BAB II

TELAAH LITERATUR

2.1. Definisi Obligasi

Obligasi merupakan surat utang jangka panjang yang dapat dipindahtangankan dan berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Menurut Brigham & Hoston (2009) Obligasi adalah suatu kontrak jangka panjang dimana peminjam setuju untuk melakukan pembayaran bunga dan pokok pada tanggal tertentu kepada pemegang obligasi. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dan instansi pemerintah yang mencari modal utang jangka panjang. Adapun karakteristik Obligasi terdiri dari :

a) Nilai Nominal *(Face Value)* adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.
b) Kupon *(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.
c) 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 memilki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam

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

waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon / bunga nya.

d) Penerbit / Emiten *(Issuer)*, mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor sangat penting dalam melakukan investasi Obligasi Ritel. Mengukur resiko / kemungkinan dari penerbit obigasi 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 PT PEFINDO.

Menurut Curtis (2008) terdapat 6 risiko terbesar dalam berinvestasi di obligasi, yaitu:

a) *Interest Rate Risk*

Suku bunga dan obligasi memiliki hubungan terbalik. Ketika suku bunga turun maka pada umumnya harga obligasi yang diperdagangkan lebih besar dari nominal *(at premium)*. Begitu pula sebaliknya, ketika suku bunga naik akan mengakibatkan harga obligasi lebih kecil dari nominal *(at discount)*.

b) *Reinvestment Risk*

Bahaya lain yang investor obligasi hadapi ialah risiko reinvestasi, yang merupakan risiko harus menginvestasikan kembali hasil pada *rate* yang lebih rendah dari dana yang sebelumnya didapat. Salah satu penyebab utama risiko ini sendiri adalah ketika suku bunga turun dari waktu ke

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

waktu dan emiten melakukan opsi *call* terhadap obligasi yang telah diterbitkan sebelumnya.

c) *Inflation Risk*

Ketika seorang investor membeli obligasi, ia pada dasarnya berkomitmen untuk menerima tingkat pengembalian baik yang bersifat tetap maupun berubah-ubah, selama umur obligasi belum jatuh tempo atau setidaknya selama obligasi itu ditahan. Ketika biaya hidup dan inflasi terus meningkat, daya beli investor akan menurun dan mungkin mendapatkan tingkat pengembalian negatif (dibandingkan dengan tingkat inflasi).

d) *Credit/Default Risk*

Banyak investor tidak menyadari bahwa obligasi korporasi tidak dijamin sepenuhnya oleh pemerintah, melainkan tergantung pada kemampuan perusahaan dalam membayar utang itu. Risiko ini timbul ketika emiten mengalami kesulitan dalam membayar kupon serta melunasi pokok pinjaman obligasi.

e) *Rating Downgrades*

Kemampuan perusahaan untuk beroperasi dan membayar utang (dan utang individu) sering dievaluasi oleh lembaga peringkat utama seperti *Standard & Poor* atau *Moody*. Penilaian berkisar dari 'AAA' untuk investasi kualitas kredit yang tinggi untuk 'D' untuk obligasi default. Keputusan yang dibuat dan keputusan yang dikeluarkan oleh lembaga ini membawa banyak pertimbangan bagi investor. Jika peringkat kredit perusahaan rendah atau kemampuannya untuk beroperasi dan membayar dipertanyakan, bank dan

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

lembaga pemberi pinjaman akan memperhatikan dan mungkin akan mengenakan tingkat bunga yang lebih tinggi kepada perusahaan untuk pinjaman di masa mendatang. Hal ini dapat berdampak buruk pada kemampuan perusahaan dalam melunasi utang kepada pemegang obligasi.

f) *Liquidity Risk*

Ada risiko bahwa investor mungkin tidak dapat menjual obligasi korporasi nya dengan cepat di *thin market*. Rendahnya minat penerbitan obligasi tertentu dapat menyebabkan volatilitas harga yang cukup besar dan mungkin memiliki dampak negatif pada tingkat pengembalian *bondholder* (pada saat penjualan). Sama seperti saham-saham yang diperdagangkan di *thin market*, investor mungkin terpaksa menjual di harga yang lebih rendah dari yang diharapkan sebelumnya.

