

BAB 2 LANDASAN TEORI

2.1. Teori Obligasi

Obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan (*financing*) bagi pemerintah dan perusahaan, yang dapat diperoleh dari pasar modal. Secara sederhana, obligasi merupakan suatu surat berharga yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) kepada investor (*bondholder*), dimana penerbit akan memberikan suatu imbal hasil (*return*) berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut mengalami jatuh tempo. (Adler, Desmon, Wilson; 2007)

Obligasi adalah instrumen hutang jangka panjang yang mengindikasikan bahwa sebuah perusahaan telah meminjam sejumlah uang tertentu dan berjanji untuk membayarnya di masa depan dengan syarat-syarat yang sudah ditentukan. Syarat yang ditentukan sebelumnya adalah waktu jatuh tempo, *coupon interest rate*, dan periode pembayaran bunga. (Gitman; 2003)

Sedangkan menurut Bodie, Kane, dan Marcus (2005), obligasi sering disebut sebagai *fixed-income securities*, karena obligasi menawarkan aliran pendapatan kas yang tetap atau aliran pendapatan kas dengan formula yang sudah ditentukan sebelumnya. Obligasi relatif mudah dimengerti karena besarnya pembayaran sudah ditentukan dari awal dan risiko yang ditanggung dapat menjadi relatif kecil selama penerbit obligasi dapat dipercaya kemampuannya untuk membayar hutangnya.

2.1.1. Penerbitan Obligasi

Menurut Ross, et al (2008), pada umumnya prosedur yang dilakukan dalam penerbitan obligasi hampir sama dengan prosedur penerbitan saham. Pertama, penerbitan obligasi ini harus disetujui oleh dewan direksi. Kedua, perusahaan menyiapkan *registration statement* yang akan diperiksa oleh lembaga terkait. Ketiga, jika disetujui oleh lembaga terkait, *registration statement* tersebut akan berlaku 20 hari setelahnya dan obligasi dapat diperjualbelikan.

Berbeda dengan saham, *registration statement* obligasi membutuhkan *indenture*, yaitu perjanjian tertulis antara perusahaan peminjam dengan perusahaan *trust* yang umumnya adalah bank. Bank tersebut bertugas untuk (1) memastikan bahwa semua aturan didalam *indenture* dipatuhi, (2) mengelola *sinking fund*, dan (3) mewakili pemegang obligasi jika perusahaan tersebut gagal bayar.

Dokumen *indenture* obligasi dapat mencapai ratusan halaman dan biasanya mencantumkan provisi-provisi sebagai berikut:

- Aturan-aturan dasar dari obligasi
Indenture obligasi harus mencantumkan beberapa aturan dasar seperti nilai denominasi obligasi tersebut, waktu jatuh tempo, tingkat bunga yang ditawarkan, dan aturan pembayaran bunga tersebut. Transaksi antara pembeli dan penjual obligasi yang nantinya akan menentukan harga pasar dari obligasi tersebut. Nilai pasar suatu obligasi tergantung pada beberapa faktor termasuk tingkat bunga yang ditawarkan. Selain itu, nilai pasar obligasi tidak harus sama dengan nilai denominasinya.
- Penjelasan mengenai properti yang digunakan sebagai jaminan
Terdapat jenis obligasi yang menggunakan jaminan berupa aset. Aset yang biasa digunakan berupa property atau real estate. Nilai dari jaminan tersebut tergantung dari harga pasar aset yang dijamin. Jika perusahaan gagal membayar kewajibannya, maka aset yang dijamin tersebut dapat dijual untuk menutup kerugian dari pemegang obligasi.
- Detail dari perjanjian perlindungan (*protective covenants*)
Protective covenant adalah bagian dari *indenture* yang membatasi kegiatan dari perusahaan peminjam untuk melindungi hak pemegang obligasi. *Protective covenant* dapat dibedakan menjadi dua, *positive covenant* dan *negative covenant*. *Negative covenant* membatasi kegiatan yang boleh dilakukan oleh perusahaan, contohnya, (1) membatasi jumlah dividen yang boleh dibayarkan, (2) perusahaan tidak boleh menerbitkan hutang jangka panjang lagi, (3) perusahaan tidak dapat menjual aset yang besar nilainya tanpa persetujuan pemberi pinjaman, dan (4) perusahaan tidak boleh

melakukan merger dengan perusahaan lain. Sementara itu, *positive covenant* mencantumkan kegiatan-kegiatan yang harus dilakukan oleh peminjam, contohnya, (1) peminjam harus menjaga *working capital* pada level tertentu dan (2) peminjam harus menyerahkan laporan keuangan periodik pada pemberi pinjaman.

- Pengaturan *sinking fund*

Pembayaran obligasi dapat dilakukan pada saat jatuh tempo maupun sebelum jatuh tempo. *Sinking fund* adalah sebuah akun yang dikelola oleh bank untuk mengelola pembayaran obligasi. Perusahaan peminjam membayar ke bank setiap tahunnya. *Sinking funds* ini memberikan pengamanan ekstra bagi pemegang obligasi. Selain itu, *sinking funds* juga memberikan opsi yang menarik bagi perusahaan peminjam.

- *Call provision*

Call provision memungkinkan perusahaan peminjam untuk membeli kembali obligasi yang sudah diterbitkan dengan harga yang sudah ditentukan sebelumnya setelah periode tertentu. Dengan *call provision*, harga pembelian kembali obligasi tersebut akan lebih tinggi jika tingkat bunga yang ditawarkan kecil dan sebaliknya.

