

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Kajian Literatur

2.1.1. Pengertian Obligasi

Obligasi merupakan surat utang yang diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah dengan jangka waktu tertentu serta dapat diperjualbelikan di pasar modal yang berisikan janji kepada pihak yang memegang obligasi untuk membayar bunga berupa kupon obligasi serta pelunasan pokok utang pada periode tertentu (Bursa Efek Indonesia “Surat Utang (Obligasi)” <https://www.idx.co.id/produk/surat-utang-obligasi/>. diakses pada 17 Feb 2020).

Obligasi juga dapat dikatakan sebagai kontrak jangka panjang yang berisi pernyataan bahwa peminjam dana (*bond issuer*) akan membayar bunga secara periodik serta pokok utang dalam periode jatuh tempo yang sudah ditentukan kepada pemegang obligasi. Obligasi diterbitkan oleh perusahaan dan pemerintah dengan tujuan untuk mencari pendanaan jangka panjang. Beberapa jenis obligasi yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah negara suatu negara (*treasury bond*), obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan (*corporate bond*), obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah (*municipal bonds*), dan obligasi yang diterbitkan negara atau perusahaan diluar negeri yang ditawarkan secara global (*foreign bonds*). Setiap jenis obligasi memiliki karakteristik serta tingkat risiko yang berbeda beda, seperti obligasi pemerintah yang tidak memiliki risiko gagal bayar dikarenakan obligasi tersebut dijamin oleh negara, namun masih ada risiko

penurunan nilai obligasi ketika suku bunga meningkat (Brigham dan Huston, 2019: 230).

Obligasi memiliki karakteristik yang sama dengan bentuk utang pada umumnya (pinjaman bank dan *private placement*) yaitu menghasilkan pendapatan tetap bagi pemegang obligasi tersebut, namun terdapat beberapa perbedaan dengan bentuk utang pada umumnya yaitu seperti obligasi dijual kepada publik, dan setelah diterbitkan, obligasi dapat diperdagangkan oleh investor di bursa efek. Perusahaan yang menerbitkan obligasi akan mengakui utang perusahaan kepada pemilik obligasi. Obligasi adalah surat berharga yang diterbitkan perusahaan yang menjanjikan pembayaran sejumlah uang bersifat tetap dalam suatu periode obligasi hingga tanggal jatuh tempo yang disertai pembayaran bunga. Jumlah tetap nominal yang dibayarkan pada saat jatuh tempo disebut *maturity*, pokok pinjaman disebut *principal* atau biasa disebut dengan nilai nominal (*par value*), dan pembayaran bunga disebut *bond coupon* (Higgins, 2016: 145-146).

Perusahaan wajib membayar bunga obligasi secara rutin untuk menghindari risiko suatu perusahaan dipailitkan. Pemegang obligasi memiliki status hukum sebagai kreditor, sehingga memiliki klaim prioritas pada arus kas dan aset perusahaan. Sebagai contoh dalam kasus kebangkrutan, perusahaan harus melunasi utang para pemegang obligasi terlebih dahulu sebelum membagikan dana likuidasi perusahaan kepada para pemilik perusahaan (pemegang saham), sehingga obligasi merupakan investasi yang kurang berisiko dari sisi investor (Melicher dan Norton, 2017: 256).

Bagi investor, obligasi merupakan suatu instrumen investasi yang memiliki perbedaan dengan saham. Saham menyatakan klaim kepemilikan pemegang saham tersebut atas perusahaan, sehingga pemegang saham dapat dikatakan pemilik perusahaan tersebut, sedangkan kepemilikan obligasi menyatakan klaim sebagai kreditur pada suatu perusahaan dan bukan termasuk ke dalam pemilik perusahaan. (Tandelilin, 2017: 249-250)

2.1.2 Peringkat Obligasi

Kim dan Gu (2004) dalam penelitiannya memaparkan bahwa peringkat obligasi ditentukan berdasarkan penilaian dari lembaga pemeringkat berkaitan dengan kualitas dari investasi surat utang jangka panjang tersebut dan perhitungan risiko gagal bayar (*default risk*). Peringkat yang diberikan untuk obligasi korporasi tidak hanya mempengaruhi harga dari obligasi korporasi yang beredar, tetapi juga tingkat bunga dan *marketability* dari obligasi korporasi baru yang akan diterbitkan.

Peringkat obligasi penting bagi perusahaan yang menerbitkannya, dikarenakan peringkat obligasi mencerminkan risiko dari obligasi tersebut, sehingga akan berdampak secara langsung pada bunga kupon yang harus dibayar perusahaan. Semakin tinggi peringkat dari sebuah obligasi maka akan semakin rendah kupon yang harus dibayar perusahaan. Mayoritas investor akan menghindari, bahkan dilarang untuk membeli obligasi yang memiliki peringkat dibawah BBB. Peringkat dibawah BBB disebut *non-investment grade*, sedangkan peringkat diatas BBB disebut *investment grade*, sehingga peringkat obligasi

sangat penting bagi perusahaan yang menerbitkan obligasi serta investor sebagai dasar pertimbangan keputusan investasi (Higgins, 2016 : 150).