2.1.1. Jenis – Jenis Obligasi

Obligasi memiliki beberapa jenis yang berbeda, yaitu:

a. Obligasi berdasarkan sisi penerbitnya terdiri dari 3 jenis, yaitu:
    1) *Corporate Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk badan usaha milik negara (BUMN), atau badan usaha swasta. Menurut Brigham & Houston (2009) obligasi perusahaan dibagi menjadi :
        1) *Mortgage Bonds*: Perusahaan menjanjikan aset tertentu sebagai jaminan untuk obligasi.

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

2) *Debentures (Unsecured Bond)*: Sebuah obligasi jangka panjang yang tidak dijamin dengan hipotek atas properti tertentu. Surat utang ini cukup berisiko dan risiko akan tercermin ke dalam suku bunga mereka.
3) *Subordinated Debentures*: Obligasi yang memiliki klaim atas aset setelah *senior debt* telah dilunasi pada saat terjadi likuidasi. *Senior debt* ialah hutang yang diberi prioritas yang lebih tinggi daripada prioritas pembayaran hutang lain dari obligor yang sama.

2) *Government Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat. Obligasi pemerintah sendiri terdiri dalam beberapa jenis, yaitu:
   1) Obligasi Rekap, diterbitkan guna suatu tujuan khusus yaitu dalam rangka Program Rekapitalisasi Perbankan;
   2) Surat Utang Negara (SUN), adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. Diterbitkan untuk tujuan membiayai defisit APBN;
   3) Obligasi Ritel Indonesia (ORI), sama dengan SUN, diterbitkan untuk membiayai defisit APBN namun dengan nilai nominal yang kecil agar dapat dibeli secara ritel;
   4) Surat Berharga Syariah Negara atau dapat juga disebut "obligasi syariah" atau "obligasi sukuk", sama dengan SUN,

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

diterbitkan untuk membiayai defisit APBN namun berdasarkan prinsip syariah.

3) *Municipal Bond*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah untut membiayai proyek-proyek yang berkaitan dengan kepentingan publik *(public utility)*.

b. Obligasi berdasarkan sistem pembayaran bunga terdiri dari 4 jenis, yaitu:

1) *Zero Coupon Bonds*: obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Namun, bunga dan pokok dibayarkan sekaligus pada saat jatuh tempo.
2) *Coupon Bonds*: obligasi dengan kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
3) *Fixed Coupon Bonds*: obligasi dengan tingkat kupon bunga yang telah ditetapkan sebelum masa penawaran di pasar perdana dan akan dibayarkan secara periodik.
4) *Floating Coupon Bonds*: obligasi dengan tingkat kupon bunga yang ditentukan 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.

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

c. Obligasi berdasarkan hak penukaran/opsi terdiri dari 4 jenis, yaitu:

1) *Convertible Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk mengkonversikan obligasi tersebut ke dalam sejumlah saham milik penerbitnya.
2) *Exchangeable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.
3) *Callable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
4) *Putable Bonds*: obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.

d. Obligasi berdasarkan segi jaminan atau kolateralnya terdiri atas 2 jenis, yaitu:

1) *Secured Bonds*: obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Dalam kelompok ini, termasuk didalamnya adalah:
    a) *Guaranteed Bonds*: Obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin denan penangguangan dari pihak ketiga
    b) *Mortgage Bonds*: obligasi yang pelunasan bunga dan pokoknya dijamin dengan agunan hipotik atas properti atau asset tetap.

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

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

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

e. Obligasi berdasarkan segi nilai nominal terdiri atas 2 jenis, yaitu:

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

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

f. Obligasi berdasarkan segi perhitungan imbal hasil terdiri atas 2 jenis, yaitu:

1) *Konvensional Bonds*: obligasi yang diperhitungan dengan menggunakan sistem kupon bunga.

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

a. 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.

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

b. 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.

2.1.2. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi sangat penting bagi perusahaan dan investor. Pertama, peringkat obligasi merupakan indikator risiko gagal bayar *(default risk)*, yang dapat menimbulkan efek dan pengaruh langsung pada tingkat bunga obligasi dan biaya utang *(cost of debt)* perusahaan. Kedua, sebagian besar obligasi yang dibeli oleh investor dari suatu institusi yang bukan individu dan banyak lembaga dibatasi oleh obligasi yang memiliki peringkat baik *(investment grade)*. Artinya jika obligasi suatu perusahaan jatuh di bawah peringkat BBB, itu akan menyulitkan perusahaan tersebut untuk menerbitkan obligasi baru karena banyak calon pembeli tidak akan diizinkan untuk membelinya. (Brigham & Hoston, 2009). Menurut Brigham & Hoston ada beberapa faktor penentu dalam peringkat obligasi, yaitu:

a. *Financial Ratios*

   Semua rasio berpotensi mempengaruhi, namun hanya rasio *debt* dan *interest coverage* adalah dinilai paling berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

b. *Qualitative Factors : Bond Contract Terms*

   Setiap obligasi disertai sebuah kontrak, atau sering disebut juga *indenture*, antara emiten dan pemegang obligasi. Yang termasuk didalam *indenture*