2.1.2. Karakteristik Obligasi

Secara umum, obligasi dapat dibagi berdasarkan empat karakter berikut (Agus Salim; 2002):

- Fitur Intrinsik (*Intrinsic Features*)

Kupon, waktu jatuh tempo, dan tipe kepemilikan obligasi merupakan fitur intrinsik yang penting bagi suatu obligasi. Kupon dari suatu obligasi mengindikasikan pendapatan periodik yang akan diperoleh investor selama usia dari obligasi tersebut atau selama periode kepemilikannya. Kupon juga dikenal sebagai pendapatan bunga (*interest income*). Waktu jatuh tempo adalah tanggal yang spesifik saat usia obligasi berakhir. Pada tanggal tersebut emiten wajib membayar pokok beserta kupon terakhir dari obligasinya. Nilai pokok obligasi adalah nilai sebenarnya dari suatu obligasi. Tipe kepemilikan obligasi terbagi menjadi obligasi atas unjuk (*bearer bonds*) yang berarti bahwa

kepemilikan obligasi berdasarkan siapa yang memegang obligasi tersebut dan yang kedua adalah obligasi tanpa warkat (*registered bonds*) yang berarti bahwa kepemilikan obligasi berdasarkan siapa yang tercatat sebagai pemilik di kustodian sentral.

- Tipe Emisi

Berbeda dengan saham, suatu perusahaan dapat memiliki berbagai jenis obligasi *outstanding* yang berbeda-beda pada saat bersamaan. Tipe obligasi dapat dibedakan berdasarkan senioritas klaim dari obligasi tersebut mulai dari yang paling aman, yaitu obligasi senior (*secured bonds*), obligasi paripassu (*unsecured / debenture bonds*), hingga obligasi *subordinate* (*junior bonds*) yang mempunyai hak klaim atas pendapatan maupun pembayaran pokok paling terakhir.

- Provisi *Indenture*

Indenture adalah kontrak antara emiten dan investor berkaitan dengan aspek legal dari obligasi. *Trustee*, yang umumnya adalah bank, bertindak atas nama pemegang obligasi untuk memastikan bahwa semua provisi *indenture* dipenuhi oleh emiten, termasuk pembayaran bunga dan pokok obligasi yang tepat waktu.

- Fitur yang Mempengaruhi Jatuh Tempo

Investor harus sadar akan adanya fitur yang dimiliki oleh obligasi yang dapat mengakibatkan obligasi jatuh tempo sebelum waktunya, yaitu opsi *call* yang memberikan hak kepada penerbit obligasi untuk melunasi obligasinya pada suatu waktu sebelum jatuh tempo. Selain itu juga ada opsi *put* yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk meminta pelunasan obligasi lebih cepat sebelum waktu jatuh tempo serta *Sinking Fund* yang secara spesifik membuat obligasi dilunasi secara bertahap, sistematis, dan periodik sesuai dengan waktu yang telah ditetapkan.

Menurut Gitman (2003), biaya yang dikeluarkan oleh penerbit obligasi biasanya lebih besar dari biaya yang dikeluarkan untuk pinjaman jangka pendek. Berikut ini adalah faktor-faktor yang mempengaruhi biaya tersebut:

- Waktu jatuh tempo
 Pada umumnya, hutang jangka panjang membayar tingkat bunga yang lebih tinggi daripada hutang jangka pendek. Semakin lama waktu jatuh tempo dari suatu obligasi, maka semakin rendah akurasi untuk memperkirakan tingkat bunga di masa depan, sehingga semakin besar pula risiko yang ditanggung oleh pemegang obligasi.
- Besarnya obligasi yang ditawarkan
 Besarnya nilai obligasi yang ditawarkan juga mempengaruhi biaya bagi penerbit obligasi. Semakin besar nilai obligasi yang ditawarkan, semakin rendah biayanya. Hal ini disebabkan oleh biaya administrasi per dollar yang dipinjam menurun seiring dengan peningkatan nilai obligasi yang ditawarkan.
- Risiko *default* penerbit obligasi
 Semakin besar risiko *default* dari penerbit obligasi, maka semakin tinggi pula tingkat bunga obligasi. Pemegang obligasi tentu ingin menerima kompensasi dengan *return* yang lebih tinggi jika harus menanggung risiko yang lebih besar. Biasanya investor mempercayakan pada peringkat obligasi suatu perusahaan untuk menentukan risiko penerbit obligasi.

2.1.3. Jenis-jenis Obligasi

Berdasarkan jenis penerbitnya secara umum obligasi dapat dibedakan menjadi dua, yaitu obligasi pemerintah dan obligasi korporasi. Obligasi pemerintah sendiri terbagi menjadi dua, yaitu obligasi pemerintah pusat (*Treasury Bonds*) dan obligasi pemerintah daerah (*Municipal Bonds*). Di lain sisi, berdasarkan strukturnya, obligasi dapat dibedakan menjadi:

- Obligasi suku bunga tetap (*Fixed Rate / Straight Bonds*)
 Obligasi jenis ini memiliki kupon bunga dengan besaran tetap yang dibayar secara berkala kepada investor sepanjang masa berlakunya obligasi.

- Obligasi *Floating (Floating Rate Notes)*
Floating rate note (FRN) memiliki kupon yang perhitungannya mengacu pada suatu indeks pasar uang seperti LIBOR atau Euribor. *Floating rate notes* ini populer digunakan pada saat inflasi dan tingkat bunga di masa yang akan datang sulit untuk diprediksi. Obligasi ini biasanya dijual mendekati harga par karena penyesuaian yang otomatis sesuai dengan kondisi pasar.
- Obligasi tanpa kupon (*Zero Coupon Bonds*)
Zero Coupon Bonds adalah obligasi yang tidak memberikan pembayaran bunga. Obligasi ini diperdagangkan dengan pemberian potongan harga (*discount*) dari nilai par. Pemegang obligasi menerima secara penuh pokok hutang pada saat jatuh tempo obligasi.
- Obligasi *Convertible dan Exchangeable*
 Obligasi yang dapat ditukarkan dengan saham biasa (*common stock*) dari perusahaan penerbit obligasi disebut *convertible bonds*. Sedangkan *exchangeable bonds* dapat ditukarkan dengan saham biasa perusahaan lain.

