BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Sejarah perkembangan obligasi di Indonesia ini berawal dari Pemerintah Orde Lama yang menerbitkan empat jenis obligasi negara ritel di tahun 1946, 1950 dan 1959. Dalam sebuah buku yang diterbitkan Bank Negara Indonesia dipaparkan, obligasi RI pertama itu diterbitkan bulan Mei pada tahun 1946. Tujuannya, mengumpulkan dana masyarakat untuk perjuangan. Masyarakat kala itu antusias sekali membeli obligasi negara karena idealisme kemerdekaan yang masih tinggi. Dana hasil penerbitan obligasi nasional tahun 1946 digunakan untuk membiayai sektor pertanian dan kerajinan rakyat. Upaya tersebut diyakini sukses dalam meredam gejolak inflasi yang terjadi pada periode tersebut. Kemudian di tahun 1950, terjadi defisit hebat sehingga pemerintah mengambil kebijakan "sanering" atau "pengguntingan uang". Separuh mata uang dipakai sebagai alat pembayaran, dan separuh lainnya ditukar dengan obligasi pemerintah yang kemudian dinamakan Obligasi RI 1950. Ada dua obligasi yang di distribusikan ke rakyat di tahun 1959, yaitu Obligasi Konsolidasi 1959 dan Obligasi Berhadiah 1959 senilai Rp 2 juta. Penerbitan Obligasi Konsolidasi dilakukan untuk menggantikan uang rakyat yang dibekukan di bank-bank pemerintah. Sementara Obligasi Berhadiah lebih bersifat sukarela sebagai dana pembangunan.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

Persaingan di era globalisasi sekarang ini, membuat suatu perusahaan harus berkompetitif dalam menjalankan kegiatan operasional serta meningkatkan investasinya. Hal ini tentu membuat perusahaan tersebut membutuhkan dana / modal yang cukup besar dalam memenuhi kegiatan investasinya. Untuk itu, beberapa langkah perusahaan dalam memperoleh kekurangan tersebut ialah melalui pasar uang *(money market)* atau pasar modal *(capital market)*. Perusahaan menggunakan pasar uang dalam memenuhi dana jangka pendek sedangkan pasar modal untuk jangka menengah dan panjang (lebih dari 5 tahun). Menurut Bursa Efek Indonesia, pasar modal memiliki peran penting bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi, yaitu pertama sebagai sarana bagi pendanaan usaha atau sebagai sarana bagi perusahaan untuk mendapatkan dana dari masyarakat pemodal (investor) yang mana dana yang diperoleh dari pasar modal dapat digunakan untuk pengembangan usaha, ekspansi, penambahan modal kerja dan lain-lain. Kedua, pasar modal menjadi sarana bagi masyarakat untuk berinvestasi pada instrumen keuangan seperti saham, obligasi, reksa dana, dan lain-lain. Dengan demikian, masyarakat dapat menempatkan dana yang dimilikinya sesuai dengan karakteristik keuntungan dan risiko masing-masing instrumen. Adapun instrumen keuangan yang diperdagangkan di pasar modal merupakan instrumen jangka panjang (jangka waktu lebih dari 1 tahun) seperti saham, obligasi, waran, *right*, reksa dana, dan berbagai instrumen derivatif seperti *option, futures*, dan lain-lain.

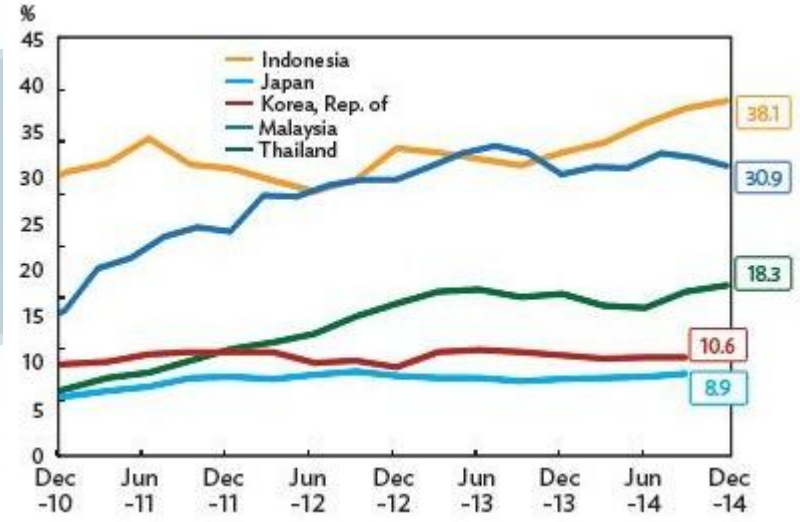
Untuk jangka menengah – panjang, suatu perusahaan cenderung menerbitkan instrumen utang yaitu obligasi. Obligasi adalah surat berharga yang dapat dipindahtangankan dalam bentuk sertifikat yang berisi kontrak antara pihak investor