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

adalah tanggal jatuh tempo, tingkat bunga kupon, pernyataan apakah obligasi dijamin dengan hipotek atas aset tertentu, setiap ketentuan dana cadangan, dan pernyataan apakah obligasi dijamin oleh beberapa pihak lain dengan peringkat kredit yang tinggi.

c. *Miscellaneous Qualitative Factors*

Yang dimaksud ialah isu-isu seperti sensitivitas laba perusahaan terhadap kekuatan ekonomi, dipengaruhi oleh inflasi, pernyataan apakah perusahaan memiliki masalah tenaga kerja, operasional internasional (termasuk stabilitas dari negara-negara tempat beroperasi), potensi timbul masalah dalam lingkungan dan *antitrust*.

Di Indonesia terdapat beberapa lembaga pemeringkat obligasi, salah satunya ialah PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia). PT PEFINDO merupakan lembaga pemeringkat tertua di Indonesia dan didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, melalui inisiatif Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dan Bank Indonesia. Tugas utama PEFINDO adalah untuk menyediakan suatu peringkat atas risiko kredit yang objektif, independen, serta dapat dipertanggung jawabkan atas penerbitan surat hutang yang diperdagangkan kepada masyarakat luas.

Metodologi Pemeringkatan yang dilakukan PT PEFINDO untuk sektor korporasi (non keuangan) secara umum, mencakup tiga risiko utama penilaian, yaitu :

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

a. Penilaian Risiko Industri *(Industry Risks)*

1) Pertumbuhan industri dan stabilitas *(growth and stability)*, yang terkait dengan kondisi permintaan dan penawaran, prospek, peluang pasar (ekspor atau domestik), tahapan industri (awal, pengembangan, matang, atau penurunan), dan jenis produk (produk yang bersifat pelengkap atau produk yang bisa disubstitusi, umum atau khusus, dan komoditas atau differensiasi)
2) Penghasilan dan struktur biaya dari industri *(revenue and cost structures)*, yang mencakup pemeriksaan komposisi aliran pendapatan (Rupiah atau US Dollar), kemampuan untuk menaikkan harga (kemampuan untuk dengan mudah meneruskan kenaikan biaya kepada pelanggan / para pengguna akhir), tenaga kerja dan bahan baku, struktur biaya dan komposisi (Rupiah atau US Dollar), komposisi biaya tetap dan biaya variabel, serta pengadaan bahan baku industri (domestik atau impor)
3) Hambatan masuk dan persaingan di dalam industri *(barrier to entry and competition within the industry)*, yang mencakup penilaian terhadap karakteristik industri (padat modal, padat karya, terfragmentasi, menyebar, diatur ketat, dan sebagainya) untuk menentukan tingkat kesulitan masuk bagi para pemain baru. Penilaian juga mencakup analisis jumlah pemain dalam industri (global atau domestik), pesaing terdekat, potensi perang harga dan lain-lain untuk mengetahui tingkat kompetisi yang ada dan yang akan datang.

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

4) Peraturan dan de-regulasi industri *(regulation and de-regulation)*, pembatasan jumlah pemain, lisensi, kebijakan pajak (ekspor, impor, kuota, tarif, bea masuk, cukai, dan lain-lain), kebijakan harga pemerintah (peraturan pemerintah Indonesia mengatur harga di beberapa sektor seperti listrik, jalan tol, dan telepon) dan persyaratan lingkungan (khususnya untuk sektor pertambangan) dan lain-lain.

