak dikenal, yaitu teori "*capital structure irrelevance*" yang memiliki arti bahwa struktur modal yang dipilih perusahaan tidak mempengaruhi nilai

perusahaan tersebut. Sejak saat itu, banyak peneliti, termasuk Modigliani dan Miller, meninjau kembali pengaruh kurangnya *restrictive assumption* dalam hubungan antara struktur kapital dan nilai perusahaan. Sebagai contoh, Modigliani dan Miller (1963) menggunakan pengenaan pajak sebagai pertimbangan dan mereka menyarankan untuk menggunakan hutang kapital sebanyak mungkin untuk mencapai struktur kapital yang optimal.

2.1.1 M&M Model

Dalam artikelnya di tahun 1958, Modigliani dan Miller (M&M) menyatakan tentang “definisi operasional dari biaya modal dan teori dalam investasi” akan secara eksplisit mengalami ketidakpastian dan akan berdasarkan prinsip maksimisasi nilai pasar (*market value maximization*).

Hasil penelitian tersebut kemudian dikenal dengan M&M Model. Beberapa asumsi yang digunakan adalah:

1. Semua aset fisik dimiliki oleh perusahaan
2. Tidak ada pajak perusahaan dan personal dalam pasar kapital
3. Perusahaan hanya dapat mengeluarkan dua tipe sekuritas. Ekuitas beresiko dan hutang bebas resiko
4. Individu dan perusahaan dapat meminjam atau meminjamkan pada tingkat bunga bebas resiko
5. Investor memiliki ekspektasi yang seragam tentang ekspektasi keuntungan perusahaan
6. Tidak ada pertumbuhan arus kas
7. Semua perusahaan dapat diklasifikasikan dalam satu kelas yang sama

Kunci dari model tersebut adalah pada asumsi ke 7, dimana dinyatakan perusahaan pada kelas resiko yang sama memiliki ekspektasi pengembalian dan

probabilitas distribusi ekspektasi pengembalian yang sama, dan dapat menjadi substitusi yang sempurna antara yang satu dengan lainnya.

2.1.1.1 M&M Proposisi I

Pada proposisi I model M&M dinyatakan bahwa nilai pasar perusahaan tidak bergantung pada struktur kapitalnya dan nilai pasar tersebut dihasilkan dari kapitalisasi ekspektasi pengembaliannya pada tingkat pengembalian yang konstan sesuai dengan kelas resikonya. Nilai keseluruhan pasar perusahaan didasarkan oleh nilai pasar saham dan hutang perusahaan. Proposisi I dapat diformulasikan sebagai berikut:

$$V = (E + D) = (\text{NOI} / \rho_k) \quad (2.1)$$

Dimana,

V = nilai pasar total perusahaan j

E = nilai pasar dari ekuitas perusahaan j

D = nilai pasar dari hutang perusahaan j

NOI = *net operating income* (pendapatan operasi)

ρ_k = tingkat resiko di kelas k

Dengan kata lain, karena nilai dari perusahaan tidak bergantung pada struktur kapitalnya, maka nilai perusahaan yang menggunakan hutang secara keseluruhan akan sama dengan nilai perusahaan yang menggunakan *full-equity*.

$$V_L = V_U \quad (2.2)$$

Dimana,

V_L = nilai perusahaan *leveraged*

V_U = nilai perusahaan *unleveraged*

M&M membuktikan proposisi I ini dengan argumen arbitrase. Arbitrase adalah proses (secara instan dan tanpa risiko) membeli barang dengan harga rendah, dan kemudian menjual kembali barang tersebut di pasar lain dengan harga yang lebih tinggi. Arbitrase dapat menghasilkan keuntungan yang tak terhingga sehingga mendorong terbentuknya hukum satu harga, dimana barang yang sama harus dijual seharga biaya transaksi satu sama lainnya dalam dua pasar yang berbeda, terjadi dalam pasar yang baik. Arbitrase dapat terjadi jika nilai pasar kombinasi hutang dan ekuitas dalam perusahaan yang memiliki hutang berbeda dari perusahaan yang keseluruhannya berdasarkan ekuitas.

2.1.1.2 M&M Proposisi II

Proposisi I ini kemudian diikuti oleh proposisi II, proposisi II ini menyatakan bahwa *cost of equity* suatu perusahaan yang *leveraged* adalah sama dengan perusahaan yang *unleveraged* pada tingkat risiko yang sama, ditambah premium risiko dimana besarnya tergantung pada selisih antara *cost of equity* dan *cost of debt* yang digunakan relatif terhadap ekuitas. Pernyataan tersebut dijelaskan dengan fungsi:

$$WACC = [(E / V) * K_e] + [(D / V) * K_d] \quad (2.3)$$

Dimana,

WACC = *weighted average cost of capital*

K_e = *cost of equity*

K_d = *cost of debt*

Jika proposisi I diterima maka proposisi II juga harus diterima, karena kedua hal tersebut berhubungan tautologikal. Jika struktur kapital tidak relevan, dengan mengacu pada proposisi I, proposisi II menyatakan bahwa *cost of leveraged equity* harus sama pada nilai total pasar perusahaan, dan untuk semua biaya kapital konstan, karena adanya substitusi hutang dan ekuitas di dalam struktur kapital perusahaan.

Hal penting dalam prosedur valuasi adalah nilai ekonomi diturunkan dari keuntungan operasi yang dihasilkan aset perusahaan. Fundamental valuasi ini tidak dapat dinaikan atau diturunkan dengan membongkar-pasang kepemilikan dalam arus kas terhadap hutang dan ekuitas. Nilai perusahaan diturunkan dari investasi perusahaan dan operasional, bukan dari keputusan pasar finansial.

2.1.1.3 M&M Model dengan Pajak Perusahaan

Modigliani dan Miller melanjutkan penelitiannya dengan mempertimbangkan pajak perusahaan di dalam modelnya. Dengan adanya komponen pajak, nilai perusahaan akan meningkat apabila menggunakan hutang lebih besar. Hal ini dikarenakan biaya hutang (*cost of debt*) dihitung sebagai biaya yang akan mengurangi pajak (*tax shields*). Dengan menggunakan hutang yang lebih besar dalam struktur modal, manfaat yang diperoleh dari *tax shields*, yaitu sebesar tingkat pajak perusahaan dikalikan dengan besarnya hutang, akan meningkatkan nilai perusahaan sebesar *tax shields* tersebut.

$$V_L = V_U + (T_C * D) \quad (2.4)$$

Dimana,

T_C = tingkat pajak

Teori ini mengindikasikan bahwa nilai perusahaan yang dengan *leverage* akan lebih tinggi daripada perusahaan dengan *unleverage*. Nilai perusahaan akan mencapai maksimum pada tingkat penggunaan hutang sebesar 100%.

Dengan adanya manfaat pajak perusahaan, akan menurunkan biaya modal (*cost of capital*) seiring dengan *effective cost of debt* sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan.

$$WACC = [(E / V) * K_e] + [(D / V) * K_d * (1 - T_c)] \quad (2.5)$$

2.1.2 *Tradeoff Theory*

Teori ini menjelaskan bahwa perusahaan akan menyeimbangkan antara manfaat yang diperoleh dari menggunakan hutang dengan biaya yang harus dikeluarkan akibat penggunaan hutang. Menurut teori ini, perusahaan akan mengoptimalkan *target leverage* dengan menyeimbangkan antara manfaat *tax-shield* dari hutang dengan *financial distress* yang akan menimbulkan *bankruptcy cost* dan *agency cost*. Jika dalam kesimpulan M&M menjelaskan secara implisit mengatakan bahwa 100% merupakan optimal *leverage*, maka pada teori ini menjelaskan kenapa 100% *debt* bukan merupakan optimal *leverage*.