Selanjutnya peringkat obligasi dinilai penting untuk perusahaan maupun investor. Peringkat obligasi merupakan indikator risiko gagal bayar sehingga berpengaruh pada tingkat pengembalian obligasi. Perbedaan peringkat obligasi akan mempengaruhi biaya modal (*cost of debt*) dari suatu perusahaan secara langsung yang akan mempengaruhi kegiatan perusahaan dalam beberapa hal (Kisgen, 2006). Dalam hal ini, perubahan peringkat tentu akan berdampak baik atau buruk bagi perusahaan dari sisi biaya modal, sehingga perusahaan akan berusaha untuk meningkatkan peringkatnya. Melicher dan Norton (2017; 256) menyebutkan bahwa biaya utang perusahaan lebih rendah dibandingkan dengan biaya modal efektif..

Kebanyakan obligasi yang terbit, dibeli oleh institusi dibandingkan dengan investor individual, dan sangat banyak institusi yang melarang untuk membeli obligasi dengan peringkat rendah, sehingga hanya obligasi yang masuk ke dalam kategori *investment grade* yang akan dibeli, oleh sebab itu perusahaan dengan peringkat obligasi yang buruk (masuk kedalam *non-investment grade*) akan kesulitan dalam menjual obligasinya karena banyak pembeli (institusi) yang dilarang membeli obligasi peringkat rendah tersebut (Brigham dan Huston, 2019: 255). Untuk investor, peringkat obligasi dapat menunjukkan risiko dari suatu perusahaan, sehingga penting untuk dijadikan pertimbangan keputusan investasi.

Peringkat obligasi dapat dijadikan pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi bagi investor. Hal tersebut dikarenakan, peringkat obligasi

memberikan informasi mengenai kualitas dari suatu perusahaan dengan data yang digunakan lembaga pemeringkat didapatkan dari sumber yang tertutup. Lembaga pemeringkat akan mendapatkan informasi perusahaan secara signifikan dan bersifat rahasia untuk melakukan pemeringkatan suatu obligasi (Kisgen, 2006).

Namun pada penelitian yang dilakukan oleh Kim (2005) menunjukkan bahwa peringkat obligasi dapat dinilai menggunakan data yang tersedia dan dapat diakses secara publik tanpa merujuk pada keahlian dari lembaga pemeringkat profesional. Peringkat obligasi dapat dinilai menggunakan data yang tersedia untuk publik, maka investor juga dapat memprediksi arah pergerakan peringkat obligasi suatu perusahaan berdasarkan data yang tersedia dan dapat diakses secara publik. Perubahan peringkat obligasi akan mempengaruhi bunga obligasi (Kisgen, 2006), sehingga hal ini dapat menjadi alasan investor dalam memprediksi arah peringkat obligasi sebagai pertimbangan pengambilan keputusan investasi.

Peringkat obligasi menjadi hal yang penting untuk diketahui, hal ini dikarenakan terdapat kesenjangan informasi yang dimiliki antara perusahaan yang menerbitkan obligasi dengan investor. Lembaga pemeringkatan akan memberi informasi atas kualitas kredit serta tingkat risiko kredit perusahaan penerbit obligasi, dengan tujuan meminimalkan kesenjangan informasi melalui peringkat obligasi yang ditetapkan. Investor memanfaatkan peringkat obligasi sebagai salah satu dasar keputusan investasi dalam mengukur tingkat risiko dari obligasi yang dijual. Semakin tinggi peringkat obligasi maka semakin kecil risiko yang akan dihadapi investor (Tandelilin, 2017: 254).

Perusahaan yang menerbitkan obligasi akan mempertahankan peringkat obligasi tetap tinggi, karena dengan mendapatkan peringkat yang tinggi hal ini akan menguntungkan perusahaan. Dengan peringkat obligasi yang tinggi maka bunga kupon yang dibayarkan juga akan lebih rendah. Perusahaan yang akan dievaluasi peringkat obligasinya akan mengurangi penggunaan utang dalam struktur modalnya dengan tujuan penurunan *leverage* akan menurunkan risiko gagal bayar sehingga peringkat obligasi akan naik, disisi lain beberapa perusahaan saat akan dievaluasi peringkatnya akan menerbitkan lebih banyak utang dikarenakan perusahaan dengan kualitas kredit yang baik akan menerbitkan lebih banyak utang dan lebih sedikit modal, dibandingkan perusahaan dengan kualitas kredit yang rendah (Kisgen, 2006).

Peringkat obligasi dapat bergantung dan dipengaruhi oleh penilai tentang faktor-faktor yang biasanya sulit untuk diukur seperti kualitas manajemen, perubahan selera dan teknologi di masa depan yang memengaruhi kemungkinan laba jangka panjang, dan sebagainya (Pogue dan Soldofsky, 1969).

Tabel 2.1
Definisi peringkat obligasi

Peringkat	Keterangan
Id AAA	Kemampuan obligor untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya, relatif terhadap obligor Indonesia lainnya, adalah superior.
Id AA+	Obligor dengan peringkat idAA memiliki sedikit perbedaan dengan peringkat tertinggi yang diberikan, dan memiliki kemampuan yang sangat kuat untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang relatif dibandingkan terhadap obligor Indonesia lainnya. Tanda Tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id AA	Obligor dengan peringkat idAA memiliki sedikit perbedaan dengan peringkat tertinggi yang diberikan
Id AA-	Obligor dengan peringkat idAA memiliki sedikit perbedaan dengan peringkat tertinggi yang diberikan, dan memiliki kemampuan yang sangat kuat untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang relatif dibandingkan terhadap obligor Indonesia lainnya. Tanda Kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id A+	Obligor dengan peringkat idA memiliki kemampuan yang kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya. Walaupun demikian, kemampuan obligor mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi dibandingkan obligor dengan peringkat lebih tinggi. Tanda Tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan

Tabel 2.1 (Lanjutan)

Id A	Obligor dengan peringkat idA memiliki kemampuan yang kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya. Walaupun demikian, kemampuan obligor mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi dibandingkan obligor dengan peringkat lebih tinggi.
Id A-	Obligor dengan peringkat idA memiliki kemampuan yang kuat dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjangnya. Walaupun demikian, kemampuan obligor mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi dibandingkan obligor dengan peringkat lebih tinggi. Tanda Kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id BBB+	Obligor dengan peringkat idBBB memiliki kemampuan yang memadai dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangannya. Walau demikian, kemampuan obligor lebih mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi. Tanda Tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id BBB	Obligor dengan peringkat idBBB memiliki kemampuan yang memadai dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangannya. Walau demikian, kemampuan obligor lebih mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi.