5) Profil keuangan *(financial profile)* industri umumnya dikaji dengan analisis beberapa tolak ukur keuangan yang diambil dari beberapa perusahaan besar dalam industri yang sebagian besar dapat mewakili industri masing-masing. Analisis kinerja keuangan industri meliputi analisis marjin, keuntungan, leverage, serta perlindungan arus kas.

b. Penilaian Risiko Bisnis *(Business Risks)*

Faktor kunci dalam analisis penilaian risiko profil bisnis perusahaan sedikit berbeda dari satu perusahaan ke yang lain, tergantung pada faktor-faktor kunci kesuksesan *(key success factors)* dari industri dimana perusahaan tersebut digolongkan.

c. Penilaian Risiko Finansial *(Financial Risks)*

1) Kebijakan keuangan *(financial policy)*. Analisis yang mencakup tinjauan filosofi manajemen, strategi dan kebijakan keuangan terhadap risiko (historis, sekarang dan proyeksi ke depan). Selain itu, pemeriksaan manajemen atas target keuangan (pertumbuhan, leverage, struktur utang, kebijakan dividen, dan sebagainya), kebijakan lindung nilai, dan kebijakan lain dalam upaya mengurangi resiko keuangan

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

perusahaan secara keseluruhan (sejarah masa lalu dan kedepannya). Rekam jejak perusahaan pada pemenuhan kewajiban keuangan di masa lalu juga dikaji untuk menentukan tingkat komitmen, kesungguhan dan konsistensinya untuk membayar kewajiban-kewajibannya secara tepat waktu.

2) Struktur Permodalan *(Capital Structure)*. Analisis mencakup pemeriksaan dari sejarah perusahaan, saat ini dan proyeksi leverage masa depan (total utang dan nilai bersih utang dalam hubungannya dengan besar modal, total modal dan arus kas), struktur utang dan komposisinya (rupiah atau mata uang asing, utang jangka pendek atau utang jangka panjang, dengan tingkat suku bunga tetap atau suku bunga mengambang, dan lain-lain). Cara pengelolaan kewajiban juga dikaji secara mendalam.
3) Perlindungan Arus Kas *(Cash Flow Protection)*. Analisis yang menyeluruh meliputi kajian dari arus kas perusahaan dan kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka pendek dan jangka panjang. Tingkat kemampuan melayani pembayaran utang diukur oleh rasio pembayaran bunga dan rasio pembayaran utang. Tingkat likuiditas perusahaan di dalam memenuhi kewajiban jangka pendek juga dikaji secara mendalam.
4) Fleksibilitas keuangan *(Financial Flexibility)*. Analisis meliputi evaluasi gabungan semua ukuran finansial di atas untuk sampai pada pemahaman yang menyeluruh tentang kesehatan keuangan

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

perusahaan. Analisis tentang faktor-faktor lain yang terkait atau angka-angka yang tidak secara khusus ditelaah di atas, seperti klausul perlindungan asuransi, batasan atas perjanjian pinjaman/obligasi atau hubungan dengan induk perusahaan dan bantuan-bantuan juga ditelaah. Penugasan analitis lain yang dibahas adalah evaluasi pilihan yang bisa diambil oleh perusahaan dalam tekanan, termasuk rencana-rencana atas kejadian tidak terduga dan kemampuan serta fleksibilitas untuk berurusan dengan berbagai skenario yang merugikan. Dukungan pemegang saham dan komitmennya juga sangat dipertimbangkan

Tabel 2.1.

Keterangan Peringkat Obligasi PT PEFINDO

Simbol	Pengertian Peringkat Obligasi
id_{AAA}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{AAA} merupakan sekuritas dengan peringkat tertinggi yang diberikan oleh PT PEFINDO. Kemampuan perusahaan penerbitnya untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang superior dibandingkan dengan perusahaan penerbit sekuritas utang lainnya di Indonesia.
id_{AA}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{AA} hanya memiliki sedikit perbedaan dengan peringkat tertinggi. Kemampuan perusahaan penerbit memenuhi komitmen keuangan jangka panjang sangat kuat dibandingkan dengan perusahaan penerbit sekuritas utang lainnya di Indonesia.
id_{A}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{A} menunjukkan bahwa kemampuan perusahaan penerbit relatif kuat dibandingkan dengan perusahaan penerbit sekuritas utang lain. Namun demikian, sekuritas utang ini lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dibandingkan dengan obligasi dengan peringkat yang lebih tinggi.
id_{BBB}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{BBB} menunjukkan tingkat perlindungan yang cukup dalam hal pemenuhan kewajibannya dibandingkan dengan sekuritas utang lain. Namun demikian, kondisi ekonomi yang melemah dapat lebih mudah memicu melemahnya kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan komitmen keuangan jangka panjangnya.