Disamping manfaat pajak, *agency cost* antara *management* dan *shareholder* akan berkurang jika menggunakan hutang. Pengurangan *agency cost* antara *management* dan *shareholder* terjadi karena ketika perusahaan memutuskan pendanaan dengan hutang, maka *management* akan mendapatkan kontrak yang dapat mengikat mereka untuk membayar kewajiban hutang mereka dan mematuhi kontrak-kontrak yang membatasi konsumsi berbagai fasilitas dengan menggunakan dana perusahaan. Hal inilah yang disebut *bonding mechanism* yang berguna untuk menunjukkan niat baik *management* kepada *shareholder*, karena pendanaan dengan menggunakan hutang menunjukkan bahwa manajer juga berisiko kehilangan pekerjaan jika mereka tidak dapat menunjukkan kinerja yang baik. Hal inilah yang

menjelaskan secara umum mengapa peningkatan *leverage* perusahaan direspon dengan positif oleh *shareholder*.

Tetapi, peningkatan *leverage* akan mengurangi *future financial flexibility*. Kehilangan *financial flexibility* ini disebabkan ketika perusahaan menggunakan hutang maka perusahaan memiliki kewajiban untuk tetap membayar bunga yang dapat mengurangi investasi perusahaan dalam operasinya. Kehilangan kesempatan untuk berinvestasi pada proyek yang meningkatkan nilai perusahaan inilah yang dinamakan kehilangan *financial flexibility*. Ukuran *financial flexibility* dapat dilihat dari likuiditas dan solvensi perusahaan.

Dalam *Tradeoff* model, biaya dan manfaat akan saling meniadakan (*tradeoff*) satu dengan lainnya. Teori ini menunjukkan bahwa tidak tepat bagi perusahaan untuk tidak menggunakan pinjaman hutang sama sekali ataupun menggunakan hutang secara keseluruhan dalam struktur modal. Keputusan yang disarankan adalah dengan menggabungkan komposisi yang tepat antara ekuitas dan hutang untuk mencapai struktur modal yang optimal.

$$VL = [VU + (TC * D)] - (PV \text{ of financial distress}) - (PV \text{ of agency cost})$$

(2.6)

Karena pertimbangan *benefit* dan *costs* tersebut, maka *Tradeoff Theory* menyatakan secara tidak langsung adanya suatu *target-adjustment model*, dalam model ini perusahaan memiliki target *debt ratio* yang mereka disesuaikan secara perlahan. Penyesuaian pada hutang dilakukan dengan membandingkan *level* aktual atas rasio *debt* dengan target *debt level*. Penyesuaian dilakukan karena adanya ketidaksempurnaan pasar seperti *transaction costs* dan *adjustment costs constraint*. Jika perusahaan melebihi target *debt ratio*, maka nilai perusahaan tidak optimal karena *financial distress* dan *agency cost* melebihi manfaat yang didapat perusahaan dari penerbitan hutang.

Sedangkan jika perusahaan memiliki *debt ratio* dibawah target yang telah ditetapkan, maka perusahaan tersebut masih dapat meningkatkan nilai dari perusahaan dengan menggunakan penambahan hutang, karena nilai marjinal dari manfaat *debt* masih lebih besar daripada biaya yang ditimbulkan dari penggunaan *debt*.

Kesimpulannya adalah jika perusahaan berada dibawah optimal *leverage*, dapat meningkatkan hutangnya. Apabila perusahaan berada diatas optimal *leverage*, maka dapat mengurangi hutang tersebut.

2.1.2.1 Credit Rating dalam Tradeoff Theory

Kisgen (2006) dalam penelitiannya menyatakan untuk beberapa peningkatan *leverage*, manfaat atau biaya tersendiri (*discrete costs or benefits*) akibat perubahan *rating* akan terjadi. Perusahaan yang memiliki *rating* yang dekat dengan perubahan, baik peningkatan maupun penurunan, akan bersifat konservatif dengan menerbitkan lebih sedikit hutang relatif terhadap ekuitas.

Jika *Tradeoff Theory*, yang menyatakan optimal *leverage* untuk perusahaan, dan hipotesa Kisgen berlaku dalam pengambilan keputusan struktur modal, maka manajer akan menyeimbangkan *discrete costs or benefits* yang ditimbulkan dari perubahan *rating* dengan *costs* atau *benefit* yang diimplikasikan dalam *tradeoff theory*. Dalam beberapa kasus tertentu, *costs* yang berhubungan dengan perubahan *credit rating* akan menghasilkan implikasi yang berbeda seperti yang dinyatakan *Tradeoff Theory* dalam pengambilan keputusan struktur modal.

Jika perusahaan memiliki *rating* mendekati perubahan meningkat (*near an upgrade*), maka perusahaan tersebut akan memilih *leverage* yang lebih kecil dari optimal *leverage* yang dinyatakan *Tradeoff Theory* agar *rating* perusahaan tersebut dapat naik. Dalam kasus ini, *benefits* yang diperoleh dari kenaikan *rating* lebih penting daripada *benefits* yang dinyatakan dalam *Tradeoff Theory*. Begitupula jika

perusahaan memiliki *rating* mendekati perubahan menurun (*near a downgrade*), maka perusahaan tersebut lebih memilih menerbitkan hutang lebih sedikit relatif terhadap ekuitas untuk menghindari penurunan *rating*. Dalam kedua kasus ini, implikasi perubahan *credit rating* lebih mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal daripada *Tradeoff Theory*.

Jika perusahaan memiliki *rating* yang tidak mendekati perubahan (*not near the change*), maka implikasi dari *Tradeoff Theory* lebih mempengaruhi pengambilan keputusan struktur modal dibandingkan dengan *credit rating* itu sendiri. Apabila perusahaan memiliki peringkat tinggi, yang memiliki kondisi keuangan relatif baik, maka *discrete costs or benefits* dari perubahan *rating* tidak begitu berpengaruh pada perusahaan tersebut. Oleh sebab itu, perusahaan lebih memilih optimal *leverage* seperti yang dinyatakan dalam *Tradeoff Theory* karena *benefits*-nya lebih dapat memaksimalkan *value* perusahaan. Perusahaan dengan peringkat rendah, yang memiliki kondisi keuangan relatif buruk, juga tetap memilih untuk berada pada *rating* rendah. Hal ini disebabkan karena walaupun terdapat *benefits* dari kenaikan *rating*, namun *costs* dari penggunaan ekuitas yang lebih besar untuk menaikkan *rating* akan lebih membebani perusahaan tersebut. Oleh karena itu, perusahaan akan mempertahankan optimal *leverage level* seperti yang dinyatakan dalam *Tradeoff theory*.

Jadi perusahaan yang jauh dari penurunan peringkat tidak begitu memperhitungkan penerbitan hutang dengan jumlah yang kecil, namun penerbitan hutang dalam jumlah besar tetap menjadi pertimbangan yang penting. Hal ini dikarenakan hutang dalam jumlah besar dapat membawa perusahaan pada penurunan peringkat. Perusahaan yang jauh dari peningkatan *credit rating* akan lebih memilih penerbitan ekuitas dalam jumlah besar untuk mendapatkan kenaikan *rating*. Namun, ekuitas yang diterbitkan relatif lebih kecil daripada perusahaan yang dekat dengan peningkatan kredit *rating*.