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

(bondholder) dengan pihak yang membutuhkan dana (emiten). Penerbitan obligasi mensyaratkan emiten untuk memberikan imbal hasil kepada pemegang obligasi *(bondholder)* berupa kupon yang dibayarkan dalam periode tertentu *(term of maturity)* dan melunasi pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.

Gambar 1.1.

Porsi Kepemilikan Asing atas Obligasi Pemerintah di Asia Timur



Sumber : AsianBondOnline & Bloomberg LP

Kepemilikan asing atas obligasi pemerintah berdenominasi mata uang lokal *(Local Currency)* Indonesia terus mengalami kenaikan di kuarter 4 tahun 2014 yang dikarenakan investor asing tertarik pada hasil *(yield)* yang relatif lebih tinggi. Sebagai contoh, obligasi pemerintah tenor 10-tahun di Indonesia memberikan hasil 7,8% pada akhir Desember 2014. Selain itu, langkah pemerintah Indonesia untuk mereformasi kebijakan skema subsidi Bahan Bakar Minyak BBM (BBM) yang kemungkinan akan memperkuat ketahanan fiskal. Pada 20 Februari 2015, porsi kepemilikan asing dari

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

pasar obligasi pemerintah berdenominasi mata uang lokal di Indonesia meningkat menjadi 39,6% dari 38,1% pada akhir Desember 2014. Sebaliknya, porsi kepemilikan asing atas obligasi pemerintah berdenominasi mata uang lokal di Malaysia dari 31,8% pada akhir September 2014 menurun menjadi 30,9% pada akhir Desember 2014. Porsi kepemilikan asing atas obligasi pemerintah berdenominasi mata uang lokal di Thailand juga mengalami sedikit penurunan dari 17,6% pada akhir September 2014 menjadi 18,3% pada akhir Desember 2014. Indonesia dan Malaysia tetap menjadi negara dengan bagian terbesar dari kepemilikan asing atas obligasi pemerintah berdenominasi mata uang lokal. Sementara itu, di Jepang dan Republik Korea, porsi kepemilikan asing relatif tidak berubah.

Nominal *outstanding size* dari pasar obligasi berdenominasi mata uang lokal di Indonesia mencapai $123 miliar pada akhir Desember 2014, naik 1,6% QoQ *(quarter-on-quarter)*. Pasar obligasi pemerintah Indonesia terus naik, mencatat kenaikan 1,7% QoQ di kuarter 4. Pertumbuhan obligasi pemerintah pusat cukup lemah, hanya meningkat 0,9% QoQ penyebabnya dikarenakan pemerintah telah menyelesaikan sebagian besar kebutuhan pendanaan tahunan sebelum akhir 2014. Pada tahun 2014, tagihan bank sentral, yang dikenal sebagai Sertifikat Bank Indonesia (SBI), naik 13,3% QoQ. SBI diterbitkan sebagai alat kebijakan moneter untuk *mopping up* kelebihan likuiditas. Pemerintah Indonesia memutuskan untuk menaikkan harga BBM pada bulan November 2014, dan kemudian menghapus subsidi BBM mulai tahun 2015. Obligasi korporasi juga memberikan kontribusi terhadap pertumbuhan QoQ karena beberapa perusahaan menyediakan pendanaan awal untuk kebutuhan modal mereka dalam mengantisipasi *rate* yang lebih tinggi

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

pada tahun 2015. Untuk melihat lebih jelas perkembangan obligasi di Indonesia sendiri dapat dilihat melalui tabel dibawah ini.

Tabel 1.1.

