



Hak cipta dan penggunaan kembali:

Lisensi ini mengizinkan setiap orang untuk menggubah, memperbaiki, dan membuat ciptaan turunan bukan untuk kepentingan komersial, selama anda mencantumkan nama penulis dan melisensikan ciptaan turunan dengan syarat yang serupa dengan ciptaan asli.

Copyright and reuse:

This license lets you remix, tweak, and build upon work non-commercially, as long as you credit the origin creator and license it on your new creations under the identical terms.

BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1 Obligasi

Obligasi adalah kewajiban keuangan yang memiliki karakteristik tertentu dalam waktu pelunasan dan cara pelunasan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo (Nuh dan Wiyoto, 2011).

Menurut Keown (2005) dalam Sejati (2010) obligasi merupakan sekuritas yang sangat disukai karena biaya untuk menerbitkannya cukup murah dibandingkan dengan mengeluarkan saham, selain itu obligasi juga mempunyai efek *tax shield* bagi perusahaan. *Tax shield* merupakan pengurangan tagihan pajak perusahaan yang disebabkan oleh peningkatan beban yang dapat mengurangi pajak, biasanya depresiasi atau bunga. Sementara itu, terdapat juga beberapa kelebihan dari obligasi yang menjadi alasan mengapa investor mau berinvestasi di obligasi. Salah satunya adalah pendapatan tetap berupa kupon yang dihasilkan dari obligasi. Menurut Fakhruddin (2008) dalam Maharti (2011), bunga/kupon obligasi merupakan kewajiban perusahaan yang diberikan kepada investor atas pinjaman yang telah diberikan. Bagi investor kupon obligasi memberikan keuntungan atas dana yang telah diinvestasikan. Dibandingkan dengan bunga deposito, bunga yang ditawarkan obligasi pada umumnya relatif lebih tinggi.

Terdapat sejumlah pendapat yang menjelaskan alasan perusahaan menerbitkan obligasi. Keuntungan dari perusahaan apabila menerbitkan obligasi dibandingkan menerbitkan saham antara lain tidak adanya campur tangan pemilik dana terhadap perusahaan dan tidak ada *controlling interest* oleh pemilik obligasi terhadap perusahaan seperti halnya perusahaan yang menerbitkan saham (Suta, 2000 dalam Sejati, 2010).

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

Keuntungan lain dari obligasi yaitu dapat dikonversi menjadi saham. Konversi ini hanya dapat dilakukan pada jenis obligasi tertentu yaitu *convertible bond*. Investor yang telah mengkonversi obligasi ke saham pada harga tertentu telah sepenuhnya memiliki manfaat atas saham tersebut (Maharti, 2011).

Meskipun obligasi ini terlihat cukup aman dan memiliki beberapa keuntungan, namun risiko itu tetap ada. Risiko *default* merupakan risiko yang

ditanggung investor atas ketidakmampuan emiten melunasi obligasi pada waktu yang telah ditetapkan dalam kontrak obligasi. Risiko *default* dapat dinilai dari gagal bayar kupon dan pokok obligasi. Dampak yang ditimbulkan dari risiko *default* adalah harga obligasi perusahaan menurun tajam (Rahman, 2010 dalam Maharti, 2011).

Oleh karena itu, investor harus memilah-milah dalam membeli obligasi. Agar investor memiliki gambaran tingkat risiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar, maka di dalam dunia surat utang atau obligasi dikenal suatu tingkat yang menggambarkan kemampuan bayar perusahaan penerbit obligasi. Tingkat kemampuan membayar kewajiban tersebut dikenal dengan istilah peringkat obligasi (Arifman, 2013). Sementara menurut Setyapurnama (2008) dalam Ikhsan (2012) obligasi merupakan suatu instrumen pendapatan tetap (*fixed income securities*) yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) dengan menjanjikan suatu tingkat pengembalian kepada pemegang obligasi (*bondholder*) atas dana yang diinvestasikan investor berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut jatuh tempo (Setyapurnama (2008) dalam Ikhsan (2012)).

Obligasi memiliki beberapa jenis yang berbeda, yaitu (Bursa Efek Indonesia, 2010):

1. Dilihat dari sisi penerbit:

- a. *Corporate Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk badan usaha milik negara (BUMN), atau badan usaha swasta.
- b. *Government Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat.
- c. *Municipal Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah untuk membiayai proyek-proyek yang berkaitan dengan kepentingan publik (*public utility*).

2. Dilihat dari sistem pembayaran bunga:

- a. *Zero Coupon Bonds*: obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Namun, bunga dan pokok dibayarkan sekaligus pada saat jatuh tempo.
- b. *Coupon Bonds*: obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
- c. *Fixed Coupon Bonds*: obligasi dengan tingkat kupon bunga yang telah ditetapkan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan suatu acuan (*benchmark*) tertentu seperti *average time deposit* (ATD) yaitu rata-rata tertimbang tingkat suku bunga deposito dari bank pemerintah dan swasta.

3. Dilihat dari hak penukaran/opsi:

- a. *Convertible Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengkonversikan obligasi tersebut ke dalam sejumlah saham milik penerbitnya.
- b. *Exchangeable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.
- c. *Callable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
- d. *Putable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.

4. Dilihat dari segi jaminan atau kolateralnya:

- a. *Secured Bonds*: obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Dalam kelompok ini, termasuk di dalamnya adalah:
 - i. *Guaranteed Bonds*: obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan penanggungan dari pihak ketiga
 - ii. *Mortgage Bonds*: obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan agunan hipotik atas properti atau aset tetap.

iii. *Collateral Trust Bonds*: obligasi yang dijamin dengan efek yang dimiliki penerbit dalam portofolionya, misalnya saham-saham anak perusahaan yang dimilikinya.

b. *Unsecured Bonds*: obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya secara umum.

5. Dilihat dari segi nilai nominal:

a. *Konvensional Bonds*: obligasi yang lazim diperjualbelikan dalam satu nominal, Rp 1 miliar per satu lot.

b. *Retail Bonds*: obligasi yang diperjual belikan dalam satuan nilai nominal yang kecil, baik *corporate bonds* maupun *government bonds*.

6. Dilihat dari segi perhitungan imbal hasil:

a. *Konvensional Bonds*: obligasi yang diperhitungkan dengan menggunakan sistem kupon bunga.

b. *Syariah Bonds*: obligasi yang perhitungan imbal hasil dengan menggunakan perhitungan bagi hasil. Dalam perhitungan ini dikenal dua macam obligasi syariah, yaitu:

i. Obligasi Syariah Mudharabah merupakan obligasi syariah yang menggunakan akad bagi hasil sedemikian sehingga pendapatan yang diperoleh investor atas obligasi tersebut diperoleh setelah mengetahui pendapatan emiten.

- ii. Obligasi Syariah Ijarah merupakan obligasi syariah yang menggunakan akad sewa sedemikian sehingga kupon (fee ijarah) bersifat tetap, dan bisa diketahui/diperhitungkan sejak awal obligasi diterbitkan.

Sementara itu, dapat dilihat beberapa karakteristik obligasi yaitu (Bursa Efek Indonesia, 2010):

1. Nilai Nominal (*Face Value*) adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.
2. Kupon (*the Interest Rate*) adalah nilai bunga yang diterima pemegang obligasi secara berkala (kelaziman pembayaran kupon obligasi adalah setiap 3 atau 6 bulanan) Kupon obligasi dinyatakan dalam annual prosentase.
3. Jatuh Tempo (*Maturity*) adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau Nilai Nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon/bunga nya.