Tabel 2.1 (Lanjutan)

Id BBB-	Obligor dengan peringkat idBBB memiliki kemampuan yang memadai dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi komitmen keuangannya. Walau demikian, kemampuan obligor lebih mungkin akan terpengaruh oleh perubahan buruk keadaan dan kondisi ekonomi. Tanda Kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id BB+	Obligor dengan peringkat idBB memiliki kemampuan yang sedikit lemah untuk memenuhi kewajiban keuangannya relatif dibanding obligor-obligor Indonesia lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian yang terus berlanjut atau terpengaruh oleh pemburukan bisnis, keuangan atau kondisi ekonomi yang dapat berakibat kepada ketidak-mampuan obligor untuk memenuhi komitmen keuangannya. Tanda Tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id BB	Obligor dengan peringkat idBB memiliki kemampuan yang sedikit lemah untuk memenuhi kewajiban keuangannya relatif dibanding obligor-obligor Indonesia lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian yang terus berlanjut atau terpengaruh oleh pemburukan bisnis, keuangan atau kondisi ekonomi yang dapat berakibat kepada ketidak-mampuan obligor untuk memenuhi komitmen keuangannya.

Tabel 2.1 (Lanjutan)

Id BB-	Obligor memiliki kemampuan yang sedikit lemah untuk memenuhi kewajiban keuangannya relatif dibanding obligor-obligor Indonesia lainnya. Obligor menghadapi ketidakpastian yang terus berlanjut atau terpengaruh oleh pemburukan bisnis, keuangan atau kondisi ekonomi yang dapat berakibat kepada ketidak-mampuan obligor untuk memenuhi komitmen keuangannya. Tanda Kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id B+	Obligor dinilai memiliki kapasitas yang lemah untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Kondisi bisnis, keuangan atau ekonomi yang kurang baik mungkin akan memperlemah kemampuan obligor dalam memenuhi komitmen keuangannya. Tanda Tambah (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan.
Id B	Obligor dengan peringkat idB dinilai memiliki kapasitas yang lemah untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Kondisi bisnis, keuangan atau ekonomi yang kurang baik mungkin akan memperlemah kemampuan obligor dalam memenuhi komitmen keuangannya.
Id B-	Obligor dengan peringkat idB dinilai memiliki kapasitas yang lemah untuk memenuhi komitmen keuangan jangka panjang relatif terhadap obligor Indonesia lainnya. Kondisi bisnis, keuangan atau ekonomi yang kurang baik mungkin akan memperlemah kemampuan obligor dalam memenuhi komitmen keuangannya. Tanda Kurang (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan.

Tabel 2.1 (Lanjutan)

Id CCC	Obligor dengan idCCC saat ini rentan, dan tergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang menguntungkan untuk memenuhi komitmen keuangannya
Id D/ Id SD	Obligor dengan peringkat idSD (“Selective Default”) menandakan obligor gagal membayar satu atau lebih kewajiban finansialnya yang jatuh tempo, baik atas kewajiban yang telah diperingkat atau tidak diperingkat, tetapi masih melakukan pembayaran tepat waktu atas kewajiban lainnya. Obligor dengan peringkat idD menandakan obligor gagal membayar satu atau lebih kewajiban finansialnya yang jatuh tempo, baik atas kewajiban yang telah diperingkat atau tidak diperingkat.

Sumber: Pefindo, 2020

2.1.3. Teori Sinyal (Signaling Theory)

Teori sinyal merupakan sebuah teori yang menyatakan bahwa terdapat perbedaan tingkat informasi antara pasar dengan pihak manajer internal perusahaan. Pihak manajer internal perusahaan memiliki informasi yang lebih baik valid serta lengkap dibandingkan dengan pasar atau pihak luar perusahaan, hal ini tentu dikarena manajer perusahaan merupakan orang dalam perusahaan yang mengelola perusahaan itu sendiri sehingga paling mengetahui aktifitas serta rencana dan prospek kerja perusahaan. Hal tersebut menyebabkan ketimpangan informasi (*information asymmetr*).

ketimpangan informasi seperti ini akan membuat investor kesulitan dalam membedakan secara objektif antara perusahaan yang memiliki prospek serta kualitas bagus dengan yang tidak. Pihak internal perusahaan akan terdorong untuk mengisyaratkan sinyal kepada pasar yang menunjukkan bahwa kinerja perusahaan mereka memang bagus.

Penerbitan obligasi merupakan salah satu sinyal yang bersifat mahal. Hanya perusahaan dengan kinerja dan prospek baik saja yang mampu menerbitkan obligasi, sehingga penerbitan obligasi merupakan sinyal yang menunjukkan kredibilitas perusahaan, terlebih jika obligasi yang diterbitkan perusahaan mendapatkan peringkat yang tinggi tentu saja akan meningkatkan persepsi nilai pasar (Rose, 1977).