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

id_{BB}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{BB} menunjukkan tingkat perlindungan yang agak lemah dibandingkan dengan sekuritas utang lain di Indonesia. Kemampuan perusahaan penerbit dalam menyelesaikan komitmen keuangan jangka panjang pada sekuritas utang tersebut rentan terhadap ketidakpastian apabila kondisi bisnis, keuangan, atau ekonomi melemah.
id_B	Sekuritas utang dengan peringkat id_B menunjukkan perlindungan yang lemah dibandingkan dengan sekuritas utang lain di Indonesia. Meskipun perusahaan penerbit saat ini masih mempunyai kemampuan untuk menyelesaikan komitmen keuangan jangka panjang pada sekuritas utang tersebut, menurunnya kondisi bisnis, keuangan atau ekonomi akan cenderung menurunkan kemampuan atau keinginan perusahaan penerbit untuk menyelesaikan komitmen keuangan jangka panjangnya.
id_{CCC}	Sekuritas utang dengan peringkat id_{CCC} saat ini rentan terhadap gagal bayar, dan tergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang baik agar perusahaan penerbit dapat menyelesaikan komitmen keuangan jangka panjang atas sekuritas utang tersebut.
id_D	Sekuritas utang diberi peringkat id_D ketika berada pada kondisi gagal bayar, atau peringkat id_D diberikan ketika pertama kali obligasi tersebut mengalami kegagalan pembayaran. Pengecualian dapat diberikan ketika bunga yang gagal dibayarkan pada saat jatuh tempo dapat dibayarkan pada masa tenggang.

Sumber : PT PEFINDO

Peringkat obligasi dari id_{AA} sampai dengan id_B dapat dimodifikasi dengan penambahan tanda plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relative antar kategori peringkat. Peringkat obligasi menurut Moody's terbagi menjadi 9 kategori, dari peringkat Aaa,Aa,A,Baa,Ba hingga ke C. Peringkat dari Aaa sampai dengan Baa dikenal sebagai peringkat *investment grade***.** Hal ini dikarenakan obligasi dengan peringkat ini dinilai tidak memiliki unsur – unsur spekulatif dalam membayarkan bunga dan pokok pinjaman kedepannya. Sedangkan prospek kedepan dari peringkat rendah, obligasi tersebut patut dipertimbangkan dan dijamin asset tertentu oleh perusahan. Menurut *Standard & Poor's Rating*, peringkat obligasi untuk emiten terbagi menjadi 10 kategori, yang terdiri dari AAA,AA,A,BBB, dan BB hingga ke CC dan R,SD dan D. Kategori AAA sampai dengan BBB ialah peringkat obligasi

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

kategori investment grade. Emiten diberikan peringkat R berarti sedang dibawah pengawasan khususnya kondisi keuangan perusahaan. Sedangkan emiten yang diberi peringkat SD atau D telah gagal membayar satu kewajibannya atau lebih pada saat jatuh tempo. Guna meningkatkan metodologi pemeringkatan yang digunakan dan kriteria dalam melakukan pemeringkatan, maka PT PEFINDO didukung oleh mitra globalnya yaitu *Standard & Poor's Rating Services* (S&P's). Hal tersebut yang membuat adanya kesamaan dalam pemberian rating dan pengertian PT PEFINDO dengan S&P.

2.2. Analisis Rasio Keuangan

Menurut Horne (2008), rasio keuangan indeks yang menghubungkan dua angka akuntansi dan diperoleh dengan membagi satu angka dengan angka lainnya. Rasio Keuangan digunakan untuk mengevaluasi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan, dari hasil rasio keuangan ini akan terlihat kondisi kesehatan perusahaan yang bersangkutan.