Perkembangan dan Ukuran Pasar Obligasi di Indonesia

	Outstanding Amount (billion)			*Growth Rate (%)*	
	2012	2013	2014	2013	2014
	IDR	IDR	IDR	y-o-y	y-o-y
Government	902,594	1,091,356	1,306,990	20.9	19.8
-Central Govt. Bonds	820,266	995,252	1,209,961	21.3	21.6
of which: Sukuk	63,035	87,174	110,704	38.3	27.0
-Central Bank Bills	82,328	96,104	97,029	16.7	1.0
of which: Sukuk	3,453	4,712	8,130	36.4	72.5
Corporate	187,461	218,220	222,820	16.4	2.1
of which: Sukuk	6,583	7,553	7,391	9.7	-2.1
Total	1,090,055	1,309,576	1,529,810	20.1	16.8

Sumber : Asian Development Bank dan Olahan Peneliti

Perkembangan obligasi di Indonesia mengalami kenaikan y-o-y sebesar 16,8% dari tahun 2013. Pertumbuhan ini didukung oleh obligasi pemerintah pusat bernilai Rp 1,3 triliun, yang terdiri dari surat perbendaharaan negara dan obligasi yang dikeluarkan oleh Kementerian Keuangan, serta Sertifikat Bank Indonesia. Di sektor korporasi, terjadi penurunan pada obligasi sukuk sebesar 2,1% dari tahun 2013 dan pertumbuhan sebesar 2,1% atau senilai Rp 222 miliar yang didukung oleh kenaikan obligasi korporasi konvensional, dan obligasi subordinasi.

Untuk mencegahnya membengkaknya utang luar negeri maka pada bulan Oktober 2014, Bank Indonesia mengumumkan peraturan baru tentang "Penerapan Prinsip Kehati-hatian Dalam Pengelolaan Utang Luar Negeri Korporasi Non-bank" untuk mengurangi risiko pinjaman luar negeri yang dilakukan oleh perusahaan-perusahaan

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

non-bank. Menurut peraturan baru, perusahaan-perusahaan Indonesia yang berencana untuk meminjam dalam dolar AS harus memenuhi tiga indikator: Rasio Likuiditas *(liquidity strength)*, Rasio Lindung Nilai *(hedging ratio)*, and Peringkat Utang *(credit ratings)*. Di tahun 2015, perusahaan non-bank yang berencana untuk melakukan pinjaman luar negeri memerlukan *hedging ratio* minimal 20% dari utang jangka pendek dalam US$ dan memiliki rasio likuiditas minimum 50%. Pada tahun 2016, *hedging ratio* akan dinaikkan menjadi 25% dan rasio likuiditas untuk 70%, dan hanya perusahaan dengan rating internasional BB atau di atasnya yang diizinkan untuk memanfaatkan pinjaman luar negeri. Aturan rating, tidak berlaku untuk pinjaman perusahaan yang terkait proyek-proyek infrastruktur. Ketidakpatuhan akan menyebabkan Bank Indonesia mengeluarkan surat teguran kepada kreditur luar negeri dan regulator berbasis di Indonesia. Dilihat dari perkembangannya, obligasi diminati oleh para investor karena memiliki beberapa keuntungan yang terdiri dari :

a. Memberikan pendapatan tetap *(fixed income)* berupa kupon. Hal ini merupakan ciri utama obligasi, pemegang obligasi akan mendapatkan pendapatan bunga secara rutin selama waktu berlakunya obligasi. Bunga yang ditawarkan obligasi umumnya lebih tinggi daripada bunga yang diberikan deposito atau SBI.
b. Keuntungan atas penjualan obligasi *(capital gain)*. Di samping penghasilan berupa kupon, pemegang obligasi juga dapat memperjualbelikan obligasi yang dimilikinya. Karena itu, menjual obligasi lebih tinggi dibandingkan dengan harga saat membelinya, maka sebagai pemegang obligasi akan memperoleh selisih yang disebut dengan *capital gain*.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

Sedangkan dari sisi penerbit obligasi / emiten terdapat beberapa kelebihan menarik pendanaan melalui obligasi dibanding menambah modal sendiri dengan menerbitkan saham, yaitu:

a. Pemegang obligasi tidak mempunyai hak suara dalam kebijakan perusahaan sehingga tidak mempengaruhi manajemen.
b. Bunga obligasi mungkin lebih rendah dibanding deviden yang harus dibayarkan kepada pemegang saham.
c. Bunga merupakan biaya yang dibebankan pada perusahaan yang dapat mengurangi kewajiban pajak sedangkan deviden adalah pembagian laba yang tidak dapat dibebankan sebagai biaya.