2.1.4. Lembaga Pemeringkatan

Kisgen (2018) dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa lembaga pemeringkatan memiliki pengaruh terhadap pasar keuangan secara signifikan dengan memberikan informasi mengenai kemungkinan gagal bayar (*Default*) perusahaan penerbit obligasi. Lembaga pemeringkat memiliki peran penting dalam melakukan penilaian terhadap risiko dari suatu obligasi yang dapat dijadikan investor sebagai bahan pertimbangan dalam keputusan berinvestasi.

Murcia *et al.* (2014) dalam jurnalnya juga menjelaskan bahwa lembaga pemeringkat memiliki peran penting didalam pasar keuangan dikarenakan lembaga ini memiliki otoritas untuk mengakses data internal perusahaan yang akan menerbitkan surat berharga. Lembaga pemeringkatan menjadi sebuah

lembaga pihak ketiga yang independen dengan tugas mengevaluasi kelayakan dari obligasi yang diterbitkan perusahaan, selanjutnya hasil evaluasi tersebut dinyatakan ke dalam peringkat untuk diumumkan kepada publik. Lembaga pemeringkatan melakukan analisis terhadap kualitas suatu obligasi dan memaparkannya melalui sebuah peringkat obligasi.

Lembaga pemeringkat menggunakan banyak teknik dalam menentukan sebuah peringkat obligasi. Banyak faktor yang harus dipertimbangkan dalam melakukan pemeringkatan, dan tidak semua faktor pertimbangan tersebut dapat dijelaskan secara transparan oleh lembaga pemeringkatan dalam menentukan peringkat. Secara umum, lembaga pemeringkatan mengambil dan mempertimbangkan peringkat obligasi berdasarkan informasi keuangan seperti mempertimbangkan rasio keuangan perusahaan, dan faktor yang bersifat subjektif seperti risiko bisnis, karakteristik industri, kualitas manajemen, keunggulan perusahaan dan sebagainya (Gray *et al*, 2006).

Dalam melakukan pemeringkatan terhadap obligasi perusahaan, lembaga pemeringkat berfokus pada perlindungan aset, sumber daya keuangan, kemampuan menghasilkan laba, manajemen, dan penyisihan khusus atas utang dari penerbit obligasi. Faktor lain seperti ukuran perusahaan, pangsa pasar, pengaruh siklus, posisi industri, dan kondisi ekonomi juga dipertimbangkan (Subramanyam, 2017: 183)

Berdasarkan Surat Edaran Bank Indonesia (BI) No.13/31/DPNP tahun 2011 perihal “Lembaga Pemeringkat dan Peringkat Yang Diakui Bank Indonesia,” lembaga pemeringkat merupakan elemen penting untuk terciptanya transparansi

pasar keuangan, serta sebagai salah satu alat bantu dalam pengelolaan risiko. Lembaga pemeringkat yang diakui Bank Indonesia adalah lembaga pemeringkat yang memenuhi aspek penilaian yang ditetapkan dalam SE.

Aspek penilaian mencakup kriteria penilaian. Kriteria penilaian berupa kriteria independensi, objektivitas, pengungkapan publik (*disclosures*), transparansi pemeringkatan, sumber daya (*resources*), dan kredibilitas lembaga pemeringkat. Aspek penilaian yang lain yaitu media publikasi dan cakupan pengungkapan. Media publikasi dan cakupan pengungkapan mengatur mengenai kewajiban lembaga pemeringkat untuk memiliki website dan mengungkapkan seluruh informasi yang wajib dipublikasikan sebagaimana diatur dalam SE.

Berikut merupakan lembaga pemeringkat yang diakui di Indonesia menurut Otoritas Jasa Keuangan, yang secara profesional melakukan pemeringkatan pada perusahaan yang akan dan sudah menerbitkan obligasi.

Tabel 2.2**Lembaga Pemeringkat yang diakui Otoritas Jasa Keuangan (OJK)**

Perusahaan Pemeringkat	Peringkat Investasi Terendah Surat Berharga Jangka Pendek	Surat Berharga Jangka Menengah dan Panjang
Fitch Ratings	F3	BBB-
Moody's Investor Service	P-3	Baa3
Standard and Poor's	A-3	BBB-
PT. Fitch Ratings Indonesia	F3(idn)	BBB-(idn)
PT. Pemeringkat Efek Indonesia	idA4	idBBB-

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2020

Lembaga Pemeringkat di Indonesia maupun di luar negeri menggunakan sistem pemeringkatan menggunakan huruf abjad dalam menentukan kualitas dari suatu obligasi yang diterbitkan oleh pihak perusahaan (Kim, 2004). Setiap lembaga pemeringkat memiliki format klasifikasi peringkat yang berbeda. Tabel 2.3 menunjukkan daftar peringkat obligasi mulai dari yang tertinggi hingga yang terendah menurut beberapa lembaga pemeringkat obligasi yang diakui di Indonesia.