2.2.1. Rasio Profitabilitas *(Profitability Ratio)*

Rasio profitabilitas untuk menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari kegiatan operasionalnya. Bagi investor dan kreditur, dapat menggunakan rasio ini untuk menilai tingkat pengembalian dari investasi mereka *(return on investment)* ke dalam sebuah perusahaan berdasarkan tingkat relatif sumber daya dan asset perusahaannya. Dalam hal ini, rasio profitabilitas berhubungan dengan rasio efisiensi karena mereka menunjukkan seberapa baik

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

perusahaan dalam menggunakan aset mereka untuk menghasilkan keuntungan. Profitabilitas juga penting untuk konsep solvabilitas dan kelangsungan usaha. Menurut Brigham dan Houston (2009) rasio profitabilitas merupakan sekelompok rasio yang menunjukkan gabungan efek-efek dari likuiditas, manajemen aset, dan utang pada hasil-hasil operasi.

a. *Profit Margin* mengukur jumlah laba bersih yang diperoleh dengan setiap uang yang dihasilkan dari penjualan dengan membandingkan laba bersih dan penjualan bersih perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini menunjukkan seberapa besar persentase laba yang didapat setelah semua biaya telah dibayarkan. Kreditur dan investor menggunakan rasio ini untuk mengukur seberapa efektif perusahaan dapat mengkonversi penjualan menjadi laba bersih. Investor ingin memastikan keuntungan yang cukup tinggi untuk membagikan dividen sementara kreditur ingin memastikan perusahaan memiliki keuntungan yang cukup untuk membayar kembali pinjamannya.

$$Profit\ Margin = \frac{Net\ Income}{Sales}$$

b. *Return on Asset* (ROA) mengukur seberapa efisien suatu perusahaan dapat mengelola aset untuk menghasilkan keuntungan selama periode tertentu. Karena tujuan utama dari aset perusahaan adalah untuk meningkatkan pendapatan dan menghasilkan keuntungan, rasio ini membantu manajemen dan investor melihat seberapa baik perusahaan dapat mengkonversi investasi pada aset menjadi suatu keuntungan.

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

$$ROA = \frac{Net\ Income}{Total\ Assets}$$

c. *Return on Equity* (ROE) mengukur kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan dari investasi pemegang saham di perusahaan. Dengan kata lain, rasio ini menunjukkan berapa banyak keuntungan dalam setiap uang yang dihasilkan dari ekuitas pemegang saham biasa.

$$ROE = \frac{Net\ Income}{Total\ Equity}$$

2.2.2. Rasio Solvabilitas *(Solvency Ratio)*

Rasio solvabilitas, atau disebut rasio leverage, mengukur kemampuan perusahaan untuk mempertahankan kegiatan operasionalnya dengan membandingkan tingkat utang dengan ekuitas, aset, dan pendapatan. Rasio solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melakukan pembayaran dan melunasi kewajiban jangka panjang kepada kreditur, pemegang obligasi, dan bank. Semakin baik rasio solvabilitas menunjukkan perusahaan yang lebih memiliki kelayakan secara kredit dan finansial dalam jangka panjang. Menurut Copeland & Weston (1988), rasio solvabilitas memiliki beberapa implikasi sebagai berikut:

a. Kreditor mengharapkan ekuitas (dana yang disediakan pemilik) sebagai margin keamanan. Artinya jika pemilik memiliki dana yang kecil sebagai modal, resiko bisnis terbesar akan ditanggung oleh kreditor.
b. Dengan pengadaan dana melalui utang, pemilik memperoleh manfaat berupa tetap dipertahankannya penguasaan atau pengendalian perusahaan.

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

c. Bila perusahaan mendapat penghasilan lebih dari dana yanng dipinjamkannya dibandingkan dengan bunga yang harus dibayarnya, pengembalian kepada pemilik diperbesar.

Dalam praktiknya, apabila hasil perhitungan, perusahaan ternyata memiliki rasio solvabilitas yang tinggi, hal ini akan berdampak timbulnya resiko kerugian lebih besar, tetapi juga ada kesempatan mendapat laba lebih besar. Sebaliknya apabila perusahaan memiliki rasio solvabilitas lebih rendah tentu mempunyai resiko kerugian lebih kecil pula, terutama pada saat perekonomian menurun. Dampak ini juga mengakibatkan rendahnya tingkat hasil pengembalian (*return*) pada saat perekonomian tinggi. Dalam pengukuran rasio solvabilitas atau rasio leverage, dilakukan melalui 2 pendekatan, yaitu:

a. Mengukur rasio-rasio neraca dan sejauh mana pinjaman digunakan untuk permodalan.
b. Melalui pendekatan rasio-rasio laba rugi.

Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam rasio solvabilitas antara lain:

a. *Debt Ratio* menunjukkan kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajibannya dengan asetnya. Dengan kata lain, ini menunjukkan berapa banyak aset perusahaan yang harus dijual dalam rangka melunasi seluruh kewajibannya. Hal ini membantu investor dan kreditor dalam menganalisis keseluruhan beban utang pada perusahaan serta kemampuan perusahaan untuk melunasi utang di masa depan, di keadaan ekonomi yang tidak menentu.