Meskipun obligasi memiliki beberapa keunggulan di atas dan dinilai instrumen investasi yang aman, obligasi tetap memiliki beberapa risiko. Salah satu resiko yang sering terjadi khususnya pada obligasi korporasi ialah gagal bayar *(default risk)*. Untuk itu, salah satu acuan bagi para investor dalam meminimalkan beberapa risiko khususnya *default risk* yaitu dengan mengetahui peringkat obligasi perusahaan. Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya. Di Indonesia terdapat 6 lembaga pemeringkat efek yang diakui oleh Bank Indonesia, yaitu *Fitch Ratings, PT Fitch Ratings* Indonesia, *Moody's Investor Service, Standard & Poor's*, PT COVA Indonesia dan PT PEFINDO. Penelitian ini lebih mengacu pada hasil yang diberikan oleh PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). Hal ini dikarenakan perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak menggunakan jasa PT PEFINDO untuk memperingkat obligasi yang akan diterbitkan. Pemilihan perusahaan ini diharapkan dapat

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

memberikan informasi yang relevan karena sebagian besar perusahaan telah mempercayakan obligasinya diberikan rating oleh PT PEFINDO, serta perusahaan pemeringkat ini aktif dalam menginformasikan peringkat obligasi terbaru kepada publik.

Tabel 1.2.

Kriteria Penilaian Obligasi Periode 2002-2004

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Times interest earned (EBIT/Interest)	23,8x	19,5x	8x	4,7x	2,5x	1,2x	0,4x
EBITDA interest coverage (EBITDA/Interest)	25,5	24,6	10,2	6,5	3,5	1,9	0,9
Net cash flow/Total debt	203,3%	79,9%	48%	35,9%	22,4%	11,5%	5%
Free cash flow/Total debt	127,6	44,5	25	17,3	8,3	2,8	-2,1
Return on capital	27,6	27	17,5	13,4	11,3	8,7	3,2
Total debt/EBITDA	0,4	0,9	1,6	2,2	3,5	5,3	7,9
Total debt/Total capital	12,4	28,3	37,5	42,5	53,7	75,9	113,5

Sumber : Kriteria Peringkat Obligasi *Standard & Poor* (2006)

Pada tabel diatas dapat dilihat bahwa terdapat korelasi yang kuat antara peringkat obligasi dengan beberapa rasio keuangan. Perusahaan dengan *debt ratio* yang rendah, *free cash flow to debt* yang tinggi, *return on invested capital* yang tinggi, rasio *EBITDA interest coverage* yang tinggi, dan rasio TIE yang tinggi akan menghasilkan peringkat obligasi yang baik / tinggi juga.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

Tabel 1.3.

Peringkat Obligasi Perusahaan Periode 2012-2014 di Indonesia

No.	Nama Perusahaan	Peringkat	ROA	DER	COV
1	ADHI 2012	Investment	0.0299	5.17	4.75
	ADHI 2013	Investment	0.0271	5.67	5.94
	ADHI 2014	Investment	0.0420	5.28	7.62
2	APLN 2012	Investment	0.0635	1.15	7.57
	APLN 2013	Investment	0.0554	1.39	3.69
	APLN 2014	Investment	0.0473	1.73	3.16
3	AKRA 2012	Investment	0.0715	1.32	17.62
	AKRA 2013	Investment	0.0525	1.80	15.03
	AKRA 2014	Investment	0.0421	1.73	6.90
4	ANTM 2012	Investment	0.1268	0.41	31.18
	ANTM 2013	Investment	0.1519	0.54	3.82
	ANTM 2014	Investment	0.0187	0.71	6.94
5	APEX 2012	Investment	0.0840	1.63	2.77
	APEX 2013	Investment	0.0324	2.05	2.66
	APEX 2014	Investment	0.0623	1.80	4.07
6	ELTY 2012	Speculative	0.0042	0.62	1.74
	ELTY 2013	Speculative	-0.0723	0.66	2.55
	ELTY 2014	Speculative	-0.0189	0.72	1.05

Sumber : Olahan penulis

Terdapat perbedaan hubungan antara rasio keuangan terhadap peringkat obligasi yang dapat dilihat dari tabel 2.2 dan tabel 2.3. Perbedaan dapat kita liat pada rasio debt-to-equity, hasil pada tabel 2.2 menunjukkan semakin tinggi rasio DER semakin rendah pula peringkat obligasi yang diberikan, sedangkan hasil pada tabel 2.3 menunjukkan rasio DER tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini dapat kita liat pada perusahaan Adhi Karya (Persero), Tbk (ADHI) yang memiliki rasio DER senilai 5,17 – 5,67 memiliki peringkat *investment grade*, sedangkan perusahaan Bakrieland Development, Tbk (ELTY) yang hanya memiliki rasio DER