Tabel 2.3

Peringkat Investasi Terendah dari Lembaga Pemeringkat

Perusahaan Pemeringkat	Peringkat Jangka Pendek	Peringkat Jangka Menengah dan Panjang
Fitch Ratings	F1+; F1; F2; F3; B; C; D	"AAA; AA+; AA; AA-; A+; A; A-; BBB+; BBB; BBB-; BB+; BB; BB-; B+; B; B-; CCC; CC; C; RD; D"
Moody's Investor Service	P-1; P-2; P-3; NP	"Aaa; Aa1; Aa2; Aa3; A1; A2; A3; Baa1; Baa2; Baa3; Ba1; Ba2; Ba3; B1; B2; B3; Caa1; Caa2; Caa3; Ca; C"
Standard and Poor's	"A-1; A-2; A-3; B; B-1; B-2; B-3; C; D"	"AAA; AA+; AA; AA-; A+; A; A-; BBB+; BBB; BBB-; BB+; BB; BB-; B+; B; B-; CCC+; CCC; CCC-; CC; C; D"
PT. Fitch Ratings Indonesia	F1+(idn); F1(idn); F2(idn); F3(idn); B(idn); C(idn); D(idn)	"AAA(idn); AA+(idn); AA(idn); AA-(idn); A+(idn); A(idn); A-(idn); BBB+(idn); BBB(idn); BBB-(idn); BB+(idn); BB(idn); BB-(idn); B+(idn); B(idn); B-(idn); CCC(idn); CC(idn); C(idn); RD(idn); D(idn)"
PT. Pemeringkat Efek Indonesia	idA1; idA2; idA3; idA4; idB; idC; idD	"idAAA; idAA+; idAA; idAA-; idA+; idA; idA-; idBBB+; idBBB; idBBB-; idBB+; idBB; idBB-; idB+; idB; idB-; idCCC; idSD; idD"

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK), 2020

Lembaga pemeringkat obligasi dunia seperti S&P melakukan valuasi serta penilaian mengenai risiko obligasi yang diterbitkan dan dijual kepada publik menggunakan dasar rasio keuangan dan analisis *cash flow* dengan tujuan untuk menilai probabilitas pembayaran kupon dan nilai pokok obligasi. Hubungan antara peringkat obligasi dengan tingkat pengembalian atau bunga obligasi selalu terbalik. Obligasi yang berkualitas rendah akan memberikan *return* yang lebih tinggi dibandingkan obligasi berkualitas tinggi karena kondisi ini menggambarkan *trade-off* risiko dan keuntungan yang diperoleh investor (Gitman, 2015: 264).

2.1.5. Rasio Keuangan

Rasio keuangan dirancang dengan tujuan untuk membantu melakukan mengevaluasi laporan keuangan. Rasio keuangan digunakan untuk melakukan perbandingan atau komparasi dengan tujuan untuk melihat kondisi suatu perusahaan dengan perusahaan lainnya. Rasio memiliki banyak jenis, dan banyak kegunaan khusus untuk menghitung berbagai aspek dari aktifitas perusahaan yang berbeda. Rasio didesain untuk menghitung aspek yang berbeda dengan kegunaan yang berbeda-beda (Brigham dan Houston, 2019: 107).

Adams, (2003) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa rasio keuangan digunakan untuk melakukan penilaian terhadap kondisi dari suatu perusahaan. Maria, (2008) menjelaskan bahwa rasio keuangan memiliki banyak keunggulan dibanding teknik analisa yang lain seperti lebih mudah dalam melihat tren kondisi perusahaan, lebih mudah dalam membandingkan perusahaan satu dengan lainnya, mengetahui kondisi perusahaan dalam industri, dan sebagainya.

Rasio keuangan yang telah dihitung dengan metode tertentu akan diinterpretasikan dan digunakan untuk menganalisa dan mengawasi kinerja dari suatu perusahaan yang disebut analisis rasio. Data input yang digunakan untuk mendapatkan hasil rasio tertentu diperoleh dari data laporan keuangan perusahaan (*balance sheet* dan *income statement*) yang akan dihitung rasio keuangannya. Rasio keuangan yang telah diolah perlu untuk dianalisis dan diinterpretasikan nilai dari rasio tersebut dengan cara dikomparasikan sehingga rasio tersebut akan menunjukkan makna tersendiri. Komparasi dapat dilakukan dengan cara *cross-sectional* dan *time-series ratio* (Gitman, 2015: 99-100).

Rasio keuangan dikelompokkan menjadi lima kelompok yaitu rasio likuiditas, rasio profitabilitas, rasio solvabilitas, rasio efisiensi atau aktivitas, dan rasio pasar. Kelima rasio tersebut biasanya digunakan sebagai faktor pembandingan antara perusahaan dalam industri yang sama atau kompetitor yang sebanding dengan tujuan untuk melihat kinerja keuangan mana yang lebih baik. Rasio keuangan historis biasanya sudah dilaporkan oleh perusahaan ketika melaporkan laporan keuangan rutin mereka. Rasio keuangan juga bisa dihitung berdasarkan laporan keuangan pro-forma yang dinamakan ekspektasi rasio (Sukamulja, 2017).

Dari kelima rasio tersebut, setiap rasionya memiliki beberapa perhitungan rasio tersendiri yang digunakan untuk melihat dan menggambarkan kondisi perusahaan secara khusus. Setiap sisi yang ingin dilihat dari suatu perusahaan perlu menggunakan rasio yang berbeda juga, sehingga setiap rasio memiliki fungsinya tersendiri untuk mencerminkan dan menjelaskan kondisi dari suatu perusahaan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Dalam penelitian ini, penulis menggunakan beberapa penelitian terdahulu sebagai acuan dalam menentukan variabel penelitian, hubungan antara variabel, signifikansi variabel dalam memprediksi, dan pengembangan hipotesis penelitian. Beberapa penelitian tersebut telah dirangkum ke dalam tabel 2.4 di bawah sebagai berikut:

Tabel 2.4
Penelitian Terdahulu

No	Peneliti	Sample	Regresi	Variabel Indpenden
1	Adams, Burton, dan Hardwick (2003)	Perusahaan asuransi di UK yang diperingkat oleh A.M. Best dan S&P periode 1993-1997	Probit Model	Leverage, Profitability, Liquidity, Growth, Company Size, Organisational Form, Reinsurance, Business Activity
2	Blume, Lim, dan Mackinlay (1998)	Perusahaan yang terdapat didalam data COMPUSTAT U.S periode 1978-1995	Ordered Probit Analysis of a Panel	Interest Coverage, Operating Margin, LT Debt Leverage, Total Debt Leverage, Market Value
3	Gray, Mirkovic, Ragnathan	392 perusahaan (terkecuali bank dan asuransi) yang diperingkat oleh S&P periode 1995-2002	Probit Model	Interest Coverage, Operating Fund to Total Debt, Operating Cash Flo to Total Debt, Return on Capital, Operating Margin, LT Debt Leverage, Total Debt Leverage, Industry Beta, Industry Concentration
4	Gupta, R., Gupta, D.B., Chahal (2017)	270 perusahaan di India yang menerbitkan obligasi pada periode 2009-2005	Probit Model	Size, Liquidity, Profitability, Interest Coverage, Leverage, Growth, dan Net Cash Flow

5	Kim dan Gu (2004)	25 casino dan perhotelan pada periode 1996-2001	OLS (Ordinary Least Square)	Quick Ratio, Long Term Debt to Total Capitalization, Time Interest Earned, Asset Turnover, Return on Asset, dan Total Asset
6	Kim (2005)	1080 obeservasi pada tahun 2001 yang didapat dari COMPUTSTAT database, Dun and Bradstreet database, dan S&P Bond Mutuals	Adaptive Learning Network (ALN)	Size, Profitability, Leverage, Asset Management, Liquidity, Cash, Valu, Subordination
7	Maria (2008)	Perusahaan yang masuk The Surabaya Stock Exchange Fact Book periode 1999-2004	Regresi Linear Berganda	Time Interest Earned, Debt Ratio, Debt to Equity, Current Ratio, Cashflow to Debt Ratio, Operating Profit Margin, Return on Asset
8	Murcia, F.C.S., Murcia, F.D., Rover, S., Borba, J.A., (2014)	49 perusahaan publik yang beroperasi di Brazil	Generalized Estimating Equation (GEE)	Leverage, Profitability, Size, Financial Coverage, Liquidity, Growth, Corporate Governance, Control, Financial Market Performance, Internationalization
9	Pogue dan Soldofsky (1969)	Perusahaan Industrial(40), Utility(40), dan Railroad(22) periode 1961-1969	LPM (linear probability model)	Leverage, Profitability, Instability, Coverage

Sumber: Data diolah, 2020

2.3. Pengembangan Hipotesis

2.3.1. Pengaruh *Interest Coverage* terhadap Peringkat Obligasi

Interest coverage digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam melunasi beban bunga perusahaan menggunakan laba operasi perusahaan. Semakin tinggi rasio ini akan mengindikasikan perusahaan mampu dalam melunasi beban bunga yang timbul dari liabilitas perusahaan (sukamulja, 2019; 95).

Interest coverage merupakan rasio untuk mengukur sejauh mana laba operasional perusahaan dapat menutupi beban bunga perusahaan sebelum perusahaan tidak lagi mampu dalam membayar biaya bunga tahunannya, sehingga hal ini akan meningkatkan risiko dari perusahaan. Rasio ini menggunakan laba sebelum bunga dan pajak dikarenakan bunga dibayar menggunakan laba sebelum pajak, dan kemampuan dalam membayar bunga tidak terpengaruh oleh pajak (Brigham dan Huston, 2019: 116-117). Rasio ini dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi dengan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, sehingga semakin tinggi rasio ini, maka peringkat obligasi perusahaan akan semakin tinggi

Selanjutnya Gray *et al.* (2006) menjelaskan bahwa semakin tinggi *interest coverage* suatu perusahaan maka akan semakin tinggi peringkat obligasinya. Peringkat obligasi cenderung sangat sensitif dengan *interest coverage ratio* sehingga perusahaan dengan *coverage ratio* yang tinggi cenderung memiliki peringkat obligasi yang tinggi.

Dalam penelitian yang dilakukan Gray *et al.* (2006) dan Gupta *et al.* (2017) menemukan bahwa *interest coverage ratio* berpengaruh signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi dengan arah hubungan positif, hal ini menunjukkan bahwa saat *interest coverage ratio* mengalami peningkatan, maka peringkat obligasi juga akan mengalami peningkatan.

Berdasarkan penjelasan di atas, pengembangan hipotesis yang didapat dan akan digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

H1 : *Interest Coverage Ratio* merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap pemeringkatan obligasi pada perusahaan sektor properti, *real estate*, dan bangunan periode 2015-2019.

2.3.2. Pengaruh *Debt to Asset Ratio* terhadap Peringkat Obligasi

Debt to Asset Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur proporsi utang terhadap aset perusahaan. Rasio ini berguna untuk mengukur risiko bisnis, semakin tinggi rasio ini maka risiko suatu bisnis akan semakin tinggi dikarenakan pendanaan perusahaan menggunakan utang lebih besar (Sukamulja, 2019: 93).