4. Penerbit/Emiten (*Issuer*) mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor sangat penting dalam melakukan investasi Obligasi Ritel. Mengukur risiko/kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon dan atau pokok obligasi tepat waktu (disebut *default risk*) dapat dilihat dari peringkat (*rating*) obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat seperti PEFINDO atau Kasnic Indonesia.

Menurut Bursa Efek Indonesia (2010) berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:

1. Par (nilai Pari): Harga Obligasi sama dengan nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$.
2. *at premium* (dengan Premi): Harga Obligasi lebih besar dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal RP 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$.
3. *at discount* (dengan Discount): Harga Obligasi lebih kecil dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$.

2.2 Signalling Theory

Menurut Godfrey (2010), *signalling theory* adalah asumsi bahwa manajer semua perusahaan memiliki insentif (meskipun berbeda) untuk mempertahankan kredibilitas mereka dengan pasar melalui pelaporan kinerja perusahaan. Oleh karena itu, teori sinyal memprediksi bahwa perusahaan akan mengungkapkan informasi lebih dari yang dituntut. Teori sinyal digunakan untuk memprediksi informasi apa yang akan diberikan oleh perusahaan, bagaimana, dan kapan.

Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberi sinyal pada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Dengan informasi yang didapat dari peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal bagi para investor terhadap kondisi perusahaan terkait dengan obligasi yang dikeluarkannya (Raharja dan Sari (2008) dalam Alfiani (2013)). Sedangkan menurut Arifman (2013) perusahaan memberikan sinyal berupa laporan keuangan yang digunakan lembaga pemeringkat untuk menetapkan peringkat dan investor menggunakan peringkat sebagai sinyal untuk mengetahui kelayakan investasi. Selain itu, jasa pemeringkat efek berperan dalam mengurangi konflik antara perusahaan dengan investor terkait dengan keinginan perusahaan agar seluruh obligasinya terjual dan investor menginginkan penjaminan kondisi perusahaan dalam

keadaan baik agar ia tidak mengalami kerugian. Dengan demikian, perusahaan dapat mengurangi biaya peminjaman dan investor tidak mengeluarkan biaya untuk menganalisis kondisi dan prospek perusahaan.

Dalam hal ini, perusahaan memberikan sinyal melalui laporan keuangannya baik kepada pihak pemberingkat obligasi maupun pengguna laporan keuangan lainnya. Perusahaan akan berusaha memberikan sinyal yang baik dalam laporan keuangannya supaya dapat memperoleh peringkat obligasi yang baik. Peringkat obligasi yang baik akan memberikan sinyal positif kepada para investor yang hendak menginvestasikan dananya dalam bentuk obligasi.

2.3 Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi penting untuk diperhatikan karena menunjukkan skala risiko atau tingkat keamanan dari suatu obligasi yang diterbitkan. Lebih lanjut, dinyatakan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Sunarjanto & Tulasi, 2013).

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu, peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian, peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu. Semakin tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default*

(Magreta & Nurmayanti, 2009 dalam Satoto, 2011). Menurut Alfiani (2013), peringkat obligasi merupakan sumber *legal insurance* bagi investor dalam mengurangi kemungkinan terjadinya *default risk* dengan cara melakukan investasi hanya pada obligasi yang memiliki peringkat tinggi. Raharja dan Sari (2008) mengungkapkan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan. Proses pemeringkatan berguna untuk menilai kinerja perusahaan dari berbagai faktor yang secara langsung maupun tidak langsung berhubungan dengan keuangan perusahaan. Berdasarkan informasi peringkat obligasi, investor dapat mengetahui *return* yang akan diperoleh sesuai dengan risiko yang dimiliki obligasi tersebut.

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

Pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh dua lembaga, yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic CRedit Rating. PEFINDO mempublikasi peringkat obligasi setiap bulan. PT Kasnic CRedit Rating Indonesia telah berganti nama menjadi Moody's Indonesia pada tahun 2007 (Yulianingsih, 2013).

Metodologi pemeringkatan Pefindo mencakup tiga risiko utama yaitu risiko industri, risiko bisnis dan risiko keuangan yang dirinci sebagai berikut (PEFINDO, 2014):

1. Risiko industri

Penilaian risiko industri meliputi 5 faktor utama risiko, yaitu:

- Pertumbuhan industri dan stabilitas, yang berhubungan dengan kondisi penawaran dan permintaan, prospek, peluang pasar, tahap industri (*initial, development, mature, decrease*), dan jenis produk yang ditawarkan dalam industri terkait (produk komplementer atau produk substitusi, spesifik atau umum, dan seterusnya).
- Pendapatan dan struktur biaya dari industri, yang mencakup pemeriksaan komposisi aliran pendapatan, kemampuan untuk menaikkan harga (kemampuan untuk meneruskan kenaikan biaya kepada pelanggan/pengguna akhir), pendanaan dan biaya operasional, struktur biaya dan komposisi biaya, komposisi biaya tetap dan biaya variabel, serta pengadaan dana.
- Persaingan di dalam industri, yang mencakup penilaian terhadap karakteristik industri untuk menentukan tingkat hambatan masuk untuk pemain baru. Penilaian juga mencakup analisis jumlah pemain di industri, pesaing terdekatnya, potensi perang harga, dan lain-lain untuk menentukan tingkat persaingan yang ada dan yang akan datang.

- Peraturan (kerangka peraturan), membatasi jumlah pemain, lisensi, kebijakan pajak, persyaratan yang berkaitan dengan kesehatan perusahaan, kebijakan harga pemerintah, dan persyaratan lainnya.
- Profil keuangan industri umumnya dinilai dengan analisis beberapa tolak ukur keuangan yang diambil dari beberapa perusahaan besar di industri yang paling dapat mewakili industri masing-masing. Analisis kinerja keuangan industri meliputi kapitalisasi, kualitas aset, profitabilitas, dan likuiditas.

2. Risiko keuangan

Penilaian risiko keuangan untuk bank meliputi:

- Kapitalisasi. Analisis meliputi penilaian pada komposisi modal bank (ekuitas, utang subordinasi, revaluasi aset, capital gain yang belum direalisasi, dan jenis-jenis kuasi-reorganisasi), posisi modal bank sesuai persyaratan bank sentral (Bank Indonesia), tingkat rasio kecukupan modal (*Capital Adequacy Ratio*), *dividend pay out ratio*, tingkat pertumbuhan internal modal kemampuan untuk mendapatkan sumber-sumber modal dari eksternal, modal dibandingkan dengan aset, serta filosofi manajemen dan strategi meningkatkan modal.
- Kualitas aset. Analisis meliputi penilaian intensif atas kredit bermasalah bank yang dipecah dengan kategori, kredit bank dengan sektor ekonomi, ukuran, dan mata uang, konsentrasi pada risiko kredit (total eksposur ke industri tertentu, perusahaan, atau

perorangan), pemukiman di kredit bermasalah (kredit yang lewat jatuh tempo, kredit yang direstrukturisasi, atau jenis lain dari kredit bermasalah), dan kerugian pinjaman kebijakan cadangan dan kecukupan bank. Di samping itu, analisis mendalam juga dilakukan pada aspek kualitatif pada kualitas aset seperti apakah bank sepenuhnya mengidentifikasi dan mengungkapkan pinjaman bermasalahnya, kebijakan penghapusan dari bank dan apakah bank mengimplementasikannya dengan tepat, dan penilaian kredit lain yang dapat memberikan petunjuk mengenai budaya kredit bank, kebijakan, dan prosedur serta efeknya terhadap kualitas aset.