2.1.3 *Agency cost*

Agency cost adalah biaya yang timbul sebagai akibat dari inefisiensi dan pengawasan dalam upaya menjaga keseimbangan kepentingan antara pemegang saham, kreditur, dan manajer (Cita, 2007). Jensen dan Meckling (1976) mengidentifikasi eksistensi masalah *agency*, yang muncul ketika adanya konflik antara manajer dan pemegang saham atau antara pemegang saham dan pemberi hutang. Ketika seorang pengusaha memiliki 100% perusahaannya, maka tidak ada pemisahan antara kepemilikan usaha dengan pengendalian (*control*). Pengusaha tersebut menanggung semua biaya dan manfaat dari apa yang diperbuatnya. Jika kepemilikan perusahaan sebesar α dijual kepada investor luar, maka pengusaha tersebut hanya menghadapi $1 - \alpha$ dari konsekuensi tindakannya.

Tetapi, yang terjadi tidaklah demikian. Hal ini dapat memacu terjadinya *agency problem*. Seorang investor luar yang telah membeli perusahaan tersebut sebesar α akan menghendaki pengusaha tersebut untuk *perform* dengan lebih baik dan mengharapkan balas jasa sebagai “upah” karena telah membeli saham perusahaan tersebut. Dan hal ini akan menurunkan *market value* perusahaan sebesar $(1 - \alpha)$ kali *expected value*. Menjual kepemilikan kepada investor luar tersebut akan meningkatkan *agency cost of equity*.

Ada beberapa cara yang dapat digunakan untuk mengurangi *agency problem*. Yaitu dengan menggunakan pembiayaan hutang dan atau melakukan monitor langsung terhadap manajemen. Apabila kreditur memiliki pandangan negatif terhadap perusahaan, maka bunga pinjaman yang besar akan dibebankan kepada perusahaan tersebut atau bahkan tidak memberikan pinjaman sama sekali. Apabila manajer tidak bisa memenuhi kewajiban hutangnya, maka kreditur akan mengambil alih perusahaan. Dengan adanya risiko tersebut, maka dapat mengurangi *agency cost*. Cara yang kedua adalah dengan melakukan monitoring kepada manajemen, contohnya dengan menyewa auditor.

Jensen dan Meckling menyatakan bahwa penggunaan hutang dapat mengatasi *agency cost* dengan dua cara. Pertama, dengan menggunakan hutang berarti lebih sedikit ekuitas yang dijual kepada investor luar. Apabila jumlah investor meningkat melebihi dari peningkatan ekuitas yang dijual yaitu sebesar α , maka akan mengurangi bobot *agency cost* dari masing masing investor. Oleh karena itu *agency cost* antara manajer dan pemegang saham dapat berkurang. Yang kedua, dengan menggunakan hutang akan menekan manager untuk menghasilkan dan mengeluarkan dana tunai, hal ini dikarenakan adanya pembayaran bunga hutang. Kewajiban pembayaran bunga hutang yang rutin akan mengurangi *cashflow* yang ada dan mendisiplinkan manajer dan pemilik. Sehingga dapat *agency cost* dapat dikurangi. Oleh karena itu, penggunaan hutang dapat dipandang sebagai cara yang cerdas untuk mengurangi *agency cost*.

Namun dengan penggunaan hutang yang dapat mengurangi *agency cost* tidak berarti perusahaan dapat menggunakan hutang dengan maksimal. Hal ini dikarenakan risiko *bankruptcy cost* dan *financial distress* yang meningkat seiring peningkatan *leverage*.

2.1.4 *Bankruptcy Cost dan Financial Distress*

Sebuah perusahaan berada dalam *financial distress* ketika mengalami masalah yang signifikan dalam membayar hutang yang telah jatuh tempo. *Financial distress* akan memacu terjadinya *bankruptcy*. *Bankruptcy* adalah proses hukum yang meliputi reorganisasi dari klaim dan transfer kepemilikan perusahaan. Jika suatu perusahaan dilikuidasi, aset-aset yang berharga masih ada dan berada di tangan pihak yang berkepentingan. *Bankruptcy* adalah hasil dari kegagalan ekonomi, bukan penyebab, dan dapat mengurangi nilai perusahaan serta mewajibkan perusahaan tersebut untuk menjalani proses persidangan. Ketika perusahaan bangkrut, pemegang saham harus membayar hutang kepada kreditur dari uangnya sendiri dan nantinya pemegang saham akan mendapat aset perusahaan di pengadilan. Proses kebangkrutan dari

sebuah perusahaan sangat membebani perusahaan tersebut dengan biaya dan waktu yang tidak sedikit.

Secara umum, *financial distress* maupun *bankruptcy cost* dapat dibagi menjadi dua yaitu biaya langsung dan biaya tidak langsung. Biaya langsung adalah biaya yang secara langsung membebani perusahaan apabila terjadi kebangkrutan, misalnya biaya pengacara untuk persidangan, biaya pencetakan dokumen, biaya akuntan, dan profesional lainnya yang berhubungan dengan proses kebangkrutan. Biaya yang tidak langsung diantaranya waktu yang tersita akibat proses kebangkrutan itu sendiri yang memakan waktu lama, kehilangan pelanggan, hancurnya nama baik perusahaan, dan lain lain.

Semakin besar proporsi hutang yang digunakan perusahaan, maka semakin besar probabilita perusahaan mengalami gagal bayar yang nantinya akan menyebabkan *financial distress* yang berujung pada kebangkrutan yang menimbulkan *bankruptcy cost*.

Untuk mengurangi adanya *agency problem*, perusahaan dapat menggunakan hutang. Namun ketika penggunaan hutang berlebihan, maka akan timbul *financial distress* dan *agency cost*. Oleh sebab itu, perusahaan sebaiknya mempertimbangkan optimal *leverage*, seperti yang dinyatakan dalam *Tradeoff Theory*, dengan memperhitungkan *tradeoff* antara *costs* dan *benefits* yang dihasilkan dari hutang tersebut.

2.1.5 Pecking Order Theory

Profesor Gordon Donaldson dari Harvard University melakukan penelitian mengenai cara perusahaan menentukan struktur modalnya pada tahun 1960-an dengan hasil sebagai berikut:

1. Perusahaan lebih memilih menggunakan pendanaan internal daripada eksternal dengan laba ditahan (*retained earnings*) dan depresiasi.
2. Perusahaan menetapkan rasio pembayaran dividen berdasarkan kesempatan investasi dimasa depan dan arus kas yang akan diperoleh dimasa depan. Target rasio pembayaran dividen ditetapkan dari laba ditahan ditambah depresiasi yang dapat menutupi pengeluaran modal dalam situasi normal perusahaan.
3. *Dividend policy* bersifat kaku (*sticky*). Manager berusaha untuk mempertahankan pembayaran deviden yang konstan, dan tidak akan menambah atau mengurangi deviden yang merupakan respon dari fluktuasi keuntungan saat ini.
4. Jika perusahaan harus menggunakan pendanaan eksternal, maka akan memilih sekuritas yang paling aman terdahulu. Mulai dari hutang yang paling aman (*very safe debt*), lalu hutang beresiko, *convertible securities*, *preferred stock*, dan terakhir *common stock* sebagai *last resort*.

Penemuan tersebutlah yang mendasari *Pecking Order Theory* yang diperkenalkan pertama kali oleh Myers (1984).