Dalam penelitian ini, *Debt to asset ratio* merupakan salah satu rasio yang akan digunakan untuk memprediksi faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. Semakin tinggi rasio ini akan menjadi sinyal bagi perusahaan bahwa perusahaan mungkin memiliki peluang yang terbatas untuk mendapatkan pinjaman dana tambahan, sehingga perusahaan akan membayar bunga utang yang lebih tinggi jika ingin menambah pendanaan dari utang lagi. Kreditur menginginkan tingkat

bunga yang lebih tinggi sebagai kompensasi atas risiko yang diterima pada perusahaan yang memiliki porsi utang terhadap aset yang tinggi (Melicher, 2017; 433).

Penelitian yang dilakukan Maria, (2008) menunjukkan bahwa rasio ini memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perubahan peringkat obligasi. Penelitian yang dilakukan Murcia *et al.* (2014) juga menunjukkan bahwa *debt to asset ratio* memiliki pengaruh yang signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi rasio ini, maka akan meningkatkan risiko bisnis perusahaan, dikarenakan penggunaan utang lebih besar dalam struktur modal perusahaan, sehingga rasio ini diduga mampu membedakan kelompok peringkat obligasi dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Dapat dikatakan bahwa semakin tinggi *debt to asset ratio* perusahaan maka akan semakin rendah peringkat obligasi perusahaan tersebut.

Hipotesis yang terbentuk dalam penelitian ini sebagai berikut:

H2 : *Debt to Asset Ratio* merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap pemeringkatan obligasi pada perusahaan sektor properti, *real estate*, dan bangunan periode 2015-2019.

2.3.3. Pengaruh *Long Term Debt Ratio* terhadap Peringkat Obligasi

Long term debt ratio merupakan salah satu rasio yang digunakan sebagai faktor yang diduga mampu memprediksi peringkat obligasi dalam penelitian ini. Semakin tinggi rasio ini menandakan bahwa semakin besar pendanaan dari utang jangka panjang sehingga akan semakin berisiko dikarenakan utang jangka panjang berhubungan dengan pendanaan jangka panjang juga (Sukamulja, 2019; 94-95).

Kim dan Gu, (2004) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa pendanaan utang yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan memiliki beban keuangan yang tinggi untuk membayar kreditor mereka. Peningkatan utang akan meningkatkan risiko keuangan dan volatilitas pendapatan yang tinggi sehingga akan berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi.

Pendanaan utang jangka panjang dinilai lebih berisiko dari pendanaan utang jangka pendek. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan penggunaan utang jangka panjang yang tinggi dalam struktur modal yang akan meningkatkan risiko bisnis dari suatu perusahaan, sehingga akan berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi.

Dalam penelitian ini, *long term debt ratio* diduga sebagai faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi, semakin tinggi rasio ini, maka akan semakin rendah peringkat obligasi perusahaan.

Kim, (2005) menemukan bahwa *long term debt ratio* mempengaruhi perubahan dari peringkat obligasi suatu perusahaan. Penelitian yang dilakukan Pogue dan Soldofsky, (1969) menunjukkan bahwa *leverage* yang diproksikan

dengan *long term debt ratio* mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan secara signifikan dengan arah hubungan yang negatif. Pengembangan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut :

H3 : *Long Term Debt Ratio* merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap pemeringkatan obligasi pada perusahaan sektor properti, *real estate*, dan bangunan periode 2015-2019.

2.3.4. Pengaruh *Operating Profit Margin* terhadap Peringkat Obligasi

Dalam penelitian ini, *operating profit margin* digunakan sebagai faktor yang diduga mempengaruhi peringkat obligasi. *Operating profit margin* merupakan rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola biaya operasinya terhadap penjualan (Melicher, 2017; 436).

Semakin tinggi rasio ini, maka semakin baik perusahaan dalam mengelola biaya operasional nya untuk menghasilkan keuntungan dan dapat dikatakan semakin baik perusahaan menghasilkan laba operasional dari penjualan bersih perusahaan. Rasio ini diduga dapat memprediksi peringkat obligasi.

Profitabilitas menunjukkan seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dalam memenuhi kewajiban keuangannya. Semakin baik perusahaan mengelola biaya operasi perusahaan, maka akan semakin tinggi keuntungan yang dihasilkan perusahaan. Rasio Profitabilitas yang tinggi akan berhubungan dengan peringkat obligasi yang tinggi Gray *et al.* (2006).

Penelitian yang dilakukan oleh Gray *et al.* (2006) menunjukkan bahwa rasio ini berpengaruh secara signifikan dalam menentukan peringkat obligasi. Blume *et al.* (1998) menunjukkan bahwa *operating profit margin* berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi. Maria, (2008) juga menemukan bahwa *operating margin* berpengaruh secara signifikan pada level error 1% terhadap perubahan peringkat obligasi.

Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis yang terbentuk dalam penelitian ini sebagai berikut:

H4 : *Operating Margin Ratio* merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap pemeringkatan obligasi pada perusahaan sektor properti, *real estate*, dan bangunan periode 2015-2019.

2.3.5. Pengaruh *Return on Invested Capital* terhadap Peringkat Obligasi

Return on invested capital merupakan rasio yang digunakan untuk mengetahui tingkat profitabilitas perusahaan. Rasio ini menunjukkan tingkat imbal hasil perusahaan atas modal yang diinvestasikan. Rasio ini juga menunjukkan efektifitas manajerial (Subramanyam, 2017; 52-53).

Adams, (2003) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa ukuran profitabilitas memberikan wawasan dan dijadikan dasar pertimbangan tentang kemampuan manajemen untuk mengendalikan pengeluaran secara efektif. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, maka semakin rendah risiko insolvensi atau risiko

kebangkrutan dan akan berpengaruh kepada semakin baik peringkat kredit yang diberikan.