- Profitabilitas. Analisis meliputi penilaian menyeluruh pada pendapatan bunga bersih dan margin bank (tren, kemampuan untuk bertumbuh, serta berkelanjutan), pendapatan selain bunga (ukuran, keragaman, serta potensi pertumbuhan), kualitas pendapatan, kemampuan untuk mengolah risiko dalam berbagai produk, laba usaha, dan laba bersih (tren, keberlanjutan, dan lain-lain), rasio biaya terhadap pendapatan (untuk mengukur efisiensi), dan strategi manajemen untuk mengontrol biaya operasional, dan meningkatkan pendapatan dari *fee* juga sering dinilai.
- Likuiditas dan fleksibilitas keuangan. Analisis ini meliputi penilaian pada kondisi pasar saat ini dan pengaruhnya terhadap likuiditas bank, pemeriksaan terhadap pengelolaan likuiditas bank (dalam hal kebijakan dan strategi), dan kemampuan untuk

mendapatkan arus kas langsung (internal maupun eksternal) dan rencana kontingensi untuk mendukung permintaan likuiditas. Pemeriksaan pada tingkat bunga bank dan ketidaksesuaian jatuh tempo, posisi devisa neto, *loan to deposit ratio*, dan evaluasi pada proporsi aset likuid bank dibandingkan dengan kewajiban jangka pendeknya juga tergabung dalam penilaian. Analisis fleksibilitas keuangan meliputi penilaian pada kemampuan bank untuk mengakses berbagai pasar dan meningkatkan modal dari sumber-sumber publik atau swasta serta kemungkinan dukungan dari pemerintah, terutama dalam kondisi tertekan.

Sementara risiko keuangan untuk perusahaan pembiayaan yaitu:

- Kapitalisasi. Analisis meliputi pemeriksaan pada ukuran dan komposisi modal perusahaan (ekuitas, aset yang dinilai kembali, capital gain yang belum direalisasi, laba ditahan, dan jenis-jenis kuasi-reorganisasi), persyaratan modal perusahaan sehubungan dengan peraturan menteri keuangan (*DER* maksimum sebesar 10x), *dividend payout ratio*, tingkat pertumbuhan modal internal, kemampuan untuk mendapatkan sumber modal eksternal/internal, modal dibandingkan dengan aset, serta filosofi manajemen dan strategi perusahaan meningkatkan modal.
- Kualitas aset. Analisis meliputi ulasan intensif pada piutang macet perusahaan yang dipecah berdasarkan kategori (1-30 hari, 31-60 hari, dan lain-lain) dan portofolio pinjaman (*leasing*, anjak piutang,

pembiayaan, dan lain-lain), portofolio produk yang dibiayai oleh perusahaan, dibagi menjadi jenis produk dan merek (mobil, motor, alat berat, dan lain-lain), konsentrasi risiko kredit (eksposur besar untuk perusahaan tertentu atau individu), kredit bermasalah (pinjaman lewat jatuh tempo, kebijakan penghapusan piutang, serta kebijakan kepemilikan kembali), dan kebijakan kerugian pinjaman dan cadangan perusahaan.

- Profitabilitas. Analisis terutama mencakup *review* dari pendapatan bersih bunga dan margin perusahaan (tren, kemampuan untuk bertumbuh, serta keberlanjutan), kemampuan perusahaan untuk menghasilkan pendapatan selain bunga (ukuran, keragaman, serta potensi pertumbuhan dan keberlanjutan), kualitas pendapatan perusahaan, kemampuan perusahaan untuk mengolah risiko dalam berbagai produk, laba operasi dan laba bersih (tren, keberlanjutan dan potensi pertumbuhan). Efisiensi operasi perusahaan diukur dengan rasio biaya terhadap pendapatan yang didefinisikan sebagai rasio beban operasional terhadap pendapatan operasional bersih juga dimasukkan dalam penilaian.
- Manajemen aset, liabilitas, dan fleksibilitas keuangan. Analisis meliputi penilaian terhadap komposisi jatuh tempo pendanaan dan pinjaman perusahaan, jenis perusahaan dan profil kredit (Rupiah vs mata uang asing), dan filosofi manajemen dan strategi likuiditas serta meminimalkan risiko keuangan. Mengukur perbedaan antara

suku bunga tetap dan suku bunga mengambang aset dan kewajiban juga penting. Analisis fleksibilitas keuangan mencakup penilaian pada kemampuan perusahaan untuk mengakses berbagai sumber dana dari sumber swasta atau publik untuk membiayai usaha pembiayaan baik dalam kondisi normal maupun dalam kondisi tertekan atau lingkungan yang sulit, kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pembiayaan bersama. Jejak rekam perusahaan serta *group* perusahaan tersebut dalam melunasi kewajibannya juga direview.

3. Risiko bisnis

Penilaian risiko bisnis suatu perusahaan berbeda dengan perusahaan lain. Risiko bisnis untuk bank yaitu:

- Posisi pasar. Analisis meliputi penilaian yang komprehensif mengenai saham bank dan ukuran di garis bisnis utama atau sektor serta prospek masa depan, produk bank yang ada, produk masa depan, perluasan pasar, dan keuntungan nyata lainnya yang dihasilkan dari posisi pasar bank (*pricing power vs funding base*) baik di pasar nasional, pasar regional, atau dalam segmen/sektor tertentu, kerentanan posisi pasar bank juga dilihat dengan membandingkan keunggulan kompetitif terhadap pesaing.
- Infrastruktur dan kualitas layanan. Analisis meliputi penilaian rinci pada jaringan distribusi bank seperti cabang, ATM, dan kemampuan IT untuk mendukung kegiatan operasi perbankan

sehari-hari dalam upaya untuk menyediakan produk yang lebih baik dan terintegrasi, serta memberikan layanan yang lebih baik kepada pelanggannya. Kualitas layanan bank juga sering dinilai, karena dianggap sebagai faktor penting untuk sebuah bank ritel untuk menarik pelanggan dan mendukung pertumbuhan berkelanjutan bank, terutama dalam persaingan bisnis yang ketat. Faktor lain yang juga dinilai antara lain, kemampuan karyawan dalam memberikan layanan perbankan dan penanganan keluhan dari pelanggan, kecepatan layanan, aksesibilitas, ketepatan waktu, dan lain-lain.

- Diversifikasi. Analisis meliputi penilaian menyeluruh pada jaringan bisnis bank yang berkaitan dengan penyebaran geografis/lokasi, lini bisnis, produk, struktur pendapatan, dasar pendanaan dan pinjaman pelanggan, risiko kredit (dipecah oleh sektor ekonomi, ukuran, dan basis pelanggan), serta keragaman ekonomi pasar bank, dan lain-lain.
- Manajemen & SDM. Analisis meliputi penilaian rinci pada kualitas bank dan kredibilitas manajemen dan karyawan kunci, strategi manajemen bank untuk mempertahankan pertumbuhan yang berkelanjutan (eksternal dan internal), kualitas bank dalam perencanaan dan strategi keuangan (agresif vs konservatif), struktur organisasi bank, kualitas bisnis bank, yang umumnya diukur dengan mempertanggungkan kriteria, proses persetujuan

kredit, delegasi persetujuan kredit dan otorisasi, valuasi jaminan, pemantauan eksposur kredit, sistem rating/scoring internal, alat atau sistem untuk mengidentifikasi eksposur potensi masalah serta peran dan reliabilitas dari audit internal dan departemen kepatuhan, dan efisiensi serta efektivitas manajerial bank. Penerapan tata kelola perusahaan (*good corporate governance*) yang baik, terutama akuntabilitas pengelolaan dan transparansi laporan keuangan, juga ditinjau.