Di dalam *Pecking Order Theory* dinyatakan bahwa manajer perusahaan akan memilih pendanaan internal terlebih dahulu dari *retained earning* dan kemudian baru memilih sumber pendanaan eksternal. Sumber pendanaan eksternal yang dipilih yaitu mulai dari hutang yang paling aman, hingga *common stock* sebagai pilihan terakhir. Hal ini dilakukan karena adanya *asymmetric information* yang pada akhirnya menyebabkan adverse selection. Dari pendanaan internal retained earning, dan kemudian *very safe debt* sebagai pendanaan eksternal hingga *common stock*, secara berurutan memiliki masalah *asymmetric information* dari yang paling rendah hingga paling tinggi. *Asymmetric information* yang dimaksud di sini adalah ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh manajer dengan investor luar. Manajer perusahaan diasumsikan memiliki informasi yang lebih banyak tentang laba, kesempatan investasi, ataupun kondisi keuangan lain dari perusahaan daripada

investor luar. Dalam teori ini juga diasumsikan bahwa setiap tindakan manajer dilakukan untuk memaksimalkan keuntungan bagi para pemegang saham yang sudah ada (*existing shareholder*).

Dengan adanya *asymmetric information*, seorang manajer yang menemukan investasi dengan nilai NPV yang besar, tidak dapat meyakinkan informasi tersebut kepada calon investor. Informasi ini baru dapat dipercaya investor apabila keberhasilan investasi tersebut telah terbukti secara nyata, namun hal ini membutuhkan waktu. Hal ini dilakukan investor karena ketidakpercayaan kepada manajer. Apabila manajer mengumumkan mengenai proyek investasi tersebut, ada kecenderungan manajer melakukan hal itu hanya untuk menaikkan harga saham. Oleh sebab itu investor menganggap bahwa seorang manajer yang lebih mengetahui tentang keadaan perusahaannya akan menerbitkan saham baru ketika harga saham pasar perusahaan tersebut *overvalued*. Oleh karena itu, pada saat manajer ingin menerbitkan saham, para calon investor cenderung akan melakukan diskon terhadap harga saham baru tersebut. Hal ini menyebabkan *cost of equity* menjadi besar sehingga membuat manajer akan menolak menerima investasi yang memiliki NPV positif jika harus melibatkan penerbitan saham baru.

Hal tersebut membuat para manajer menggunakan *financial slack* dalam membiayai aktivitasnya. *Financial slack* didefinisikan sebagai kas perusahaan dan *marketable securities* yang ditahan. Perusahaan dengan kecukupan *financial slack* tidak perlu menerbitkan hutang yang beresiko dan saham untuk membiayai proyeknya sehingga mereka tidak perlu lagi mengkhawatirkan akibat dari *asymmetric information* antara manajer dan investor.

Karena penerbitan saham baru (atau kegiatan lain yang dapat menurunkan *leverage*) menandakan sinyal negatif mengenai perusahaan kepada pasar, maka apabila manajer mengambil tindakan untuk menerbitkan saham, hal tersebut dengan terpaksa dilakukan. Hal itu dilakukan karena penurunan laba ataupun kebutuhan modal yang sudah tidak tercukupi melalui pendanaan internal maupun hutang. Hal ini

menjelaskan mengapa kegiatan perusahaan yang dapat menurunkan *leverage* diasosiasikan dengan penurunan harga saham. Sebaliknya, apabila perusahaan melakukan kegiatan yang dapat meningkatkan *leverage*, maka hal tersebut merupakan sinyal positif karena perusahaan merasa yakin dan percaya diri terhadap kemampuan earning masa depan untuk memenuhi kewajiban hutang tersebut.

Asymmetric information juga dipertimbangkan dalam mengkombinasikan *growth opportunity* perusahaan dengan struktur modalnya. Pertumbuhan menyebabkan variasi dalam nilai dari perusahaan. Variasi yang lebih besar dari nilai perusahaan yang sering diinterpretasikan sebagai resiko yang lebih besar. Itulah mengapa sebuah perusahaan yang memiliki banyak *growth opportunities* akan dianggap memiliki resiko lebih tinggi dan akan menghadapi kesulitan dalam meningkatkan hutang kapital dengan kondisi tertentu. Dengan demikian, perusahaan tersebut akan menggunakan hutang yang lebih sedikit dalam struktur kapitalnya. Di lain sisi, arus kas dari perusahaan yang memiliki nilai paling mungkin untuk tetap stabil di masa yang akan datang dapat dibiayai dengan hutang lebih mudah daripada perusahaan dengan pertumbuhan potensial yang tinggi. Myers (1977) berpendapat bahwa perusahaan yang memiliki potensi pertumbuhan cenderung memiliki *leverage* yang lebih rendah.

Karena di dalam *Pecking Order Theory* diasumsikan bahwa perusahaan akan menggunakan pendanaan eksternal hanya apabila sumber keuangan internal sudah tidak mampu memenuhi biaya, maka untuk mengetahui berapa banyak pendanaan eksternal yang dibutuhkan yaitu dengan mencari tahu *financial deficit* yang dialami perusahaan. Menurut Shyam-Sunder dan Myers (1999), *financial deficit* dapat dihitung dengan:

$$DEF = CAPEX + DIV + \Delta WC + LTD - CF \quad (2.7)$$

Dimana,

DEF	= <i>financial deficit</i>
CAPEX	= belanja modal (<i>capital expenditures</i>)
DIV	= pembayaran dividen
Δ WC	= kenaikan dalam modal kerja (<i>working capital</i>)
LTD	= hutang jangka panjang sekarang pada awal periode
CF	= arus kas operasional setelah pembayaran bunga dan pajak

Tidak seperti *Tradeoff Theory*, *Pecking Order* tidak dapat menjelaskan semua kenormalan struktur modal yang diamati dalam praktek. *Pecking Order Theory* tidak mampu menjelaskan bagaimana pajak, *bankruptcy costs*, biaya penerbitan sekuritas, dan sejumlah peluang investasi perusahaan mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan. Teori ini juga mengabaikan *agency problem* yang sering kali muncul.

2.1.5.1 Credit Rating dalam *Pecking Order Theory*

Kisgen (2006) dalam penelitiannya menyatakan untuk beberapa peningkatan *leverage*, manfaat atau biaya tersendiri (*discrete costs or benefits*) akibat perubahan *rating* akan terjadi. Perusahaan yang memiliki *rating* yang dekat dengan perubahan, baik peningkatan maupun penurunan, akan bersifat konservatif dengan menerbitkan lebih sedikit hutang relatif terhadap ekuitas.

Jika *Pecking Order Theory*, yang menyatakan preferensi dalam penggunaan hutang dibanding ekuitas, dan hipotesa Kisgen berlaku dalam pengambilan keputusan struktur modal, maka perusahaan akan mengalami *tradeoff* antara biaya dari penerbitan ekuitas seperti dalam *Pecking Order Theory* dengan *discrete costs or benefits* yang ditimbulkan dari perubahan *credit rating*. Oleh karena itu, bertolak belakang dengan implikasi dari *Pecking Order Theory*, dalam beberapa kasus

perusahaan yang memiliki *rating* mendekati perubahan meningkat (*upgrade*) dan *rating* yang tinggi akan memilih menerbitkan ekuitas daripada hutang untuk memperoleh manfaat dari *rating* yang tinggi. Sedangkan perusahaan yang memiliki *rating* mendekati perubahan menurun (*downgrade*) dan *rating* yang rendah akan menghindari penerbitan hutang untuk menghindari *extra costs* yang dihasilkan dari penurunan *rating* tersebut.

2.2 Peringkat Kredit

Peringkat kredit (*credit rating*) adalah salah satu bentuk penilaian yang dapat memberikan informasi mengenai kualitas perusahaan secara keseluruhan, terutama mengenai kelayakan kredit (*creditworthiness*), lebih dari informasi yang tersedia di publik. Peringkat bukan suatu rekomendasi untuk membeli, menjual, atau menahan suatu investasi tertentu.