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

senilai 0,62 – 0,72 memiliki peringkat obligasi *speculative grade*. Adanya perbedaan ini, membuat penulis ingin menjadikan rasio keuangan sebagai alat untuk memprediksi peringkat obligasi di Indonesia. Beberapa penelitian telah dilakukan di Indonesia mengenai kemungkinan faktor – faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi suatu perusahaan, namun hasil yang didapatkan dari penelitian tersebut masih beragam. Antara lain penelitian yang dilakukan Delfina Yuniati (2012) yang menyimpulkan bahwa struktur kepemilikan dan rasio *return on asset* berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Sedangkan menurut Maharti (2011), rasio profitabilitas (ROA), likuiditas *(Current Ratio),* ukuran perusahaan, leverage *(long term to total asset)*, jaminan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dipaparkan diatas serta beragamnya dan ketidakkonsistenan hasil penelitian yang telah ada sebelumnya, menjadikan alasan bagi penulis untuk melakukan penelitian kembali mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap peringkat obligasi, namun ada beberapa hal yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya, yaitu sampel, periode penelitian dan variabel penelitian yang digunakan. Sampel dan periode penelitian ini diterapkan kepada perusahaan sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama tahun 2012-2014. Sektor non keuangan dipilih karena merupakan sektor yang paling dominan di Indonesia dan paling banyak terdaftar di BEI serta memiliki *rating* obligasi yang variatif dibanding sektor keuangan. Variabel yang digunakan adalah *return on asset, debt to equity ratio, interest coverage*, struktur kepemilkan dan jaminan perusahaan.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, maka dapat dirumuskan pokok permasalahan sebagai berikut:

1. Apakah terdapat pengaruh *return on asset* terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO ?
2. Apakah terdapat pengaruh *debt to equity ratio* terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO ?
3. Apakah terdapat pengaruh *interest coverage ratio* terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO ?
4. Apakah terdapat pengaruh struktur kepemilikan terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO?
5. Apakah terdapat pengaruh jaminan terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO ?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan pokok permasalahan, maka tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Mengetahui pengaruh rasio profitabilitas yang diproksi oleh *return on asset* terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.
2. Mengetahui pengaruh rasio solvabilitas yang diproksi oleh *debt to equity ratio* dan *interest coverage ratio* terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

3. Mengetahui pengaruh struktur kepemilikan terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.
4. Mengetahui pengaruh jaminan terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

1.4. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Hasil penelitian ini dapat memberikan bahan pertimbangan untuk perusahaan di sektor non keuangan dalam meningkatkan kinerja di masa mendatang sehingga obligasi yang akan diterbitkan dapat menarik minat investor serta bersaing di pasar modal Indonesia.
2. Memberikan informasi kepada investor tentang pengaruh *return on asset*, *debt to equity ratio, interest coverage ratio*, struktur kepemilkan dan jaminan perusahaan terhadap peringkat obligasi.
3. Sebagai referensi bagi peneliti lain yang tertarik untuk melakukan studi terkait dengan obligasi.

1.5. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan ini dibagi menjadi 5 bab dan diharapkan dapat menjadi pedoman bagi penulis untuk menyelesaikan penelitian ini, yaitu:

BAB I: PENDAHULUAN

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015

Bab ini memaparkan tentang latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan skripsi.

BAB II: TELAAH LITERATUR

Bab ini berisi mengenai teori – teori yang berhubungan dengan materi skripsi yang diperoleh dari berbagai sumber penelitian terdahulu dan landasan teori yang menjadi acuan oleh penulis dalam menganalisis penelitian.

BAB III: METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini berisi tentang penjelasan mengenai desain penelitian, bagaimana metode penelitian dan pengumpulan data yang digunakan, serta metode pemilihan sampel, serta metodologi penelitian yang digunakan untuk menjawab tujuan penelitian.

BAB IV: ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisi tentang hasil yang diperoleh dari metodologi penelitian dari topik yang dibahas di Bab III, untuk kemudian dianalisis hingga mendapat hasil pengujian dan implementasinya.

BAB V: KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi tentang kesimpulan yang diperoleh dari hasil penelitian, serta beberapa saran yang dianggap perlu dan bermanfaat bagi beberapa pihak – pihak yang berkepentingan.

Pengaruh Profitabilitas..., Yanto, FB UMN, 2015