Risiko bisnis untuk perusahaan pembiayaan yaitu:

- Posisi pasar. Analisis meliputi ulasan rinci tentang keunggulan kompetitif perusahaan yang diukur dengan saham, kekuatan *franchise* serta *brand* ekuitas dari produk yang dibiayai. Untuk menentukan saham, mempertimbangkan aset bersih layanan perusahaan, bukan berdasarkan total piutang yang tertera di neraca, karena lebih mencerminkan posisi pasar perusahaan. Di luar aspek kuantitatif, nilai *franchise* yang kuat juga dapat mendukung posisi pasar perusahaan. Beberapa perusahaan mungkin memperoleh kekuatan *franchise* mereka, karena mereka adalah anak dari perusahaan keuangan/bank yang memiliki nama yang besar atau kelompok otomotif besar, sementara yang lain bergantung pada kemampuan mereka sendiri untuk menembus pasar. Kemampuan perusahaan untuk memperluas bisnis di banyak daerah (perkotaan, pinggiran kota, atau bahkan daerah terpencil), dan keuntungan

nyata perusahaan dihasilkan dari dukungan kuat induk perusahaan (baik dari produsen otomotif atau lembaga keuangan besar) yang juga diperiksa dengan teliti.

- Saluran dan kemampuan distribusi. Penilaian mencakup analisis yang komprehensif mengenai cakupan jaringan perusahaan (jumlah cabang, sub-cabang, *point of sales*, *point of payment* di lokasi luas untuk menjangkau pelanggan secara luas), kemampuan perusahaan untuk menjaga hubungan baik dengan cabang dan dealer (kebanyakan penyaluran kredit dihasilkan dari referensi dealer), kemampuan perusahaan untuk mengintegrasikan sistem IT dan mengkoordinasikan pengumpulan database antar cabang serta kemampuan perusahaan untuk secara efisien mempercepat proses pinjaman dan pencairan dana.
- Diversifikasi. Analisis meliputi pemeriksaan secara detail pada seberapa baik diversifikasi perusahaan dalam hal basis pelanggan, wilayah geografis, sumber pendanaan, portofolio dari pembiayaan/leasing, portofolio produk yang dibiayai untuk memastikan stabilitas pendapatan, laba, kualitas aset, dan likuiditas perusahaan.
- *Management*. Analisis mencakup ulasan pada latar belakang manajemen, rekam jejak, visi, dan perencanaan strategis dalam menjalankan perusahaan (agresif dan konservatif). Kualitas sumber daya manusia juga akan sering direview, karena sumber daya

manusia sangat penting untuk pengembangan bisnis dan pertumbuhan perusahaan, terutama di lingkungan bisnis yang sangat kompetitif. Kualitas sumber daya manusia akan ditentukan dari kebijakan perusahaan dalam perekrutan, pelatihan, serta sistem yang berjalan dengan baik. Kualitas bisnis perusahaan juga diperiksa melalui kebijakan mempertanggungkan, proses dan prosedur pemberian kredit, rekening penagihan piutang dan manajemen, kebijakan cadangan, strategi pemasaran, kualitas *surveyor* dalam mengumpulkan data pelanggan dengan akurat, serta kualitas pelaksana dalam melaksanakan pengajuan agunan. Penilaian juga mencakup *review* terhadap fokus dari perusahaan pembiayaan (mobil atau sepeda motor, langsung atau avalis, dan lain-lain), strategi ekspansi (jenis produk, merek, daerah, dan lain-lain), serta penetrasi pasar untuk meningkatkan bisnisnya ke depan. Implementasi tata kelola perusahaan yang baik, pengendalian risiko internal yang kuat dan terintegrasi, dan kebijakan pada sumber pendanaan (*channel*, pembiayaan bersama, dan lain-lain) yang sering *direview*.

Pefindo juga menggunakan metode *Parent Support* (penyertaan induk) dalam menentukan peringkat obligasi. Metode *parent support* digunakan pada perusahaan swasta, sementara perusahaan yang dimiliki oleh pemerintah pusat dan pemerintah daerah menggunakan metode *Government Related Entries* (www.pefindo.co.id).

Pefindo sebagai lembaga *rating* lokal yang banyak memberikan penilaian *rating* terhadap surat utang berbagai perusahaan di Indonesia memiliki level *rating* sebagai berikut (PEFINDO, 2015):

1. idAAA

Efek utang dengan peringkat idAAA merupakan efek utang dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan obligor yang **superior** relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan.

2. idAA

Efek utang dengan peringkat idAA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang **sangat kuat** untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya.

3. idA

Efek utang dengan peringkat idA memiliki dukungan kemampuan obligor yang **kuat** dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.

4. idBBB

Efek utang dengan idBBB didukung oleh kemampuan obligor yang

memadai relative dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial, namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.

5. idBB

Efek utang dengan peringkat idBB menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang **agak lemah** relatif dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu.

6. idB

Efek utang dengan peringkat idB menunjukkan parameter perlindungan yang **sangat lemah**. Meskipun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya.

7. idCCC

Efek utang dengan peringkat idCCC menunjukkan efek utang yang **tidak mampu** lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya tergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.

8. idD

Efek utang dengan peringkat idD menandakan efek utang yang macet, perusahaan **gagal** memenuhi kewajiban finansial atas efek utang pada saat jatuh tempo. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Hasil pemeringkatan dari AA sampai dengan B dapat dimodifikasi dengan menambahkan tanda tambah (+) atau tanda kurang (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif obligor dalam suatu kategori peringkat tertentu.

Menurut *Quality Control Officer* PT PEFINDO, penambahan tanda tambah (+) atau kurang (-) dilakukan berdasarkan analisis risiko *parent support*. Sebagai contoh, Bank Danamon yang merupakan memiliki peringkat idAA+, sedangkan Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat memiliki peringkat idAA-. Pada tahun 2003, Temasek mengakuisisi 51% dari saham Bank Danamon melalui Asia Finance (Indonesia) Pte.Ltd. Temasek merupakan perusahaan investasi milik pemerintah Singapura yang mendapat peringkat AAA dari lembaga pemeringkat kredit Standard & Poor's, sehingga dapat dikatakan bahwa risiko gagal bayar dari Bank Danamon lebih kecil. Hal ini memberikan nilai tambah bagi Bank Danamon. Sementara, Bank Pembangunan Daerah Jawa Barat terbatas pada sektor provinsi Jawa Barat dan Banten. Batasan ini memberikan nilai kurang bagi Bank Jawa Barat.

Dengan demikian, peringkat obligasi yang digunakan oleh PT PEFINDO yaitu:

Tabel 2.1
Peringkat Obligasi

1.	idAAA	7.	idA-	13.	idBB-
2.	idAA+	8.	idBBB+	14.	idB+
3.	idAA	9.	idBBB	15.	idB
4.	idAA-	10.	idBBB-	16.	idB-
5.	idA+	11.	idBB+	17.	CCC
6.	idA	12.	idBB	18.	D

(Sumber: PEFINDO)

Investment grade (AAA, AA, A, BBB) adalah kategori bahwa suatu perusahaan atau negara dianggap memiliki kemampuan yang cukup dalam melunasi utangnya. Sehingga bagi investor yang mencari investasi yang aman, umumnya mereka memilih rating *investment grade*. *Non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D) adalah kategori dimana perusahaan dikatakan tidak layak untuk berinvestasi bagi para investor (www.pefindo.co.id).