2.2.1 Lembaga Pemeringkat Kredit

Rating diterbitkan oleh perusahaan pemeringkat efek (*rating agencies*). Perusahaan pemeringkat efek adalah lembaga independen yang menerbitkan peringkat yang memberikan informasi mengenai risiko kredit untuk berbagai surat hutang (*bond rating*) maupun peringkat untuk perusahaan itu sendiri atau disebut *general obligation rating*. *Rating agencies* menerima informasi yang signifikan mengenai perusahaan yang tidak terpublikasi. *Credit agencies* terspesialisasi dalam mengumpulkan informasi dan melakukan proses evaluasi serta pengukuran yang lebih terpercaya mengenai kelayakan kredit (*creditworthiness*) suatu perusahaan. Kesenjangan informasi antara perusahaan dan investor serta pihak lain diluar perusahaan dapat dijembatani oleh *rating agencies*. Di beberapa negara, *rating agencies* berperan sebagai penunjang utama pasar obligasi melalui edukasi, penyebaran informasi, serta kegiatan riset (Sungkana, 1995).

Beberapa lembaga pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia melalui Surat Edaran Bank Indonesia No. 10/19/DPNP tanggal 30 April 2008, antara lain Moody's, Standard and Poor's, Fitch *Ratings*, PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo), PT Moody's Indonesia, PT Fitch *Ratings* Indonesia. Kepemilikan dari Kasnic *Credit Rating* Indonesia (Kasnic) sebesar 99% telah dimiliki oleh Moody's *Rating* terhitung sejak bulan Januari 2007, kemudian namanya berubah menjadi PT Moody's Indonesia (Andriana, 2007).

Dalam menentukan peringkat, masing-masing *rating agencies* memiliki klasifikasi pemeringkatan dengan metode yang berbeda sesuai dengan peraturan yang berlaku di Indonesia. Dalam penelitian ini, yang digunakan hanya peringkat yang dihasilkan Pefindo. Oleh sebab itu, pembahasan selanjutnya akan difokuskan pada salah satu perusahaan pemeringkat ini.

PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) didirikan di Jakarta, pada tanggal 21 Desember 1993. Pendiriannya dilakukan atas inisiatif Departemen Keuangan, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK), dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, Pefindo mendapatkan lisensi operasinya No.39/PM-PI/1994) dari Bapepam untuk menjadi salah satu institusi pendukung dari pasar modal dan pasar uang di Indonesia. Tujuan utama dari Pefindo adalah untuk menyediakan peringkat yang objektif, independen, dan terpercaya mengenai risiko kredit dari perusahaan dan instrumen keuangannya maupun informasi kredit lain yang berkaitan dengan korporasi dan pasar modal.

2.2.2 Jenis Peringkat

Terdapat dua jenis peringkat yang diterbitkan oleh Pefindo, yaitu *debt instrument bond credit rating (bond rating)* dan *corporate credit rating (CCR)*. *Bond rating* merupakan opini yang objektif dan menyeluruh atas kemampuan dan kemauan perusahaan untuk melakukan pembayaran bunga dan pokok secara tepat waktu terkait

dengan suatu surat hutang tertentu. Penilaian peringkat obligasi ikut mempertimbangkan kelayakan kredit dari *guarantor*, *insurer*, ataupun penyediaan kredit lain yang turut mendukung perusahaan penerbit, serta denominasi mata uang yang digunakan pada surat hutang terkait.

Corporate *credit rating* (CCR) sering disebut juga peringkat perusahaan, *general obligation* (GO), atau *issuer rating*. Peringkat perusahaan merupakan opini yang objektif dan menyeluruh atas kelayakan kredit perusahaan secara keseluruhan. Penilaian tersebut terutama terkait dengan *ability* (kemampuan) dan *willingness* (kemauan) perusahaan untuk membayarkan kewajiban tepat pada waktunya. Dibandingkan dengan perusahaan lain di Indonesia. Peringkat perusahaan juga diberikan pada perusahaan yang akan menerbitkan instrumen hutang, perusahaan yang akan berfungsi sebagai *guarantor*, *insurer*, ataupun pendukung penyediaan kredit lainnya. Peringkat perusahaan tidak terkait dengan suatu surat hutang tertentu, maka penilaiannya tidak mempertimbangkan karakteristik dan provisi, kondisi *bankruptcy* atau likuiditas, *statutory preferences*, atau legalitas dan *enforceability* dari suatu surat hutang tertentu. Selain itu, penilaian peringkat perusahaan tidak memperhitungkan kelayakan kredit dari *guarantor*, *issuer*, ataupun pendukung penyediaan kredit lain yang mendukung perusahaan perusahaan. Peringkat Pefindo diberi prefiks “id” yang menyatakan bahwa peringkat diberikan berdasarkan konteks Indonesia. Berikut ini merupakan klasifikasi peringkat perusahaan (*general obligation*) dari Pefindo yang dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Tabel 2.1

Klasifikasi Peringkat Perusahaan (*General Obligation*)

idAAA	Perusahaan dengan peringkat idAAA memiliki kemampuan yang paling kuat (<i>superior</i>) dibandingkan dengan perusahaan lainnya di Indonesia untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Pengaruh dari memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan terhadap kemampuan perusahaan adalah minimal.
idAA	Perusahaan dengan peringkat idAA memiliki kemampuan yang sangat kuat (<i>very strong</i>) dibandingkan dengan perusahaan lainnya di Indonesia untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Kemampuan perusahaan tidak terlalu terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idA	Perusahaan dengan peringkat idA memiliki kemampuan yang kuat (<i>strong</i>) dibandingkan dengan perusahaan lainnya di Indonesia untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Kemampuan perusahaan cukup terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idBBB	Perusahaan dengan peringkat idBBB memiliki kemampuan yang memadai (<i>adequate</i>) dibandingkan dengan perusahaan lainnya di Indonesia untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Kemampuan perusahaan lebih terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idBB	Perusahaan dengan peringkat idBB memiliki kapasitas agak lemah (<i>somewhat weak</i>) dibandingkan dengan perusahaan lain di Indonesia untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Kemampuan perusahaan sangat terpengaruh oleh memburuknya perkembangan perekonomian, bisnis, dan keuangan.
idB	Perusahaan dengan peringkat idB memiliki kemampuan yang lemah (<i>weak</i>) dibanding perusahaan di Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Pemburukan kondisi perekonomian, bisnis, dan keuangan

	dapat berakibat pada ketidakmampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
idCCC	Perusahaan dengan peringkat idCCC menandakan terdapat risiko besar (<i>vulnerable</i>) bahwa perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban finansialnya serta sangat bergantung pada perbaikan kondisi perekonomian, bisnis, serta keuangan
idSD	Perusahaan dengan peringkat idSD menandakan perusahaan gagal (<i>failed</i>) membayar satu atau lebih kewajiban finansialnya yang jatuh tempo, baik yang diperingkat atau tidak, tetapi terus memenuhi kewajiban lainnya secara tepat waktu
idD	Perusahaan dengan peringkat idD menandakan perusahaan gagal (<i>default</i>) memenuhi kewajiban finansialnya. Peringkat idD juga dapat diberikan kepada perusahaan yang sudah mengajukan pailit atau berhenti berusaha.