Obligasi dapat dibedakan pula menjadi dua, yaitu *unsecured bonds* dan *secured bonds*. Berikut ini adalah klasifikasi obligasi menurut Gitman (2003):

- *Unsecured bonds*
 - *Debentures*, hanya bisa diterbitkan oleh perusahaan yang terpercaya. Biasanya *convertible bonds* adalah *debentures*.
 - *Subordinated debentures*, obligasi jenis ini tidak akan dibayar sebelum obligasi lain yang lebih senior dibayarkan.
 - *Income bonds*, bunga hanya dibayarkan jika perusahaan dapat menghasilkan laba. Biasanya diterbitkan untuk mereorganisasi perusahaan yang kurang berhasil. Penerbit obligasi tidak dianggap default jika gagal membayar bunga.
- *Secured bonds*
 - *Mortgage bonds*, obligasi ini dijamin menggunakan bangunan atau gedung.

- *Collateral trust bonds*, obligasi ini dijamin menggunakan saham dan atau obligasi yang dimiliki oleh penerbit obligasi. Nilai jaminan biasanya 25% sampai 35% di atas nilai dari obligasi yang diterbitkan.
- *Equipment trust certificates*, obligasi ini biasanya digunakan untuk mendanai asset seperti pesawat, truk, gerbong kereta, kapal, dan sebagainya. *Trustee* membeli sebuah asset dengan dana yang diperoleh dari penjualan obligasi lalu meminjamkan asset tersebut ke perusahaan.

2.1.4. Risiko Obligasi

Dalam melakukan investasi pada obligasi, terdapat risiko-risiko yang dapat timbul, diantaranya adalah:

- *Credit Risk (Default Risk)*
Credit risk adalah risiko bahwa emiten tidak dapat membayar bunga maupun pokok hutang. Alat ukur risiko ini yang lazim digunakan adalah peringkat dari emiten obligasi. Secara umum peringkat didefinisikan sebagai suatu pendapat tentang kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban-kewajiban finansialnya dengan memperhitungkan faktor-faktor risiko yang relevan.
- *Market Risk*
Risiko volatilitas harga instrumen dan risiko reinvestasi dari kupon yang diterima akibat pergerakan tingkat suku bunga. Alat ukur yang umumnya digunakan untuk melihat sensitivitas harga terhadap pergerakan suku bunga adalah *duration* dan *convexity*.
- *Liquidity Risk*
Liquidity risk adalah risiko bahwa pemegang instrumen menemui kesulitan dalam menjual obligasi di harga wajar ketika terpaksa harus menjualnya.
- *Foreign Exchange Risk*
Forex risk ini merupakan risiko yang timbul karena pergerakan kurs mata uang apabila berinvestasi pada suatu obligasi yang memiliki mata uang yang berbeda.
- *Political (Country) Risk*
Risiko politik dapat timbul akibat adanya tindakan pemerintah, seperti perubahan peraturan, penjadwalan, dan restrukturisasi hutang.

2.2. Peringkat Obligasi

2.2.1. Deskripsi Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi adalah opini tentang kelayakan kredit dari penerbit obligasi berdasarkan faktor-faktor risiko yang relevan. Peringkat yang diberikan bukan merupakan sebuah rekomendasi untuk membeli, menjual, atau mempertahankan suatu obligasi. Opini ini berfokus pada kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk memenuhi kewajibannya secara tepat waktu. Opini yang diberikan juga tidak spesifik menunjuk suatu obligasi tetapi untuk perusahaan penerbit obligasi tersebut. Peringkat obligasi tersebut memberikan analisis tentang kelayakan kredit perusahaan sehingga dapat digunakan untuk berbagai macam tujuan finansial dan komersial, seperti negosiasi leasing jangka panjang atau meminimalisasi *letter of credit* untuk vendor. Selain itu, perusahaan dapat memilih untuk menerbitkan peringkat yang didapatkan pada publik atau merahasiakannya. (Ong; 2002).

Sebelum melakukan penjualan obligasi, kebanyakan korporasi akan meminta lembaga pemeringkat untuk memberikan peringkat. Dalam proses pemeringkatan ini, hal yang paling penting adalah pertemuan dengan manajemen korporat. Pertemuan ini dimaksudkan untuk melakukan review yang detail terhadap rencana operasional dan finansial perusahaan, kebijakan manajemen, dan faktor-faktor kredit lain yang dapat mempengaruhi peringkat. CFO dan CEO perusahaan biasanya mewakili manajemen dalam pertemuan yang dijadwalkan beberapa kali ini. Pada umumnya, lembaga pemeringkat akan meminta laporan keuangan yang sudah diaudit, laporan keuangan interim, deskripsi tentang kegiatan operasi dan produk perusahaan, dan *draft* pernyataan registrasi.