Rasio profitabilitas mencerminkan sejauh mana kinerja manajemen dalam rangka menjaga efektifitas operasional perusahaannya. Rasio ini mengukur tingkat kemampuan perusahaan untuk menghasilkan keuntungan serta mengukur tingkat pengembalian investasi (Sukamulja, 2019: 97).

Penelitian yang dilakukan oleh Gray *et al.* (2006) menemukan bahwa *return on invested capital* berpengaruh negatif dalam memprediksi peringkat obligasi namun tidak terlalu signifikan.

Pengembangan hipotesis dari penelitian ini berdasarkan teori serta penjelasan di atas sebagai berikut:

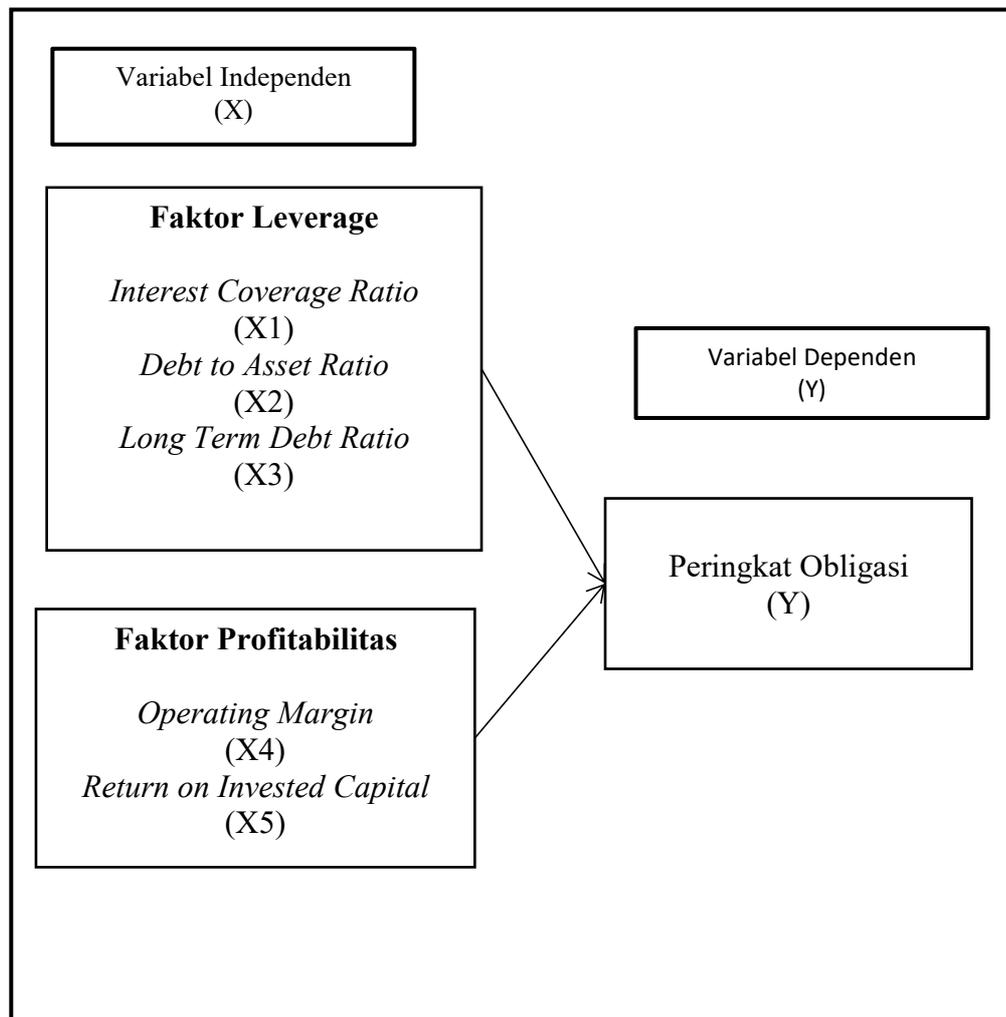
H5: *Return on Invested Capital* merupakan faktor yang berpengaruh signifikan terhadap pemeringkatan obligasi pada perusahaan sektor properti, *real estate*, dan bangunan periode 2015-2019.

2.4. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah faktor leverage dan profitabilitas dapat membedakan antara kelompok perusahaan dan dapat memprediksi peringkat obligasi. Faktor yang dianalisis merupakan faktor keuangan saja, maka faktor-faktor keuangan yang diduga dapat membedakan antar kelompok perusahaan dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi berupa faktor *leverage* yang digambarkan dengan *interest coverage ratio*, *debt to asset ratio*, *long term debt ratio* dan faktor profitabilitas berupa *operating margin*, dan *return on invested capital*.

Semakin tinggi *interest coverage ratio*, *operating margin*, dan *return on invested capital* maka akan menurunkan risiko *default* yaitu risiko kegagalan perusahaan dalam membayar kewajibannya, sehingga akan meningkatkan peringkat obligasi. Semakin tinggi rasio *debt to asset ratio* dan *long term debt ratio* maka semakin tinggi risiko perusahaan yang berdampak kepada prediksi penurunan peringkat obligasi perusahaan. Semakin rendah peringkat obligasi, maka perusahaan wajib memberikan bunga yang lebih tinggi.

Berdasarkan penelitian terdahulu dan penjabaran faktor keuangan yang dapat membedakan antar kelompok perusahaan dan digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi, maka kerangka pemikiran dalam penelitian ini digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.1
Kerangka Pemikiran