Menurut Bodie (2006) dalam Arifman (2013), perusahaan pemeringkat obligasi menggunakan basis pemeringkatan mereka kebanyakan dari analisis tren dan tingkat rasio keuangan perusahaan penerbit. Rasio-rasio penting yang digunakan untuk menilai keamanan obligasi yaitu:

1. Rasio cakupan (*coverage ratio*)
2. Rasio pengungkit (*leverage ratio*)

3. Rasio likuiditas (*liquidity ratio*) – rasio lancar (aset lancar/kewajiban jangka pendek) dan rasio cepat (aset lancar tanpa persediaan/kewajiban jangka pendek).
4. Rasio profitabilitas (*profitability ratio*) – ukuran tingkat imbal hasil aset atau modal.
5. Rasio arus kas terhadap utang (*cash flow to debt ratio*).

Pemeringkatan obligasi oleh Pefindo dilakukan dengan menilai risiko bisnis, risiko industri dan risiko finansial perusahaan. Akan tetapi meskipun lembaga pemeringkat memberitahukan aspek penilaian dalam mengukur peringkat obligasi, lembaga pemeringkat tidak menjabarkan model matematis untuk mengukur peringkat obligasi (Yohanes (2012) dalam Arifman (2013)). Penelitian ini menggunakan rasio profitabilitas, *leverage*, likuiditas, *cash flow to debt ratio*, dan *growth* yang dapat diperhitungkan sebagai penilaian lembaga pemeringkat dalam memeringkat berdasarkan risiko finansial perusahaan.

2.4 Profitabilitas

Rasio profitabilitas mengukur pendapatan atau keberhasilan operasi suatu perusahaan untuk jangka waktu tertentu (Weygandt *et al.*, 2013). Menurut Pandutama (2012) rasio profitabilitas adalah rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan mengetahui efektifitas perusahaan dalam mengelola sumber sumber yang dimilikinya. Sedangkan menurut Gitman dan Zetter (2012), profitabilitas adalah

kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan tingkat penjualan, total aset, ataupun modal sendiri.

Menurut Weygandt *et al.* (2013), profitabilitas dapat diukur dengan beberapa ukuran sebagai berikut:

1. *Profit Margin*

Profit Margin mengukur persentase laba dari masing-masing penjualan unit yang menghasilkan pendapatan bersih perusahaan, dengan cara menghitung *net income* dibagi dengan *net sales*. Rasio ini menunjukkan berapa persen keuntungan yang dapat diperoleh oleh perusahaan dari total penjualan yang dilakukan.

2. *Asset Turnover*

Asset Turnover mengukur efisiensi suatu perusahaan dalam menggunakan asetnya untuk menghasilkan penjualan, dengan cara menghitung *net sales* dibagi dengan *average assets*.

3. *Return on Assets*

Return on Assets mengukur efektivitas perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan aset-aset yang tersedia. Rasio ini dihitung dengan membandingkan keuntungan bersih yang diperoleh oleh perusahaan dibandingkan dengan total aset yang dimiliki perusahaan.

4. *Return on Ordinary Shareholders Equity*

Return on Ordinary Shareholders Equity mengukur keberhasilan suatu perusahaan dalam menghasilkan pendapatan untuk kepentingan

pemegang saham biasa. Hal ini dihitung dengan membagi laba bersih yang tersedia bagi pemegang saham biasa dengan ekuitas pemegang saham biasa. Rasio ini biasanya dinyatakan dalam persentase.

5. *Earnings per Share*

Earnings per Share adalah jumlah laba per setiap lembar saham yang beredar dari saham perusahaan.

6. *Price Earnings Ratio*

Price Earnings Ratio menggambarkan bagaimana keuntungan perusahaan atau emiten saham terhadap harga sahamnya.

7. *Payout Ratio*

Payout Ratio mengukur persentase laba perusahaan yang dibagikan ke dalam kas dividen.

Penelitian ini menggunakan *Return on Assets* (ROA) untuk mengukur profitabilitas. Rumus ROA menurut Weygandt *et al.*, (2013) yaitu sebagai berikut:

<i>Return on Asset</i>	=	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Average Total Assets}}$
------------------------	---	---

Keterangan:

Return On Asset : Total pengembalian aset

Net Income : Laba bersih setelah pajak sebelum diakumulasi dengan pendapatan (beban) komprehensif.

Average Total Assets :Rata-rata total aset yang diperoleh dari penjumlahan total aset pada tahun sekarang dan tahun sebelumnya, kemudian dibagi dua

Net income yang digunakan dalam rumus yaitu laba tahun berjalan. Menurut Iskandar (2013), laba tahun berjalan adalah laba yang diperoleh dalam periode tahun berjalan setelah diperhitungkan pajak (50%) yang masih harus dibayar. Laba tahun berjalan diperoleh dengan mengurangi total pendapatan dengan total beban tahun berjalan perusahaan. Pendapatan adalah kenaikan manfaat ekonomi selama suatu periode akuntansi dalam bentuk arus masuk atau penambahan aset atau penurunan kewajiban yang mengakibatkan kenaikan ekuitas yang tidak berasal dari kontribusi penanaman modal. Beban adalah penurunan manfaat ekonomi selama suatu periode akuntansi dalam bentuk arus keluar atau penurunan aset atau kenaikan kewajiban yang mengakibatkan penurunan ekuitas yang tidak menyangkut pembagian kepada penanaman modal. Komponen beban dalam laporan laba rugi perbankan terdiri dari: beban operasional (beban bunga, beban provisi, beban umum dan administrasi), beban operasional lainnya (surat berharga, transaksi derivatif, aset sewa guna usaha), dan beban non-operasional (rugi penjualan tetap dan inventaris, rugi penjualan aset lain-lain).

Dalam laporan keuangan perusahaan keuangan atau perbankan, komponen total aset terdiri dari (Martono, 2009):

1. Kas
2. Giro Bank Indonesia

3. Giro pada Bank Lain
4. Penempatan pada Bank Lain
5. Surat Berharga
6. Kredit yang Disalurkan
7. Penyertaan
8. Pendapatan yang diterima
9. Biaya Dibayar Dimuka
10. Aset Tetap
11. Aset Sewa Guna Usaha
12. Aset Lain-lain.

Menurut Yuliana (2011), semakin tinggi rasio profitabilitas, semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar bunga periodik dan melunasi pokok pinjaman sehingga dapat meningkatkan peringkat obligasi perusahaan.

Rasio ini dapat memberikan gambaran seberapa efisien perusahaan dapat menggunakan aset-asetnya untuk menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Jika *ROA* positif, maka menunjukkan bahwa dari total aset yang dipergunakan untuk operasi perusahaan mampu memberikan laba bagi perusahaan. Sebaliknya jika *ROA* negatif menunjukkan total aset yang dipergunakan tidak memberikan keuntungan/rugi. Semakin besar nilai *ROA* maka menunjukkan bahwa kinerja perusahaan semakin baik, karena tingkat pengembalian investasi semakin besar (Weygandt *et al.*, 2013).