Peringkat obligasi akan mempengaruhi tingkat pengembalian obligasi yang diharapkan oleh investor. Semakin buruk peringkat suatu obligasi, maka akan semakin tinggi pula tingkat pengembalian hasil yang akan dituntut investor atas suatu obligasi. Obligasi berperingkat rendah akan menyediakan tingkat kupon yang tinggi. Sebaliknya obligasi dengan peringkat tinggi menandakan bahwa kualitas obligasi tersebut bagus sehingga dapat memberikan tingkat kupon yang rendah. (Darmawan; 2007)

Peringkat obligasi penting karena obligasi dengan peringkat yang rendah biasanya memiliki biaya bunga yang lebih tinggi. Tetapi, penelitian-penelitian terakhir menunjukkan bahwa peringkat obligasi kurang mencerminkan risiko obligasi. Harga saham dan harga obligasi dari suatu perusahaan tidak memperlihatkan efek yang abnormal diakibatkan oleh perubahan peringkat. Hal ini mungkin disebabkan oleh karena peringkat obligasi didasarkan pada informasi yang tersedia di publik dan tidak menambahkan informasi baru bagi pasar. (Ross, Westerfield, Jaffe, Jordan; 2008)

Perusahaan-perusahaan umumnya berusaha untuk mempertahankan peringkat obligasi yang dimilikinya karena menguntungkan bagi perusahaan. Beberapa keuntungan yang dapat diperoleh adalah kemampuan untuk menerbitkan *commercial paper*, jalan masuk ke pasar modal dan investor, dan hubungan yang lebih baik dengan pihak ketiga. Keuntungan-keuntungan yang diperoleh tersebut mendorong perusahaan untuk mempertahankan peringkat obligasinya dengan mengurangi penggunaan hutang pada saat menjelang penerbitan peringkat obligasi. Penggunaan hutang yang lebih sedikit dapat mencegah penurunan peringkat obligasi dan mendorong peningkatan peringkat obligasi tersebut. (Kisgen; 2006)

2.2.2. Manfaat Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi saat ini dipandang penting. *Securities and Exchange Commission* (SEC), dalam laporannya mengenai peran dan fungsi lembaga pemeringkat, menyatakan bahwa pentingnya peringkat obligasi bagi investor telah meningkat secara signifikan sehingga mempengaruhi struktur transaksi finansial, akses penerbit obligasi terhadap modal, dan kemampuan investor dalam melakukan investasi. Bahkan majalah *The Economist* (2005) menyatakan bahwa saat ini lembaga-lembaga pemeringkat adalah salah satu institusi yang paling berpengaruh di pasar modal.

Manfaat umum dari proses pemeringkatan obligasi adalah (Rahardjo; 2004):

- a. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai produk obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
- b. Efisiensi biaya. Hasil peringkat obligasi yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindari kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan, seperti penyediaan *sinking fund* dan jaminan aset.
- c. Menentukan besarnya *coupon rate*, semakin bagus peringkatnya, cenderung semakin rendah nilai *coupon rate* dan sebaliknya.
- d. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran hutang, tingkat risiko investasi yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkatan hutang tersebut.
- e. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

Adapun beberapa manfaat yang akan didapatkan oleh emiten adalah:

- a. Informasi posisi bisnis. Pihak perusahaan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
- b. Menentukan struktur obligasi. Perusahaan dapat menentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.
- c. Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan peringkat yang cukup bagus maka kewajiban menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.
- d. Alat pemasaran. Peringkat obligasi yang baik terlihat lebih menarik sehingga dapat membantu pemasaran obligasi tersebut.
- e. Menjaga kepercayaan investor. Peringkat obligasi yang independen akan membuat investor merasa lebih aman sehingga kepercayaan bisa lebih terjaga.

2.2.3. Lembaga Pemeringkat

Lembaga-lembaga pemeringkat obligasi adalah organisasi profesional yang menyediakan jasa analisis dan beroperasi dengan prinsip-prinsip dasar, yaitu independen, obyektif, kredibilitas, dan *disclosure*. (Ong; 2002). Beberapa lembaga pemeringkat tingkat dunia yang populer adalah Standard & Poor's, Moody's dan Fitch ratings. Sedangkan di Indonesia, lembaga pemeringkatnya adalah PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia).

Lembaga-lembaga pemeringkat seperti Moody's dan Standard & Poor's melakukan penilaian terhadap risiko dari obligasi yang diterbitkan ke publik. Lembaga-lembaga ini menggunakan rasio-rasio finansial dan analisis arus kas untuk menilai kemungkinan pembayaran bunga dan pokok obligasi. Obligasi yang berkualitas tinggi memberikan return yang lebih rendah daripada obligasi berkualitas rendah. Hal ini menggambarkan trade-off antara risiko dan return yang diperoleh pembeli obligasi. (Gitman; 2003)

Selain itu, menurut Bodie, Kane, Marcus (2005), lembaga-lembaga pemeringkat mengeluarkan sebagian besar peringkat berdasarkan analisis peringkat dan kecenderungan dari rasio-rasio keuangan perusahaan penerbit obligasi.

Berikut ini adalah peringkat obligasi yang diterbitkan oleh beberapa lembaga pemeringkat populer:

- Standard & Poor's: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, D.
- Moody's : Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Baa1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C.
- Fitch Ratings: AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, DDD, DD, D.

Sedangkan untuk PT. Pefindo sebagai lembaga pemeringkat lokal yang banyak memberikan penilaian peringkat terhadap obligasi berbagai perusahaan di Indonesia memiliki level peringkat obligasi sebagai berikut:

Tabel 2.1. Interpretasi Rating Pefindo

AAA	Obligasi yang diperingkat sebagai AAA adalah obligasi dengan peringkat tertinggi yang diberikan oleh Pefindo. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat superior dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
AA	Obligasi dengan peringkat AA hanya berbeda sedikit dengan obligasi dengan peringkat AAA. Kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya sangat kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi Indonesia lainnya.
A	Obligasi dengan peringkat A mengindikasikan kapasitas penerbit obligasi untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya relatif kuat dibandingkan dengan penerbit obligasi lainnya, tetapi obligasi ini tetap lebih mudah terpengaruh oleh perubahan keadaan dan kondisi ekonomi daripada obligasi peringkat AAA dan AA.
BBB	Obligasi berperingkat BBB mengindikasikan parameter yang cukup aman dibandingkan dengan obligasi Indonesia lainnya. Memburuknya kondisi ekonomi atau perubahan keadaan akan mempengaruhi kapasitas penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.
BB	Obligasi dengan peringkat BB menggambarkan parameter perlindungan yang relatif agak lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Kapasitas dari penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya cukup rawan terhadap ketidakpastian terhadap kondisi bisnis, finansial, dan ekonomi.
B	Obligasi dengan peringkat B menggambarkan parameter perlindungan yang relatif lemah dibandingkan dengan obligasi lainnya. Penerbit obligasi masih mempunyai kapasitas untuk membayar kewajiban jangka panjangnya tetapi adanya kondisi-kondisi ekonomi, bisnis, dan finansial yang buruk akan sangat mempengaruhi kapasitas dan kemauan penerbit obligasi untuk membayar kewajiban jangka panjangnya.

Sumber: Pefindo

**Tabel 2.1. Interpretasi Rating Pefindo
(Lanjutan)**

CCC	Obligasi dengan peringkat CCC berpotensi untuk tidak membayar kewajibannya dan tergantung pada kondisi finansial dan bisnis yang baik untuk dapat membayar kewajibannya tersebut.
SD	Obligasi dengan peringkat SD (<i>Selective Default</i>) akan diberikan pada penerbit obligasi yang telah gagal membayar satu atau lebih obligasinya pada saat jatuh tempo. Rating SD diberikan oleh Pefindo jika penerbit obligasi telah gagal membayar salah satu obligasinya tetapi akan tetap membayar obligasi lainnya tepat waktu.
D	Obligasi diberi peringkat D jika penerbit obligasi tersebut gagal membayar kewajibannya dan otomatis diberikan pada saat penerbit pertama kali gagal membayar kewajibannya. Pengecualian diberikan jika pembayaran bunga telah lewat dari tanggal jatuh tempo tetapi masih didalam periode <i>grace</i> atau telatnya pembayaran terjadi karena adanya perselisihan komersial <i>bona fide</i> .

Sumber: Pefindo

Pada peringkat obligasi dari AAA sampai B dapat dimodifikasi menggunakan notasi plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat tersebut.

2.3. Analisis Laporan Keuangan

Analisis laporan keuangan adalah aplikasi dari alat dan teknik analitis untuk laporan keuangan bertujuan umum dan data-data yang berkaitan untuk menghasilkan estimasi dan kesimpulan yang bermanfaat dalam analisis bisnis. Terdapat beberapa alat penting untuk melakukan analisis keuangan, yaitu analisis laporan keuangan komparatif, analisis laporan keuangan *common-size*, analisis rasio, analisis arus kas, dan penilaian. (Wild, Subramanyam, Halsey;2005)

Analisis laporan keuangan komparatif dilakukan dengan cara menelaah neraca, laporan laba rugi, atau laporan arus kas yang berurutan dari satu periode ke periode berikutnya. Informasi yang terpenting yang didapat dari analisis laporan

keuangan komparatif adalah kecenderungan atau tren. Terdapat dua teknik analisis komparatif yang populer, yaitu analisis perubahan tahun ke tahun (*year-to-year change analysis*) dan analisis tren angka indeks (*index-number trend analysis*).

Analisis laporan keuangan *common-size* berbeda dengan komparatif karena merupakan analisis vertical sehingga digunakan untuk memahami pembentukan internal laporan keuangan. Analisis *common-size* menekankan pada sumber pendanaan (termasuk distribusi pendanaan antara kewajiban lancar, kewajiban tak lancar dan ekuitas) dan komposisi aktiva (termasuk jumlah untuk masing-masing aktiva lancar dan aktiva tak lancar. Analisis rasio merupakan salah satu alat analisis keuangan yang paling populer dan banyak digunakan. Analisis rasio akan dijelaskan lebih dalam pada sub bab berikutnya.

Alat penting lain dalam analisis laporan keuangan adalah analisis arus kas. Analisis arus kas terutama digunakan sebagai alat untuk evaluasi sumber dan penggunaan dana. Analisis arus kas menyediakan pandangan tentang bagaimana perusahaan memperoleh pendanaannya dan menggunakan sumber dayanya. Analisis ini juga digunakan dalam peramalan arus kas dan bagian dari analisis likuiditas.

Penilaian (*valuation*) merupakan hasil penting dari banyak jenis analisis bisnis dan laporan keuangan. Penilaian biasanya mengacu pada estimasi nilai intrinsik sebuah perusahaan atau sahamnya. Dasar penilaian adalah *present value theory* yang menyatakan bahwa nilai utang atau efek ekuitas sama dengan jumlah seluruh hasil yang diharapkan dari efek di masa depan, yang didiskontokan ke saat ini dengan menggunakan tingkat diskonto yang tepat. Dengan kata lain, teori tersebut menggunakan konsep *time value of money*.

Rasio keuangan yang terlihat dalam laporan keuangan suatu perusahaan dapat digunakan untuk melihat kinerja perusahaan tersebut. Rasio keuangan merupakan alat untuk mengetahui performa perusahaan. Rasio-rasio keuangan ini menjelaskan berbagai hubungan dan indikator keuangan yang terjadi dalam perusahaan. Menganalisa kinerja perusahaan dilakukan dengan membandingkan rasio keuangan perusahaan tahun ini dengan rasio rasio keuangan tahun-tahun sebelumnya untuk melihat trend atau perubahan kinerja perusahaan dari tahun ke tahun. Selain itu, kinerja perusahaan dapat juga dilihat dengan membandingkan rasio keuangan perusahaan tersebut dengan rata-rata industrinya untuk melihat seberapa baik kinerja suatu perusahaan jika dibandingkan dengan rata-rata industrinya. (Helfert; 1991)

Analisis rasio dapat mengungkapkan hubungan penting dan menjadi dasar perbandingan dalam menemukan kondisi dan tren yang sulit untuk dideteksi dengan mempelajari masing-masing komponen yang membentuk rasio. (Wild, Subramanyam, Halsey; 2005)

Sementara itu, Friedlob dan Plewa (1996) menyatakan bahwa pada kenyataannya rasio keuangan hanyalah merupakan suatu titik awal dalam analisa keuangan perusahaan. Rasio tidak memberikan banyak jawaban pada pertanyaan sejauh mana dan bagaimana perusahaan mampu menghasilkan laba dan tetap tumbuh di masa yang akan datang. Rasio keuangan tidak lain hanyalah rambu-rambu mengenai apa yang diharapkan akan terjadi.

Menurut Gitman (2003), rasio dengan standar deviasi yang besar hanya mengindikasikan adanya masalah, tetapi harus dilakukan analisis lagi untuk mengetahui penyebab masalah tersebut. Analisis rasio hanya mengarahkan perhatian pada area-area yang mungkin bermasalah. Selain itu, satu rasio tidak dapat menjelaskan kinerja keseluruhan dari suatu perusahaan. Untuk menilai kinerja perusahaan dibutuhkan beberapa rasio. Rasio-rasio keuangan dapat dikategorikan menjadi lima, yaitu:

- Rasio Likuiditas

Likuiditas dari suatu perusahaan diukur dengan kemampuannya untuk membayar kewajiban jangka pendek sehingga rasio-rasio ini berfokus pada *current assets* dan *current liabilities*. Salah satu keunggulan dalam menggunakan *current assets* dan *current liabilities* adalah karena nilai buku dan nilai pasar akun-akun ini kemungkinan besar sama sehingga dapat langsung digunakan. Rasio-rasio ini dianggap sebagai indikator yang paling baik untuk menunjukkan masalah arus kas. Maka dari itu, rasio likuiditas sangat dipertimbangkan oleh kreditor jangka pendek. Contoh rasio likuiditas yang paling dasar adalah *current ratio* dan *quick (acid-test) ratio*.

Current ratio adalah salah satu rasio dasar yang sering digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendeknya. Rasio ini merupakan bagian dari rasio likuiditas. Pada umumnya, semakin tinggi *current ratio*, maka semakin likuid perusahaan tersebut. Biasanya *current ratio* sebesar 2.0 dapat diterima, tetapi nilai tersebut dapat berbeda untuk beberapa industri. Jika arus kas dari suatu perusahaan dapat diprediksi dengan mudah, maka semakin rendah nilai *current ratio* yang dapat diterima. *Current ratio* yang bernilai dibawah 1.0 berarti perusahaan tersebut tidak sehat dan memiliki *net working capital* negatif. Di lain sisi, bagi perusahaan, nilai *current ratio* yang tinggi mengindikasikan likuiditas yang tinggi pula tetapi dapat pula mengindikasikan inefisiensi dalam penggunaan kas dan aset-aset jangka pendek lainnya. *Current ratio* akan digunakan dalam penelitian ini. Rasio ini diukur sebagai berikut:

$$\text{current ratio} = \frac{\text{current assets}}{\text{current liabilities}} \dots\dots\dots 2.1$$

Sedangkan *Quick (Acid-test) Ratio* berbeda dengan *current ratio* dari penggunaan persediaan yang merupakan bagian harta lancar yang paling tidak likuid. Persediaan dikeluarkan dari harta lancar karena beberapa persediaan seperti bahan baku dan barang setengah jadi tidak dapat dijual dengan mudah dan biasanya persediaan dijual secara kredit yang berarti menjadi piutang

terlebih dahulu sebelum jadi kas. Selain itu, jumlah persediaan yang terlalu besar dapat mengindikasikan masalah dalam perusahaan itu. Perusahaan tersebut bisa saja terlalu banyak membeli atau memproduksi barang sehingga sebagian porsi likuiditasnya tertahan oleh persediaan yang sulit terjual. Rasio ini diukur sebagai berikut:

$$\text{Quick Ratio} = \frac{\text{current assets} - \text{inventory}}{\text{current liabilities}} \dots\dots\dots 2.2$$

- Rasio Aktivitas

Rasio-rasio ini mengukur seberapa cepat perusahaan dapat mengubah beberapa akun menjadi penjualan atau kas. Rasio aktivitas digunakan untuk mengukur aktivitas-aktivitas dari akun-akun lancar yang terpenting, seperti persediaan, piutang, dan hutang. Beberapa contoh rasio aktivitas adalah *inventory turnover*, *average collection period*, *average payment period*, dan *total asset turnover*.

Inventory turnover mengukur likuiditas persediaan barang suatu perusahaan. Besarnya nilai *inventory turnover* yang wajar bisa berbeda-beda tergantung industri perusahaan tersebut. Semakin tinggi rasio ini, semakin tinggi pula kemampuan perusahaan dalam mengelola persediaannya. Rasio ini dihitung dengan membagi harga pokok penjualan (COGS) dengan persediaan.

Average collection period adalah waktu rata-rata yang dibutuhkan untuk menagih piutang. Rasio ini berguna untuk melakukan evaluasi kredit dan kebijakan penagihan piutang. Rasio ini dihitung dengan membagi jumlah piutang dengan rata-rata jumlah penjualan per hari.

Total asset turnover mengindikasikan efisiensi perusahaan dalam menggunakan aset yang dimiliki untuk menghasilkan penjualan. Pada umumnya, semakin tinggi nilai *total asset turnover*, semakin efisien penggunaan aset perusahaan. Rasio ini diperhitungkan sebagai berikut:

$$Total\ asset\ turnover = \frac{sales}{total\ assets} \dots\dots\dots 2.3$$

- Rasio Solvabilitas

Rasio-rasio solvabilitas digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya, atau dengan kata lain *financial leverage*. Banyaknya hutang yang dimiliki suatu perusahaan menggambarkan jumlah uang dari luar perusahaan yang digunakan untuk menghasilkan profit. Semakin tinggi jumlah hutang suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung dan return yang harus dibayarkan. Rasio hutang yang biasa digunakan adalah *debt ratio*, *times interest earned ratio*, dan *fixed-payment coverage ratio*.

Debt ratio mengukur proporsi dari total asset yang didanai oleh kreditor perusahaan. Semakin tinggi nilai *debt ratio*, semakin tinggi pula jumlah uang kreditor yang digunakan dalam menghasilkan laba. *Debt ratio* dapat diukur dengan cara sebagai berikut:

$$Debt\ ratio = \frac{total\ liabilities}{total\ assets} \dots\dots\dots 2.4$$

Debt-to-equity ratio adalah salah satu ukuran rasio solvabilitas yang akan digunakan dalam penelitian ini. *Debt-to-equity ratio* yang terlalu tinggi mengindikasikan hutang yang berlebihan, menandakan kemungkinan perusahaan akan tidak dapat membayar sesuai dengan kewajiban obligasinya. *Debt-to-equity ratio* digunakan dalam penelitian ini dan dapat diperoleh dengan pengukuran sebagai berikut:

$$Debt\ to\ equity\ ratio = \frac{Total\ Debt}{Total\ Equity} \dots\dots\dots 2.5$$

Times interest earned ratio mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga hutang perusahaan. Semakin tinggi nilai rasio ini, maka semakin tinggi pula kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban

bunganya. *Times interest earned ratio* dihitung dengan membagi pendapatan sebelum bunga dan pajak dibagi dengan jumlah bunga.

$$\text{Times interest earned ratio} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Interest}} \dots\dots\dots 2.6$$

- Rasio Profitabilitas

Ukuran-ukuran rasio profitabilitas ini memungkinkan analisis untuk mengevaluasi profit perusahaan dengan mempertimbangkan penjualan, jumlah asset yang dimiliki, dan investasi pemilik perusahaan. Rasio profitabilitas menggambarkan seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya dan mengelola kegiatan operasionalnya. Tanpa profit, perusahaan tidak dapat memperoleh modal dari luar. Ukuran-ukuran yang dapat digunakan untuk menghitung profitabilitas adalah *gross profit margin*, *operating profit margin*, *net profit margin*, *earnings per share*, *return on total assets*, dan *return on common equity*.

Net profit margin mengukur persentase dari setiap penjualan yang tersisa setelah dikurangi dengan semua biaya dan beban, termasuk bunga, pajak, dan dividen saham preferen. Semakin tinggi *net profit margin* suatu perusahaan, semakin baik pula kinerjanya. Besarnya *profit margin* dari tiap industri biasanya berbeda-beda. *Net profit margin* dihitung sebagai berikut:

$$\text{Net profit margin} = \frac{\text{earnings available for common stockholders}}{\text{sales}} \dots\dots\dots 2.7$$

Return on Assets digunakan dalam penelitian ini. *Return on Assets (ROA)* digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen dalam menghasilkan profit dengan asset-asset yang tersedia. Investor lebih menyukai nilai ROA yang naik ataupun nilai ROA yang tetap tinggi karena mengindikasikan perusahaan tersebut sangat baik dalam mengelola laba dan asetnya. Semakin tinggi nilai ROA, maka laba yang diperoleh perusahaan akan semakin besar dibandingkan dengan aset yang dimilikinya. Nilai ROA yang tinggi menunjukkan

perusahaan tersebut efisien dalam menggunakan asetnya. *Return on total assets* dapat diukur sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{earnings available for common stockholders}}{\text{total assets}} \dots\dots\dots 2.8$$

- Rasio Pasar

Rasio pasar menghubungkan nilai pasar dari suatu perusahaan dengan nilai akuntansi tertentu. Rasio-rasio ini memberikan *insight* tentang bagaimana investor di pasar memandang risiko dan return dari sebuah perusahaan. Terdapat dua rasio pasar yang populer digunakan, yaitu *price/earnings ratio* dan *market/book ratio*.

Price/earnings ratio ini digunakan untuk melihat penilaian investor terhadap nilai saham perusahaan. P/E ratio mengukur berapa jumlah yang mau dibayarkan oleh investor untuk setiap dollar penghasilan perusahaan. Besarnya P/E ratio menggambarkan besarnya keyakinan investor terhadap kinerja masa depan perusahaan. Nilai P/E ratio yang rendah mengindikasikan bahwa investor hanya membutuhkan sedikit investasi untuk setiap penghasilan yang diperoleh perusahaan. Hal ini dapat menjadi tanda-tanda investasi yang baik. Sebaliknya, nilai P/E ratio yang relatif tinggi berarti investor harus membayar mahal untuk setiap penghasilan perusahaan. Sehingga dapat dikatakan bahwa aset perusahaan relatif mahal dan sebaiknya investor menunggu terlebih dahulu jika ingin berinvestasi pada perusahaan tersebut. Rasio ini dapat diukur sebagai berikut:

$$PE \text{ ratio} = \frac{\text{Market price per share of common stock}}{\text{earnings per share}} \dots\dots\dots 2.9$$

Market/book ratio memberikan perkiraan bagaimana investor memandang kinerja perusahaan. Rasio ini menghubungkan nilai pasar saham perusahaan dengan nilai bukunya. Nilai *Market/book ratio* yang lebih kecil dari satu

berarti perusahaan gagal dalam menghasilkan *value* bagi para pemegang sahamnya. Rumus untuk menghitung *M/B ratio* adalah sebagai berikut:

$$MB\ ratio = \frac{\text{market price per share of common stock}}{\text{book value per share of common stock}} \dots\dots\dots 2.10$$

Berdasarkan rasio-rasio keuangan diatas, penelitian ini menggunakan hanya beberapa rasio yang dianggap memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi perusahaan. Sehingga rasio yang akan diukur dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- *Current ratio,*
Rasio ini digunakan untuk mengukur likuiditas perusahaan. Likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dalam hal ini, berarti perusahaan dengan *current ratio* tinggi adalah perusahaan yang likuid sehingga dianggap dapat membayar bunga obligasi. (Darmawan; 2007)
- *Debt-to-equity ratio,*
Rasio ini digunakan untuk mengukur solvabilitas perusahaan. Solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang memiliki *debt-to-equity ratio* tinggi berarti menggunakan hutang yang terlalu banyak. Penggunaan hutang yang terlalu banyak dapat meningkatkan risiko *default* dari perusahaan tersebut. (Merton; 1974)
- *Return on assets,*
Rasio ini digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan profit dengan menggunakan aset yang dimiliki. Perusahaan dengan ROA yang tinggi dapat menggunakan asetnya secara efisien sehingga dapat memiliki profitabilitas tinggi. Perusahaan dengan tingkat profitabilitas tinggi seharusnya memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban obligasinya. (Manurung et al; 2009)

- *Net total assets*,

Net total assets dapat digunakan untuk mengukur besarnya ukuran perusahaan. Semakin besar asetnya, maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Untuk keperluan penelitian, maka ukuran perusahaan digambarkan dengan *ln net total asset* agar nilainya tidak terlampau besar. Pada umumnya, perusahaan besar mempunyai kinerja yang baik dan mempunyai posisi yang kuat dalam industrinya masing-masing. Hal ini menyebabkan perusahaan besar lebih dipercaya untuk dapat memenuhi kewajiban obligasinya. (Lopez; 2004)

2.4. Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya pernah dilakukan oleh Diana Laura Darmawan pada tahun 2007 dengan judul penelitian Pengaruh *Debt to Equity Ratio*, *Current Ratio*, *Return on Asset*, dan Risiko Sistematis Terhadap Peringkat Obligasi. Penelitian tersebut menggunakan variabel-variabel yang menggambarkan likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan risiko sistematis. Selain itu, penelitian tersebut menggunakan 23 perusahaan yang menerbitkan obligasi dan peringkatnya diumumkan oleh Pefindo pada tahun 2004. Penelitian oleh Darmawan tersebut menemukan bahwa *Debt to Equity Ratio*, *Current Ratio*, dan risiko sistematis (Beta) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat. Sedangkan *Return on Asset* berpengaruh terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat.

Penelitian lain pernah dilakukan oleh Manurung, Silitonga, dan Tobing dengan judul Hubungan Rasio-Rasio Keuangan Terhadap Rating Obligasi. Penelitian tersebut menggunakan cakupan rasio-rasio keuangan seperti *Current ratio (CR)*, *Total Asset Turnover*, *Return on Asset (ROA)*, *Net Profit Margin (NPM)*, *Return on Equity (ROE)*, *Debt to Equity Ratio (DER)*, dan risiko sistematis pasar (*beta*), sebagai variabel-variabel yang dapat mempengaruhi rating obligasi yang dikeluarkan lembaga pemeringkat. Dengan kata lain, penelitian tersebut menghitung likuiditas, profitabilitas, operasional, solvabilitas, dan risiko sistematis. Penelitian tersebut menggunakan 108 perusahaan yang dirating dan

diumumkan oleh Pefindo pada tahun 2007. Penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa Beta, *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Equity* (ROE), dan *Debt-to-Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat. Sedangkan *Current Ratio* (CR), *Total Asset Turnover* (TAT), dan *Return on Asset* (ROA) berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan lembaga pemeringkat.

Penelitian serupa juga pernah dilakukan oleh Pogue dan Soldofsky pada tahun 1969 dengan judul penelitian *What's in a bond rating*. Penelitian ini mencoba melihat pengaruh rasio leverage, profitabilitas, stabilitas pendapatan, dan ukuran perusahaan terhadap peringkat obligasi. Rasio leverage dihitung menggunakan *debt-to-equity ratio* dan rasio profitabilitas dihitung menggunakan *return on asset*. Penelitian ini menemukan bahwa rasio leverage dan stabilitas pendapatan mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat obligasi. Selain itu, rasio profitabilitas dan ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi.

Penelitian lain dilakukan oleh Kim (2005) dengan judul *Predicting bond ratings using publicly available information*. Penelitian ini menggunakan teknik non-parametrik dan menemukan bahwa peringkat obligasi dapat dipengaruhi oleh ukuran perusahaan, profitabilitas, leverage, manajemen aset, likuiditas, dan kas perusahaan.

Penelitian dengan judul *What's in a change in an industrial bond rating* juga dilakukan oleh Soldofsky dan Boe pada tahun 1983. Penelitian ini melihat pengaruh data laporan keuangan terhadap peringkat obligasi. penelitian ini menggunakan tujuh variabel independen dan menemukan bahwa variabel yang paling mempengaruhi peringkat obligasi adalah *return on asset*.