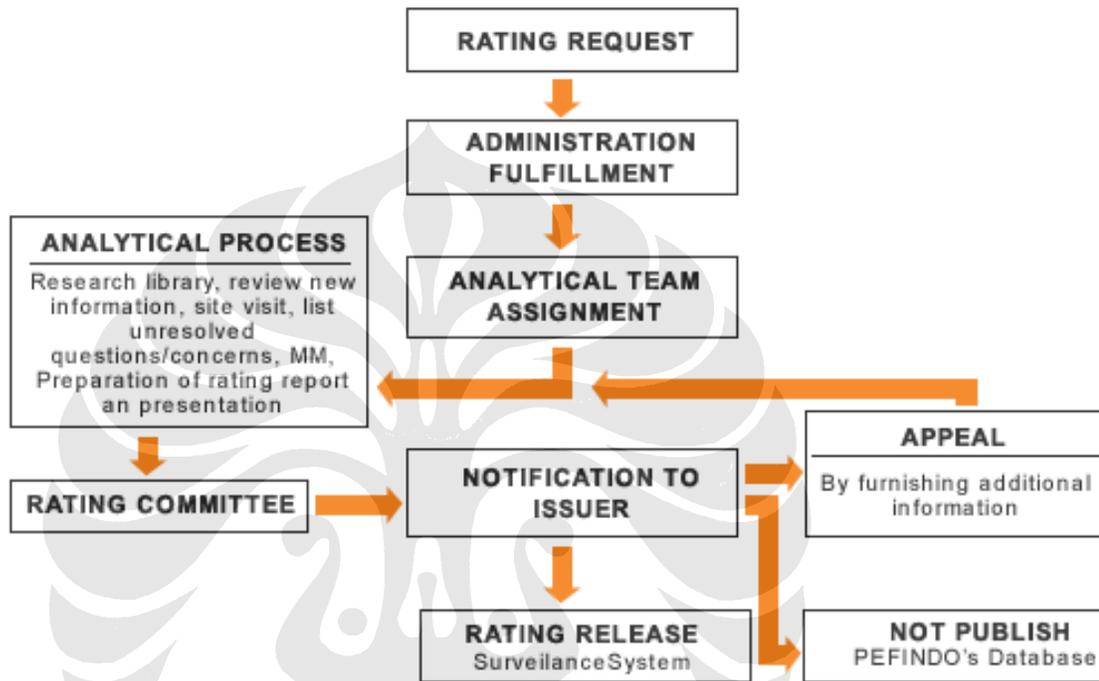
Sumber: www.new.pefindo.com

Tabel di atas memaparkan definisi dari peringkat perusahaan (*General Obligation*) dari yang paling tinggi, yaitu idAAA hingga yang paling rendah, yaitu idD. Peringkat-peringkat tersebut dapat dimodifikasi dengan memberikan tanda plus “+” dan minus “-“ untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori terkait.

2.2.3 Proses Pemeringkatan

Dalam melakukan proses pemeringkatan, Pefindo melakukan beberapa tahapan hingga diperoleh sebuah *rating* perusahaan. Alur proses pemeringkatan akan tercermin pada gambar di bawah ini.

Gambar 2.1 Alur Proses Pemeringkatan



Sumber: www.new.pefindo.com

A. *Rating Request*

Perusahaan yang membutuhkan peringkat, harus melakukan permintaan secara formal kepada Pefindo.

B. *Administration Fulfillment*

Pefindo akan segera membalas permintaan tersebut dengan mengirimkan sebuah kontrak draft dan surat yang berisi persyaratan dan ketentuan yang harus dipenuhi. Ketentuan tersebut berkaitan dengan informasi yang akan dibutuhkan dalam proses peratingan agar dapat menghasilkan *rating* yang *credible*. Beberapa ketentuan tersebut yaitu:

1. *General requirement*

Pefindo menetapkan beberapa persyaratan umum bagi kliennya, antara lain:

- a. Umumnya, perusahaan yang menjadi klien telah beroperasi lebih dari lima tahun. Tetapi, Pefindo juga menyediakan jasanya bagi perusahaan yang beroperasi kurang dari lima tahun dengan ketentuan tertentu.
- b. Perusahaan harus memiliki laporan keuangan yang telah diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar dan terqualifikasi di Bapepam selama dua tahun terakhir.
- c. Laporan keuangan terakhir yang telah diaudit tidak melebihi 180hari dari tanggal penutupan pelaporan. Jika melebihi batas, di dalam laporan keuangan perusahaan internal tersebut harus diikuti oleh pernyataan dari direksi dan komisaris yang menyatakan bahwa laporan keuangan tersebut benar-benar merefleksikan kondisi finansial perusahaan pada saat itu dan telah diaudit oleh akuntan publik.

2. *Basic information*

Pefindo memerlukan beberapa informasi mendasar dalam melakukan proses peratingan. Oleh sebab itu diperlukan beberapa data, yaitu:

- a. Laporan keuangan perusahaan yang telah diaudit selama lima tahun terakhir dan setidaknya selama dua tahun terakhir, audit dilakukan oleh lembaga akuntan publik yang terdaftar di Bapepam.
- b. Proyeksi keuangan perusahaan kedepan selama perusahaan atau instrumen investasi perusahaan tersebut di-*rating*. Untuk industri tertentu, dibutuhkan minimal proyeksi keuangan selama lima tahun.
- c. Prospektus dan laporan tahunan (*annual reports*) yang dikeluarkan perusahaan selama tiga tahun terakhir.
- d. Deskripsi utama mengenai aktivitas bisnis dan informasi penting lainnya mengenai perusahaan, *holding companies*, afiliasi, dan anak perusahaan serta *company's group* pada umumnya

C. *Analitic Team Assignment*

Proses pemeringkatan akan dimulai ketika pefindo telah menerima kontrak dan ketentuan serta persyaratan telah terpenuhi. Proses pemeringkatan akan selesai dalam 30 hari setelah dimulai. Pefindo akan menugaskan satu tim analis yang terdiri dari dua orang yang menguasai dan berpengalaman di industri atau sektor yang terkait dengan perusahaan. Analis tersebut akan mengumpulkan informasi dan data dari sumber yang terpercaya.

D. *Analytical Process*

Proses analisis dilakukan dengan melakukan kunjungan ke fasilitas operasional utama perusahaan. Jika diperlukan, analis dapat mencari data dan informasi dari sumber lain yang terpercaya. Analis akan mengadakan *management meeting* dengan pihak manajemen perusahaan agar bisa mendapatkan penilaian yang lebih baik mengenai penilaian yang kualitatif mengenai tingkat pengetahuan, kapabilitas, komitmen, kebijakan manajerial perusahaan, serta ukuran kualitatif lain yang memiliki pengaruh terhadap peringkat.

E. *Rating Committee*

Setelah proses analisis dilakukan, analis akan melakukan *rating committee meeting* untuk mempresentasikan dan mengajukan peringkat perusahaan kepada anggota *rating committee*, yang terdiri dari direksi Pefindo dan analis. Masing-masing anggota berhak bertanya kepada analytical team sebelum memberikan suara pada *rating* yang diajukan. Final *rating* yang diberikan kepada perusahaan merupakan *rating* yang mayoritas dipilih (*votes*) dari anggota *rating committee*.

F. *Notification to Issuer*

Kemudian, tim analis akan memberitahu hasil pemeringkatan kepada perusahaan terkait. Hasil tersebut akan dijelaskan dalam *Rating Rationale*, yaitu laporan satu halaman yang berisi beberapa *financial highlights* dan penjelasan berupa *supporting factors* dan *mitigating factors* dari hasil pemeringkatan tersebut.

G. *Appeal*

Perusahaan klien akan mendapatkan kesempatan satu kali banding (*appeal*) terhadap hasil peringkat dengan memberikan informasi atau data penting terbaru. Selanjutnya, *analytical team* akan mempresentasikan dan mengajukan kembali kepada *rating committee*. Namun, hal tersebut tidak menjamin adanya perubahan peringkat baru.