Menurut Widowati (2013), profitabilitas memberikan gambaran sejauh manakah keefektifan perusahaan dalam menghasilkan laba bagi

perusahaan. Semakin tinggi rasio profitabilitas maka perusahaan dinilai semakin efektif dalam menghasilkan laba, sehingga kemampuan perusahaan dalam melunasi pokok pinjaman dan membayar bunga semakin baik dan peringkat obligasinya akan tinggi. Semakin tinggi peringkat obligasi memberikan sinyal bahwa probabilitas risiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya semakin rendah.

Hasil penelitian sebelumnya yaitu milik Arifman (2013), Sunarjanto & Tulasi (2013), dan Pakarinti (2012) menyatakan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *ROA* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Berbeda dengan hasil penelitian Lestari & Yasa (2014), Satoto (2011), dan Pandutama (2013) yang menunjukkan bahwa profitabilitas yang diukur dengan *ROA* tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Ha₁: Profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi

2.5 Leverage

Leverage mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang daripada modal untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang, seperti pembayaran bunga obligasi dan lease payments (Parrino *et al.*, 2012). Rasio *leverage* mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang (Fahmi, 2011). Jika rasio ini cukup

tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar.

Leverage dapat diproksikan dengan beberapa rasio, menurut Parrino et al.. (2012) *leverage* dapat diukur dengan beberapa rasio sebagai berikut:

1. *Total Debt Ratio*

Total debt ratio mengukur sejauh mana perusahaan mendanai asetnya dari sumber selain pemegang saham.

2. *Debt to Equity Ratio*

Debt to equity ratio mengukur penggunaan utang terhadap modal yang dimiliki perusahaan.

3. *Equity Multiplier*

Equity multiplier mengukur banyaknya asset yang didanai oleh modal perusahaan.

4. *Time Interest Earned*

Time interest earned mengukur seberapa baik perusahaan membayar bunga obligasi dengan laba sebelum bunga dan pajak.

5. *Cash Coverage*

Cash coverage mengukur kemampuan perusahaan membayar bunga dengan kas yang tersedia.

Dalam penelitian ini ukuran rasio *leverage* diproksikan dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Menurut Jusuf (2014), *DER* merupakan perbandingan antara total kewajiban (total utang) dengan total modal sendiri (*equity*).

Rumus yang digunakan untuk menghitung *DER*, yaitu (Subramanyam, 2014):

$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Shareholder's Equity}}$
--

Keterangan:

Debt to Equity Ratio : Rasio utang terhadap ekuitas

Total Liabilities : Total utang/kewajiban

Shareholder's Equity : Nilai ekuitas pemegang saham

Menurut IAI (2014) liabilitas merupakan utang perusahaan masa kini yang timbul dari peristiwa masa lalu, penyelesaiannya diharapkan mengakibatkan arus keluar dari sumber daya perusahaan yang mengandung manfaat ekonomi. Berdasarkan umur ekonomisnya pos kewajiban diklasifikasikan ke dalam (Iskandar, 2013):

1. Kewajiban Jangka Pendek (*Short-Term Liabilities*)

Kewajiban jangka pendek merupakan kewajiban bank yang pelunasannya akan dilakukan dalam jangka pendek atau kurang dari satu tahun. Contoh: biaya yang masih harus dibayar, utang pajak, utang kepada deposan, kredit likuiditas Bank Indonesia, surat berharga yang diterbitkan, dan lain-lain.

2. Kewajiban Jangka Panjang (*Long-Term Liabilities*)

Kewajiban jangka panjang merupakan utang bank yang pembayarannya dapat dilakukan setelah jangka waktu satu tahun. Contoh: pinjaman jangka panjang dan deposito lebih dari 12 bulan.

Menurut Iskandar (2013), pos-pos kewajiban dalam perbankan: kewajiban segera, simpanan, simpanan dari bank lain, efek-efek yang dijual dengan janji kembali, kewajiban derivatif, kewajiban akseptasi, surat berharga yang diterbitkan, pinjaman yang diterima, estimasi kerugian komitmen dan kontijensi, kewajiban lain-lain, dan pinjaman subordinasi.

Ekuitas merupakan klaim kepemilikan atas aset, umumnya terdiri dari: (1) *share capital-ordinary* dan (2) *retained earnings* (Weygandt, *et al.*, 2013).

Ekuitas menurut Iskandar (2013) adalah hak residual atas aset bank setelah dikurangi semua kewajiban. Instrumen ekuitas adalah setiap kontrak yang memberikan hak residual atas aset suatu entitas setelah dikurangi dengan seluruh kewajibannya. Pos-pos yang termasuk dalam komponen ekuitas antara lain:

1. Modal disetor.
2. Tambahan modal disetor, yang terdiri dari agio, modal sumbangan, opsi saham dan waran yang memenuhi kriteria sebagai komponen ekuitas dan lainnya.
3. Pendapatan komprehensif lainnya.
4. Perubahan dalam surplus revaluasi
5. Keuntungan dan kerugian yang timbul dari selisih kurs karena penjabaran laporan keuangan operasi luar negeri.
6. Selisih transaksi restrukturisasi entitas sependali.
7. Selisih transaksi perubahan ekuitas perusahaan anak/perusahaan asosiasi.

8. Selisih penilaian aset dan kewajiban karena kuasi reorganisasi.
9. Saldo laba, yang terdiri dari cadangan tujuan, cadangan tujuan umum dan saldo laba yang belum dicadangkan.

Burton *et al.*, (1998) dalam Estiyanti dan Yasa (2012), menemukan bahwa semakin rendah *leverage* perusahaan semakin tinggi peringkat obligasi yang diberikan pada perusahaan. Menurut Yulianingsih (2013), rendahnya nilai *leverage* dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aset didanai dengan utang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan.

Widowati (2013) berpendapat bahwa semakin tinggi *leverage* maka sebagian besar modal yang dimiliki perusahaan didanai oleh utang, sehingga akan mengakibatkan semakin sulitnya perusahaan untuk memperoleh pinjaman dikarenakan perusahaan berada dalam *default risk*, karena besar kemungkinan perusahaan tidak dapat mengembalikan pokok pinjaman dan bunga secara berkala dikarenakan besarnya utang yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Jadi semakin tinggi *leverage* maka kemungkinan peringkat obligasi perusahaan tersebut akan semakin rendah. Menurut Septyawanti (2013) perusahaan dengan tingkat *leverage* yang rendah cenderung disukai para investor, karena investor memiliki kepercayaan bahwa perusahaan akan mampu melunasi seluruh kewajibannya ketika utang tersebut jatuh tempo.

Hasil penelitian Satoto (2011), Silaban (2014), dan Amalia (2013) membuktikan bahwa rasio *leverage* memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Namun bertentangan dengan hasil penelitian Pandutama

(2012) membuktikan bahwa *leverage* tidak berpengaruh secara signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Sama halnya dengan hasil penelitian Estiyanti dan Yasa (2012) yang menunjukkan bahwa *leverage* tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi jika dilihat secara parsial. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Ha₂ : *Leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi

2.6 Cash Flow to Debt Ratio

Menurut Fabozzi dan Drake (2010), *Cash flow to debt ratio* merupakan rasio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utang yang jatuh tempo. *Cash flow to debt ratio* merupakan salah satu rasio keuangan yang terinformasi dalam laporan keuangan yang pernah digunakan oleh Standard & Poor's (1994) untuk menentukan pemeringkatan obligasi. *Cash flow to debt ratio* merupakan alat analisis utang yang memperlihatkan indikasi kemampuan perusahaan saat ini untuk menutup utang dan memenuhi kewajiban keuangannya. *Cash-flow-to-debt ratio* yang rendah merupakan gejala dari risiko yang lebih tinggi dan sinyal bagi prospek yang buruk. *Cash flow to total debt* yang tinggi akan menunjukkan kredit *rating* yang tinggi (Chikolwa, 2008 dalam Satoto, 2011).