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

$$Debt\ Ratio = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Assets}$$

b. *Debt to Equity Ratio* (DER) menunjukkan persentase pembiayaan perusahaan yang berasal dari kreditur dan investor. Sebuah rasio DER yang tinggi menunjukkan bahwa pembiayaan dari kreditur lebih besar digunakan dibandingkan pembiayaan dari investor (pemegang saham).

$$DER = \frac{Total\ Liabilities}{Total\ Equity}$$

c. *Long Term Debt to Equity Ratio* (LTDtER) merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang dengan cara membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan.

$$LTDtER = \frac{Long\ Term\ Debt}{Total\ Equity}$$

d. *Interest Coverage Ratio* digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dapat membayar beban bunga dengan EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*/ Pendapatan Sebelum Bunga dan Pajak). Semakin tinggi rasio, maka kemampuan perusahaan untuk membayar beban bunga periode tertentu dengan jaminan laba operasi akan semakin baik.

$$Coverage\ Ratio = \frac{EBIT}{Interest\ Expenses}$$

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

2.3. Struktur Kepemilikan

Struktur kepemilikan dalam suatu perusahaan akan memiliki motivasi yang berbeda dalam hal mengawasi atau memonitor perusahaan serta manajemen dan dewan direksinya. Struktur kepemilikan dipercaya memiliki kemampuan untuk mempengaruhi jalannya perusahaan yang nantinya dapat mempengaruhi kinerja suatu perusahaan. Struktur kepemilikan suatu perusahaan menunjuk kepada konfigurasi saham yang dimiliki oleh investor, baik individual maupun institusional, baik yang berada dalam maupun di luar organisasi perusahaan. struktur kepemilikan sangat tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya. Struktur kepemilkan tercermin baik melalui instrument saham maupun instrumen hutang sehingga melalui struktur tersebut dapat ditelaah kemungkinan bentuk masalah keagenan yang akan terjadi. Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam struktur kepemilikan, antara lain:

a. Kepemilikan sebagian kecil saham perusahaan oleh manajemen mempengaruhi kecenderungan untuk memaksimalkan nilai pemegang saham dibanding sekedar mencapai tujuan perusahaan semata.
b. Kepemilikan yang terkonsentrasi memberi insentif kepada pemegang saham mayoritas untuk berpartisipasi secara aktif dalam perusahaan.
c. Identitas pemilik menentukan prioritas tujuan sosial perusahaan dan maksimalisasi nilai pemegang saham, misalnya perusahaan milik pemerintah cenderung untuk mengikuti tujuan politik dibanding tujuan perusahaan.

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

Dalam penelitian ini, struktur kepemilikan yang digunakan ialah kepemilikan institusional. Struktur kepemilikan institusional merupakan kepemilikan saham perusahaan yang dimiliki oleh institusi atau lembaga seperti perusahaan investasi, bank, perusahaan asuransi, institusi luar negeri dan institusi lainnya. Berdasarkan penelitian dari Yuniati (2012) menyatakan bahwa struktur kepemilikan saham yang didominasi oleh asing dalam suatu perusahaan berpengaruh signifikan dan positif terhadap peringkat obligasi yang diterbitkan.

2.4. Jaminan

Berdasarkan jaminannya, obligasi dikelompokkan menjadi obligasi yang dijamin *(secured)* dan obligasi yang tidak dijamin *(debenture)*. Menurut Brister (1994) menyatakan bahwa investor lebih menyukai obligasi yang aman dibanding *debenture*. Investor lebih menyukai obligasi dengan jaminan dikarenakan untuk mengurangi risiko *default* obligasi. Obligasi dengan jaminan merupakan obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga (Ridwan dkk., 2010). Tingkat risiko yang terkandung dalam obligasi dipengaruhi oleh jaminan. Dalam hal ini, *corporate bond* mempunyai klaim umum atas asset bisnis dari perusahaan, asset penjamin obligasi memegang prioritas klaim yang paling tinggi atas asset spesifik dari penerbit. Apabila obligasi dijamin dengan asset yang bernilai tinggi, maka rating akan membaik (Almilia dan Devi, 2007).

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

2.5. Penelitian Terdahulu

Hasil dari beberapa penelitian terdahulu digunakan sebagai referensi dalam mengetahui serta memahami adanya perbedaan yang terdapat pada pengaruh rasio profitabilitas, solvabilitas, struktur kepemilikan dan jaminan terhadap peringkat obligasi perusahaan. Berikut rangkuman beberapa penelitian yang pernah dilakukan beserta hasil penelitiannya :

Penelitian menurut Collins (2006), menyimpulkan bahwa terdapat 2 variabel utama yang mempengaruhi *credit firm rating*. Variabel tersebut ialah *firm characteristic* dan *governance attributes.* Variabel – variabel tersebut diolah dengan regresi logistik dengan tingkat signifikan ≤ 0.01. Adapun variabel *firm characteristic* diproyeksikan melalui 8 variabel, yang terdiri dari *debt ratio, net loss, ROA, subordinated debt, interest coverage, size, capital intensity, financial institution.* Hasilnya variabel *debt ratio, net loss, ROA, subordinated debt* berpengaruh negatif. Sedangkan *Interest coverage, size, capital intensity, financial institution* berpengaruh positif terhadap *credit rating.* Adapun variabel yang tidak signifikan ialah *interest coverage* dan *financial institution*. Variabel *governance attributes* diproyeksikan melalui 4 indikator yang terdiri dari *financial transparency, board structure and processes, financial stakeholder rights and relations, ownership structure and influence*. Indikator tersebut masing-masing diukur melalui variabel lainnya. Adapun variabel pengukurnya sesuai dengan indikator tersebut ialah:

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

a. *Financial transparency* yang diproyeksikan oleh 5 variabel kontrol yaitu *working capital accruals, percentage of the audit committee made up of outside independent directors, financial expert, timeliness* berpengaruh positif, sedangkan variabel *total fees (audit & non-audit) charged to the client firm divided by the total revenues of the audit firm* berpengaruh negatif terhadap *credit rating*. Adapun variabel yang signifikan ialah *working capital accruals* dan *percentage of the audit committee made up of outside independent directors*.

a. *Board structure and processes* diproyeksikan oleh 6 variabel kontrol yaitu *percentage of board made up of independent outside directors, percentage of directors that hold stock in the company, percentage of outside board members that sit on boards of other companies, governance policy, percentage of insiders on finance committees* berpengaruh positif, sedangkan variabel *influence that the CEO exercises over the board* berpengaruh negatif terhadap *credit rating*. Adapun variabel yang signifikan hanya *percentage of directors that hold stock in the company*.

b. *Financial stakeholder rights and relations* diproyeksikan oleh variabel kontrol *power-sharing relationship between investors and management* yang berpengaruh siginifikan negatif terhadap *credit rating*.

c. *Ownership structure & influence* diproyeksikan oleh 3 variabel kontrol yaitu *number of outside blockholders that own 5% or more of a firm's outstanding voting stock, percentage of shares held by institutional investors, percentage of shares held by officers or directors* berpengaruh negatif terhadap *credit*

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

rating. Adapun variabel yang signifikan ialah *number of outside blockholders that own 5% or more of a firm's outstanding voting stock*.

Ken, Hui, Shih & Ying (2013) menyimpulkan bahwa variabel *EBITDA interest coverage, return on assets* dan *total assets* berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Sementara *debt ratio* dan *cash to current liabilities ratio* berpengaruh negatif terhadap *credit rating*. Alat analisis yang digunakan adalah *Probit Regression*.

Menurut Yuniati (2012) menggunakan metode regresi berganda dalam penelitiannya mendapatkan kesimpulan bahwa struktur kepemilkan & *return on asset* berpengaruh signifikan. Sedangkan ukuran perusahaan, *current ratio*, dan *long term debt to total asset* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Prasetiyo (2010) dalam penelitiannya mendapatkan hasil bahwa terdapat beberapa variabel yang berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap peringkat obligasi yaitu kepemilikan institusional, dan proporsi dewan komisaris independen serta kepemilikan manajerial menunjukkan pengaruh negative dan tidak signifikan. Selain itu, ukuran dewan komisaris, jumlah komite audit, kualitas audit yang diproksi dengan besaran KAP & *Return on Asset* berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi.

Maharti (2011) menggunakan metode regresi logistik ordinal dalam penelitiannya mendapatkan kesimpulan bahwa profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, leverage, jaminan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

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