H. *Rating Release or Not Publish*

Rating yang dihasilkan dapat dipublikasikan atau tidak. Jika perusahaan klien menyetujui untuk dipublikasikan, maka Pefindo akan menggelar *press release* kepada media dan anggota dari Pefindo *mailing list*. *Press release* tersebut berbentuk laporan-laporan pendek yang merupakan ringkasan dari *rating rationale*. Sementara itu, *rating rationale* yang lengkap akan dicantumkan dalam website dan dipublikasikan dalam bentuk “*Credit Insight*”, “*Rating Highlight*”, dan lain-lain. Tetapi, Pefido akan menjaga kerahasiaan hasil peringkat apabila perusahaan tidak ingin mempublikasikannya.

2.2.4 Metodologi Pemeringkatan

Metodologi pemeringkatan Pefindo secara umum meliputi tiga komponen penilaian, yaitu risiko industri, risiko bisnis, dan risiko finansial. Penilaian risiko dari masing-masing industri adalah sama, berdasarkan analisa mendalam dari kelima faktor risiko, yaitu pertumbuhan industri (*industry growth*) dan stabilitas, struktur pendapatan dan biaya, *barrier to entry* dan kompetisi dalam industri, regulasi dan deregulasi, dan profil keuangan dari industri. Penilaian untuk masing-masing profil keuangan perusahaan juga sama, berdasarkan analisa terperinci dari lima area utama mengenai kebijakan finansial manajemen dan juga empat indikator keuangan yang meliputi profitabilitas, struktur modal, perlindungan *cash flow*, dan fleksibilitas finansial. Sementara itu, faktor kunci *analytical* untuk penilaian profil bisnis perusahaan berbeda antara perusahaan satu dengan yang lainnya, tergantung pada

faktor kunci sukses industri dimana perusahaan tersebut terklasifikasi. Penting juga dilakukan analisa perbandingan dengan perusahaan lain dalam industri sejenis dan juga industri lain. Beberapa penilaian risiko industri untuk peringkat perusahaan yaitu:

- Industri *growth* dan stabilitas, yang berhubungan dengan kondisi permintaan dan penawaran, prospek, *market opportunity* (domestik dan ekspor), *the stage of the industry* (*beginning, developing, maturing, atau declining*), dan tipe produk (produk komplemen atau substitusi, generik atau *specialty*, dan komoditi atau diferensiasi).
- Struktur pendapatan dan biaya industri, yang termasuk komposisi penerimaan (rupiah atau *dollar*), kemampuan untuk meningkatkan harga, komposisi dan struktur biaya pekerja dan bahan baku, komposisi *fixed* atau *variable cost*, dan sumber bahan baku industri (domestik atau impor).
- *Barrier to entry* dan kompetisi dalam industri, yang termasuk penilaian karakteristik industri (intensif modal, intensif pekerja, *fragmented, segregated, peraturan, regulasi, dan lain-lain*) untuk mengetahui tingkat *barriers to entry* bagi pendatang baru. Juga termasuk penilaian mengenai jumlah pemain dalam industri (domestik atau global), kompetitor terdekat (domestik atau global), potensi terjadinya perang harga (domestik atau global), dan lain lain untuk mengetahui tingkatan dari kompetisi sekarang dan yang akan datang.
- Regulasi dan deregulasi dari industri berupa keterbatasan jumlah pemain, perizinan, kebijakan pajak (ekspor, impor, kuota, tarif, *duty, excise, dan lain-lain*), kebijakan pemerintah mengenai harga, dan beberapa persyaratan mengenai lingkungan (khususnya sektor pertambangan), dan sebagainya.
- Profil keuangan dari industri yang secara umum diketahui dari analisa beberapa pengukuran finansial, seperti margins, profitabilitas, *leverage, cash flows*, dan lain-lain, yang diambil dari beberapa perusahaan besar yang dapat merepresentasikan industri tersebut.

Sedangkan beberapa penilaian risiko finansial untuk peringkat perusahaan yaitu:

- Kebijakan keuangan, yang meliputi analisa filosofi manajemen, strategi, dan kebijakan dalam menghadapi risiko yang lalu, sekarang, maupun yang akan datang. Ditambah dengan penilaian target keuangan manajemen (*growth, leverage, debt structure, dividend policy*, dan sebagainya), kebijakan lindung nilai, dan kebijakan lain dalam rangka usaha untuk mengurangi risiko finansial perusahaan secara keseluruhan. Track records perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya juga menjadi cerminan komitmen, niat, dan konsistensi perusahaan untuk memenuhi kewajibannya.
- Profitabilitas, dengan menganalisa dan mengukur profitabilitas historis, sekarang, dan proyeksi yang akan datang, termasuk *growth, volatility*, dan *sustainability* dari *performance* profitabilitas selama fluktuasi siklus perekonomian.
- Struktur modal, dengan menganalisa dan menghitung *leverage* historis, saat ini, dan proyeksi yang akan datang, komposisi (rupiah, *dollar*, jangka pendek, jangka panjang, *fixed* atau *floating rate*) dan struktur hutang.
- Perlindungan *cash flow*, dengan menganalisa dan meninjau kembali *cash flow* perusahaan dari waktu ke waktu dalam memenuhi kewajiban jangka pendek maupun jangka panjang. Tingkat kapabilitas hutang perusahaan diukur dari interest dan *debt coverage ratio*. Tingkat likuiditas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya juga merupakan salah satu objek penilaian.
- Fleksibilitas finansial, yang dianalisa dengan mengevaluasi semua pengukuran keuangan yang mencerminkan kesehatan finansial perusahaan. Analisa yang dilakukan juga berhubungan dengan faktor lain, seperti *insurance coverage, restrictive covenant* dalam kesepakatan hutang, dan sebagainya. Evaluasi mengenai *financial distress* perusahaan, termasuk *contingency plan* dan kemampuan serta fleksibilitas lain dalam bertindak dengan berbagai skenario. Dukungan dan komitmen pemegang saham juga menjadi penilaian.

2.2.5 Tujuan dan Manfaat Peringkat

Tujuan dari proses pemeringkatan adalah memberikan informasi yang dapat dipercaya mengenai kinerja keuangan dan posisi bisnis perusahaan kepada pihak-pihak yang memerlukan, misalnya *counter party*, calon investor, atau untuk memenuhi persyaratan tertentu dan mentaati peraturan yang berlaku, dan sebagainya. Manfaat peringkat menurut Raharjo (2004), antara lain:

1. Bagi perusahaan

a. Informasi posisi bisnis

Dengan diberi peringkat, maka perusahaan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan lain yang sejenis (*benchmark*).

b. Menentukan struktur obligasi

Peringkat merupakan alat bantu untuk menetapkan struktur atas instrumen surat hutang yang diterbitkan, berupa kupon atau tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu penerbitan, jumlah emisi, persyaratan-persyaratan, jaminan atau agunan, serta struktur pendukung lainnya.

c. Alat pemasaran

Peringkat yang bagus akan meningkatkan daya tarik perusahaan di mata investor. Dengan demikian, peringkat bisa menjadi sarana pemasaran dan promosi bagi perusahaan.

d. Menjaga kepercayaan investor

Peringkat diberikan oleh lembaga pemeringkat yang independen. Oleh karena itu, jika peringkat yang diberikan bagus, maka bisa menambah tingkat kepercayaan dan kredibilitas di mata investor.

2. Bagi investor

a. Informasi risiko investasi

Peringkat bisa menjadi salah satu sumber informasi yang memberikan gambaran atas risiko sebuah investasi, terutama risiko kredit.

b. Perbandingan

Dengan adanya peringkat, maka investor dapat melakukan perbandingan antara perusahaan yang satu dengan yang lainnya.

2.3 Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya mengenai efek peringkat kredit terhadap struktur modal belum banyak dilakukan. Darren Kisgen (2006), dengan judul tulisannya “*Credit Ratings and Capital Structure*”, adalah orang pertama yang meneliti mengenai efek langsung *credit rating* terhadap pengambilan keputusan struktur modal. Kisgen menemukan bahwa *credit rating* secara langsung mempengaruhi manajer dalam pengambilan keputusan struktur modal. Seluruh hasil regresi dalam penelitiannya menunjukkan bahwa perusahaan dengan peringkat yang mendekati perubahan, baik peningkatan (*upgrade*) maupun penurunan (*downgrade*) akan menerbitkan kurang lebih 1% lebih sedikit hutang relatif terhadap ekuitas.

Menurutnya, hal ini dilakukan sehubungan dengan *discrete costs (benefits)* yang ditimbulkan akibat perubahan *rating*. Perbedaan *credit rating* akan mempengaruhi operasional perusahaan dan akses ke pasar keuangan, seperti *commercial paper*, persyaratan dalam obligasi, dan ketentuan jaminan dalam surat hutang, dimana perubahan *rating* dapat memacu perubahan *coupon rates*, keputusan pembelian kembali suatu instrumen investasi, atau yang lainnya. Beberapa contoh *discrete costs (benefits)* lain yang dipengaruhi oleh *credit rating* yang ada di dalam paper Kisgen akan dituliskan di bawah ini.

Credit rating dapat mempengaruhi operasi bisnis perusahaan dengan berbagai macam cara. Misalnya untuk perusahaan yang ingin membuat kontrak jangka pendek dibutuhkan spesifik *credit rating* tertentu dari *counterparty*-nya, *credit rating* yang spesifik (minimum A-) juga dibutuhkan apabila suatu perusahaan ingin membuat *swap arrangements* atau transaksi *asset-backed securities*, selain itu untuk melakukan

merger juga dibutuhkan *rating* tertentu, tidak semua *rating* memenuhi syarat. Oleh sebab itu, *credit rating* yang rendah akan dengan negatif mempengaruhi hubungan (*relationship*) dengan berbagai macam pihak, seperti karyawan, pelanggan, rekan bisnis, dan lain lain.

Akses terhadap *commercial paper* dipengaruhi oleh *rating* jangka panjang. Standard and Poor's (2001) menyatakan bahwa terdapat hubungan yang kuat antara peringkat jangka panjang perusahaan dengan *rating commercial paper* perusahaan tersebut. Perusahaan dengan *rating* AA- sebaiknya mendapat *rating* A1+ pada *commercial paper*, perusahaan dengan *rating* A+ atau A menerima *rating* A1 pada *commercial paper*, dan perusahaan dengan *rating* BBB hingga A- mendapat *rating* A2. Biasanya, *rating* jangka panjang BBB keataslah yang diperlukan untuk akses terhadap *commercial paper* dan *rating* jangka panjang A yang diperlukan untuk memperluas akses *commercial paper* dengan investor global mancanegara.

Dalam penelitian Kisgen, beberapa contoh kejadian tersebutlah yang membuat *credit rating* menjadi bahan pertimbangan manajer dalam mengambil keputusan struktur modal. Pendekatan struktur modal diukur dengan penerbitan hutang bersih relatif terhadap penerbitan ekuitas bersih dengan variabel *dummy* yang membedakan antara perusahaan yang mendekati perubahan *credit rating* dengan yang tidak. Kisgen melakukan pengukuran tersebut dengan dengan dua cara, yaitu dengan melihat kemungkinan perubahan antar kategori *rating* besar (*Broad Rating*), misalnya dari BBB menjadi A, dan dengan melihat kemungkinan semua perubahan *rating* yang terjadi (*Micro Rating*), misalnya dari BBB menjadi BBB-.

Kisgen juga melakukan mengikutsertakan *credit rating* dalam pengujian empiris mengenai teori tradisional yang mendasari keputusan struktur modal, yaitu *Pecking Order Theory* dan *Tradeoff Theory*. Hasil dari kedua penelitian tersebut menemukan bahwa *credit rating* tetap memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan struktur modal jika dilihat dari kedua teori tersebut. Hal ini menunjukkan

bahwa *credit rating* dapat dilihat sebagai faktor pelengkap (*complementary*) pada teori-teori struktur modal yang telah ada.

Penelitian yang serupa juga dilakukan oleh Sharlini Cita (2007) dalam penelitiannya yang berjudul “Analisis Pengaruh *Credit Rating* Terhadap Keputusan Struktur Modal Perusahaan-Perusahaan Di Indonesia Pada Periode 2002-2005”. Penelitian ini mengambil sampel 40 perusahaan terbuka dari berbagai industri selama empat tahun, dari tahun 2002 hingga 2005. Kali ini, hasil penelitian tidak menunjukkan signifikansi hubungan antara *credit rating* dengan keputusan struktur modal. Hasil yang tidak signifikan juga ditemukan apabila *credit rating* dimasukkan dalam kedua teori struktur modal, yaitu *Pecking Order Theory* dan *Tradeoff Theory*. Cita juga menggunakan pendekatan penerbitan hutang bersih relatif terhadap penerbitan ekuitas bersih untuk mengukur keputusan struktur modal dan variabel *dummy* sebagai penanda *credit rating*.

Penulis juga menemukan penelitian lain mengenai *credit rating* dan keputusan finansial dalam perusahaan. Hovakimian, Kayhan, dan Titman (2008) dalam tulisannya yang berjudul “*Credit Rating Targets and Corporate Decisions*” menyatakan bahwa untuk mendapatkan *credit rating* yang tinggi, perusahaan membutuhkan ekuitas dalam jumlah yang relatif banyak, jika dibandingkan dengan hutang, dan hal ini sangat membutuhkan biaya (*costly*). *Credit rating* yang tinggi hanya digunakan perusahaan yang nantinya akan mendapatkan banyak manfaat dari *rating* tersebut, misalnya perusahaan yang sedang berkembang (*growth firms*) yang mengharapkan peningkatan sejumlah modal dikemudian hari. Sebaliknya, perusahaan yang relatif kecil yang membutuhkan ekuitas dengan lebih proporsional dalam struktur modalnya memiliki *rating* yang lebih rendah.

Dalam *paper* tersebut disebutkan bahwa preferensi manajerial juga mempengaruhi pemilihan target *rating*. Manajer menginginkan *rating* yang lebih tinggi agar kemanan kerja dapat dicapai dan dipertahankan. Karena, dengan *rating* yang tinggi mengartikan bahwa perusahaan memiliki probabilita *default* yang rendah.

Dan sebagai konsekuensinya, manajer akan memilih *rating* yang tinggi karena pemilik dan jajaran petinggi dalam perusahaan tersebut memberikan kewenangan untuk itu. Ketika *rating* perusahaan dibawah target, manajer melakukan penambahan ekuitas dan keputusan untuk mengurangi *leverage*. Sedangkan apabila *rating* perusahaan diatas target yang diperkirakan, manajer akan mengeluarkan kebijakan keuangan yang dapat meningkatkan *leverage*. Selain itu, perusahaan cenderung untuk meningkatkan *dividend payouts* ketika memiliki *rating* diatas target, dan tidak melakukan akuisisi ketika memiliki *rating* dibawah target.