Rasio ini memperlihatkan perbandingan antara total aliran kas dengan seluruh utang. Semakin tinggi rasio semakin baik kemampuan perusahaan

membayar kewajiban totalnya (Satoto, 2011). *Cash flow to debt ratio* diproksikan dengan menggunakan *operating cash flow to debt ratio* dengan rumus (Gibson, 2012):

$\text{Operating Cash flow to debt} = \frac{\text{Operating Cash flow}}{\text{Total Debt}}$

Keterangan:

Operating Cash flow: Jumlah kas yang tersedia dari aktivitas operasi dalam laporan arus kas.

Total Debt : Total utang perusahaan.

Menurut Weygandt *et al.* (2013), laporan arus kas adalah laporan yang berisi mengenai penerimaan kas, pembayaran melalui kas, dan perubahan kas bersih yang dihasilkan dari kegiatan operasi, investasi, dan pendanaan dalam suatu periode. Informasi yang diperoleh dari laporan arus kas digunakan oleh investor, kreditor, dan pengguna laporan keuangan lainnya untuk menilai:

1. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas di masa depan.
2. Kemampuan perusahaan untuk membayar dividen dan obligasi yang jatuh tempo.
3. Penyebab adanya perbedaan antara laba bersih dengan penambahan atau pengurangan yang dihasilkan dari kegiatan operasi perusahaan.
4. Transaksi investasi dan pendanaan yang menggunakan kas dalam suatu periode.

Laporan arus kas mengklasifikasikan penerimaan kas dan pengeluaran kas berdasarkan (Weygandt *et al.*, 2013):

1. Aktivitas operasi

Berisikan seluruh transaksi pendapatan dan beban yang berdampak pada kas dan memiliki pengaruh terhadap laba bersih.

2. Aktivitas investasi

Berisikan perolehan atau pelepasan investasi dan *property, plant*, dan *equipment*, serta pemberian pinjaman uang dan perolehan utang.

3. Aktivitas pendanaan

Berisikan perolehan kas dari penerbitan utang dan pembayaran utang, perolehan kas dari pemegang saham, pembelian kembali saham, dan pembayaran dividen.

Menurut Weygandt *et al.* (2013), ada 2 metode dalam penyusunan laporan arus kas:

1. Metode tidak langsung. Melakukan penyesuaian dari laba bersih terhadap aktivitas yang tidak berdampak pada kas. Mayoritas perusahaan menggunakan metode ini. Perusahaan menggunakan metode ini dengan 2 alasan, yaitu lebih mudah digunakan dan disiapkan, dan fokus terhadap perbedaan antara laba bersih dan arus kas bersih yang dihasilkan dari aktivitas operasi.
2. Metode langsung menunjukkan penerimaan dan pengeluaran kas dari operasi, membuatnya menjadi lebih konsisten dengan objek yang ada dalam laporan arus kas.

Yang digunakan dalam rumus *operating cash flow to debt ratio* adalah *operating cash flow*. *Operating cash flow* merupakan kas yang tersedia dari

aktivitas operasi dalam laporan arus kas. Menurut Subramanyam (2014), aktivitas operasi merupakan kegiatan yang berkaitan dengan menghasilkan pendapatan. *Operating cash flow* dapat dihitung dengan cara menjumlahkan laba bersih dengan beban depresiasi dan amortisasi, untung (atau mengurangi rugi) dari penjualan aset, dan kas yang dihasilkan (atau mengurangi yang digunakan) dari aset dan kewajiban lancar.

Cash flow to Debt ratio terbukti berpengaruh positif dan signifikan melalui hasil penelitian Satoto (2012). Berbeda dengan hasil penelitian Nurmawati dan Setiawati (2012) yang membuktikan bahwa *Cash flow to Debt ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Berdasarkan uraian tersebut, dapat disimpulkan sebuah hipotesis sebagai berikut:

Ha₃ : *Cash Flow to Debt ratio* yang diprosikan dengan *Operating Cash Flow to Debt ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi.

2.7 Likuiditas

Menurut Weygandt, *et al.* (2013) rasio likuiditas mengukur kemampuan jangka pendek perusahaan untuk membayar kewajiban yang jatuh tempo dan untuk memenuhi kebutuhan kas tak terduga. Menurut Jusuf (2014) *current ratio* menunjukkan jaminan yang diberikan oleh aktiva lancar untuk membayar seluruh kewajiban lancar. Menurut Hadiano (2010), likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Ross *et al.* (2012) menambahkan

likuiditas adalah kemampuan untuk membayar utangnya dalam jangka pendek tanpa adanya tekanan yang berlebihan.

Likuiditas dapat diproksikan dengan beberapa rasio, menurut Weygandt *et al.*, (2013) rasio untuk mengukur likuiditas yaitu sebagai berikut:

a. *Current ratio*

Rasio lancar (*current ratio*) adalah ukuran yang banyak digunakan untuk mengevaluasi likuiditas perusahaan dan kemampuan membayar utang jangka pendek. Rasio ini dihitung dengan membagi aset lancar dengan kewajiban lancar.

b. *Acit test (Quick) Ratio*

Quick ratio adalah ukuran likuiditas jangka pendek langsung perusahaan. Rasio ini dihitung dengan membagi jumlah kas, investasi jangka pendek, dan *net receivables* dibagi dengan *current liabilities*.

c. *Account Receivable Turnover*

Account receivable turnover dapat mengukur likuiditas seberapa cepat perusahaan dapat mengkonversi aset tertentu menjadi kas.

d. *Inventory Turnover*

Inventory turnover mengukur perputaran berapa kali, rata-rata, persediaan dijual selama periode tersebut. Tujuannya adalah untuk mengukur likuiditas persediaan, dengan cara membagi harga pokok penjualan dengan persediaan rata-rata.

Alfiani (2013), *current ratio* digunakan karena merupakan indikator terbaik untuk menilai sejauh mana perusahaan menggunakan aktiva-aktivanya dapat diubah menjadi kas dengan cepat untuk melunasi utang perusahaan. Apabila likuiditas perusahaan bagus berarti perusahaan mampu untuk membayar utang yang akan segera jatuh tempo dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Sementara itu, peringkat obligasi menunjukkan risiko obligasi tersebut. Risiko terkait dengan kemampuan perusahaan yang mengeluarkan obligasi tersebut untuk membayar pokok pinjaman dan bunga pada saat jatuh tempo. Dengan demikian berarti semakin baik rasio likuiditas, semakin rendah risiko perusahaan tidak mampu membayar pokok pinjaman dan bunga yang akan jatuh tempo. Rumus yang digunakan untuk menghitung *current ratio*, yaitu (Weygandt *et al.*, 2013):

<i>Current Ratio</i>	=	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$
----------------------	---	--

Keterangan:

Current Ratio : Rasio Lancar

Current Assets : Aset Lancar

Current Liabilities: Kewajiban lancar

Menurut Weygandt *et al.* (2013), aset lancar merupakan aset perusahaan yang diharapkan dapat dikonversi ke uang tunai atau digunakan dalam waktu satu tahun atau siklus operasi. Kewajiban lancar adalah utang perusahaan yang diharapkan untuk dibayar dalam waktu satu tahun atau siklus operasi.

Aset dalam bank adalah sumber daya yang dimiliki oleh bank yang dapat berbentuk fisik atau non fisik berupa hak yang mempunyai nilai ekonomis. Aset ini diakui dalam neraca kalau besar kemungkinan bahwa manfaat ekonominya di masa depan diperoleh perusahaan dan aset tersebut mempunyai nilai atau biaya yang dapat diukur dengan modal. Aset lancar (*current assets*) yaitu kekayaan perusahaan dalam jangka pendek yaitu kurang dari duabelas bulan dapat direalisasikan atau dicairkan/ditukarkan menjadi uang tunai, contoh: kas, pinjaman yang diberikan (kredit), penempatan jangka pendek pada bank lain berupa tabungan, giro, deposito (Iskandar, 2013).

Menurut Iskandar (2013), kewajiban yaitu utang bank kepada kreditur yang harus dibayar setelah jangka waktunya jatuh tempo. Bagi bank pos kewajiban merupakan sumber dana pihak ketiga yang berasal dari nasabah yang menyimpan dananya di bank seperti: simpanan giro, tabungan, deposito, dan sumber dana pihak kedua berupa pinjaman-pinjaman yang diterima. Kewajiban lancar yaitu kewajiban bank yang pelunasannya akan dilakukan dalam jangka pendek atau kurang dari satu tahun.

Alfiani (2013) menggunakan *current ratio* untuk mengukur likuiditas karena *current ratio* merupakan indikator terbaik untuk menilai sejauh mana perusahaan menggunakan aktiva-aktivasnya dapat diubah menjadi kas dengan cepat untuk melunasi utang perusahaan. Kemampuan perusahaan membayar kewajibannya pada saat jatuh tempo mengindikasikan kemampuannya dalam membayar utang-utangnya. Semakin tinggi tingkat rasio likuiditas perusahaan, maka semakin tinggi peringkat obligasi perusahaan tersebut. Hasil penelitian

Alfiani (2013) dan Surya & Wuryani (2014) yang membuktikan bahwa likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi. Berbeda dengan hasil penelitian Satoto (2011) yang sejalan dengan Sejati (2010) dan Safitri (2014) yang membuktikan bahwa likuiditas tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan uraian di atas, dapat disimpulkan sebuah hipotesis sebagai berikut:

Ha₄ : Likuiditas yang diproksikan dengan *Current Ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi

2.8 Growth

Perusahaan yang bertumbuh akan menggunakan aliran kasnya untuk investasi, penguasaan teknologi dan mengembangkan produk, sehingga ada kemungkinan perusahaan tidak bisa membayar bunga dan pokok obligasi sehingga risikonya tinggi yang berakibat pada rendahnya peringkat. Sedangkan perusahaan pada tahap *mature*, investasi sudah berkurang dan mempunyai aliran kas yang lancar sehingga bisa membayar bunga dan pokok obligasi dengan lancar sehingga risikonya rendah yang menyebabkan peringkat obligasi menjadi tinggi (Immaculatta dan Restuti, 2008 dalam Ikhsan 2012).

Menurut Burton, et al., (1998) dalam Sejati (2010), *growth* (pertumbuhan perusahaan) merupakan faktor akuntansi yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi karena *growth* yang positif dalam *annual surplus* dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi *financial*. Para peneliti tersebut

memprediksi bahwa perusahaan penerbit obligasi yang memiliki *growth* tinggi dari tahun ke tahun pada bisnisnya, memiliki kemungkinan lebih besar untuk memperoleh peringkat obligasi yang tinggi daripada penerbit obligasi yang memiliki pertumbuhan yang rendah. Andry (2005) dalam Pandutama (2012) menyatakan bahwa *growth* dapat dilihat berdasarkan kesempatan bertumbuh (*growth opportunities*), yaitu menggunakan *market to book ratio*. *Market to book ratio* merupakan cara untuk mengukur nilai pasar perusahaan (Ross, 2012). Menurut Berk, et al (2013), *market to book ratio* merupakan salah satu dari banyak rasio keuangan yang digunakan untuk mengevaluasi sebuah nilai perusahaan. *Market to book ratio* bagi perusahaan yang sukses secara substansial melebihi 1, menunjukkan bahwa nilai aset perusahaan ketika dimanfaatkan dapat melebihi *historical cost* nya (atau nilai likuidasi). Menurut Heal (2012), *market to book ratio* digunakan sebagai ukuran kinerja keuangan suatu perusahaan. *Market to book ratio* dihitung dengan harga saham dibagi dengan nilai buku aset, yang mewakili biaya perolehan aset tersebut saat ini. Sehingga rasio ini merupakan selisih antara biaya yang dikeluarkan untuk membeli aset perusahaan, dengan nilai saham yang diberikan oleh pasar pada perusahaan. *Growth* diukur dengan menggunakan *Market to book ratio* dengan rumus (Ross, 2012):

<i>Market to book ratio</i>	=	$\frac{\text{Market value per share}}{\text{Book value per share}}$
-----------------------------	---	---

Keterangan:

Market value per share :Rata-rata harga saham (*close price*) per lembar dalam satu tahun

Book value per share : Total ekuitas/jumlah lembar saham beredar

Harga saham merupakan harga dari saham yang dipublikasikan oleh perusahaan yang diperjualbelikan. Interaksi antara pembeli dan penjual menentukan harga per lembar saham. Sementara jumlah lembar saham beredar merupakan jumlah lembar saham yang sudah dimiliki oleh pemegang saham (Weygandt *et al.*, 2013).

Menurut Pottier dan Sommer (1997) dalam Ikhsan (2012) pertumbuhan perusahaan yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi, karena pertumbuhan mengindikasikan prospek kinerja *cash flow* masa mendatang dan meningkatkan nilai ekonomi. Oleh karena itu investor dalam memilih investasi khususnya pada obligasi akan melihat pertumbuhan perusahaan, apabila pertumbuhan perusahaan dinilai baik maka perusahaan penerbit obligasi akan memiliki peringkat obligasi *investment grade*.

Hasil penelitian Sejati (2010) yang membuktikan bahwa *growth* bisnis yang kuat berhubungan positif dengan keputusan pemeringkatan dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Namun berbeda dengan hasil penelitian Pandutama (2012) tidak terbukti bahwa *growth* berpengaruh signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

Ha₅ : *Growth* yang diprosikan dengan *Market to Book Ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Sejati (2010) melakukan penelitian mengenai faktor akuntansi dan non-akuntansi yang mempengaruhi peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian Sejati (2010), reputasi auditor, *current ratio*, *growth*, *return on asset*, dan ukuran perusahaan memiliki pengaruh secara simultan terhadap peringkat obligasi.

Satoto (2011) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian Satoto, *current ratio*, *cash flow to debt ratio*, dan *return on asset*, secara bersama-sama mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Amalia (2013) melakukan penelitian mengenai pemeringkatan obligasi PT PEFINDO berdasarkan informasi keuangan. hasil penelitian Amalia (2013) menyatakan bahwa *debt to equity ratio*, *return on asset*, dan *current ratio* secara simultan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Yuliana (2011) melakukan penelitian mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian Yuliana (2011), *debt to equity ratio* dan *return on asset* memiliki pengaruh secara simultan terhadap peringkat obligasi.

2.9 Model Penelitian

Berikut adalah gambar dari model penelitian ini:

