

**KEMAMPUAN FAKTOR KEUANGAN DAN NON
KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT
OBLIGASI KORPORASI
(STUDI KASUS PADA INDUSTRI PERBANKAN
YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA
PERIODE 2011-2013)**

SKRIPSI

Disusun oleh :

**ERISHA NURUL UMA
115020407111046**

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat
Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi**



**JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2015**

**FACTOR OF FINANCIAL AND NON FINANCIAL
ABILITY TOWARDS PREDICTING CORPORATE
BOND RATING
(A CASE STUDY OF BANKING INDUSTRY LISTED
IN INDONESIA STOCK EXCHANGE
PERIOD 2011-2013)**

MINOR THESIS

Created By :

**ERISHA NURUL UMA
115020407111046**

**Proposed As One of Terms to Reach
Degree of Bachelor of Economics**



**ECONOMICS MAJOR
ECONOMICS AND BUSINESS FACULTY
BRAWIJAYA UNIVERSITY
MALANG
2015**

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

Kemampuan Faktor Keuangan dan Non Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Korporasi (Studi Kasus Pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013)

Yang disusun oleh :

Nama : Erisha Nurul Uma
 NIM : 115020407111046
 Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
 Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
 Konsentrasi : Keuangan dan Perbankan

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 19 Januari 2015 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. Setyo Tri Wahyudi, SE., M.Ec., Ph.D.
 NIP. 19810702 200501 1 002
 (Dosen Pembimbing)
2. David Kaluge SE., MS., M.Ec-Dev., Ph.D
 NIP. 19601225 198701 1 001
 (Dosen Penguji I)
3. Tyas Danarti Hascaryani, SE., ME.
 NIP. 19750514 199903 2 001
 (Dosen Penguji II)

Malang, 22 Januari 2015
 Ketua
 Jurusan Ilmu Ekonomi,



Dwi Budi Santoso, SE.,MS.,Ph.D.
 NIP. 19620315 198701 1 001

LEMBAR PERSETUJUAN

Skripsi dengan judul :

**Kemampuan Faktor Keuangan dan Non Keuangan Dalam Memprediksi
Peringkat Obligasi Korporasi
(Studi Kasus Pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa Efek
Indonesia Periode 2011-2013)**

Yang disusun oleh :

Nama : Erisha Nurul Uma
NIM : 115020407111046
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Keuangan dan Perbankan

Disetujui untuk diajukan dalam Ujian Komprehensif.


Malang, 12 Januari 2015
Mengetahui,

Dosen Pembimbing,

Ketua
Jurusan Ilmu Ekonomi,



Dwi Budi Santoso, SE., MS., Ph.D.
NIP. 19620315 198701 1 001


Setyo Tri Wahyudi, SE., Mec., Ph.D.
NIP. 19810702 200501 1 002

SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama : Erisha Nurul Uma
 Tempat, tanggal lahir : Bekasi, 01 November 1993
 NIM : 115020407111046
 Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi
 Konsentrasi : Keuangan dan Perbankan
 Alamat : Perumahan Permata Land A4, Tunggulwulung

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI yang berjudul :
**Kemampuan Faktor Keuangan dan Non Keuangan dalam Memprediksi Peringkat
 Obligasi Korporasi (Studi Kasus Pada Industri Perbankan yang Tercatat di Bursa
 Efek Indonesia Periode 2011-2013)**

yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat
 atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia
 menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabutnya predikat kelulusan dan gelar
 keserjanaannya)

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan
 sebagaimana mestinya.

Malang, 12 Januari 2015

Mengetahui,
 Dosen Pembimbing,

Setyo Tri Wahyudi, SE., Msc., Ph.D.
 NIP. 19810702 200501 1 002

Yang membuat pernyataan,



Erisha Nurul Uma
 NIM. 115020407111046



Mengetahui,
 Ketua
 Jurusan Ilmu Ekonomi,

Dwi Budi Santoso, SE., MS., Ph.D.
 NIP. 19620315 198701 1 001

BIODATA DIRI

Nama Lengkap : Erisha Nurul Uma
NIM : 115020407111046
Jenis Kelamin : Perempuan
Tempat / Tanggal Lahir : Bekasi, 01 November 1993
Alamat Lengkap (di Malang) : Perumahan Permata Land A4
Kota Malang
Kewarganegaraan : Indonesia
Telp./Fax : -
Hp : 085694480106
E-Mail : erisha.nurul@gmail.com
Jurusan : Ilmu Ekonomi
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Universitas : Brawijaya Malang

**Riwayat Pendidikan**

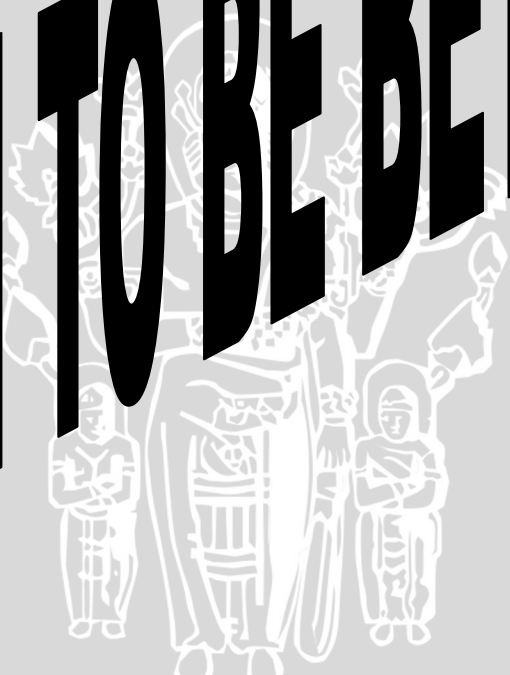
- TK Atmadi Jaya Bekasi
- SD Jaya Suti Abadi Bekasi
- SMP AI - Muslim Bekasi
- SMA AI – Muslim Bekasi

Pengalaman Organisasi

- Staff Divisi Infokom Himpunan Mahasiswa Jurusan Ilmu Ekonomi periode 2011
- Staff Divisi Pendidikan dan Bahasa Himpunan Mahasiswa Jurusan Ilmu Ekonomi periode 2012

MOTTO

UNIVERSITAS BRAWIJAYA
LEARN TO BE BETTER



KATA PENGANTAR

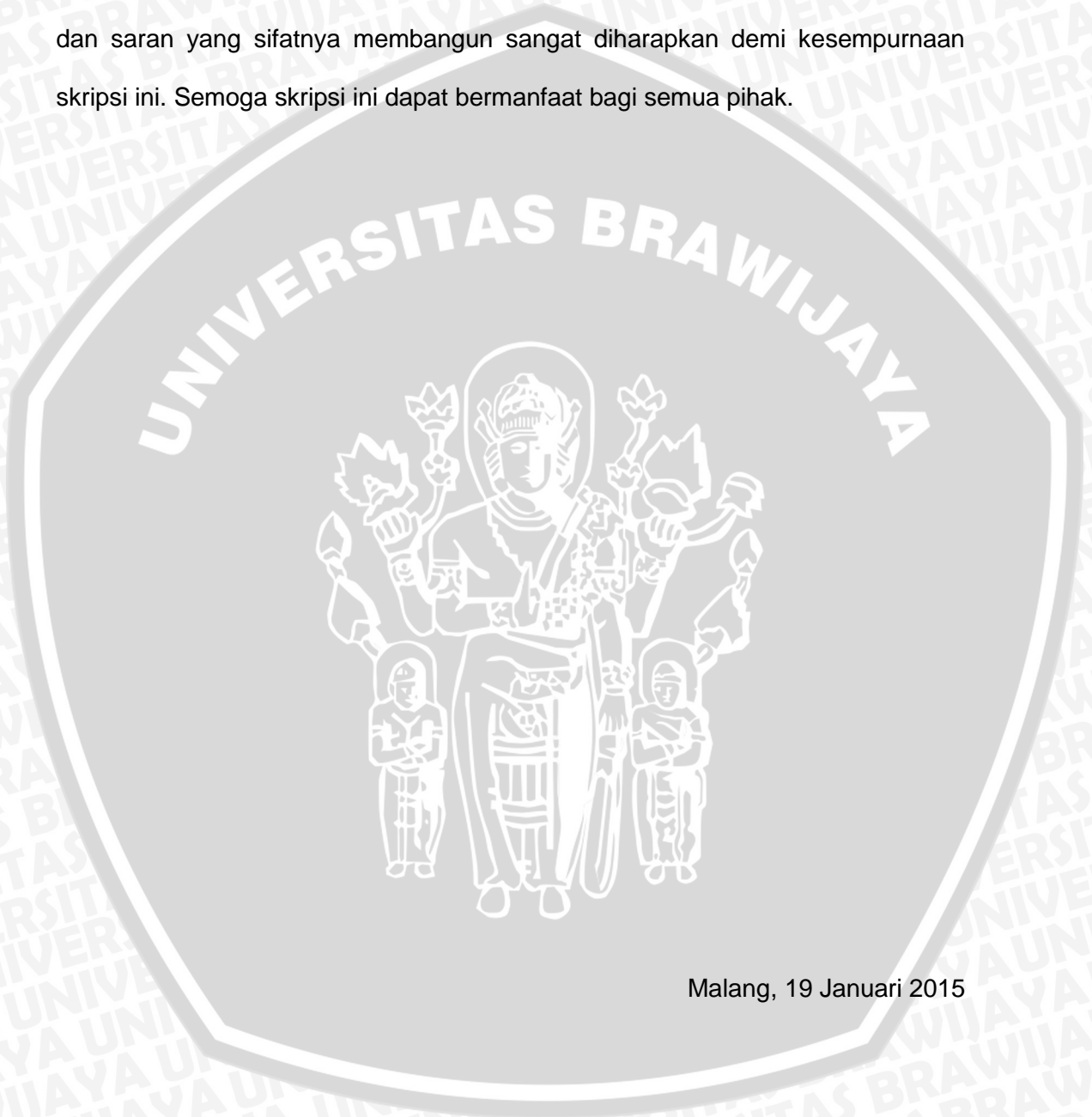
Puji syukur kehadirat Allah SWT berkat rahmat dan hidayah-Nya serta nikmat iman, kesehatan dan karunia yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat diselesaikan. Shalawat serta salam semoga senantiasa tercurah kepada Nabi Muhammad SAW.

Skripsi ini tidak terlepas dari bantuan berbagai pihak yang terkait. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Bapak Dwi Budi Santoso, SE., MS., Ph.D selaku Ketua Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
2. Bapak Putu Mahardika Adi S, SE., M.Si., MA., Ph.D selaku Sekretaris Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
3. Bapak Setyo Tri Wahyudi, SE., M.Ec., Ph.D atas nasehat, masukan dan kesabarannya dalam membimbing penulis menyelesaikan skripsi ini.
4. Bapak David Kaluge, SE., MS., M.Ec-Dev., Ph.D. dan Ibu Tyas Danarti Hascaryani, SE., ME. selaku dosen penguji skripsi.
5. Kedua orang tua penulis Ayahanda tercinta Drs. Widayat dan Ibunda tercinta Dra. Sri Karyani, serta kakak tercinta Rio Widiyan Priadianto atas kasih sayang, doa, nasehat dan motivasi kepada penulis.
6. Radewa Rizki Mirma Wljaya atas kasih sayang, doa, nasehat dan motivasi kepada penulis.
7. Bapak, Ibu dosen yang telah banyak memberikan ilmu, pengetahuan dan bimbingan kepada penulis. Serta seluruh staff dan karyawan Jurusan Ilmu Ekonomi.

8. Semua sahabat yang tidak bisa saya sebutkan satu persatu dan semua pihak yang telah membantu dalam menyelesaikan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa skripsi ini jauh dari kata sempurna, karena itu kritik dan saran yang sifatnya membangun sangat diharapkan demi kesempurnaan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak.



Malang, 19 Januari 2015

Erisha Nurul Uma

DAFTAR ISI

DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	v
DAFTAR GAMBAR	vi
DAFTAR GRAFIK	vii
ABSTRAKSI	viii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	13
1.3 Tujuan Penelitian	13
1.4 Manfaat Penelitian	14
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	15
2.1 Landasan Teori	15
2.1.1 Pendekatan <i>Pecking Order Theory</i>	15
2.1.2 Teori Signal (<i>Signaling Theory</i>)	16
2.2 Obligasi Sebagai Salah Satu Alternatif Investasi di Pasar Modal	17
2.3 Peringkat Obligasi Sebagai Penggerak Reaksi Investor	21
2.3.1 Tujuan dan Manfaat Peringkat Obligasi	25
2.3.2 Proses Peningkat Obligasi	28
2.4 Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Obligasi	32
2.4.1 Rasio Profitabilitas	33
2.4.2 Hubungan Rasio Profitabilitas dengan Peringkat Obligasi	36
2.4.3 Rasio Likuiditas	37
2.4.4 Hubungan Rasio Likuiditas dengan Peringkat Obligasi	39
2.4.5 Rasio Leverage	39
2.4.6 Hubungan Rasio Leverage dengan Peringkat Obligasi	41
2.4.7 Ukuran Perusahaan	42

2.4.8	Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Peringkat Obligasi	43
2.5	Faktor Non Keuangan	44
2.5.1	<i>Maturity</i>	44
2.5.2	Hubungan <i>Maturity</i> dengan Peringkat Obligasi	45
2.5.3	Jaminan	45
2.5.4	Hubungan Jaminan dengan Peringkat Obligasi.....	46
2.6	Penelitian Terdahulu.....	48
2.7	Kerangka Pikir	50
2.8	Hipotes	51
BAB III	METODE PENELITIAN	52
3.1	Pendekatan Penelitian.....	52
3.2	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	52
3.3	Populasi dan Penentuan Sampel.....	55
3.4	Metode Pengumpulan Data	55
3.4.1	Jenis Data	55
3.4.2	Sumber Data	56
3.5	Metode Analisis	56
3.5.1	Prosedur Analisis.....	60
3.6	Uji Hipotesis.....	61
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN	62
4.1	Gambaran Umum Obligasi Korporasi	62
4.2	Hasil Analisis Data.....	68
4.2.1	Uji Likelihood Ratio	68
4.2.2	Uji Wald	69
4.2.3	Pembahasan	72
BAB V	PENUTUP	86
5.1	Kesimpulan.....	86
5.2	Saran.....	88
	DAFTAR PUSTAKA	91
	LAMPIRAN	

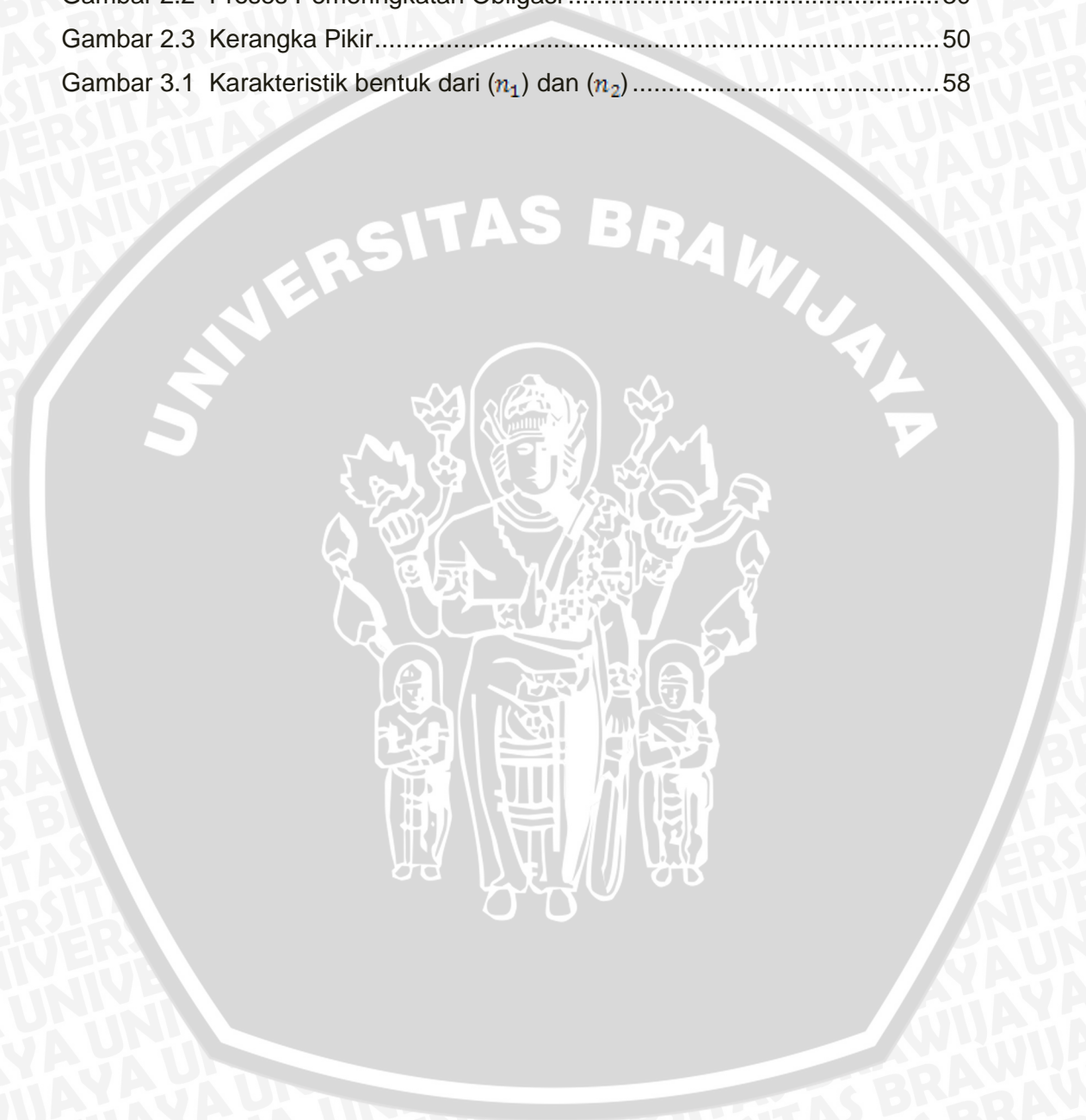


DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Jumlah Emiten dan Nilai Emisi Obligasi Pada Tahun 2005-2013	3
Tabel 1.2 Data Obligasi Industri Perbankan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011-2013	6
Tabel 1.3 Peringkat Obligasi Industri Perbankan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011- 2013	7
Tabel 1.4 Data Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage dan Ukuran Perusahaan Bank Internasional Indonesia Tbk, Bank Permata Tbk, Bank Victoria International Tbk dan Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk	9
Tabel 2.1 Arti Peringkat Obligasi Menurut PT.PEFINDO	23
Tabel 2.2 Makna Tambahan Tanda Dalam Kategori Peringkat	25
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu	48
Tabel 3.1 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel	53
Tabel 3.2 Kategori Peringkat Obligasi	54
Tabel 4.1 Hasil Likelihood Ratio	68
Tabel 4.2 Hasil Uji Wald	69
Tabel 4.3 Hasil Pengolahan Model Tobit	70
Tabel 4.4 Laba Bersih 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013	74
Tabel 4.5 Kas 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013	77
Tabel 4.6 Total Liabilities 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013	80
Tabel 4.7 Total Asset 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013	81

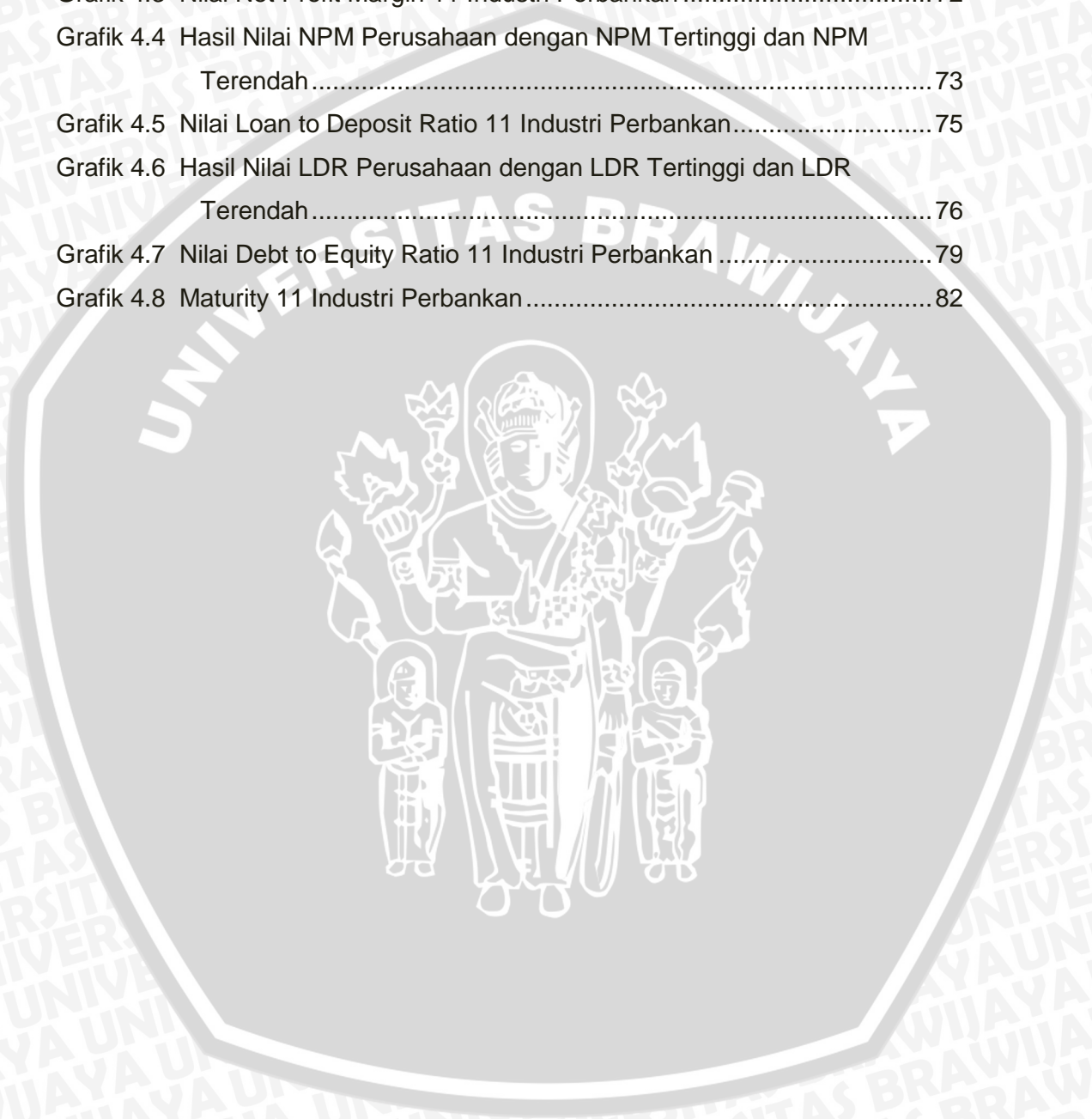
DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Emisi Obligasi Korporasi di Indonesia	4
Gambar 2.1 Harga Obligasi Sepanjang Waktu	19
Gambar 2.2 Proses Pemingkatan Obligasi	30
Gambar 2.3 Kerangka Pikir.....	50
Gambar 3.1 Karakteristik bentuk dari (n_1) dan (n_2)	58



DAFTAR GRAFIK

Grafik 4.1 Perkembangan Outstanding Obligasi Korporasi	64
Grafik 4.2 Profil Jatuh Tempo Obligasi Korporasi.....	67
Grafik 4.3 Nilai Net Profit Margin 11 Industri Perbankan	72
Grafik 4.4 Hasil Nilai NPM Perusahaan dengan NPM Tertinggi dan NPM Terendah	73
Grafik 4.5 Nilai Loan to Deposit Ratio 11 Industri Perbankan.....	75
Grafik 4.6 Hasil Nilai LDR Perusahaan dengan LDR Tertinggi dan LDR Terendah	76
Grafik 4.7 Nilai Debt to Equity Ratio 11 Industri Perbankan	79
Grafik 4.8 Maturity 11 Industri Perbankan.....	82



ABSTRACTION

Uma, Erisha Nurul. 2015. Factor of Financial and Non Financial Ability Towards Predicting Corporate Bond Rating (A Case Study of Banking Industry Listed in Indonesia Stock Exchange Period 2011-2013). Minor Thesis. Economics Major, Economics and Business Faculty, Brawijaya University. Setyo Tri Wahyudi, SE., M.Ec., Ph.D.

The Bond Ratings is one of the important indicators of bonds company, because through the ratings given can be used to assess the risk that may occur in future. Refers to the PEFINDO Company, because the companies listed in Indonesian Stock Exchange more use of PEFINDO Company services in the process of ratings. The purpose of this research was to know how to influence of profitability ratio, liquidity ratio, leverage ratio, company size, maturity and warranty or guarantee in the predicting ratings of corporate bond in the banking industry in 2011-2013.

The variables used in this research is the ratio of profitability, liquidity of ratio, leverage of ratio, company size, maturity and secure as independent variable and bond ratings as dependent variable. Profitability ratio measured with net profit margin (X1), Liquidity ratio measured with loan to deposit ratio (X2), Leverage ratio measured with debt to equity ratio (X3), Company Size (X4), Maturity (X5), Secure (X6) and the bond ratings (Y). Research method used are tobit model with Eviews 6.0 program assistance.

The Result showed that the liquidity of ratio variables assessed with loan to deposit ratio, company size, maturity and secure significant in the influencing of bond rating, whereas the ratio of profitability as assessed by net profit margin and ratio of leverage as assessed by debt to equity of ratio is not significant in the influencing of bond ratings.

Keywords : Bond Ratings, Profitability, Liquidity, Leverage, Company Size, Maturity, Secure

ABSTRAKSI

Uma, Erisha Nurul. 2015. Kemampuan Faktor Keuangan dan Non Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Korporasi (Studi Kasus Pada Industri Perbankan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Periode 2011-2013). Skripsi. Jurusan Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya. Setyo Tri Wahyudi, SE., M.Ec., Ph.D.

Peringkat obligasi merupakan salah satu indikator penting dari obligasi suatu perusahaan, karena melalui peringkat yang diberikan dapat digunakan untuk menilai resiko yang mungkin terjadi di masa mendatang. Lembaga pemeringkat mengacu pada PT Pefindo karena perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak menggunakan jasa PEFINDO dalam proses pemeringkatannya. Tujuan dari penelitian ini untuk mengetahui bagaimana pengaruh rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan (size), maturity dan jaminan dalam memprediksi peringkat (rating) obligasi korporasi di industri perbankan tahun 2011-2013.

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan, maturity dan jaminan sebagai variabel independen dan peringkat obligasi sebagai variabel dependen. Rasio profitabilitas diukur dengan net profit margin (X1), rasio likuiditas diukur dengan loan to deposit ratio (X2), rasio leverage diukur dengan debt to equity ratio (X3), ukuran perusahaan (X4), maturity (X5), jaminan (X6) dan peringkat obligasi (Y). Metode penelitian yang digunakan adalah model tobit dengan bantuan program Eviews 6.0.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel rasio likuiditas yang dinilai dengan loan to deposit ratio, ukuran perusahaan, maturity dan jaminan signifikan dalam mempengaruhi peringkat obligasi, sedangkan rasio profitabilitas yang dinilai dengan net profit margin dan rasio leverage yang dinilai dengan debt to equity ratio tidak signifikan dalam mempengaruhi peringkat obligasi.

Kata Kunci : Peringkat Obligasi, Profitabilitas, Likuiditas, Leverage, Ukuran Perusahaan, Maturity, Jaminan

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Perusahaan memiliki beberapa alternatif sebagai sumber pembiayaan investasi, baik secara internal maupun eksternal. *Pecking order theory of financing* menyatakan bahwa perusahaan akan menempatkan penggunaan sumber dana internal (*internal funds*) sebagai prioritas pertama yang berasal dari laba ditahan, selanjutnya diikuti dengan pinjaman eksternal (*debt*) yang dapat berasal dari kredit bank, penerbitan obligasi (utang) dan penerbitan saham (*equity*). Keputusan terhadap pilihan sumber pembiayaan berkaitan dengan *cost of capital* dan upaya untuk mengoptimalkan struktur modal perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan untuk memperoleh hasil (*return*) bagi pemilik dana berdasarkan karakteristik investasi yang dipilih (Darmadji dan Fakhrudin, 2011 dalam Ibrahim, 2008).

Meningkatnya aktivitas di pasar modal juga memberikan dampak pada peningkatan pasar obligasi. Bursa Efek Indonesia (2014) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah hingga jangka panjang yang dapat dipindah tangankan dengan 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. Penerbitan pasar sekunder obligasi korporasi di Indonesia dimulai sejak tahun 1983, namun perkembangan yang signifikan baru terjadi pada periode pasca krisis. Baik *outstanding* maupun nilai kapitalisasi pasar obligasi korporasi mengalami lonjakan sejak tahun 2003 dengan nilai sebesar 45.46 triliun dan

mencapai puncaknya pada tahun 2007 dengan nilai sebesar 84.55 triliun namun pada tahun 2008 mengalami penurunan menjadi 72.98 triliun akibat imbas dari krisis keuangan global.

Setelah kapitalisasi pasar obligasi korporasi mengalami penurunan pada tahun 2008, selanjutnya perlahan dimulai pada tahun 2009 kapitalisasi pasar obligasi korporasi mulai mengalami peningkatan kembali menjadi 88.33 triliun dan peningkatan tersebut terus meningkat hingga akhir tahun 2013 menjadi 216.74 triliun. Keberanian emiten dalam menerbitkan obligasi tidak terlepas dari semakin membaiknya kondisi ekonomi makro di Indonesia. Rendahnya inflasi sepanjang tahun 2006 sebesar 6.6% yang lebih rendah dibandingkan tingkat inflasi tahun 2005 yang mencapai 17.11% telah mengakibatkan penurunan tingkat suku bunga SBI, yang merupakan acuan bagi surat utang, mengalami penurunan (BES, 2007). Dapat dikatakan peningkatan pasar obligasi didorong oleh trend penurunan suku bunga Bank Indonesia, dimana pada Desember 2005 suku bunga sebesar 12,75% mengalami penurunan menjadi 6,75% pada bulan Juli 2011, hal ini memicu peningkatan obligasi yang cukup pesat dikarenakan investor lebih tertarik menginvestasikan uangnya dalam obligasi dibandingkan menyimpan uang di bank.

Selama kuartal II 2011, pertumbuhan penerbitan obligasi korporasi di Indonesia sebesar 8,9% merupakan yang tertinggi diantara negara-negara Asia dibandingkan dengan rata rata Asia sebesar 4,4% (Syahid, 2011 dalam Jamillah, 2012). Pada tabel 1.1 menunjukkan jumlah emiten obligasi dari tahun 2005 hingga akhir tahun 2013

Tabel 1.1 Jumlah Emiten dan Nilai Emisi Obligasi Pada Tahun 2005-2013

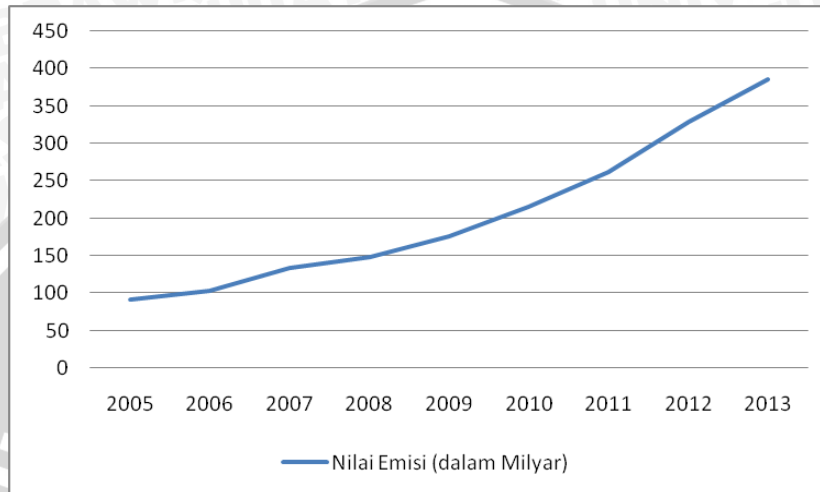
Tahun	Jumlah Emiten	OBLIGASI Nilai EmisiRp (Milyar)	Perubahan (%)
2005	159	91,190.75	9.90
2006	162	102,640.85	12.60
2007	175	133,915.85	30.50
2008	178	148,115.85	10.60
2009	183	175,330.85	18.40
2010	188	215,127.85	22.70
2011	199	260,863.85	21.26
2012	210	328,500.85	25.93
2013			
Januari	210	328,500.85	0.00
Februari	210	335,974.85	2.28
Maret	211	347,504.85	3.43
April	211	347,504.85	0.00
Mei	211	354,976.85	2.15
Juni	221	371,501.85	4.66
Juli	221	371,501.85	0.00
Agustus	221	371,501.85	0.00
September	221	374,351.85	0.70
Oktober	221	376,443.85	0.56
November	221	379,693.85	0.86
Desember	222	385,297.85	-0.03

Sumber: OJK (Otoritas Jasa Keuangan, 2014)

Jumlah perusahaan yang memanfaatkan penerbitan obligasi korporasi sebagai salah satu sumber pembiayaan investasi sesuai pada tabel 1.1 dari tahun 2005 terus mengalami peningkatan, hingga 3 Januari 2014 tercatat 222 emiten obligasi. Hal ini disebabkan adanya potensi pertumbuhan korporasi untuk melakukan ekspansi dan penerbitan obligasi digunakan sebagai salah satu cara perusahaan untuk menghimpun dana serta transparansi atas harga obligasi juga menjadi faktor pendorong atas meningkatnya likuiditas di pasar obligasi. Pada

gambar 1.1 menunjukkan perkembangan nilai emisi obligasi korporasi di Indonesia pada tahun 2005-2013

Gambar 1.1 Perkembangan Nilai Emisi Obligasi Korporasi di Indonesia



Sumber : OJK (Otoritas Jasa Keuangan, 2014)

Peningkatan penerbitan obligasi dari tahun 2005 hingga tahun 2013 ini juga dipicu dari diberlakukannya peraturan Bapepam No.X.M.3 yang mewajibkan seluruh transaksi obligasi untuk dilaporkan kepada lembaga Penerima Lapran Transaksi Obligasi (PLTO) sehingga volume transaksi obligasi korporasi dan frekuensi perdagangan transaksi obligasi mengalami peningkatan yang sangat tinggi (BES, 2007). Beberapa alasan yang membuat investor memilih berinvestasi pada obligasi karena volatilitas obligasi lebih rendah dibandingkan dengan saham dan obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pengembalian tetap (*fixed income*). Keuntungan bagi perusahaan apabila menerbitkan obligasi dibandingkan menerbitkan saham diantaranya karena tidak adanya campur tangan pemilik dana terhadap perusahaan dan tidak ada *controlling interest* oleh pemilik obligasi terhadap perusahaan seperti halnya perusahaan yang menerbitkan saham (Suta, 2000 dalam Sejati, 2010). Selain itu,

apabila perusahaan penerbit obligasi mengalami kebangkrutan, klaim terhadap hutang secara umum termasuk obligasi akan lebih didahulukan haknya daripada saham.

Terdapat beberapa lembaga pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia yang tercantum dalam Lampiran Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 7/8/DPNP tanggal 31 Maret 2005, antara lain Standard and Poor's Ratings, Moody's Indonesia, Fitch Ratings, Kasnic Credit Rating Indonesia, dan Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Dalam penelitian ini, lembaga pemeringkat yang digunakan mengacu pada PEFINDO, karena perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak menggunakan jasa PEFINDO untuk memperingkat obligasi yang akan diterbitkan. Terdapat tiga komponen utama yang digunakan oleh agen pemeringkat dalam menentukan peringkat (*rating*) obligasi. Pertama, kemampuan perusahaan penerbit (emiten) untuk memenuhi kewajiban finansialnya. Kedua, struktur dan berbagai ketentuan yang diatur dalam surat hutang. Dan ketiga, perlindungan yang diberikan maupun posisi klaim dari pemegang surat hutang bila terjadi likuidasi (pembubaran) serta hukum lainnya yang mempengaruhi hak kreditur. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk menguji salah satu dari komponen utama yang digunakan agen pemeringkat yaitu kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban finansialnya melalui faktor keuangan dan non keuangan.

Obligasi berasal dari berbagai sektor antara lain pertanian, barang konsumsi, telekomunikasi, transportasi, perbankan dan sebagainya, namun dalam penelitian ini sektor industri perbankan menjadi fokus dalam penelitian di karenakan industri perbankan merupakan penopang utama di dalam sistem keuangan Indonesia dan perkembangan industri perbankan di Indonesia menunjukkan perkembangan yang cukup pesat. Data statistik perbankan yang

dirilis Bank Indonesia pada 15 Agustus 2011, menyebutkan bahwa total aset bank-bank umum nasional di triwulan I 2011 naik sebesar 19,2% menjadi Rp. 3.195,11 triliun dibanding periode yang sama pada tahun 2010. Laba bersih mencapai sebesar Rp. 37,096 triliun, meningkat 26,4% dibandingkan periode yang sama di tahun 2010. Pada tabel 1.2 menunjukkan data obligasi industri perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011-2013

Tabel 1.2 Data Obligasi Industri Perbankan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011- 2013

Kode Bank	Nama Bank	Jumlah Obligasi
BBKP	Bank Bukopin Tbk, PT	1
BBTN	Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk, PT	3
BNGA	Bank Cimb Niaga Tbk, PT	7
BNII	Bank Internasional Indonesia Tbk, PT	7
BNLI	Bank Permata Tbk, PT	6
BTPN	Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk, PT	7
BVIC	Bank Victoria International Tbk, PT	4
MAYA	Bank Mayapada Internasional Tbk, PT	1
NISP	Bank Ocbc Nisp Tbk, PT	2
PNBN	Bank Pan Indonesia Tbk, PT	2
SDRA	Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk, PT	3

Sumber: KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia, diolah. 2014)

Berdasarkan tabel 1.2 terdapat 11 bank yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2011-2013 dengan jumlah sebanyak 43 obligasi. 11 bank tersebut berasal dari berbagai kategori bank yaitu bank persero, bank umum swasta nasional devisa (BUSN devisa) dan bank umum swasta nasional non devisa (BUSN non devisa). Berikut peringkat obligasi industri perbankan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia pada Tahun 2011-2013

Tabel 1.3 **Peringkat Obligasi Industri Perbankan Yang Tercatat di Bursa Efek Indonesia Pada Tahun 2011- 2013**

Nama Bank	Peringkat Obligasi Tahun		
	2011	2012	2013
Bank Bukopin Tbk, PT	-	A	-
Bank Tabungan Negara (Persero) Tbk, PT	AA	AA	AA
Bank Cimb Niaga Tbk, PT	AAA	AAA	AAA
Bank Internasional Indonesia Tbk, PT	AA+ AAA	AA AAA	- -
Bank Permata Tbk, PT	AA+ -	AA+ -	AA+ AAA
Bank Tabungan Pensiunan Nasional Tbk, PT	AA	AA	AA
Bank Victoria International Tbk, PT	- -	A- BBB+	A- BBB+
Bank Mayapada Internasional Tbk, PT	-	-	BBB+
Bank Ocbc Nisp Tbk, PT	-	-	AAA
Bank Pan Indonesia Tbk, PT	-	AA	-
Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk, PT	A- -	A- BBB+	- -

Sumber: PEFINDO (diolah, 2014)

Pada tabel 1.3 menunjukkan bahwa Bank Internasional Indonesia Tbk, Bank Permata Tbk, Bank Victoria International Tbk dan Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk menerbitkan obligasi dengan rating yang berbeda. PEFINDO menyatakan bahwa sebuah peringkat (*rating*) yang diterbitkan bukanlah sebagai rekomendasi untuk membeli, menjual, atau menahan surat hutang tertentu yang diterbitkan oleh perusahaan, karena *rating* tidak mengomentari harga pasar atau kesesuaian untuk investor tertentu. Peringkat obligasi didasarkan pada informasi yang dilengkapi oleh emiten maupun diperoleh dari sumber lain yang dapat dipercaya. PEFINDO dapat mengubah, menanggapi, atau menarik *rating* kredit akibat dari perubahan materi dalam kapasitas melayani pengembalian

utang. PEFINDO akan melakukan *monitoring* atas hasil peringkat yang telah dipublikasikan, hal ini untuk menjaga agar informasi atas peringkat yang diberikan tetap relevan dan akurat. Apabila selama pemantauan berkala ternyata kinerja perusahaan memburuk maka agen pemeringkat dapat menurunkan *rating* tersebut. Begitu juga sebaliknya apabila kinerja perusahaan mengalami peningkatan maka lembaga pemeringkat dapat menaikkan *rating* perusahaan.

Terdapat beberapa kejadian yang menimbulkan suatu pertanyaan tentang keakuratan agen pemeringkat dalam memperingkat obligasi di Indonesia. Sebagai contoh peringkat obligasi Bank Global pada Desember tahun 2004, agen pemeringkat Kasnic memberi peringkat dengan A-, kemudian Bank Indonesia mengeluarkan pengumuman bahwa izin Bank Global dibekukan, sehingga peringkat obligasi tersebut diturunkan menjadi D (*default*). Salah satu alasan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen pemeringkat tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap harinya dan agen pemeringkat hanya menilai dari terjadinya suatu peristiwa. Selain itu tidak terdapat penjelasan lebih lanjut dari pemeringkat tentang laporan keuangan dan faktor non keuangan yang digunakan dalam menentukan peringkat obligasi. Selain kejadian tersebut, pada tabel 1.4 terdapat suatu gambaran data empiris tentang rasio keuangan industri perbankan yang mengalami perbedaan *rating* obligasi pada tahun 2011-2013

Tabel 1.4 Data Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage dan Ukuran Perusahaan Bank Internasional Indonesia Tbk, Bank Permata Tbk, Bank Victoria International Tbk dan Bank Himpunan Saudara 1906, Tbk

Nama Bank	Tahun	Rasio Profitabilitas (NPM)	Rasio Likuiditas (LDR)	Rasio Leverage (DER)	Ukuran Perusahaan (Size)
Bank Internasional Indonesia Tbk	2011	0.06	88.86	10.69	7.98
Bank Internasional Indonesia Tbk	2012	0.15	87.34	10.94	8.06
Bank Permata Tbk	2011	0.14	83	10.18	8.01
Bank Permata Tbk	2012	0.13	89.52	9.58	8.12
Bank Permata Tbk	2013	0.16	89.26	10.95	8.22
Bank Victoria International Tbk	2012	0.21	68	8.23	7.16
Bank Victoria International Tbk	2013	0.11	74.02	9.94	7.28
Bank Himpunan Saudara 1906	2011	0.16	81.7	9.74	6.71
Bank Himpunan Saudara 1906	2012	0.11	84.39	9.38	6.88

Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (data diolah, 2014)

Berdasarkan Tabel 1.4 dapat dilihat adanya indikasi fenomena gap. Pada tahun 2012 Bank Internasional Indonesia Tbk likuiditasnya mengalami penurunan sedangkan profitabilitas, leverage dan *size* mengalami peningkatan dari pada tahun 2011. Pada tahun 2012 Bank Permata Tbk mengalami peningkatan pada likuiditas dan *size* namun profitabilitas dan leverage mengalami penurunan dibandingkan tahun 2011, sedangkan pada tahun 2013 terjadi hal sebaliknya dimana likuiditas mengalami penurunan sedangkan profitabilitas, leverage dan *size* mengalami peningkatan dari tahun 2012. Untuk Bank Victoria International Tbk pada tahun 2012 terjadi penurunan pada profitabilitas namun likuiditas,

leverage dan *size* mengalami peningkatan dari pada tahun 2011. Dan yang terakhir, pada tahun 2012 Bank Himpunan Saudara 1906 terjadi penurunan pada profitabilitas dan leverage namun mengalami peningkatan pada likuiditas dan *size* dibanding tahun 2011.

Investasi pada obligasi mengandung resiko seperti resiko gagal bayar (*default risk*) yang mungkin dapat dialami investor pada masa mendatang jika emiten mengalami kondisi tidak mampu untuk memenuhi kewajiban keuangannya. Pada tahun 2009 terdapat fenomena gagal bayar (*default risk*) yang terjadi pada PT. Mobile-8 Telecom Tbk dimana telah gagal bayar sebanyak 2 kali untuk kupon 15 Maret 2009 dan 15 Juni 2009 dengan obligasi senilai Rp 675 miliar yang jatuh tempo pada Maret 2012. Selanjutnya PT Davomas Abadi Tbk, dengan obligasi senilai 235 juta dolar telah gagal bayar sebesar 13,09 juta dolar untuk kupon 5 Mei 2009 dan akan jatuh tempo pada 2011 (Kompasiana, 9 Februari 2010 dalam Estiyanti, 2012).

Resiko obligasi dapat dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan yang berasal dari kinerja keuangan serta potensi pertumbuhan, sedangkan kondisi eksternal perusahaan yang berasal dari kondisi perekonomian makro. Untuk menghindari resiko tersebut, investor perlu memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat (*rating*) obligasi. Investor menganggap peringkat obligasi sangat penting, karena mampu memberikan pernyataan informatif dan memberikan signal tentang potensi kegagalan utang suatu perusahaan. Menurut Tandellin (2010), menyatakan bahwa peringkat obligasi bukanlah suatu sarana untuk membeli maupun menjual obligasi. Meskipun begitu, lembaga pemeringkat efek dapat menjembatani kesenjangan informasi antara emiten (perusahaan penerbit) dan investor melalui penyediaan informasi standar atas tingkat resiko kredit suatu perusahaan. Investor umumnya memanfaatkan peringkat suatu obligasi untuk mengukur resiko yang dihadapi dalam pembelian obligasi tersebut.

Salah satu informasi yang dianggap akurat bagi investor untuk mempengaruhi dasar pengambilan keputusan dalam berinvestasi yaitu melalui laporan keuangan. Ikatan Akuntansi Indonesia (IAI) dalam standar akuntansi keuangan (2002:4) menyatakan bahwa tujuan laporan keuangan adalah menyediakan informasi yang menyangkut posisi keuangan, kinerja serta perubahan posisi keuangan suatu perusahaan yang bermanfaat bagi sejumlah besar pemakai dalam pengambilan keputusan ekonomi. Laporan keuangan memiliki kandungan informasi yang dapat meminimalisir resiko investasi dan dapat menarik minat investor untuk berinvestasi pada suatu perusahaan, karena laporan keuangan memberi informasi mengenai posisi keuangan perusahaan. Rasio keuangan yang terlihat dalam laporan keuangan suatu perusahaan dapat digunakan untuk melihat kinerja perusahaan dan menjelaskan berbagai hubungan serta indikator keuangan yang terjadi dalam perusahaan.

Beberapa penelitian yang telah menguji rasio-rasio keuangan terhadap peringkat obligasi di Indonesia menemukan berbagai hasil empiris yang berbeda. Adanya perbedaan hasil penelitian seperti dalam penelitian Arif (2010) yang menemukan bahwa rasio profitabilitas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi dan penelitian Lucky S. & Sumarto (2010) yang menemukan bahwa rasio profitabilitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Selanjutnya penelitian dari Alwi A. & Nurhidayati (2012) yang menemukan bahwa rasio likuiditas memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi dan Nelly & Lukman (2013) menemukan bahwa dalam rasio likuiditas tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Faktor non keuangan turut dipertimbangkan dalam penelitian ini dan faktor non keuangan yang digunakan adalah jangka waktu jatuh tempo obligasi (*maturity*) dan jaminan (*secure*). Umur obligasi (*maturity*) adalah jangka waktu

sejak diterbitkannya obligasi sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi. Penelitian Susilowati & Sumarto (2010) menemukan bahwa umur obligasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dan penelitian Adrian (2010) menemukan bahwa umur obligasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Sedangkan jaminan obligasi merupakan aset pihak penerbit obligasi yang dijanjikan kepada pemilik obligasi jika emiten tidak mampu memenuhi kewajibannya. Penelitian Maharti (2011) menemukan bahwa jaminan mempunyai berpengaruh terhadap peringkat obligasi dan penelitian Estiyanti (2012) menemukan bahwa jaminan tidak mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi.

Setelah diketahui seberapa penting peringkat (*rating*) obligasi dalam investasi obligasi, maka penulis tertarik melakukan penelitian yang berjudul tentang **"KEMAMPUAN FAKTOR KEUANGAN DAN NON KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI KORPORASI (STUDI KASUS PADA INDUSTRI PERBANKAN YANG TERCATAT DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE 2011-2013)"**

1.2 Rumusan Masalah

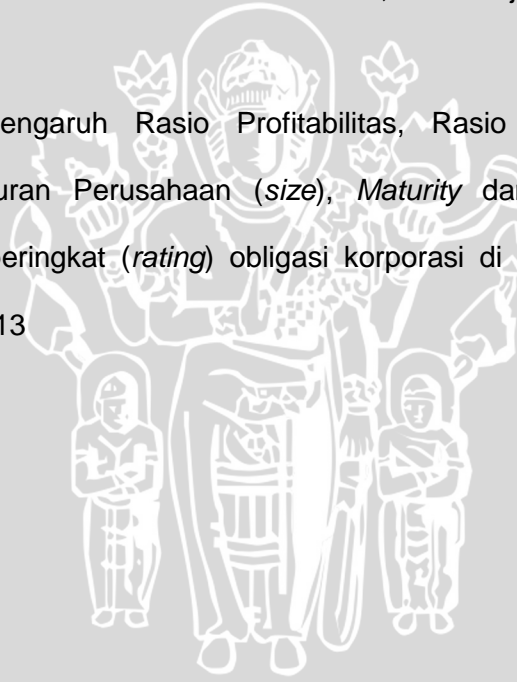
Berdasarkan latar belakang tersebut dapat diketahui rumusan masalah yang akan diangkat pada penelitian ini adalah:

1. Bagaimanakah pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Ukuran Perusahaan (*size*), *Maturity* dan Jaminan dalam memprediksi peringkat (*rating*) obligasi korporasi di industri perbankan tahun 2011-2013?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan dari rumusan masalah tersebut, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Mengetahui pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Ukuran Perusahaan (*size*), *Maturity* dan Jaminan dalam memprediksi peringkat (*rating*) obligasi korporasi di industri perbankan tahun 2011-2013



1.4 Manfaat Penelitian

Hasil dari penulisan tersebut, maka manfaat yang dapat diambil dalam penulisan karya tulis ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi pihak Perbankan hasil penelitian ini dapat menjadi bahan masukan untuk melihat Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Ukuran Perusahaan (*size*), *Maturity* dan Jaminan terhadap peringkat (*rating*) obligasi.
2. Bagi masyarakat penelitian ini dapat memberikan informasi tentang pengaruh Rasio Profitabilitas, Rasio Likuiditas, Rasio Leverage, Ukuran Perusahaan (*size*), *Maturity* dan Jaminan sehingga dapat memberi pengetahuan tentang pengaruh keenam variabel tersebut terhadap peringkat (*rating*) obligasi.
3. Bagi ilmu pengetahuan hasil dari penelitian ini diharapkan dapat digunakan sebagai kajian pustaka, referensi, ataupun dokumentasi dalam penelitian yang berkaitan dengan peringkat (*rating*) obligasi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

Sesuai dengan permasalahan yang diangkat oleh penulis, terdapat teori yang dirasa sesuai dengan penelitian ini, yaitu:

2.1.1 Pendekatan *Pecking Order Theory*

Pecking order theory dipopulerkan oleh Myers dan Majluf (1984), menyatakan bahwa perusahaan akan menempatkan penggunaan sumber dana internal (*internal funds*) sebagai prioritas pertama karena lebih murah dan terbebas dari permasalahan informasi (*asymmetric information*). Jika diperlukan pembiayaan eksternal, perusahaan lebih memilih instrumen hutang (*debt*) daripada saham (*equity*). Jenis instrumen utang yang menjadi pilihan utama adalah utang bank (*private debt*), kemudian diikuti penerbitan obligasi (*bonds*). Penerbitan saham menjadi prioritas terakhir atau *the last resort* karena penerbitan saham baru dapat memberikan sinyal bahwa kondisi dan prospek perusahaan ke depan kurang baik. Dalam teori ini, keberadaan *asymmetric information* antara manajer (perusahaan) dengan pihak investor menjadi salah satu pertimbangan utama dalam penentuan struktur modal atau sumber pembiayaan perusahaan.

Utang sebagai sumber pendanaan eksternal juga memiliki permasalahan informasi, namun derajatnya lebih rendah dan lebih stabil dibanding dengan saham. Dari sudut pandang investor, instrumen hutang mempunyai beberapa kelebihan dibanding saham, yakni (i) memiliki hak klaim yang lebih tinggi atas

aset perusahaan ketika perusahaan tidak dapat mengembalikannya; (ii) tingkat pengembalian instrumen utang yang relatif tetap memberikan kepastian yang lebih baik bagi investor; (iii) investor dapat membatasi gerak manajer perusahaan melalui kontrak untuk mencegah penggunaan dana pada investasi yang berisiko tinggi; dan (iv) nilai pasar dari instrumen utang tidak sensitif terhadap kinerja perusahaan. Rendahnya permasalahan informasi dari instrumen utang menyebabkan manajer perusahaan lebih menyukai utang dalam mendanai defisit investasinya.

2.1.2 Teori Signal (*Signaling Theory*)

Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dengan berbagai pihak yang berkepentingan terkait informasi yang dikeluarkan. Asimetri informasi muncul karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik, misalnya seorang manajer yang mengetahui informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan para investornya. Berkaitan dengan asimetri informasi, sangat sulit bagi para investor dan kreditur untuk membedakan antara perusahaan yang berkualitas tinggi dan rendah. Teori signal menjelaskan alasan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal.

Sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan, investor tentu membutuhkan informasi tentang kondisi obligasi. Teori signal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi kepada publik, informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang dilakukan secara sukarela oleh manajemen perusahaan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang

dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. (Rahaja & Sari, 2008 dalam Maharti, 2011)

2.2 Obligasi Sebagai Salah Satu Alternatif Investasi di Pasar Modal

Menurut Drs.Bambang Riyanto (1997) dalam Sejati (2010), obligasi adalah suatu hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah, perusahaan maupun lembaga lain sebagai pihak berhutang yang mempunyai nilai nominal tertentu dan kesanggupan untuk membayar bunga secara periodik atas dasar persentase tertentu yang tetap. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler (*coupon*) sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo. Perusahaan diuntungkan jika *coupon* yang harus dibayarkan nilainya rendah atau lebih rendah dari suku bunga kredit bank sebagai substitusi sumber pembiayaan.

Obligasi dapat dibedakan sesuai penerbitnya, yaitu obligasi yang diterbitkan pemerintah Republik Indonesia adalah obligasi pemerintah (*government bond*), sementara obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik perusahaan berbentuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN) maupun badan usaha swasta adalah obligasi korporasi (*corporate bond*). Penerbitan obligasi korporasi dilakukan karena perusahaan membutuhkan pendanaan, baik untuk melakukan ekspansi maupun untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Tujuan yang melatar belakangi perusahaan menerbitkan obligasi diantaranya karena jumlah dana yang dibutuhkan akan lebih fleksibel nilainya sesuai dengan kemampuan pasar dalam kebutuhan

obligasi, serta kemampuan pihak penjamin emisi dalam memberikan komitmen jumlah penerbit obligasi.

Menurut Rahardjo (2003) dalam Maharti (2011), ada tiga tujuan perusahaan menerbitkan obligasi. Pertama, mendapatkan tambahan dana yang lebih fleksibel dan disesuaikan dengan kebutuhan perusahaan. Kedua, mendapatkan pinjaman dengan tingkat suku bunga fleksibel. Proses penentuan tingkat suku bunga (kupon) obligasi ditentukan berdasarkan kemampuan keuangan perusahaan serta memperhatikan kondisi tingkat suku bunga di perbankan. Ketiga, mendapatkan alternatif pembiayaan melalui pasar modal. Untuk menghasilkan suatu strategi investasi obligasi yang baik, diperlukan suatu analisis terhadap faktor-faktor yang berpengaruh terhadap harga obligasi.

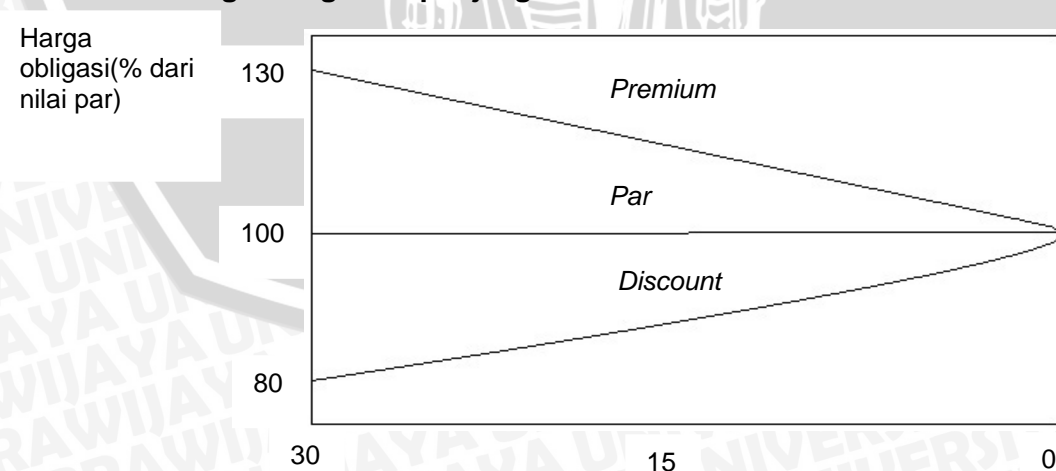
Obligasi merupakan sertifikat atau surat berharga yang berisi kontrak antara investor sebagai pemberi dana dengan penerbitnya sebagai peminjam dana. Obligasi dikeluarkan penerbitnya sebagai surat tanda bukti hutang. Hasil yang bisa diperoleh dari investasi pada obligasi yaitu *coupon* yang merupakan bunga dari obligasi dan *capital gain*, yang merupakan selisih harga beli dengan harga jual obligasi. Investor bisa mensyaratkan tingkat hasil (*rate of return*) yang dikehendaki dengan membandingkan obligasi tersebut dengan alternatif investasi lain yang sebanding yang tersedia di pasar. Jika hasil yang disyaratkan pasar sama dengan hasil yang dijanjikan obligasi, maka harga obligasi akan sama dengan nilai nominalnya, atau dikatakan dijual pada harga *par*. Jika hasil yang disyaratkan pasar lebih tinggi dari hasil yang dijanjikan obligasi, maka harga obligasi akan berada di bawah nilai nominalnya, atau dijual secara *discount*. Jika hasil yang disyaratkan pasar lebih rendah dari hasil yang dijanjikan obligasi maka harga obligasi akan berada di atas nilai nominalnya, atau dijual secara *premium*.

Harga obligasi yang ditawarkan dipasar umumnya dibedakan dijual pada, di atas atau di bawah nilai nominalnya (nilai par). Adapun tipe-tipe obligasi, adalah sebagai berikut :

1. *Premium Bonds*, yaitu obligasi dengan harga lebih tinggi daripada nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga premi. *Yield to maturity* dari *premium bonds* adalah lebih kecil daripada tingkat *coupon*.
2. *Discount Bonds*, yaitu Obligasi dengan harga lebih rendah daripada nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga diskon. *Yield to maturity* dari *discount bonds* adalah lebih besar daripada tingkat *coupon*.
3. *Par Bonds*, yaitu Obligasi dengan harga sama dengan nilai nominalnya dikatakan dijual pada harga par.

Dari waktu ke waktu, harga *premium bonds* akan menurun sedangkan harga *discount bonds* akan naik hingga pada saat jatuh tempo, harga obligasi akan menyatu dengan nilai par. Sebagaimana dapat dijelaskan dalam harga obligasi sepanjang waktu pada gambar 2.1

Gambar 2.1 Harga Obligasi sepanjang waktu



Sumber: Portofolio dan Investasi (Buku)

Sebagai salah satu instrumen pasar modal, penerbitan obligasi lebih menguntungkan dibandingkan dengan pinjaman bank, karena beban bunga yang ditanggung emiten akan lebih kecil dan dapat dibayar secara berkala, tetapi instrumen obligasi dapat merugikan jika investor kurang mengerti dan tidak memperhatikan informasi tentang obligasi yang diinvestasikan. Investasi dalam surat utang (obligasi) lebih dipilih oleh investor dengan alasan bahwa obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*) sehingga obligasi lebih memberikan jaminan daripada saham. Dalam pengelolaan obligasi terdapat tiga strategi yang akan digunakan tergantung kepada preferensi risiko, pengetahuan tentang pasar obligasi dan tujuan dari investasi (Tandelilin, 2010). Tiga strategi pengelolaan obligasi, adalah sebagai berikut:

1. Strategi Pengelolaan Pasif

Strategi pasif didasari pada pemikiran bahwa pasar dalam kondisi yang efisien, sehingga harga-harga sekuritas di pasar sudah ditentukan secara tepat sesuai dengan nilai instrinsiknya. Strategi pasif didasari oleh asumsi bahwa harga obligasi sudah ditentukan secara *fair* maka strategi pasif menggunakan informasi yang ada sekarang, bukan informasi yang bersifat estimasi. Strategi yang termasuk pendekatan pasif dalam pengelolaan obligasi adalah strategi beli dan simpan serta strategi mengikuti indeks pasar.

2. Strategi Aktif

Tidak semua investor merasa puas dengan memperoleh pendapatan tetap, sehingga ada beberapa investor yang berkeinginan untuk memperoleh *return* yang lebih besar dengan pengelolaan aktif obligasi, baik itu dengan mengestimasi perubahan tingkat bunga

maupun dengan mengidentifikasi adanya kesalahan harga pada suatu obligasi.

3. Strategi Imunisasi

Strategi imunisasi adalah strategi yang berusaha melindungi portofolio terhadap risiko tingkat bunga dengan cara saling meniadakan pengaruh dua komponen risiko tingkat bunga, yaitu risiko harga dan risiko reinvestasi.

Sebuah obligasi diterbitkan dengan suatu kontrak (*indenture*), yaitu kontrak antara pihak penerbit dan pemilik obligasi. Salah satu bagian dari kontrak tersebut adalah serangkaian pembatasan yang melindungi hak-hak pemegang obligasi, antara lain yaitu Agunan yang merupakan aset perusahaan yang akan diberikan kepada pemegang obligasi apabila terjadi gagal bayar dari pihak perusahaan. Jika agunan berbentuk sekuritas, maka obligasinya disebut obligasi perwalian agunan (*collateral cash bond*). Dana Pelunasan, perusahaan setuju untuk membentuk dana pelunasan (*sinking fund*) guna mengalokasikan kewajiban pembayaran selama beberapa tahun. Subordinasi Utang Berikutnya, faktor keamanan obligasi yang membatasi utang perusahaan berikutnya (klausul subordinasi). Pembatasan Dividen, yang merupakan perjanjian hukum yang akan membatasi besaran perusahaan untuk membayar dividennya untuk melindungi pemegang obligasi terhadap pembayaran dividen saham perusahaan.

2.3 Peringkat Obligasi Sebagai Penggerak Reaksi Investor

Menurut Arthur J. Keown dalam Dasar-Dasar Manajemen (2000), John Moody adalah orang pertama yang memperkenalkan peringkat obligasi. Peringkat obligasi mencakup penilaian atas resiko obligasi yang mungkin akan

terjadi. Walaupun hal ini banyak berhubungan dengan ekspektasi, namun faktor historikal juga memainkan peran penting dalam menentukan peringkat. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala tersebut menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten (penerbit obligasi) dalam membayar bunga dan pelunasan pokok obligasi pada akhir masa jatuh tempo. Peringkat obligasi sangat penting karena mampu memberikan pernyataan informatif dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Altman and Nammacher dalam Ketz and Maher, 1990 dalam Pramono Sari, 2007). Dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur resiko kegagalan, yaitu peluang emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan (Rosten, 1986 dalam Linandarini, 2010), peringkat obligasi perusahaan memberikan petunjuk bagi investor tentang kualitas investasi obligasi yang mereka minati.

Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak menggunakan jasa PEFINDO untuk memperingkat obligasi yang akan diterbitkan. PEFINDO (PT Pemeringkat Efek Indonesia) didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, atas prakarsa BAPEPAM dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT. PEFINDO memperoleh lisensi dari BAPEPAM (No. 39/PM-PI/1994) dan menjadi salah satu institusi pendukung di pasar modal Indonesia. Fungsi utama PT. PEFINDO adalah memberikan peringkat yang obyektif, independen serta dapat dipertanggung jawabkan atas penerbitan surat hutang yang diperdagangkan kepada publik. Perusahaan ini berafiliasi dengan S&P's dan secara aktif terus berpartisipasi dalam ASEAN Forum of Credit Rating Agencies (AFCRA), yang mendukung pengembangan dan penyempurnaan standar dimasa mendatang. Simbol dan makna peringkat obligasi yang digunakan oleh PEFINDO dapat dilihat pada tabel 2.1 berikut

Tabel 2.1 Arti Peringkat Obligasi Menurut PT. PEFINDO

Peringkat Obligasi	Arti
AAA	Efek hutang yang peringkatnya paling tinggi dan berisiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjang sesuai dengan perjanjian.
AA	Efek hutang yang memiliki kualitas kredit sedikit dibawah peringkat tertinggi. Didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang sesuai dengan perjanjian dan relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya.
A	Efek hutang yang mempunyai risiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
BBB	Efek hutang yang mempunyai risiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan sesuai dengan perjanjian namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
BB	Efek hutang yang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang relatif agak lemah dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.

Peringkat Obligasi	Arti
B	Efek hutang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Meskipun obligor memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban keuangannya.
CCC	Efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban keuangan serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek hutang yang macet atau perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Sumber: Pemeringkat Efek Indonesia (2010)

Peringkat suatu obligasi terdiri dari idAAA (peringkat tertinggi) sampai dengan idD (gagal bayar atau *default*). Peringkat dari idAAA sampai idB dapat dimodifikasi dengan tambahan tanda plus (+) atau minus (-) untuk menunjukkan kekuatan relatif dalam kategori peringkat, hal ini disebut *rating outlook*. Perusahaan pemeringkat obligasi akan memberikan hasil peringkat obligasi dalam beberapa simbol obligasi dimana masing-masing simbol memiliki arti yang berbeda. Hasil peringkat diperoleh dari data kualitatif maupun kuantitatif emiten obligasi termasuk rasio-rasio keuangan emiten pada beberapa tahun sebelumnya. Simbol dan makna tambahan tanda dalam kategori peringkat dapat dilihat pada tabel 2.2 berikut

Tabel 2.2 Makna Tambahan Tanda Dalam Kategori Peringkat

Tanda Peringkat	Arti
<i>Positive</i>	Peringkat bisa di tingkatkan
<i>Negative</i>	Peringkat bisa diturunkan
<i>Stable</i>	Peringkat mungkin tidak berubah
<i>Developing</i>	Peringkat bisa dinaikkan atau diturunkan

Sumber: Portofolio dan Investasi (Buku)

Peringkat obligasi secara umum dipengaruhi oleh proporsi modal terhadap hutang, tingkat profitabilitas perusahaan, tingkat kepastian dalam menghasilkan pendapatan, besar kecilnya perusahaan dan jumlah pinjaman subordinasi yang dikeluarkan perusahaan. Dengan adanya pemeringkatan obligasi maka investor dapat memperhitungkan *return* yang akan diperoleh dan resiko yang ditanggung. Peringkat obligasi akan mempengaruhi tingkat pengembalian (*return*) yang diharapkan oleh investor, dimana obligasi dengan peringkat rendah akan menyediakan bunga yang lebih tinggi dibandingkan obligasi dengan peringkat tinggi. Hal ini dikarenakan obligasi dengan peringkat tinggi menandakan kualitas obligasi yang baik. Dengan kata lain, peringkat obligasi akan mempengaruhi tingkat pengembalian obligasi yang diinginkan investor.

2.3.1 Tujuan dan Manfaat Peringkat Obligasi

Menurut Raharjo (2004:100) dalam Sejati (2010) tujuan utama proses rating adalah memberikan informasi akurat mengenai kinerja keuangan, posisi bisnis industri perseroan yang obligasi dalam bentuk peringkat kepada calon investor. Manfaat peringkat bagi investor, antara lain:

- a. Sebagai informasi risiko investasi, dengan kata lain, melalui peringkat obligasi investor diharapkan akan mengetahui risiko dari obligasi yang dipilih.
- b. Sebagai rekomendasi bagi investor, investor dapat mengambil keputusan dengan melihat hasil peringkat kinerja emiten, sehingga investor dapat melakukan strategi untuk membeli dan menjual sesuai perencanaan.
- c. Sebagai perbandingan, hasil *rating* dapat digunakan sebagai patokan antar obligasi yang satu dengan obligasi yang lain.

Sedangkan manfaat peringkat bagi perusahaan, antara lain:

- a. Sebagai informasi posisi bisnis, pihak perseroan dapat membandingkan posisi bisnis dan kinerja usahanya dengan perusahaan sejenis lainnya melalui peringkat.
- b. Untuk menentukan struktur obligasi, setelah diketahui kelebihan dan kelemahan, bisa ditentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi dan berbagai struktur pendukung lainnya.
- c. Sebagai pendukung kinerja, apabila manajemen memperoleh peringkat yang cukup bagus, maka kewajiban untuk menyediakan *sinking fund* atau jaminan kredit dapat dijadikan pilihan alternatif.
- d. Sebagai alat pemasaran, dengan peringkat *yang* bagus akan meningkatkan *image* perusahaan di mata investor. Sehingga rating dapat membantu sistem pemasaran obligasi menjadi lebih menarik.

Perusahaan pada umumnya akan berusaha untuk mempertahankan peringkat obligasi yang dimiliki karena dapat menguntungkan bagi perusahaan. Beberapa keuntungan yang dapat diperoleh adalah kemampuan untuk

menerbitkan *commercial paper*, jalan masuk ke pasar modal dan investor, dan hubungan yang lebih baik dengan pihak ketiga. Keuntungan-keuntungan yang diperoleh tersebut mendorong perusahaan untuk mempertahankan peringkat obligasi dengan mengurangi penggunaan utang pada saat menjelang penerbitan peringkat obligasi. Penggunaan utang yang lebih sedikit dapat mencegah penurunan peringkat obligasi dan mendorong peningkatan peringkat obligasi tersebut. Foster (1986: 501-502) dalam Susilowati & Sumarto (2010) mengemukakan ada beberapa fungsi peringkat obligasi, yaitu sebagai berikut:

1. Sumber informasi atas kemampuan perusahaan, pemerintah daerah atau pemerintah dalam menaati ketepatan waktu pembayaran kembali pokok utang dan tingkat bunga yang dipinjam. Superioritas ini muncul dari kemampuan untuk menganalisis informasi umum atau mengakses informasi rahasia.
2. Sumber informasi dengan biaya rendah bagi keluasan informasi kredit yang terkait dengan *cross section* antar perusahaan, pemerintah daerah, dan pemerintah. Biaya yang dibutuhkan untuk mengumpulkan informasi sejumlah perusahaan swasta, perusahaan pemerintah daerah, dan perusahaan pemerintah, sangat mahal. Bagi investor, akan sangat efektif jika ada agen yang mengumpulkan, memproses, dan meringkas informasi tersebut dalam suatu format yang dapat diinterpretasikan dengan mudah (misalnya dalam bentuk skala peringkat).
3. Sumber *legal insurance* untuk pengawas investasi. Membatasi investasi pada sekuritas utang yang memiliki peringkat tinggi (misalnya peringkat BBB ke atas).
4. Sumber informasi tambahan terhadap keuangan dan representasi manajemen lainnya. Ketika peringkat utang perusahaan ditetapkan, hal itu merupakan reputasi perusahaan yang berupa risiko. Peringkat

merupakan insentif bagi perusahaan yang bersangkutan, mengenai kelengkapan dan ketepatan waktu laporan keuangan dan data lain yang mendasari penentuan peringkat.

5. Sarana pengawasan terhadap aktivitas manajemen.
6. Sarana untuk memfasilitasi kebijakan umum yang melarang investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun.

2.3.2 Proses Pemeringkatan Obligasi

Menurut PEFINDO, kunci faktor kesuksesan industri perbankan dinilai dari 2 sisi, yaitu penilaian risiko usaha dan penilaian risiko keuangan. Penilaian risiko usaha dilihat dari 4 faktor, yaitu:

1. Posisi pasar yaitu penilaian terhadap pangsa pasar dan ukuran di lini bisnis utama/industri dengan melihat prospek masa depan, produk yang ada di bank, perluasan pasar dan keuntungan aktual dari posisi pasar bank.
2. Infrastruktur dan Kualitas Pelayanan yaitu tentang cabang jaringan distribusi bank seperti ATM dan kemampuan IT untuk mendukung operasi perbankan sehari-hari dalam upaya menyediakan produk dan layanan yang lebih baik dan terintegrasi. Serta melalui kemampuan karyawan, kecepatan pelayanan aksesibilitas dan ketepatan waktu.
3. Diversifikasi yaitu penilaian secara menyeluruh pada bisnis jaringan yang terkait dengan geografis atau lokasi penyebaran, lini bisnis, produk, struktur pendapatan, pinjaman/pendanaan serta risiko kredit.
4. Manajemen Sumber Daya Manusia yaitu kualitas bank dan kredibilitas karyawan serta strategi manajemen bank untuk menjaga pertumbuhan berkelanjutan (dari sisi eksternal dan internal), kualitas bank dalam

perencanaan dan strategi struktur organisasi bank, kualitas bisnis bank, valuasi agunan dan pemantauan kredit.

Berikutnya, penilaian risiko keuangan dilihat dari 4 faktor, yaitu:

1. Kapitalisasi yaitu penilaian pada komposisi ekuitas bank (ekuitas, utang subordinasi, revaluasi asset, capital gain yang belum di realisasi). Rasio pembayaran dividen, tingkat pertumbuhan internal ibukota yang merupakan kemampuan untuk mendapatkan sumber modal secara eksternal dibandingkan dengan asset ekuitas serta filosofi manajemen dan strategi dalam memanfaatkan modal.
2. Kualitas Aktiva yaitu penilaian atas pinjaman bermasalah bank yang dipecah dengan kategori portofolio kredit bank dengan ukuran sector ekonomi dan mata uang. Konsentrasinya pada risiko kredit dan wilayah kredit bermasalah (kredit yang di restrukturisasi dan pinjaman bermasalah jenis lain).
3. Profitabilitas yaitu penilaian menyeluruh pada pendapatan bunga bersih dan margin bank. Pendapatan non bunga, kualitas pendapatan, kemampuan risiko harga ke berbagai produk, laba usaha laba bersih serta struktur biaya bank dan strategi manajemen untuk pengendalian operasional.
4. Likuiditas dan Fleksibilitas Keuangan yaitu penilaian atas kondisi pasar saat ini dan pengaruhnya pada likuiditas bank.

PEFINDO selaku lembaga pemeringkat akan melakukan *monitoring* atas hasil peringkat yang telah dipublikasikan. Hal ini untuk menjaga agar informasi atas peringkat yang diberikan relevan dan akurat. Apabila selama pemantauan berkala ternyata kinerja perusahaan memburuk maka agen pemeringkat dapat

menurunkan *rating* tersebut. Begitu juga sebaliknya apabila kinerja perusahaan membaik maka lembaga pemeringkat dapat menaikkan *rating* perusahaan (Altman & Kao, 1991 dalam Pramono Sari, 2007). Pada gambar 2.2 akan menjelaskan tentang proses pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh PEFINDO

Gambar 2.2 **Proses Pemeringkatan Obligasi**



Sumber: Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO, 2014)

Proses pemeringkatan yang dilakukan PEFINDO biasanya diawali dengan adanya permintaan (*rating request*) dari perusahaan penerbit obligasi. PEFINDO akan membalas dengan mengirimkan kontrak dan surat yang meminta

laporan keuangan yang telah diaudit 3-5 tahun, beberapa pertanyaan yang mendetail dan data-data operasional, serta beberapa dokumen lainnya, seperti prospectus, memo dan lainnya. Pemeringkatan akan dimulai setelah PEFINDO resmi menerima kontrak yang telah ditandatangani serta semua data dan dokumen yang dibutuhkan.

PEFINDO akan menugaskan tim analis yang ahli dalam industri perusahaan untuk melakukan proses analis dengan meninjau kembali informasi yang telah disediakan perusahaan. Proses pemeringkatan juga dilakukan dengan mengunjungi perusahaan dan berdiskusi dengan pihak yang berwenang untuk memperoleh pemahaman yang lebih baik tentang bisnis perusahaan. Selanjutnya, pihak analis akan mengadakan rapat manajemen dengan pihak perusahaan, yang juga dihadiri oleh satu atau lebih dewan direksi PEFINDO. Hal ini dilakukan untuk membantu tim analis dalam menghasilkan keputusan yang lebih baik atas penilaian kualitatifnya, terutama pada tingkat pengetahuan manajemen perusahaan, kemampuan, kebijakan dan ukuran kualitatif lainnya yang mungkin dapat memberikan dampak yang signifikan atas peringkat yang diberikan.

Pihak analis akan mengadakan rapat komite rating untuk mengajukan peringkat perusahaan kepada anggota komite rating. Peringkat akhir perusahaan merupakan hasil *voting* terbanyak dari anggota komite rating. Hasil dari proses pemeringkatan akan diserahkan dalam bentuk "*rating rationale*" yang merupakan satu lembar laporan yang meringkas beberapa tinjauan financial dan penjelasan faktor pendukung serta pengurang atas peringkat yang dihasilkan. Perusahaan dapat menerbitkan ataupun tidak peringkat yang dihasilkan oleh PEFINDO. Jika peringkat diterbitkan, PEFINDO akan menerbitkan *press release* kepada media dan kepada daftar anggota *mailing* PEFINDO.

2.4 Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi

Menurut James C Van Horne, rasio keuangan merupakan 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. Analisis rasio keuangan merupakan salahsatu alat analisis keuangan yang paling populer dan banyak digunakan (Subramanyam et al., 2005: 36). Analisis rasio bermanfaat untuk perencanaan dan pengevaluasian kinerja (*performance*) perusahaan dan bagi investor dapat digunakan sebagai patokan tingkat keamanan jika akan menanamkan dananya pada suatu perusahaan. Rasio ini memberikan informasi yang penting dan strategis bagi kreditur dan investor, bagi manajemen perusahaan digunakan untuk menyusun strategi dalam memaksimalkan keuntungan dan meningkatkan efisiensi pengelolaan aset perusahaan, sedangkan bagi investor digunakan untuk mengetahui kemampuan likuiditas dan resiko keuangan.

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under* atau *overvalued* suatu sekuritas (Raharja dan Sari, 2008 dalam Maharti, 2011). Terdapat tiga poin yang menunjukkan bahwa agen pemeringkat menggunakan data akuntansi yang tersedia untuk memberi peringkat obligasi perusahaan, yaitu penjelasan yang diberikan agen, pemilihan waktu perubahan peringkat, dan penelitian empiris yang meneliti peringkat dan perubahan peringkat. Horne dan Wachowicz (2012) mengungkapkan ada lima jenis rasio yang penting untuk menilai kondisikeuangan dan kinerja perusahaan yaitu rasio likuiditas, rasio *leverage*, rasio cakupan (*coverage*), rasio aktivitas, dan rasio profitabilitas. Bodie, et al. (2006) dalam Sejati (2010) berpendapat perusahaan pemeringkat obligasi menggunakan basis pemeringkatan yang kebanyakan berasal dari analisis tren

dan tingkat rasio keuangan perusahaan penerbit. Rasio-rasio penting yang digunakan untuk menilai keamanan yaitu rasio cakupan (*coverage*), rasio *leverage*, rasio likuiditas, rasio profitabilitas dan rasio arus kas terhadap utang (*cash flow-to-debt ratio*).

Berdasarkan dari pernyataan tersebut, penelitian ini menggunakan rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage dan ukuran perusahaan (*size*) dalam perhitungan faktor keuangan, karena rasio profitabilitas, rasio likuiditas dan rasio leverage merupakan rasio yang sering digunakan untuk menilai kondisi keuangan dan kinerja perusahaan serta digunakan untuk menilai tingkat kemanaan suatu perusahaan. Sedangkan ukuran perusahaan (*size*) digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan dan mencerminkan kekayaan perusahaan secara menyeluruh.

2.4.1 Rasio Profitabilitas

Berdasarkan Standar Akuntansi Keuangan No. 1, Tahun 2007 laporan laba rugi suatu perusahaan disajikan sedemikian rupa dengan menonjolkan berbagai unsur kinerja keuangan yang diperlukan bagi penyajian secara wajar. Perusahaan dalam melakukan aktivitasnya pasti mengharapkan laba. Laba digunakan untuk mengukur kinerja dan bagian dari laporan keuangan perusahaan. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dengan menggunakan sumber-sumber yang dimiliki perusahaan, seperti aktiva, modal atau penjualan perusahaan diukur dengan menggunakan rasio profitabilitas. Oleh karena itu, profitabilitas merupakan pencerminan efisiensi suatu perusahaan dalam menggunakan modal kerja, dengan menggunakan tingkat profitabilitas untuk ukuran efisiensi suatu perusahaan merupakan cara yang baik.

Rasio profitabilitas merupakan ukuran imbal hasil aset atau modal dan indikator kesehatan keuangan perusahaan secara keseluruhan. Rasio ini mengukur efektifitas manajemen secara keseluruhan yang ditunjukkan oleh besar kecilnya tingkat keuntungan yang diperoleh dari hubungan antara penjualan maupun investasi. Semakin baik rasio profitabilitas, maka semakin baik menggambarkan kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan yang tinggi (Irham Fahmi, 2011: 68 dalam Aprilia, 2011). Manfaat rasio profitabilitas tidak terbatas hanya pada pemilik usaha atau manajemen saja, tetapi juga bagi pihak luar perusahaan, terutama pihak-pihak yang memiliki hubungan atau kepentingan dengan perusahaan. Kasmir (2008:197) dalam Aprilia (2011), menerangkan bahwa tujuan dan manfaat penggunaan rasio profitabilitas bagi perusahaan maupun bagi pihak luar perusahaan yaitu:

1. Untuk mengukur atau menghitung laba yang diperoleh perusahaan dalam satu periode tertentu.
2. Untuk menilai posisi laba perusahaan tahun sebelumnya dengan tahun sekarang.
3. Untuk menilai perkembangan laba dari waktu ke waktu.
4. Untuk menilai besarnya laba bersih sesudah pajak dengan modal sendiri.
5. Untuk mengukur produktivitas seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal pinjaman maupun modal sendiri.
6. Untuk mengukur produktivitas dari seluruh dana perusahaan yang digunakan baik modal sendiri.

Dalam penelitian ini menggunakan *net profit margin* sebagai alat ukur perhitungan rasio profitabilitas. *Net Profit Margin* (NPM) adalah rasio yang digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih. Semakin besar *Net Profit Margin* berarti semakin efisien perusahaan tersebut dalam mengeluarkan biaya-biaya sehubungan dengan kegiatan operasinya. NPM merupakan indikator seberapa besar laba bersih dari setiap rupiah pendapatan. NPM yang tinggi tidak hanya sekedar menunjukkan kekuatan bisnis tetapi juga kemampuan pihak manajemen dalam melakukan kontrol terhadap biaya. Dengan demikian perusahaan tersebut memiliki efisiensi yang tinggi dan juga menunjukkan kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba yang tinggi dari penjualannya.

Semakin tinggi NPM, akan semakin baik operasi suatu perusahaan, maka kinerja perusahaan akan semakin produktif, sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya pada perusahaan tersebut. Rasio ini menunjukkan berapa besar persentase laba bersih yang diperoleh dari setiap penjualan. Semakin tinggi rasio profitabilitas, maka dianggap semakin baik kemampuan perusahaan untuk mendapatkan laba yang tinggi. Hubungan antara laba bersih dan penjualan bersih menunjukkan kemampuan manajemen dalam menjalankan perusahaan cukup berhasil untuk menyisakan margin tertentu sebagai kompensasi yang wajar bagi pemilik yang telah menyediakan modalnya untuk suatu risiko. Para investor pasar modal perlu mengetahui kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. *Net Profit Margin* menunjukkan seberapa besar imbal jasa atau kompensasi yang sanggup diberikan perusahaan terhadap investor, dengan mengetahui hal tersebut investor dapat menilai apakah perusahaan itu *profitable* atau tidak.

2.4.2 Hubungan Rasio Profitabilitas dengan Rating Obligasi

Pada umumnya perusahaan mempunyai tujuan utama yaitu memperoleh keuntungan yang optimal, meskipun demikian masalah profitabilitas dirasa lebih penting dibanding masalah laba, karena laba yang besar belum dapat dikatakan sebagai ukuran bagi perusahaan telah bekerja dengan efisien. Efisien baru dapat diketahui dengan membandingkan laba usaha perusahaan tersebut atau dengan kata lain adalah menghitung profitabilitasnya, karena profitabilitas mencerminkan hasil akhir dari seluruh kebijakan keuangan dan keputusan operasional perusahaan. Dengan tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern* dan melakukan pelunasan kewajiban (Linandarini, 2010).

Ukuran-ukuran rasio profitabilitas ini memungkinkan analisis untuk mengevaluasi profit perusahaan dengan mempertimbangkan penjualan, jumlah asset yang dimiliki, dan investasi pemilik perusahaan. Rasio profitabilitas menggambarkan seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya dan mengelola kegiatan operasionalnya. Tanpa profit, perusahaan tidak dapat memperoleh modal dari luar. Perusahaan penerbit obligasi yang memiliki profitabilitas yang tinggi tentu akan menarik penanam modal untuk ikut berinvestasi didalamnya karena laba yang dihasilkan dapat digunakan untuk melunasi kewajiban.

Pecking Order Theory menyatakan bahwa perusahaan akan menempatkan penggunaan sumber dana internal (*internal funds*) sebagai prioritas pertama daripada sumber dana eksternal. Perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi akan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal, karena perusahaan dapat menggunakan laba ditahan untuk

mendanai aktivitas perusahaan. Tetapi apabila sumber pendanaan internal tidak dapat mencukupi untuk mendanai aktivitas perusahaan, maka sumber pendanaan eksternal dapat menjadi alternatif untuk mendanai dan akan cenderung lebih memilih penerbitan obligasi sebagai pilihan alternatif sumber pendanaan eksternal.

Dapat dikatakan apabila profitabilitas perusahaan tinggi, kemungkinan perusahaan untuk menerbitkan obligasi akan relatif kecil. Sebaliknya, jika profitabilitas perusahaan rendah, maka perusahaan akan menggunakan penerbitan obligasi sebagai sumber pendanaan. Penerbit obligasi yang memiliki profitabilitas tinggi akan berperingkat baik karena laba yang dihasilkan dapat digunakan untuk melunasi kewajiban. Hal tersebut didukung oleh pernyataan Burton (2003 dalam Susilowati & Sumarto, 2010) yang menyatakan bahwa tingkat profitabilitas yang tinggi dapat menurunkan risiko *insolvency* (ketidakmampuan membayar utang). Dengan profitabilitas yang tinggi akan membuat *rating* obligasi perusahaan akan semakin membaik.

2.4.3 Rasio Likuiditas

Menurut R. Agus sartono (2002) dalam Adrian (2011), likuiditas adalah kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Sedangkan menurut Mamduh dan Abdul Halim (2000) dalam Adrian (2011), rasio likuiditas mengukur kemampuan likuiditas jangka pendek perusahaan dengan melihat aktiva lancar perusahaan relatif terhadap hutang lancarnya (hutang dalam ini merupakan kewajiban perusahaan). Analisis keuangan dapat menggunakan rasio likuiditas untuk menilai apakah perusahaan mempunyai kemampuan untuk membayar kewajibannya yang segera jatuh

tempo. Peningkatan aktiva lancar tentu saja menyebabkan peningkatan dalam modal kerja bersih sehingga mengurangi tingkat risiko kesulitan keuangan secara teknis.

Dalam penelitian ini menggunakan *Loan to Deposit Ratio* (LDR) sebagai alat ukur perhitungan rasio likuiditas. Dimana menurut Surat Edaran Bank Indonesia No 6/23/DPNP tanggal 31 Mei 2004 *Loan to Deposit Ratio* (LDR) merupakan rasio kredit yang diberikan terhadap dana pihak ketiga (Giro, Tabungan, Sertifikat Deposito, dan Deposito). Sedangkan menurut Selamet Riyadi (2006:195) dalam Adrian (2011) LDR adalah perbandingan antara total kredit yang diberikan dengan total Dana Pihak Ketiga (DPK) yang dapat dihimpun oleh bank. Standar yang digunakan Bank Indonesia untuk rasio LDR yaitu 80% hingga 110%.

Teori Modigliani dan Miller menyatakan bahwa baik instrumen utang (obligasi) maupun modal (saham) dapat diperdagangkan di pasar modal sehingga memungkinkan terjadinya arbitrase (keuntungan dari perbedaan harga) diantara kedua instrumen tersebut. Dengan kata lain, nilai perusahaan tergantung pada prospek bisnis dan bagaimana perusahaan tersebut dijalankan, bukan tergantung pada bagaimana sumber pembiayaan diperoleh. *Loan to Deposit Ratio* (LDR) digunakan untuk menilai likuiditas sebuah bank dan juga menunjukkan kemampuan bank dalam menghimpun dana dan menyalurkannya kembali ke masyarakat. Sehingga *Loan to Deposit Ratio* (LDR) dapat menjadi sarana untuk menilai bagaimana prospek dan sistem yang dijalankan sebuah bank dengan melihat kemampuannya dalam menghimpun dan menyalurkan dana kembali pada masyarakat.

2.4.4 Hubungan Rasio Likuiditas dengan Rating Obligasi

Burton et al (2000) dalam Adrian (2011) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara financial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada hutang lancarnya (Almalia, 2007 dalam Adrian, 2011). Menurut Arifin (2005 dalam Susilowati & Sumarto, 2010) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan likuid. Hal tersebut dikarenakan aktiva lancar yang dimiliki mampu melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Kemampuan pelunasan kewajiban jangka pendek perusahaan secara tidak langsung berpengaruh pada kewajiban jangka panjang yang baik (pelunasan obligasi).

Oleh karena itu, tingkat likuiditas yang tinggi berpengaruh pada peringkat obligasi yang baik. Semakin tinggi tingkat rasio likuiditas tersebut, maka semakin tinggi posisi likuiditas perusahaan. Dapat dikatakan terdapat hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang, dimana semakin tinggi likuiditas suatu perusahaan berarti semakin tinggi pula peringkat obligasi yang diberikan kepada perusahaan tersebut

2.4.5 Rasio Leverage

Rasio leverage merupakan rasio yang menunjukkan tingkat proporsi penggunaan utang dalam membiayai investasi (Raharja & Sari, 2008 dalam Maharti, 2011). Rasio leverage digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dalam menggunakan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki dan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi

kewajiban jangka panjangnya. Perusahaan yang tidak mempunyai leverage berarti menggunakan pendanaan 100% dari modal sendiri. Sesuai dengan teori agensi di dalam perusahaan terdapat asimetri informasi dan konflik kepentingan yang menyebabkan terjadinya manajemen laba. Manajemen laba didalam perusahaan mengubah angka-angka yang ada dalam laporan keuangan. Rasio leverage diperoleh dari perhitungan angka-angka yang ada dalam laporan keuangan, oleh karena itu rasio leverage merupakan salah satu dampak dari manajemen laba.

Banyaknya hutang yang dimiliki suatu perusahaan mencerminkan jumlah uang dari luar perusahaan yang digunakan untuk menghasilkan profit. Semakin tinggi jumlah utang suatu perusahaan, maka semakin tinggi pula risiko yang harus ditanggung dan *return* yang harus dibayarkan. *Pecking Order Theory* menjelaskan jika sumber dana internal masih belum dapat mencukupi sumber pendanaan, maka dibutuhkan pendanaan dari surat hutang (obligasi) serta penerbitan saham baru. Perusahaan akan kurang maksimal jika hanya menggunakan pendanaan dari hasil operasi karena akan menambah persentase pajak. Akan tetapi jika perusahaan menggunakan utang, maka akan mendapatkan manfaat untuk perkembangan usahanya. Utang diperbolehkan sejauh dapat memberikan manfaat, karena utang dalam jumlah yang besar dapat menyebabkan kebangkrutan bagi perusahaan (Husnan, 2000) dalam Adrian (2011).

Dalam penelitian ini menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai alat untuk mengitung rasio leverage. Menurut Bambang Riyanto (2001:333) dalam Adrian (2011), *Debt to Equity Ratio* (DER) adalah rasio yang membandingkan total hutang dengan jumlah modal sendiri. *Debt to Equity Ratio* (DER) menurut Agnes Sawir (2000-13) dalam Adrian (2011) merupakan rasio yang menggambarkan perbandingan hutang dan ekuitas dalam pendanaan

perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) No.1 (1978) menyatakan bahwa laporan keuangan seharusnya memberikan informasi yang berguna untuk investor dan kreditor pada saat ini serta potensial dalam membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan lain yang sejenis. Salah satu informasi keuangan yang perlu dipertimbangkan oleh investor sebelum membeli, menjual atau menahan obligasi adalah *Debt to Equity Ratio* (DER).

Debt to Equity Ratio (DER) merupakan indikator struktur modal dan risiko finansial, yang merupakan perbandingan antara hutang dan modal sendiri. Bertambah besarnya *Debt to Equity Ratio* suatu perusahaan menunjukkan risiko distribusi laba usaha perusahaan akan semakin besar terserap untuk melunasi kewajiban perusahaan. Semakin tinggi *Debt to Equity Ratio* mencerminkan risiko perusahaan yang relatif tinggi karena perusahaan dalam operasinya relatif bergantung terhadap hutang dan perusahaan memiliki kewajiban untuk membayar bunga hutang, akibatnya para investor cenderung menghindari untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki nilai *Debt to Equity Ratio* yang tinggi.

2.4.6 Hubungan Rasio Leverage dengan Rating Obligasi

Semakin besar rasio leverage perusahaan, maka semakin besar pula risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik pula peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton, Adam & Hardwick, 1998 dalam Estiyanti, 2012). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya, karena dengan rasio leverage yang cukup tinggi menunjukkan tingginya penggunaan hutang dan menandakan kemungkinan

perusahaan mengalami kesulitan keuangan sehingga dapat tidak membayar sesuai kewajiban obligasinya selanjutnya akan semakin rendah peringkat obligasi yang akan diberikan kepada perusahaan.

Semakin tinggi rasio *leverage* berarti sebagian besar aset didanai dari utang. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan dihadapkan pada *default risk* atau peringkat obligasi yang rendah. Dengan demikian, semakin rendah *leverage* perusahaan maka akan semakin tinggi peringkat yang diberikan pada perusahaan. Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Dapat dikatakan rasio *leverage* berbanding terbalik dengan peringkat obligasi.

2.4.7 Ukuran Perusahaan (Size)

Karakteristik keuangan yang berbeda-beda antar perusahaan menyebabkan relevansi angka-angka akuntansi yang tidak sama pada semua perusahaan. Ukuran (*size*) perusahaan dapat digunakan untuk mewakili karakteristik keuangan perusahaan (Susilowati & Sumarto, 2010). Ukuran perusahaan sebagai alat untuk mengukur besar kecilnya suatu perusahaan. Pada dasarnya ukuran perusahaan hanya terbagi dalam 3 kategori yaitu perusahaan besar (*large firm*), perusahaan menengah (*medium-size*) dan perusahaan kecil (*small firm*). Penentuan ukuran perusahaan ini didasarkan kepada *total asset* perusahaan.

Briser (1994) dalam Susilowati & Sumarto (2010) mengatakan bahwa kemampuan pasar obligasi dapat dilihat berdasarkan derajat akses emiten di pasar keuangan dunia. Derajat akses adalah fungsi dari ukuran perusahaan atau ukuran besarnya nilai obligasi yang diterbitkan. Menurut Miswanto dan Husnan (1999) dalam Adrian (2011), ukuran perusahaan dapat diukur dengan

menggunakan total asset, penjualan atau ekuitas. Jika jumlah asset, penjualan atau ekuitas perusahaan tersebut besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut digunakan untuk tujuan penelitian.

2.4.8 Hubungan Ukuran Perusahaan dengan Peringkat Obligasi

Teori signal menjelaskan alasan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal, salah satunya melalui ukuran perusahaan. Melalui ukuran perusahaan, dapat menjadi signal bagi investor untuk membangun *image* sebuah perusahaan dan berinvestasi pada obligasinya. Pada penelitian yang dilakukan oleh Horrigan (1966) dalam Adrian (2011), *size* perusahaan diproyeksikan dengan *total assets*. Perusahaan-perusahaan besar memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil karena perusahaan kecil memiliki risiko yang lebih besar. Perusahaan yang mempunyai aset lebih besar cenderung memiliki kemampuan bersaing yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki aset kecil. Dari ukuran perusahaan yang besar dapat menciptakan penilaian baik dimata investor, investor percaya bahwa informasi yang diterima adalah informasi yang benar, dengan kata lain investor percaya bahwa tidak ada pihak yang memanipulasi dalam kondisi perusahaan.

Untuk menguji kemampuan pasar obligasi digunakan variabel *total asset* pada saat mengemisi obligasi. Semakin besar *total asset* maka semakin tinggi peringkat obligasi perusahaan tersebut. Bouzouita & Young (1998) dalam Susilowati & Sumarto (2010) menyatakan bahwa ukuran perusahaan mempunyai korelasi yang positif terhadap peringkat obligasi. Hal tersebut sesuai dengan pendapat Ogden (1987) dalam Susilowati & Sumarto (2010) yang menyatakan bahwa karena total utang dan ukuran perusahaan mempunyai korelasi yang kuat dan positif, ukuran perusahaan juga bisa digunakan sebagai proksi untuk

mengukur likuiditas. Semakin tinggi total assets yang dimiliki menunjukkan kemampuan menguasai pasar dan kredibilitas yang lebih baik sehingga dapat meningkatkan peringkat obligasi.

2.5 Faktor Non Keuangan

Faktor non keuangan yang turut dipertimbangkan adalah keterangan tentang prospek dari suatu obligasi. Keterangan tersebut adalah jangka waktu jatuh tempo instrumen obligasi (*maturity*) dan Jaminan dari suatu obligasi.

2.5.1 Maturity

Dalam teori keagenan dijelaskan untuk mengurangi konflik antara manajemen dengan kreditor, dapat dilakukan melalui lembaga pemeringkat obligasi. Peringkat obligasi yang merupakan hasil dari lembaga pemeringkatan ini dapat dijadikan sinyal tentang tingkat keamanan suatu obligasi, salah satu cara yang investor lakukan untuk melihat tingkat keamanan suatu obligasi melalui umur obligasi, dimana umur obligasi (*maturity*) adalah tanggal pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran pokok atau nilai nominal obligasi yang dimiliki.

Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon atau bunga yang akan diterima (Bursa Efek Surabaya, 2006).

2.5.2 Hubungan Maturity dengan Peringkat Obligasi

Menurut Wydia Andry (2005) dalam Adrian (2011), obligasi dengan umur obligasi yang lebih pendek mempunyai resiko yang lebih kecil. Sehingga perusahaan yang rating obligasinya tinggi akan menggunakan umur obligasi yang lebih pendek daripada perusahaan yang menggunakan umur obligasi lebih lama. Obligasi dengan umur jatuh tempo yang lebih pendek mempunyai peringkat yang lebih baik dibanding dengan obligasi dengan umur jatuh tempo yang lama, karena investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang disebabkan adanya potensi resiko yang semakin besar.

Sehingga umur obligasi yang pendek ternyata menunjukkan peringkat obligasi dalam kategori *investment grade*. Diamonds (1991) dalam Adrian (2011) menyatakan bahwa terdapat hubungan non-monotonik antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercatat dalam peringkat obligasi. Rahardjo (2003) dalam Maharti (2011) menyatakan bahwa suatu obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo lebih lama akan meningkatkan resiko investasi karena dalam periode yang cukup lama, resiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan penurunan kinerja perusahaan bisa saja terjadi. Oleh karena itu obligasi dengan umur jatuh tempo yang lebih pendek mempunyai peringkat yang lebih baik dibanding dengan obligasi dengan umur jatuh tempo yang lama. Investor tidak menyukai umur obligasi yang panjang karena potensi resiko yang akan diperoleh juga semakin besar, sehingga dapat disimpulkan umur obligasi akan mempengaruhi peringkat obligasi.

2.5.3 Jaminan (*Secure*)

Jaminan dalam obligasi merupakan asset yang akan diberikan dari perusahaan penerbit (emiten) kepada pemilik obligasi jika emiten tidak mampu memenuhi kewajibannya. Berdasarkan jaminan, obligasi dibagi menjadi obligasi

dengan jaminan (*mortgage bonds*) dan obligasi tanpa jaminan (*debentures* atau *unsecured bond*). Obligasi dengan jaminan merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dengan memberikan jaminan berupa suatu asset real, sehingga jika perusahaan mengalami kegagalan dalam memenuhi kewajibannya maka pemegang obligasi berhak untuk mengambil alih atas asset tersebut. Sedangkan obligasi tanpa jaminan merupakan obligasi yang diterbitkan tanpa menggunakan suatu jaminan asset tertentu. Sehingga dapat dikatakan, tingkat resiko yang terdapat dalam suatu obligasi tergantung dari jaminan yang diberikan oleh perusahaan.

Obligasi dapat dibagi menjadi obligasi dengan jaminan dan obligasi tanpa jaminan. Obligasi dengan jaminan yaitu obligasi yang harus disertai dengan jaminan aktiva tertentu, misalnya *mortgage bond* yang dijamin dengan bangunan atau aktiva lain atau *collateral bond* yang dijamin dengan surat-surat berharga milik perusahaan lain yang dimiliki. Sedangkan jenis untuk obligasi tanpa jaminan adalah *junk bond* yaitu obligasi yang memiliki tingkat bunga sebab memiliki tingkat resiko kredit yang besar.

2.5.4 Hubungan Jaminan (*Secure*) dengan Peringkat Obligasi

Joseph (2002) dalam Maharti (2011) menyatakan bahwa semakin tinggi aset yang dijamin pada obligasi maka akan semakin baik pula peringkat yang akan diberikan sehingga obligasi tersebut aman untuk dijadikan alternatif dalam berinvestasi. Brister (1994) dalam Maharti (2011) menyatakan bahwa investor lebih menyukai obligasi yang memiliki jaminan dibandingkan obligasi tanpa jaminan, hal ini disebabkan obligasi dengan jaminan dapat mengurangi risiko *default* (gagal bayar) pada obligasi tersebut.

Teori signal menjelaskan alasan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal, salah satunya melalui jaminan yang diberikan. Melalui jaminan, dapat digunakan sebagai signal bagi investor untuk mengetahui tingkat resiko yang akan dialami jika berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan. Jika perusahaan memberikan jaminan yang layak, maka investor tidak akan terlalu khawatir dalam berinvestasi pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan tersebut. Melalui jaminan dalam obligasi, dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam mengelola asetnya untuk dijadikan sebagai jaminan, sehingga melalui jaminan dapat memberi rasa kepercayaan serta rasa aman bagi investor jika berinvestasi pada obligasi yang memberikan jaminan dan agen pemeringkat akan memberikan peringkat yang tinggi terhadap perusahaan yang memberikan jamina



2.6 Penelitian Terdahulu

Suatu penelitian dapat terjadi karena adanya kasus terbaru maupun adanya penelitian terhadap suatu kasus. Terdapat penelitian terdahulu yang telah membahas tentang peringkat (*rating*) obligasi. Adapun penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini terdapat pada tabel 2.3 sebagai berikut

Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu

No.	Pengarang dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
1.	Chan & Jagedeesh, 2004	Market-Based Evaluation for Models to Predict Bond Ratings	Hanya MDA yang dapat mengidentifikasi obligasi yang konsisten menghasilkan abnormal return yang signifikan dalam jangka-panjang (sekitar 5% dalam rentang lima tahun).
2.	Palumbo, Shick, Zaporowski, 2006	Factors Affecting A Municipality's Bond Rating: An Empirical Study	Pendapatan pekerja, nilai perkapita, rasio penerimaan pajak dan tingkat pengangguran berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Hanya tingkat suku bunga yang tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.
3.	Purwaningsih, 2008	Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ	Hasil pengolahan dengan regresi Backward, rasio LTLTA (rasio leverage), NwTA (rasio leverage), CFOTL (rasio solvabilitas), dan SFA (produktivitas) dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Dan pengolahan dengan analisis faktor, rasio keuangan terbaik untuk memprediksi peringkat obligasi adalah rasio CACL (rasio likuiditas)
4.	Maharti, 2010	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi	Rasio profitabilitas, rasio likuiditas, ukuran perusahaan dan jaminan tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi. Hanya rasio leverage yang memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi namun dengan tingkat signifikansi 0.10

No.	Pengarang dan Tahun	Judul Penelitian	Hasil Penelitian
5.	Sejati, 2010	Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur	Reputasi auditor, current ratio, ROA dan size tidak memberi pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Hanya growth memberi pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.
6.	Lucky S. & Sumarto, 2010	Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur Yang Listing di BEI	Rasio profitabilitas, size dan umur obligasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hanya rasio likuiditas yang memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi.
7.	Adrian, 2011	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia	Rasio likuiditas dan umur obligasi berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Sedangkan rasio leverage dan profitabilitas, tidak mempunyai kemampuan untuk mempengaruhi peringkat obligasi.
8.	Alwi A. & Nurhidayati, 2012	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi (Studi Empiris: Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2008-2011)	Rasio likuiditas, rasio produktivitas dan reputasi auditor memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan size memiliki pengaruh yang signifikan dengan arah yang negatif. Hanya rasio profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.
9.	Estiyanti, 2012	Pengaruh Faktor Keuangan dan Non Keuangan Pada Peringkat Obligasi di Bursa Efek Indonesia	Laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, total asset, leverage, umur obligasi dan jaminan tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi. Hanya laba ditahan yang berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.
10.	Nelly & Lukman, 2013	Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Industri Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012	Rasio profitabilitas, rasio likuiditas dan reputasi auditor tidak terdapat pengaruh yang signifikan terhadap rating obligasi. Hanya rasio kapitalisasi yang memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi

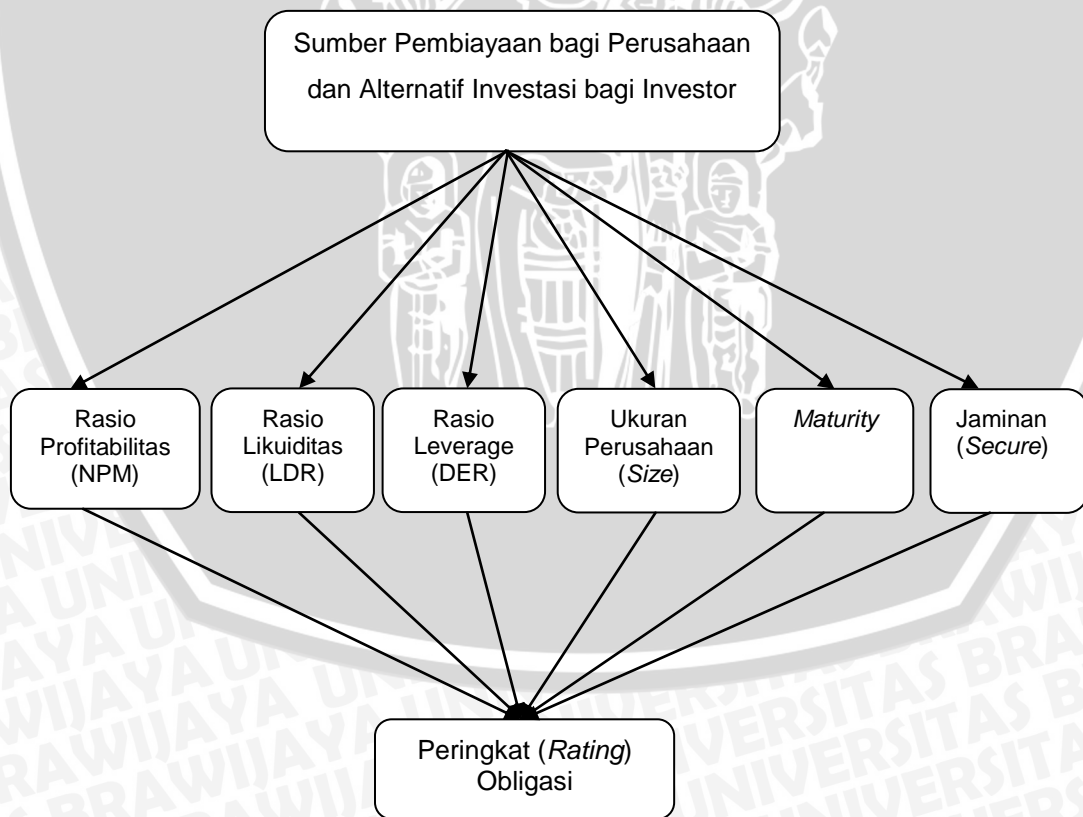
Sumber: Penelitian Terdahulu yang Telah Dibaca Peneliti

Dalam penelitian ini, penulis meneliti pengaruh faktor keuangan dan faktor non keuangan terhadap peringkat obligasi. Penelitian ini merupakan replikasi dan pengembangan. Pengembangan pada penelitian ini terletak pada perbedaan alat hitung dalam variabel yang digunakan, seperti untuk menghitung rasio profitabilitas menggunakan *net profit margin* dan untuk menghitung rasio likuiditas dengan menggunakan *loan to deposit ratio*.

2.7 Kerangka Pikir

Berdasarkan hubungan rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan dan *maturity* terhadap peringkat (*rating*) obligasi korporasi di Indonesia dapat dilihat gambar bagan kerangka penelitian sebagai berikut:

Gambar 2.3 Kerangka Pikir



Sumber: Ilustrasi Penulis

Penjelasan:

Dari gambar kerangka pikir 2.3 tersebut, maka kita dapat melihat perkembangan obligasi korporasi yang diterbitkan sebagai salah satu sumber pembiayaan perusahaan dan menjadi alternatif investasi bagi investor. Dari melihat sisi tersebut maka peneliti melihat beberapa variabel yang dapat diambil dari fenomena untuk mengetahui pengaruhnya terhadap prediksi peringkat obligasi berdasarkan faktor keuangan dan non keuangan. Keenam variabel tersebut adalah rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan, *maturity* dan jaminan. Peneliti ingin melihat pengaruhnya terhadap prediksi peringkat obligasi korporasi di Indonesia.

2.8 Hipotesis

Hipotesis merupakan dugaan sementara atas rumusan masalah dalam penelitian. Hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

HO = Diduga rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan, *maturity* dan jaminan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat (*rating*) obligasi korporasi.

H1 = Diduga rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan, *maturity* dan jaminan berpengaruh signifikan terhadap peringkat (*rating*) obligasi korporasi.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Pendekatan Penelitian

Pendekatan dalam penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif lebih menitikberatkan pada pembuktian hipotesis (*hypothesis testing*). Pendekatan kuantitatif berupaya mengukur suatu konsep atau variabel sehingga mudah dipahami secara statistik.

3.2 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian

Variabel dalam penelitian ini meliputi variabel bebas (*independent variable*) dan variabel terikat (*dependent variable*). Variabel independen dalam penelitian ini adalah *net profit margin*, *loan to deposit ratio*, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan (*size*), *maturity* dan jaminan. Sedangkan variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi. Keberadaan variabel dalam penelitian merupakan hal penting untuk menjelaskan adanya fokus dan topik penelitian. Definisi operasional merupakan definisi yang diberikan kepada variabel dengan cara memberikan arti atau menspesifikasikan kegiatan atau memberikan operasional yang diperlukan untuk mengukur variabel tersebut. Definisi operasional ditujukan untuk menghindari perbedaan yang terjadi dalam pengertian antar variabel serta memberi batasan yang jelas dan tegas pada variabel-variabel dalam penelitian. Adapun definisi operasional setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini akan dijelaskan pada tabel 3.1

Tabel 3.1 Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Jenis Variabel	Definisi Variabel	Skala Pengukuran
Variabel Dependen: - Peringkat Obligasi	Opini dari lembaga pemeringkat serta sumber informatif bagi pemodal atas risiko obligasi yang diperdagangkan	Skala ordinal (dengan nilai 1 hingga 6)
Variabel Independen: - <i>Net Profit Margin</i>	Rasio yang digunakan untuk menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan bersih	$\frac{\text{laba bersih}}{\text{pendapatan}}$
- <i>Loan to Deposit Ratio</i>	Salah satu rasio yang digunakan untuk mengetahui tingkat likuiditas bank dan menjadi alat ukur terhadap fungsi intermediasi perbankan	$\frac{\text{total kredit}}{\text{total dana pihak ketiga}}$
- <i>Debt to Equity Ratio</i>	Rasio ini menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau kewajibannya apabila perusahaan dilikuidasi.	$\frac{\text{total hutang (total liabilities)}}{\text{total equity (total ekuitas)}}$
- Ukuran Perusahaan	Alat untuk mengukur besar kecilnya perusahaan	$\log(\text{total asset})$
- <i>Maturity</i> (Umur Obligasi)	Jangka waktu obligasi sejak saat baru diterbitkan hingga waktu jatuh tempo	<i>jangka waktu tahun terbit hingga jatuh tempo</i>
- Jaminan (<i>Secure</i>)	Asset yang akan diberikan dari perusahaan penerbit kepada pemilik obligasi jika tidak mampu memenuhi kewajibannya	<i>Skala nominal. Kode 0 untuk obligasi tanpa jaminan, dan kode 1 untuk obligasi dengan jaminan.</i>

Sumber: Ilustrasi penulis

Peringkat (*rating*) obligasi sebagai variabel terikat (*dependent variable*) dalam penelitian ini menggunakan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PEFINDO. Secara umum obligasi dibagi dalam dua peringkat yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non investment grade* (BB, B, CCC, dan D). Peringkat obligasi industri perbankan dalam penelitian ini termasuk dalam kategori *investment grade*. Peneliti menggunakan skala ordinal untuk penentuan skala peringkat obligasi, dimana skala ordinal merupakan skala yang membedakan kategori berdasarkan urutan/peringkat. Peringkat obligasi dalam penelitian ini diukur berdasarkan kode 1-6, tabel 3.2 akan menunjukkan pembagian skala berdasarkan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PEFINDO

Tabel 3.2 Kategori Peringkat Obligasi

Peringkat Obligasi	Skala
AAA	6
AA+	5
AA	4
A	3
A-	2
BBB+	1

Sumber: Ilustrasi Penulis (berdasarkan peringkat dari PEFINDO)

3.3 Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri dari obyek atau subyek yang mempunyai kuantitas dan karakteristik tertentu yang ditetapkan oleh peneliti untuk dipelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya, sedangkan sampel adalah

sebagian dari populasi. Dasar penarikan sampel dalam penelitian ini adalah sampel yang memenuhi kriteria yang ditetapkan untuk membantu tercapainya tujuan penelitian. Metode yang digunakan untuk pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan cara *purposive sampling*. *Purposive sampling* tergolong dalam teknik pemilihan sampel tak acak yang mana unsur populasi yang diambil menjadi sampel didasarkan pada tujuan penelitian dan tiap unsur populasi tidak memiliki peluang yang sama untuk dipilih.

Kriteria yang digunakan dalam penarikan sampel pada penelitian ini adalah obligasi industri perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2011-2013 dan obligasi industri perbankan yang telah memperoleh peringkat dari PEFINDO.

3.4 Metode Pengumpulan Data

3.4.1 Jenis Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu sumber data penelitian yang diperoleh peneliti secara tidak langsung melalui media perantara atau yang diperoleh dan dicatat oleh pihak lain yang telah disusun dalam arsip (data dokumenter) dan telah dipublikasikan. Dalam penelitian ini data sekunder yang dimaksud adalah data net *profit margin*, *loan to deposit ratio*, *debt to equity ratio*, ukuran perusahaan, *maturity* dan jaminan dari industri perbankan dengan data *time series* yang selama 3 tahun yaitu periode tahun 2011-2013.

3.4.2 Sumber Data

Sumber data yang digunakan untuk mencapai tujuan penelitian ini sepenuhnya diperoleh melalui studi pustaka baik dari literatur PEFINDO, laporan keuangan perusahaan, jurnal dan penelitian terdahulu sebagai metode pengumpulan datanya, sehingga tidak diperlukan teknik sampling serta kuisisioner.

Periode data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah tahun 2011-2013.

Sebagai pendukung, digunakan buku referensi, surat kabar cetak dan elektronik, serta *browsing website* internet yang terkait dengan peringkat (*rating*) obligasi korporasi.

3.5 Metode Analisis

Secara umum analisis regresi pada dasarnya adalah studi mengenai ketergantungan satu variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen, dengan tujuan untuk mengestimasi dan memprediksi rata-rata populasi atau nilai rata-rata variabel dependen berdasarkan nilai variabel independen yang diketahui. Pusat penelitian adalah pada upaya menjelaskan dan mengevaluasi hubungan antara satu variabel dependen dengan satu atau lebih variabel independen (Gujarati, 1997).

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Qualitative Response Regression Models*, model ini sering disebut juga sebagai model probabilitas. Terdapat empat pendekatan dalam membuat sebuah model probabilitas, yaitu:

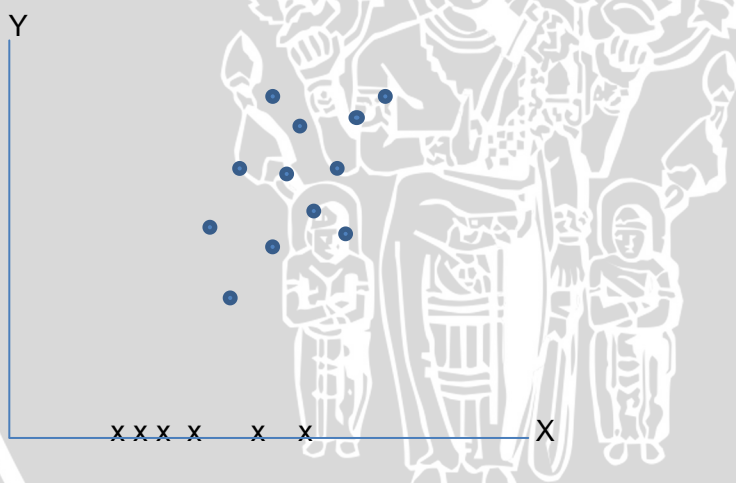
1. Model probabilitas linear (*linear probability model-LPM*)
2. Model logit (*logit model*)
3. Model probit (*probit model*)
4. Model tobit (*tobit model*)

Dalam penelitian ini menggunakan model tobit sebagai alat untuk metode analisis data, karena jika variabel tidak bebasnya menjadi terbatas atau sengaja dibatasi, maka sebaiknya menggunakan model tobit agar hasil menjadi benar, tidak bias dan konsisten. Model tobit menjadikan hasil menjadi lebih baik dan berguna. Model tobit dikembangkan oleh James Tobin pada tahun 1958, model ini merupakan pengembangan dari model probit (Gujarati, 2012: 212). Model tobit adalah model yang digunakan untuk mengestimasi model persamaan dengan variabel bergantung yang sifatnya terbatas atau *limited independent variable* (Gujarati, 2004: 616). Gujarati (1995) mengasumsikan bahwa dalam metode tobit variabel bebas tidak terbatas nilainya (*non-censored*), hanya variabel terikat yang *censored*. Semua variabel (baik bebas maupun terikat) diukur dengan benar, tidak ada autokorelasi, tidak ada heterokedastisitas, tidak ada multikolinieritas yang sempurna dan model matematis yang digunakan menjadi tepat.

Kelebihan penggunaan model tobit yaitu dapat memasukkan nilai variabel berupa interval tanpa harus mengkonversi dalam variabel binomial seperti halnya dalam logit dan probit dengan kata lain model tobit dapat mengestimasi variabel itu apa adanya. Selain itu kelebihan model tobit dapat digunakan sebagai salah satu alternatif yang digunakan untuk permodelan pada data tersensor atau seleksi terhadap nilai variabel yang tidak diinginkan pada sisi yang diregres atau sisi kiri persamaan (*regressand*). Menurut Gujarati (1995) pemilihan model tobit sebagai teknik analisis dikarenakan: (1) variabel dependen bersifat kualitatif. (2) dapat menganalisis variabel yang respondennya tidak dapat menjawab. (3) bertujuan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen dalam model penelitian

Sebagai contoh, jika terdapat dua kelompok, dimana kelompok pertama (n_1) memiliki data variable independen dan variable dependen namun pada kelompok kedua (n_2) hanya memiliki variable independen. Jika informasi variabel dependen hanya ada pada sebagian dari sampel maka hal ini dikenal sebagai sampel tersensor. Model tobit juga dikenal sebagai model regresi tersensor. Jika hanya ingin menggunakan kelompok pertama (n_1) tanpa memperdulikan kelompok kedua (n_2) maka estimasi regresi tidak dapat dilakukan, karena hasil yang diperoleh akan bias dan tidak konsisten. Pada gambar 3.1 akan menunjukkan grafik jika hanya menggunakan salah satu kelompok dalam melakukan estimasi regresi

Gambar 3.1 Karakteristik bentuk dari (n_1) dan (n_2)



Sumber: Dasar-dasar Ekonometrika (Buku 2 Edisi 5)

Keterangan:

- x : variable dependen tidak tersedia, tetapi variable independen tersedia
- : variable dependen dan variable independen tersedia

Dari gambar 3.1 dapat dilihat bahwa jika Y tersensor (tidak memiliki variable dependen) kelompok kedua (n_2) ditandai dengan tanda silang dan berada pada sumbu horizontal. Sedangkan jika T tidak tersensor (memiliki

variable dependen) kelompok pertama (n_1) ditandai dengan titik dan berada di area $X - Y$. Jika melakukan estimasi regresi menggunakan kelompok pertama (n_1) saja maka akan menghasilkan intersep dan koefisien slope yang sudah pasti berbeda dengan menggunakan kelompok pertama (n_1) dan kelompok kedua (n_2).

Secara statistik, bentuk model tobit dapat dituliskan sebagai berikut:

$$Y_i = \beta_1 + \beta_2 X_i + u_i$$

$$RATING = \beta_0 + \beta_1 NPM + \beta_2 LDR + \beta_3 DER + \beta_4 SIZE + \beta_5 MATURITY + \beta_6 SECURE + u_i$$

Keterangan :

RATING = Peringkat Obligasi

β_0 = Koefisiensi Konstanta

β_{1-5} = Nilai koefisien dari masing-masing variable independen

NPM = Variabel *Net Profit Margin*

LDR = Variabel *Loan to Deposit Ratio*

DER = Variabel *Debt to Equity Ratio*

SIZE = Variabel Ukuran Perusahaan

MATURITY = Variabel Umur Obligasi

SECURE = Variabel Jaminan

Estimasi data yang digunakan model tobit yaitu dengan cara *maximum likelihood* (ML), cara *maximum likelihood* memaksimalkan nilai dari *likelihood function* dengan mencari parameter regresi yang memberikan nilai tertinggi untuk *likelihood function* tersebut. Alat untuk menganalisis model tobit menggunakan bantuan aplikasi *software* Eviews 6.0.

3.5.1 Prosedur Analisis

Prosedur dalam menganalisis data pada penelitian ini melalui pengujian estimasi parameter, dimana dalam pengujian parameter dengan menggunakan uji Wald dan Likelihood Ratio (LR). Uji Wald dan Likelihood Ratio sering digunakan dalam model tobit (*Robinson, Bera and Jarque, 1985 dalam layli, 2006*). Langkah-langkah dalam uji koefisien regresi, yaitu:

1. Likelihood Ratio Test (Uji G)

Uji serentak digunakan untuk menguji parameter hasil dugaan secara bersama-sama. Hipotesa yang digunakan:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \dots = \beta_k = 0$$

$$H_1 : \text{Paling tidak terdapat satu } \beta_j \neq 0$$

Uji Statistik :

$$G = -2 \ln (L_0/L_1)$$

Dimana : $L_1 =$ Likelihood tanpa variabel independen tertentu

$L_0 =$ Likelihood dengan variabel independen tertentu

Uji statistik ini mengikuti distribusi *chi-square* dengan derajat bebas yaitu banyaknya parameter dalam model sehingga kesimpulan yang dapat diambil: H_0 diterima jika uji $G \leq \chi^2_{\alpha, k}$ berarti tidak satupun β_j yang mempunyai peran terhadap model.

2. Uji Wald

Uji ini dilakukan untuk menguji setiap β_j secara individual untuk menunjukkan apakah suatu variabel bebas layak untuk masuk dalam model. Hipotesa yang digunakan:

$$H_0 : \beta_j = 0$$

$$H_1 : \beta_j \neq 0$$

Uji Statistik:

$$w^2 = Bj^2 / Se(Bj^2)$$

Dimana:

$Se(Bj^2)$ = varian

Bj^2 = nilai koefisien dugaan variabel independen

w^2 mengikuti distribusi χ^2 sehingga keputusan didasarkan pada H_0 diterima jika $w^2 \leq \chi^2_{\alpha}$ berarti β_j mempunyai peran terhadap model.

3.6 Uji Hipotesis

Dalam menentukan signifikansi atau tidaknya masing-masing variabel yang diuji adalah dengan berdasarkan pada nilai koefisiensi dari probabilitasnya. Apabila probabilitasnya $< \beta_1 = 0.05$ maka dapat dikatakan variabel independen yang diteliti berpengaruh secara signifikan terhadap variabel dependen. Hipotesis statistik ditolak apabila nilai probabilitas $> \beta_1 = 0.05$, untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen terhadap variabel dependen dapat dilihat dari nilai koefisiensi dan probabilitasnya dengan asumsi hipotesis sebagai berikut:

$H_0: \beta_1 = 0$: Tidak ada pengaruh signifikan antara variabel rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan (*size*), *maturity* dan jaminan (*secure*) terhadap variabel peringkat obligasi

$H_0: \beta_1 > 0$: Terdapat pengaruh signifikan antara variabel rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, ukuran perusahaan (*size*), *maturity* dan jaminan (*secure*) terhadap variabel peringkat obligasi

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Gambaran Obligasi Korporasi

Penerbitan obligasi korporasi yang ditawarkan oleh pihak perusahaan membuat pilihan investasi bagi investor menjadi semakin beragam. Meski demikian, investor harus tetap teliti dalam menentukan pilihan dimana akan menempatkan dananya. Salah satu yang menjadi pertimbangan investor untuk berinvestasi pada obligasi adalah dengan melihat kupon (bunga) obligasi yang ditawarkan oleh perusahaan penerbit. Selain itu, peringkat obligasi dan kondisi perusahaan juga menjadi bahan pertimbangan yang perlu di pikirkan oleh investor. Dengan masuk ke pasar modal, perusahaan memiliki kemampuan untuk lebih berkembang dan dapat dikenal masyarakat sehingga perusahaan dituntut untuk melakukan berbagai keterbukaan informasi secara penuh dan kerangka kerja manajemen yang berorientasi pada tata kelola perusahaan yang berbasis pada aspek *transparency*, *accountability*, *responsibility* dan *fairness*.

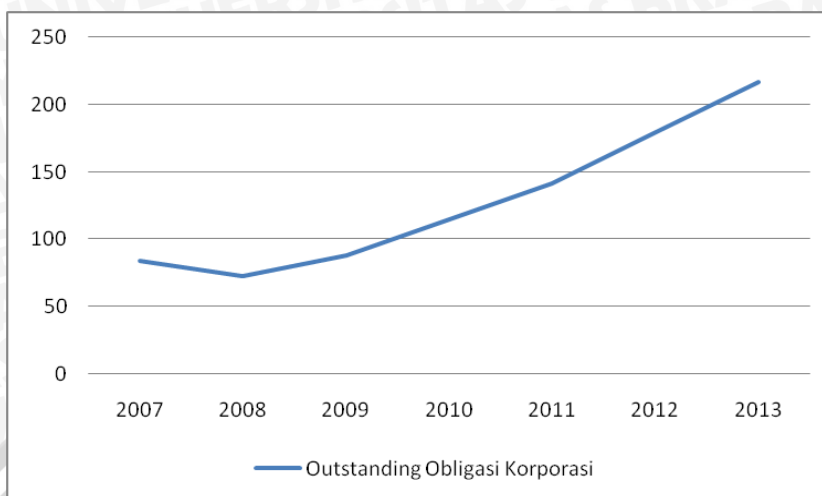
Dari sudut pandang perusahaan, obligasi korporasi merupakan sekuritas yang diterbitkan oleh perusahaan dengan memberi janji kepada pemegangnya (investor) untuk membayarkan pokok pinjaman pada waktu jatuh tempo dan melakukan pembayaran bunga (kupon) secara berkala. Perusahaan akan diuntungkan jika kupon yang harus dibayarkan kepada investor nilainya lebih rendah dari suku bunga kredit bank. Obligasi korporasi diterbitkan oleh perusahaan, baik perusahaan swasta, perusahaan pemerintah pusat maupun pemerintah daerah. Sedangkan dari sudut pandang investor, obligasi korporasi merupakan suatu investasi yang berbeda dengan saham. Karena banyaknya pokok pinjaman dan bunga (kupon) obligasi telah ditetapkan saat obligasi diterbitkan, sedangkan banyaknya dividen yang dibayar kepada pemegang

saham dapat berubah-ubah sepanjang tahun, sehingga dapat dikatakan obligasi lebih menawarkan tingkat pengembalian yang tetap. Selain itu, obligasi korporasi memiliki tanggal jatuh tempo sebagai batas waktu bagi investor untuk memegang obligasi, sedangkan saham tidak mempunyai batas jatuh tempo sehingga investor dapat memegang saham selama perusahaan tetap beroperasi.

Penerbitan obligasi korporasi dilakukan sebagai alternatif perusahaan dalam memenuhi sumber pendanaan, baik untuk melakukan ekspansi maupun memenuhi kebutuhan dana perusahaan dalam jangka pendek dan jangka panjang. Beberapa keuntungan yang menjadi motivasi perusahaan menerbitkan obligasi, antara lain untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan investasi yang tidak terpenuhi dari *internal funds*, untuk menunjukkan kualitas perusahaan karena hanya perusahaan dengan reputasi/*credit rating* yang bagus yang mempunyai kecenderungan menerbitkan obligasi, untuk meningkatkan laba perusahaan karena biaya bunga obligasi dikategorikan sebagai biaya sehingga dapat mengurangi pajak dan dapat mendisiplinkan manager dalam pemanfaatan *cash flow* perusahaan.

Sejak diterbitkan obligasi korporasi di Indonesia, *outstanding* obligasi korporasi mengalami lonjakan yang tinggi pada tahun 2007 dengan nilai sebesar 84.55 triliun, namun mengalami penurunan pada tahun 2008 akibat imbas dari krisis global yang menyebabkan penurunan menjadi 72.98 triliun dan 13 perusahaan menunda penerbitan obligasi senilai 13.6 triliun serta mengalihkan sumber pendanaannya melalui pinjaman bank. Setelah terkena imbas dari krisis global pada tahun 2008, dimulai pada tahun 2009 obligasi korporasi mulai mengalami peningkatan menjadi 88.33 triliun dan terus mengalami peningkatan hingga akhir tahun 2013 sebesar 216.74 triliun. Pada grafik 4.1 menunjukkan perkembangan *outstanding* obligasi korporasi di Indonesia pada tahun 2007-2013

Grafik 4.1 Perkembangan Outstanding Obligasi Korporasi di Indonesia



Sumber : Otoritas Jasa Keuangan (2014)

Terdapat dua faktor utama yang mendorong lonjakan penerbitan dan perdagangan obligasi korporasi pada periode pasca krisis. Pertama, semakin berkembang dan maraknya transaksi di pasar sekunder obligasi pemerintah (Surat Utang Negara) yang digunakan untuk program rekapitalisasi perbankan. Dari sisi nilai perdagangan harian (NPH) maupun nilai kapitalisasi pasar (NKP) di pasar obligasi, obligasi pemerintah memang lebih dominan. Kedua, kondisi eksekusi likuiditas di sektor keuangan yang terjadi sampai dengan pertengahan tahun 2008 juga mendorong aktivitas perdagangan obligasi korporasi.

Menurut data Laporan Perekonomian Indonesia yang diterbitkan Bank Indonesia, gejolak pasar keuangan global menyebabkan pasar obligasi Negara mengalami tekanan. Kondisi ini menyebabkan perkembangan pasar obligasi Negara pada tahun 2008 bertolak belakang dengan kondisi pada tahun 2007. Penurunan kinerja di pasar obligasi mencapai puncaknya pada Oktober 2008 saat harga rata-rata obligasi Negara terkoreksi 27.4%. Pasar obligasi korporasi juga mengalami tekanan khususnya pada triwulan IV 2008 dan emisi obligasi pun ikut menurun. Sebenarnya, pada triwulan II 2008 perkembangan pasar obligasi

korporasi masih dalam kondisi yang cukup baik, hal ini ditandai dengan masih maraknya perusahaan yang menggunakan penerbitan obligasi korporasi sebagai sumber pembiayaan. Namun memasuki triwulan III 2008 sudah tidak terdapat perusahaan yang melakukan pembiayaan melalui penerbitan obligasi korporasi.

Beberapa langkah yang pemerintah lakukan dalam upaya memperbaiki kondisi pasar obligasi Indonesia pada perdagangan semester II di tahun 2008, yaitu dengan menerbitkan berbagai peraturan yang menciptakan kondisi investasi kondusif akan semakin menarik investasi obligasi di Indonesia. Hal ini terlihat pada tahun 2009 obligasi korporasi mulai tumbuh lebih baik dibanding tahun 2008, kapitalisasi pasar obligasi korporasi mengalami peningkatan kembali menjadi 88.33 triliun dan peningkatan tersebut terus berlangsung hingga akhir tahun 2013. Keberanian emiten dalam menerbitkan obligasi tidak terlepas dari semakin membaiknya kondisi ekonomi makro di Indonesia. Rendahnya inflasi sepanjang tahun 2006 sebesar 6.6% yang lebih rendah dibandingkan tingkat inflasi pada tahun 2005 yang mencapai 17.11% telah mengakibatkan penurunan tingkat suku bunga SBI, yang merupakan acuan bagi surat utang, mengalami penurunan (Bursa Efek Surabaya, 2007).

Pasar obligasi didorong oleh trend penurunan suku bunga Bank Indonesia, dimana suku bunga SBI menurun dari 17,66% di September 2001 menjadi 8,66% per September 2003 dan pada Desember 2005 suku bunga sebesar 12,75% mengalami penurunan menjadi 6,75% pada bulan Juli 2011, hal ini memicu peningkatan obligasi yang cukup pesat. Dengan kata lain, jika suku bunga secara umum cenderung menurun, maka nilai atau harga obligasi akan meningkat, hal ini dikarenakan para investor cenderung untuk berinvestasi pada obligasi. Sedangkan jika suku bunga secara umum cenderung meningkat, maka nilai atau harga obligasi akan menurun, hal ini dikarenakan para investor

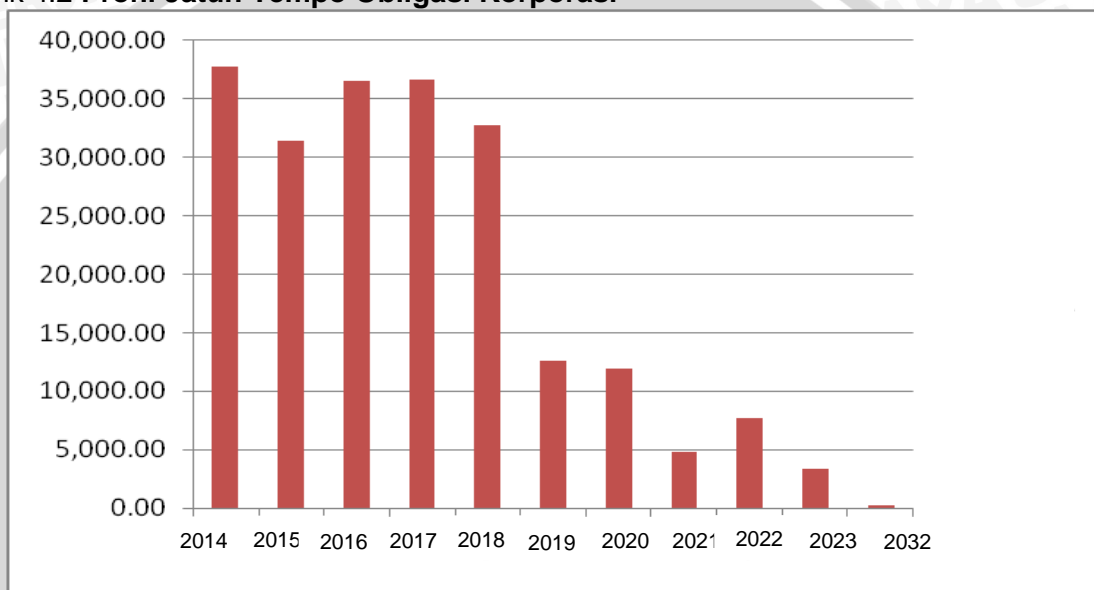
cenderung untuk menanamkan uangnya di bank dibanding berinvestasi pada obligasi.

Jumlah perusahaan yang memanfaatkan penerbitan saham dan obligasi korporasi sebagai salah satu sumber pembiayaan investasi dari tahun 2005 terus mengalami peningkatan. Sampai dengan akhir tahun 2008, jumlah perusahaan (emiten) yang telah menerbitkan saham dan obligasi korporasi mencapai 566 perusahaan, dengan rincian 388 perusahaan menerbitkan saham, 81 perusahaan menerbitkan obligasi, dan 97 perusahaan menerbitkan saham dan obligasi. Jumlah tersebut mengalami peningkatan sebanyak 183 perusahaan dibanding dengan akhir tahun 2000 sebanyak 383 perusahaan. Meskipun jumlah penerbitan obligasi korporasi secara nominal telah mengalami peningkatan yang cukup signifikan, hasil survey yang dilakukan pada tahun 2001, menunjukkan bahwa porsi sumber pembiayaan perusahaan yang berasal dari penerbitan saham maupun obligasi masih relatif kecil, yakni sebesar 6% dan 3%. Sumber pembiayaan utama berasal dari dana sendiri (*own funds*) sebesar 56% dan kredit perbankan sebesar 24% (dengan rincian kredit modal kerja 14% dan kredit investasi 10%).

Di Indonesia, tahap awal pengembangan pasar modal yang bertumpu pada potensi investor domestik kurang memuaskan. Kondisi tersebut diperparah dengan datangnya krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997 yang semakin melemahkan potensi investor domestik sehingga Pemerintah memutuskan untuk memberikan akses yang lebih luas kepada investor asing. Kebijakan tersebut berhasil meningkatkan kinerja dan kapasitas pasar modal Indonesia. Indeks harga dan nilai kapitalisasi pasar saham meningkat secara signifikan pada periode paska krisis, demikian pula yang terjadi di pasar obligasi. Peningkatan pasar modal di Indonesia juga di dorong oleh krisis utang di Eropa dan Amerika yang memicu terjadinya krisis global telah mendorong perusahaan asing untuk

berinvestasi di Negara *emerging market* seperti Indonesia dan pada produk pasar modal yang memiliki resiko relatif kecil. Profil Jatuh Tempo Obligasi Korporasi Outstanding dengan nilai outstanding Rp 1.936,98 miliar yang tercatat di Bursa Efek Indonesia s.d. 3 Januari 2014 Pada grafik 4.2 menunjukkan profil jatuh tempo obligasi korporasi s.d. 3 Januari 2014

Grafik 4.2 Profil Jatuh Tempo Obligasi Korporasi



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (2014)

Berdasarkan Grafik 4.2 dapat dilihat bahwa obligasi korporasi lebih banyak jatuh tempo pada tahun 2014 dengan nilai sebesar 37,782.32. Berdasarkan data Bapepam dan LK, pada Juni 2011 investor asing memiliki obligasi korporasi senilai 5.96 triliun atau naik empat kali lipat dibandingkan Juni 2010 yang hanya mencapai 1.53 triliun. Pemodal asing yang dominan berinvestasi pada obligasi korporasi adalah institusi keuangan sebesar 2.53 triliun, perusahaan asing sebesar 569.82 miliar, manajer investasi reksadana sebesar 562,91 miliar dan 2.295 triliun oleh lainnya. Kondisi ini menunjukkan minat investor asing terhadap obligasi korporasi Indonesia semakin meningkat.

4.2 Hasil Analisis Data

Analisis data digunakan untuk mengetahui faktor apa saja yang memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi korporasi di Indonesia. Alat untuk menganalisis menggunakan bantuan aplikasi *software* Eviews 6.0 dengan menggunakan metode tobit.

4.2.1 Uji Likelihood Ratio

Uji pertama, dengan melakukan pengujian faktor-faktor dugaan terhadap variabel dependen secara individu. Hasil perhitungan kemudian dibandingkan dengan nilai *chi-square* didapat dari $df=42$ dan tingkat kesalahan 0.05 sehingga di dapat nilai 1.671 untuk *chi-square*. Pada tabel 4.1 berikut ini merupakan hasil dari uji likelihood ratio

Tabel 4.1 Hasil Likelihood Ratio

Redudant Variables	Log Likelihood Ratio	Probability
NPM	1.809262	0.1786
LDR	3.981804	0.0460
DER	3.209668	0.0732
SIZE	55.04107	0.0000
MATURITY	28.73023	0.0000
SECURE	5.170077	0.0230
Keseluruhan Variabel (NPM, LDR, DER, SIZE, Maturity dan Secure	97.34443	0.0000

Sumber : Output Eviews 6.0 (diolah)

Dari hasil pengujian likelihood ratio dengan nilai *chi-square* sebesar 1.671 dengan syarat $G \geq \chi^2_{\alpha, k}$ berarti H_1 diterima yang berarti terdapat β_j yang berperan terhadap model, dapat disimpulkan bahwa masing masing variabel

independen dalam model tobit mempunyai peran atau pengaruh di dalamnya. Hasil dari uji likelihood ratio terhadap keseluruhan variabel independen juga menunjukkan bahwa keseluruhan variabel independen berpengaruh simultan terhadap variabel dependen (dimana $97.34443 > 1.671$)

4.2.2 Uji Wald

Pengujian selanjutnya dengan menggunakan uji wald, hasil perhitungan kemudian dibandingkan dengan tingkat kesalahan 0.05. Pada tabel 4.2 berikut ini merupakan hasil dari uji wald

Tabel 4.2 Hasil Uji Wald

Normalized Restriction (=0)	Value	Probabilitas F-Statistic	Probabilitas Chi-Square
C(1)	-20.25334	0.0000	0.0000
C(2)	-2.725472	0.1792	0.1705
C(3)	0.033262	0.0491	0.0415
C(4)	0.109633	0.0820	0.0733
C(5)	2.817872	0.0000	0.0000
C(6)	-0.296934	0.0000	0.0000
C(7)	0.635816	0.0249	0.0191

Sumber : Output Eviews 6.0 (diolah)

Adapun maksud dari C(1) menjelaskan dari konstanta, C(2) menjelaskan variabel NPM, C(3) menjelaskan variabel LDR, C(4) menjelaskan variabel DER, C(5) menjelaskan variabel SIZE, C(6) menjelaskan variabel Maturity dan C(7) menjelaskan variabel Secure. Dari hasil Uji Wald pada Tabel 4.2 dengan menggunakan tingkat kesalahan 0.05 maka dapat dilihat bahwa variabel LDR, SIZE, Maturity dan Secure signifikan secara parsial dalam mempengaruhi peringkat obligasi korporasi. Hal ini dapat dilihat bahwa nilai dari F-statistic maupun probabilitas chi-square kurang dari tingkat kesalahan 0.05. Sedangkan

variabel NPM dan DER tidak signifikan dalam mempengaruhi peringkat obligasi, hal ini dapat dilihat bahwa nilai dari F-statistic maupun probabilitas chi-square lebih dari tingkat kesalahan 0.05. Dapat dilihat bahwa H1 diterima karena tidak semua β_j memiliki peran terhadap model, karena nilai C(2) dan C(4) tidak memenuhi $W^2 \leq \chi^2 \alpha$. Dengan kata lain, hanya terdapat 4 variabel independen yang sesuai dengan model yang dipilih (model tobit) sedangkan 2 variabel independen tidak sesuai dengan model tobit.

Setelah dilakukan uji *likelihood ratio* dan uji Wald, pada tabel 4.3 berikut ini merupakan hasil analisis regresi menggunakan model tobit

Tabel 4.3 Hasil Pengolahan Model Tobit

Variabel	Koefisien	Std.Error	z-Statistic	Marginal Effect
Konstanta	-20.25334	1.660776	-12.19511	-
NPM	-2.725472	1.988474	-1.370635	0.11642
LDR	0.033262	0.016317	2.038487	75.4301
DER	0.109633	0.061214	1.790969	6.09130
SIZE	2.817872	0.260525	10.81613	6.29605
Maturity	-0.296934	0.048480	-6.124843	-2.79476
Secure	0.635816	0.271310	2.343504	0.13376

Sumber : Output Eviews 6.0 (diolah)

Berdasarkan koefisien (marginal effect) pada tabel 4.3 dapat dilihat bahwa pertama variabel NPM mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan NPM sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami penurunan sebesar 0.11642. Kedua, variabel LDR mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan LDR sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami kenaikan sebesar

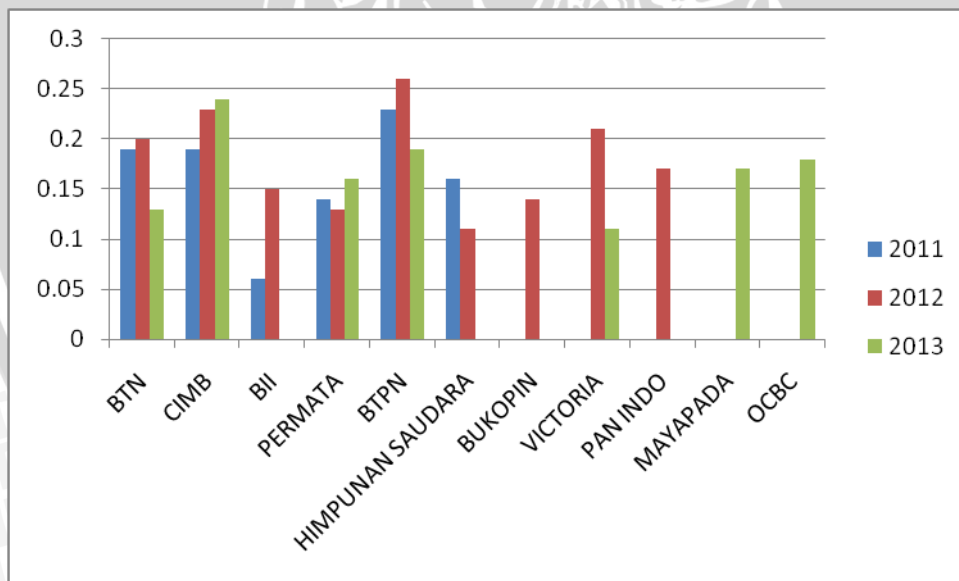
75.43012 Ketiga, variabel DER mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan DER sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami kenaikan sebesar 6.09130. Keempat, variabel SIZE mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan SIZE sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami kenaikan sebesar 6.29605. Kelima, variabel Maturity mempunyai pengaruh negatif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan NPM sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami penurunan sebesar 2.79476. Dan yang terakhir, variabel Secure mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi korporasi, setiap kenaikan Secure sebesar 1% maka peringkat obligasi akan mengalami kenaikan sebesar 0.133765.



4.2.3 Pembahasan

Berdasarkan hasil regresi dapat dilihat kemampuan masing-masing variabel dalam memprediksi peringkat obligasi korporasi, yang pertama NPM (*Net Profit Margin*). Perusahaan yang telah memiliki nilai NPM yang tinggi akan cenderung menggunakan keuntungan yang diperoleh (sumber pendanaan internal) sebagai sumber pembiayaan. Dari hasil pendapatan operasional yang diperoleh pihak perusahaan (bank), seperti hasil bunga kredit yang terus meningkat, secara tidak langsung dapat meningkatkan laba bersih perusahaan dan akan meningkatkan laba ditahan sebagai cadangan untuk sumber pembiayaan internal perusahaan. Pada Grafik 4.3 menunjukkan hasil nilai NPM dari 11 industri perbankan pada tahun 2011-2013

Grafik 4.3 Nilai Net Profit Margin 11 Industri Perbankan

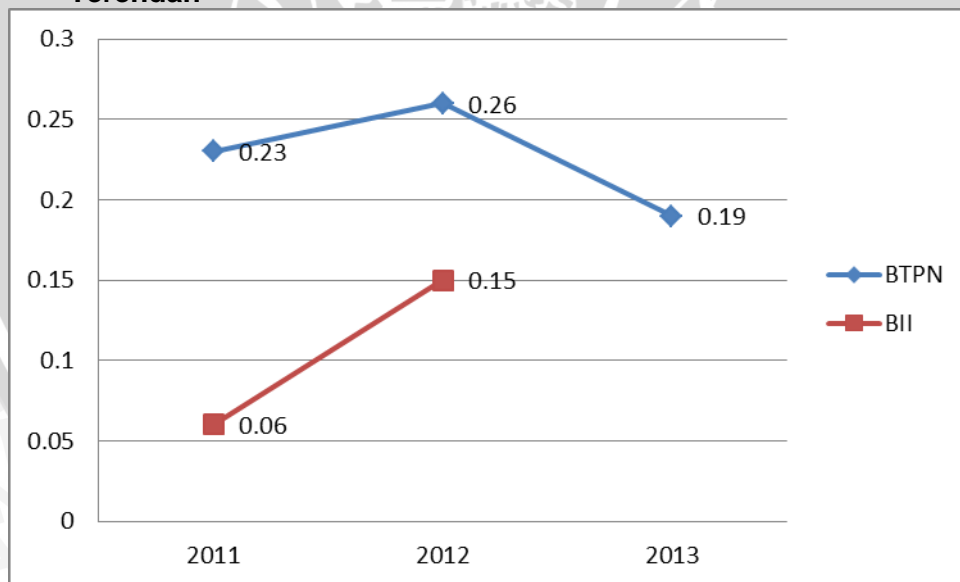


Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Dari Grafik 4.3 dapat dilihat bahwa perusahaan yang menerbitkan obligasi dalam kurun waktu tiga tahun berturut-turut memiliki kecenderungan nilai NPM yang naik dan turun, hal ini dapat terlihat dari Bank Tabungan Negara (BTN)

pada tahun 2011 dengan nilai NPM sebesar 0.19 mengalami peningkatan menjadi 0.2 pada tahun 2012 dan kemudian mengalami penurunan pada tahun 2013 menjadi 0.13. Berikutnya, pada tahun 2011 Bank CIMB Niaga dengan nilai NPM sebesar 0.19 mengalami peningkatan menjadi 0.23 pada tahun 2012 dan mengalami peningkatan pada tahun 2013 menjadi 0.24. Berikutnya, pada tahun 2011 Bank Permata dengan nilai NPM sebesar 0.14 turun menjadi 0.13 pada tahun 2012 dan mengalami peningkatan pada tahun 2013 menjadi 0.16. Dan yang terakhir, pada tahun 2011 Bank Tabungan Pensiunan Nasional nilai NPM sebesar 0.23 meningkat menjadi 0.26 pada tahun 2012 dan mengalami penurunan pada tahun 2013 menjadi 0.19. Dari nilai NPM 11 industri perbankan tersebut terdapat hasil antara perusahaan yang memiliki nilai NPM tertinggi dan perusahaan yang memiliki nilai NPM terendah

Grafik 4.4 Hasil Nilai NPM Perusahaan dengan NPM Tertinggi dan NPM Terendah



Sumber: Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Dari Grafik 4.4 diketahui bahwa besar NPM tertinggi selama periode 2011-2013 sebesar 0.26 yang dimiliki oleh Bank Tabungan Pensiunan Nasional

(BTPN) pada tahun 2012. Sedangkan besar NPM terendah sebesar 0.06 yang dimiliki oleh Bank Internasional Indonesia (BII) pada tahun 2011. Pada Tabel 4.5 menunjukkan laba bersih 11 industri perbankan pada tahun 2011 hingga 2013

Tabel 4.4 **Laba Bersih 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013**

Nama Bank	2011	2012	2013
Bank Bukopin	728.275	814.770	910.470
Bank Tabungan Negara	7.556.104	8.818.579	10.782.877
Bank Cimb Niaga	3.176.960	4.249.861	4.296.151
Bank Internasional Indonesia	607.788	1.050.349	1.295.707
Bank Permata	1.156.878	1.368.132	1.725.873
Bank Tabungan Pensiunan Nasional	1.400.063	1.978.986	2.131.101
Bank Victoria Internasiona	187.399	205.571	262.636
Bank Mayapada Internasional	171.275	263.289	385.351
Bank Ocbc Nisp	752.654	915.456	1.142.721
Bank Pan Indonesia	1.629.053	1.910.089	2.027.701
Bank Himpunan Saudara 1906	90.043	118.843	123.665

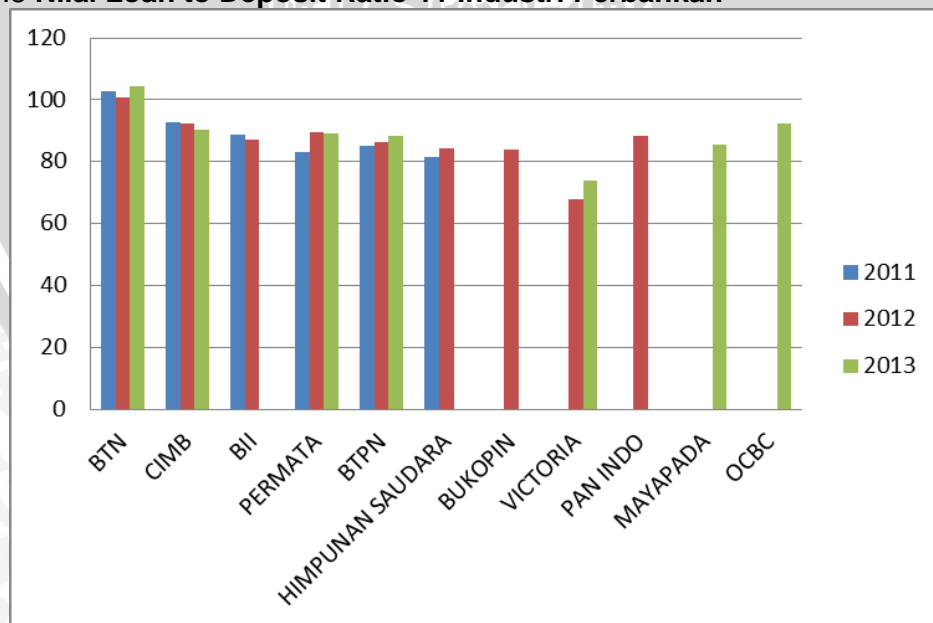
Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Berdasarkan Tabel 4.4 dapat dilihat bahwa laba bersih 11 industri perbankan selama tahun 2011-2013 terus mengalami peningkatan setiap tahunnya, hal ini menunjukkan perusahaan mampu memperoleh tingkat profitabilitas yang tinggi. Sesuai *Pecking Order Theory*, perusahaan akan menempatkan sumber dana internal sebagai prioritas utama daripada sumber dana eksternal. Dengan tingkat profitabilitas yang tinggi, perusahaan akan cenderung menggunakan sumber pendanaan internal karena perusahaan mampu memperoleh keuntungan bersih yang besar dan akan menggunakan laba ditahan untuk mendanai aktivitas perusahaan. Telah tercukupinya sumber pendanaan yang berasal dari internal, maka akan relatif kecil kemungkinan perusahaan dalam menerbitkan obligasi.

Dalam penelitian ini, meskipun 11 industri perbankan telah memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, pihak perusahaan tetap menerbitkan obligasi. Penerbitan obligasi ini digunakan untuk mengoptimalkan potensi pertumbuhan perusahaan untuk melakukan ekspansi, karena melalui penerbitan obligasi digunakan perusahaan sebagai sarana untuk menghimpun dana sebagai sumber pembiayaan eksternal perusahaan. Jika perusahaan telah memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi, tentu perusahaan akan mampu dalam memenuhi kewajiban keuangannya dan lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat obligasi yang baik terhadap perusahaan yang memiliki tingkat profitabilitas yang tinggi.

Yang kedua, LDR (*Loan to Deposit Ratio*). Dengan nilai LDR yang tinggi dapat menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Pada Grafik 4.5 menunjukkan hasil nilai LDR dari 11 industri perbankan pada tahun 2011-2013

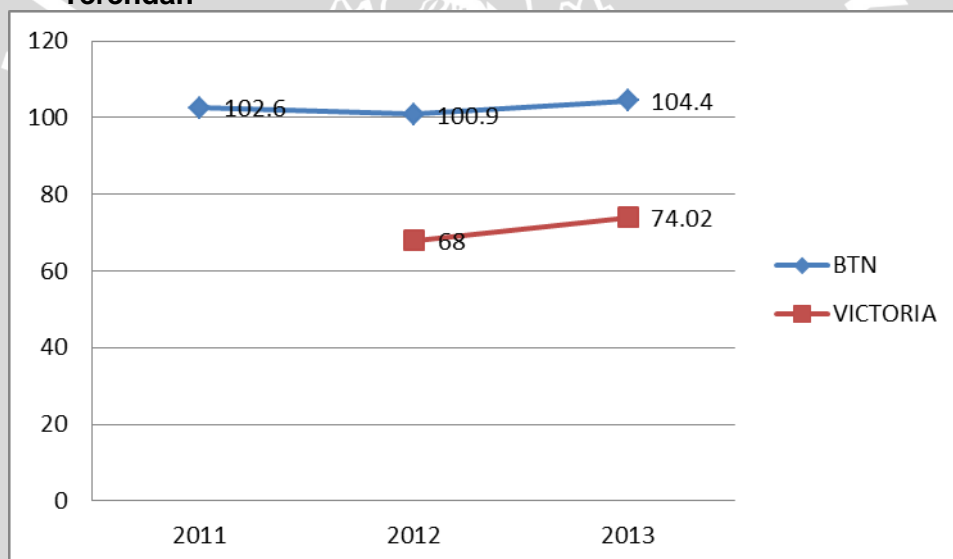
Grafik 4.5 Nilai Loan to Deposit Ratio 11 Industri Perbankan



Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Sifat dari rasio LDR adalah berbanding terbalik, dimana semakin tinggi angka rasio menunjukkan semakin rendah tingkat likuiditas yang dimiliki. Standar yang digunakan Bank Indonesia untuk LDR yaitu antara 80% hingga 110%. Nilai LDR industri perbankan pada tahun 2011-2013 terletak dibawah 110%, sehingga dapat dikatakan bahwa LDR dari industri perbankan yang tercatat di BEI pada tahun 2011-2013 tergolong efisien. Pada Grafik 4.6 terdapat hasil antara perusahaan yang memiliki nilai LDR tertinggi dan perusahaan yang memiliki nilai LDR terendah

Grafik 4.6 Hasil Nilai LDR Perusahaan dengan LDR Tertinggi dan LDR Terendah



Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Dari Grafik 4.6 dapat diketahui bahwa tingkat likuiditas terendah dimiliki oleh Bank Tabungan Negara (BTN) pada tahun 2013 sebesar 104.4 dan tingkat likuiditas tertinggi dimiliki Bank Victoria Internasional pada tahun 2012 sebesar 68. Tingkat likuiditas yang rendah disebabkan oleh kecilnya dana masyarakat yang dapat ditarik sewaktu-waktu, sedangkan pinjaman yang diberikan jauh lebih besar. Dimana pinjaman merupakan aktiva yang kurang likuid karena ditentukan oleh batas waktu. Suatu perusahaan harus memiliki anggaran kas untuk menjaga

posisi likuiditas dan untuk mengetahui defisit serta surplus kas. Kas sangat berperan dalam menentukan kelancaran kegiatan perusahaan. Pada Tabel 4.5 menunjukkan besarnya kas 11 industri perbankan pada tahun 2011 hingga 2013

Tabel 4.5 Kas 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013

Nama Bank	2011	2012	2013
Bank Bukopin	747.411	908.662	979.231
Bank Tabungan Negara	512.399	694.941	924.451
Bank Cimb Niaga	2.899.117	3.560.580	4.899.659
Bank Internasional Indonesia	1.701.791	1.905.240	2.316.633
Bank Permata	1.751.487	1.803.777	2.436.772
Bank Tabungan Pensiunan Nasional	820.624	929.454	1.102.840
Bank Victoria Internasiona	31.574	36.624	53.249
Bank Mayapada Internasional	82.644	85.380	145.919
Bank Ocbc Nisp	721.809	692.832	1.083.846
Bank Pan Indonesia	1.385.817	1.425.795	1.154.204
Bank Himpunan Saudara 1906	84.810	145.266	115.057

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

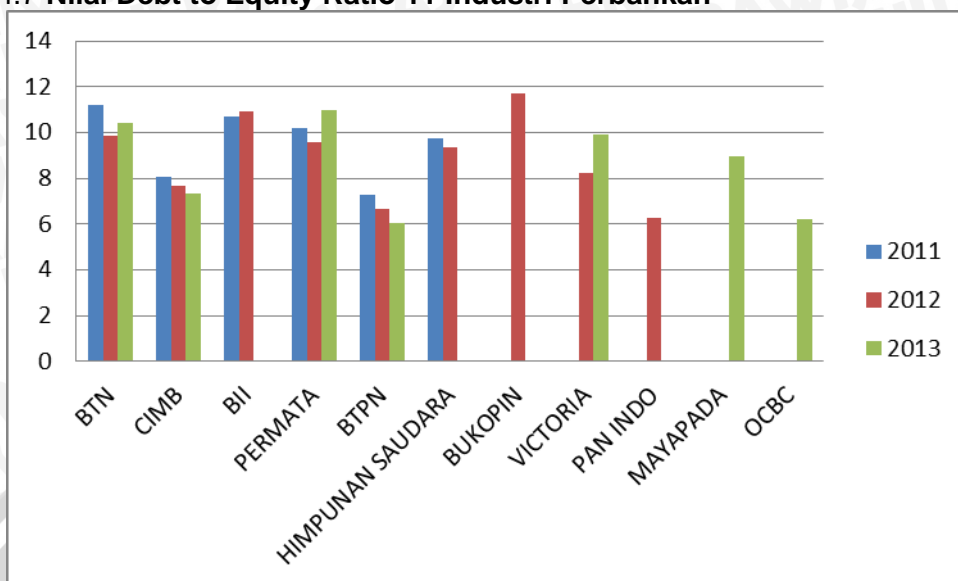
Berdasarkan Tabel 4.5 dapat dilihat bahwa kas 11 industri perbankan selama tahun 2011-2013 terus mengalami peningkatan setiap tahunnya, meskipun pada tahun 2013 Bank Pan Indonesia dan Bank Himpunan Saudara 1906 mengalami penurunan pada kasnya. Dengan kondisi perusahaan yang mengalami peningkatan kas, menunjukkan perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Kas merupakan konsep dana yang paling berguna, karena keputusan para investor, kreditur, dan pihak lainnya terfokus pada penilaian arus kas di masa mendatang. Perusahaan menggunakan arus kas merupakan salah satu faktor penting sebagai dasar pengambilan keputusan penanaman modal bagi investor.

Sesuai Teori Modigliani dan Miller yang menyatakan bahwa nilai perusahaan tergantung pada prospek bisnis dan bagaimana perusahaan

dijalankan, bukan tergantung dari sumber pembiayaan diperoleh. Melalui LDR (*Loan to Deposit Ratio*) dapat digunakan untuk melihat tingkat likuiditas dan menilai bagaimana prospek serta sistem yang dijalankan sebuah bank dalam menghimpun dan menyalurkan kembali kepada masyarakat. Perusahaan yang mampu membayar kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu, menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan dan hal tersebut akan mendorong tingkat keamanan dan kepercayaan bagi investor dalam memperoleh pembayaran dari kupon obligasi secara berkala. Dengan tingkat likuiditas yang tinggi inilah yang mendorong pemberian peringkat obligasi yang tinggi terhadap suatu perusahaan.

Yang ketiga, DER (*Debt to Equity Ratio*). Dengan mengetahui nilai DER suatu perusahaan, maka dapat diketahui perbandingan antara hutang dan modal sendiri. Bagi perusahaan, sebaiknya hutang tidak boleh melebihi modal sendiri agar beban hutang yang dimiliki tidak terlalu tinggi. Jika hutang yang dimiliki perusahaan melebihi modal yang dimiliki, maka perusahaan memiliki tingkat resiko kegagalan (kebangkrutan) yang tinggi. Pada Grafik 4.7 menunjukkan hasil nilai DER dari 11 industri perbankan pada tahun 2011-2013

Grafik 4.7 Nilai Debt to Equity Ratio 11 Industri Perbankan



Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Dari Grafik 4.7 dan hasil analisis data yang telah dilakukan dengan meningkatnya nilai DER maka hutang yang dimiliki perusahaan lebih tinggi dan perusahaan cenderung mempunyai kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya, hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Adrian (2011). Perusahaan yang pertumbuhan labanya relatif rendah akan berusaha mencari sumber pendanaan dari luar, sehingga perusahaan dengan pertumbuhan laba rendah akan semakin memperkuat hubungan dengan rasio DER. Dimana peningkatan utang akan mempengaruhi besar kecilnya laba yang akan diperoleh perusahaan dan mencerminkan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Dalam industri perbankan dengan peningkatan hutang tentu akan meningkatkan laba yang dimiliki, karena hutang digunakan pihak perbankan sebagai sarana untuk perputaran uang, yaitu untuk menghimpun dan menyalurkan dana di masyarakat. Pada Tabel 4.6 menunjukkan besarnya total *liabilities* (total hutang) 11 industri perbankan pada tahun 2011 hingga 2013

Tabel 4.6 **Total Liabilities 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013**

Nama Bank	2011	2012	2013
Bank Bukopin	52,809,369	57.808.026	63.244.294
Bank Tabungan Negara	81.799.816	101.469.722	119.612.977
Bank Cimb Niaga	146.085.810	170.436.710	186.160.992
Bank Internasional Indonesia	82.984.983	101.852.291	128.138.350
Bank Permata	92.453.543	119.650.929	151.692.558
Bank Tabungan Pensiunan Nasional	41.033.943	41.536.201	59.757.008
Bank Victoria Internasiona	10,590,449	12.096.714	16.358.775
Bank Mayapada Internasional	11.287.605	15.320.812	21.603.248
Bank Ocbc Nisp	53.244.018	70.190.261	84.027.985
Bank Pan Indonesia	104.965.578	122.051.430	144.097.653
Bank Himpunan Saudara 1906	4.612.588	6.887.343	7.456.577

Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Berdasarkan Tabel 4.6 dapat dilihat bahwa total liabilities 11 industri perbankan selama tahun 2011-2013 terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Meskipun total liabilities industri perbankan mengalami peningkatan, peningkatan ini juga diikuti oleh peningkatan pada sisi laba bersih 11 industri perbankan tahun 2011-2013 (sesuai Tabel 4.4). Hal ini menunjukkan bahwa rasio DER dapat meningkatkan profitabilitas perusahaan jika dana dari hutang yang digunakan adalah efektif. Jika dari hutang yang dimiliki perusahaan dapat mengalokasikan untuk aktivitas perusahaan dalam pengembangan usaha, maka hutang akan memberikan manfaat dalam meningkatkan laba perusahaan.

Sesuai *Pecking Order Theory*, jika sumber dana internal masih belum dapat mencukupi sumber pendanaan, maka dibutuhkan pendanaan dari eksternal dan perusahaan akan lebih memilih surat hutang (obligasi), karena dengan menggunakan hutang, perusahaan akan mendapatkan manfaat dari perkembangan usahanya. Dengan kata lain, hutang diperbolehkan jika dapat memberi manfaat bagi penambahan keuntungan perusahaan dan perusahaan mampu memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dari hutang yang digunakan

untuk mendanai aktivitas perusahaan tentu akan meningkatkan laba bersih, sehingga lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat yang baik terhadap perusahaan yang mampu memanfaatkan hutang untuk memenuhi kebutuhan keuangan.

Yang keempat, SIZE (Ukuran Perusahaan). Perusahaan dengan ukuran yang lebih besar, menunjukkan bahwa perusahaan telah mampu memiliki dana yang lebih banyak dalam menciptakan peluang untuk pertumbuhan perusahaan, sehingga akan berdampak dalam meningkatkan nilai perusahaan. Pada Tabel 4.7 menunjukkan total asset 11 industri perbankan

Tabel 4.7 Total Asset 11 Industri Perbankan Tahun 2011-2013

Nama Bank	2011	2012	2013
Bank Bukopin	57.183.463	65.689.830	66.184.663
Bank Tabungan Negara	89.121.459	111.748.593	131.169.730
Bank Cimb Niaga	166.801.130	197.412.481	218.866.409
Bank Internasional Indonesia	94.919.111	115.772.908	134.445.720
Bank Permata	101.324.002	131.798.595	165.833.922
Bank Tabungan Pensiunan Nasional	46.651.141	59.090.132	69.664.873
Bank Victoria Internasiona	11.802.563	14.352.840	19.171.351
Bank Mayapada Internasional	12.951.201	17.166.551	24.015.571
Bank Ocbc Nisp	59.834.397	79.141.737	97.524.537
Bank Pan Indonesia	124.755.427	148.792.614	154.128.770
Bank Himpunan Saudara 1906	5.085.762	7.621.309	8.230.842

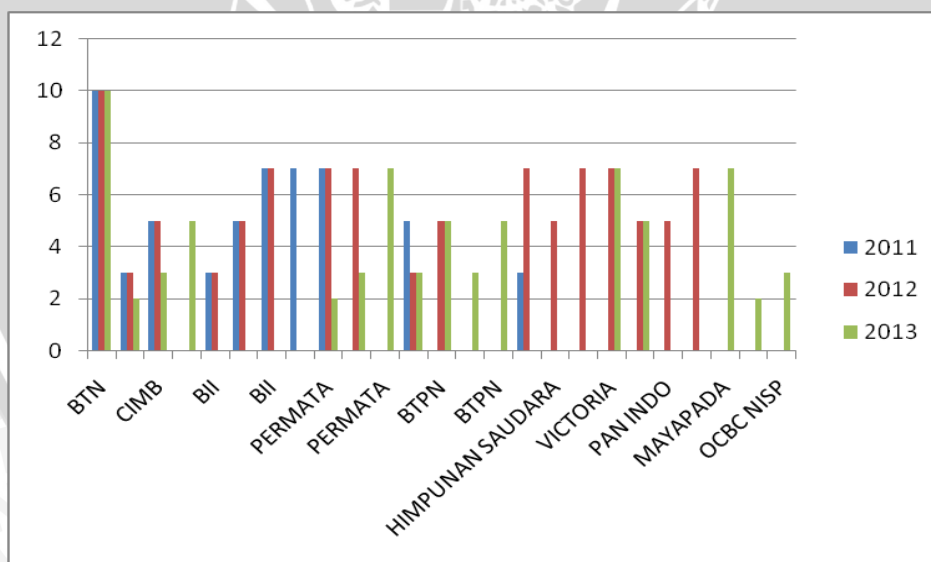
Sumber : Laporan Keuangan Perusahaan (diolah)

Dari Tabel 4.7 dapat diketahui bahwa total asset dari 11 industri perbankan pada tahun 2011-2013 terus mengalami peningkatan setiap tahunnya. Sesuai teori signal, ukuran perusahaan dapat menjadi signal bagi investor karena melalui informasi mengenai ukuran perusahaan akan menciptakan penilaian baik dimata investor dan investor akan tertarik untuk berinvestasi pada obligasi yang diterbitkan.

Ukuran perusahaan yang besar akan memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki ukuran yang kecil, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan dengan ukuran yang besar mampu mengembangkan usahanya dengan baik dan mampu memperoleh laba yang besar sehingga akan meningkatkan asset yang dimiliki. Dengan ukuran perusahaan yang dilihat dari tinggi nya total asset yang dimiliki, akan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menguasai pasar dan memiliki kredibilitas yang lebih baik, hal ini akan mendorong pemberian peringkat obligasi yang tinggi terhadap perusahaan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar.

Yang kelima, Maturity. Dalam penelitian ini hanya terdapat 14 obligasi dengan umur dibawah 5 tahun, sedangkan 29 obligasi lainnya berumur 5 hingga 10 tahun. Pada Grafik 4.8 menunjukkan maturity 11 industri perbankan

Grafik 4.8 Maturity 11 industri Perbankan



Sumber : Pemingkat Efek Indonesia (diolah)

Dari Grafik 4.8 dapat diketahui bahwa maturity tertinggi selama periode 2011-2013 yaitu selama 10 tahun yang dimiliki oleh Bank Tabungan Negara (BTN) pada tahun 2010 hingga 2013. Sedangkan maturity terendah yaitu

selama 2 tahun yang dimiliki oleh Bank CIMB Niaga, Bank Permata dan Bank OCBC Nisp pada tahun 2013. Obligasi dengan umur yang lebih lama akan mendorong pemberian imbal hasil menjadi meningkat. Dari peningkatan imbal hasil ini, akan berdampak pada volume perdagangan yang semakin menurun. Perkiraan dari pemberian imbal hasil obligasi korporasi sangat erat hubungannya dengan tingkat suku bunga.

Apabila tingkat suku bunga menurun, maka tingkat imbal hasil akan meningkat dan harga obligasi juga akan mengalami kenaikan. Sedangkan jika suku bunga meningkat, maka tingkat imbal hasil akan menurun dan harga obligasi juga akan mengalami penurunan dikarenakan investor akan lebih tertarik menyimpan dananya dalam bentuk simpanan di bank. Padahal kondisi suku bunga acuan (*BI Rate*) di Indonesia masih terus melakukan penyesuaian terhadap kondisi keuangan global, hal ini menyebabkan keadaan yang tidak pasti di pasar obligasi sehingga menyebabkan investor akan mengurangi permintaan untuk memperdagangkan obligasi selama umur obligasi korporasi tersebut.

Adanya kondisi ketidakpastian di pasar modal Indonesia, membuat investor yang menanamkan dananya pada obligasi korporasi akan lebih memilih obligasi yang tidak terlalu panjang masa jatuh temponya dan menggunakan strategi manajemen pasif dalam pengelolaannya. Dengan kata lain, setelah investor membeli obligasi korporasi yang diterbitkan, investor akan menahan obligasi tersebut hingga masa jatuh tempo karena dengan strategi pasif ini dirasa mampu untuk mengurangi resiko yang akan ditanggung oleh investor meskipun hal ini akan mengurangi *return* yang dapat diperoleh oleh penanam modal

Sesuai dengan teori signal, maturity dapat digunakan sebagai signal bagi investor untuk mengetahui tingkat resiko yang akan dialami investor jika berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan, karena dengan adanya maturity akan memberikan informasi membuat investor untuk melihat perubahan kondisi

perusahaan selama jangka waktu obligasi saat diterbitkan hingga saat jatuh tempo. Sesuai dengan penelitian Adrian (2011), perusahaan yang peringkat obligasinya tinggi cenderung menggunakan umur obligasi yang pendek dan ternyata menunjukkan peringkat obligasi *investment grade*. Melalui peringkat obligasi yang diberikan dapat dijadikan signal tentang tingkat keamanan suatu obligasi dan tingkat keamanan tersebut dapat dilihat melalui umur obligasi. Investor lebih menyukai obligasi dengan umur yang pendek karena memiliki resiko yang lebih kecil dan lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat yang baik bagi obligasi dengan umur yang pendek. Sedangkan untuk obligasi dengan umur yang panjang akan memiliki potensi resiko kegagalan yang lebih besar, namun lembaga pemeringkat tetap akan memberikan peringkat yang baik asalkan pihak perusahaan dalam kondisi keuangan yang baik dan memberikan jaminan yang sesuai untuk mengcover kemungkinan terburuk untuk investasi dalam jangka panjang.

Dan yang terakhir, Secure (Jaminan). Penilaian peringkat obligasi oleh lembaga pemeringkat tidak hanya sebatas ada atau tidaknya jaminan pada obligasi, namun lembaga pemeringkat lebih mengutamakan besarnya nilai jaminan yang ditawarkan oleh perusahaan. Informasi tersebut dapat diperoleh dari pihak manajemen perusahaan, karena dengan nilai jaminan yang menjanjikan, maka lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat obligasi yang baik terhadap perusahaan. Dalam penelitian ini hanya terdapat 6 obligasi yang diterbitkan tanpa jaminan sedangkan 37 obligasi lainnya diterbitkan dengan menggunakan jaminan.

Pemberian jaminan oleh perusahaan penerbit obligasi bisa berupa barang bergerak maupun tidak bergerak yang telah ada maupun yang akan ada di kemudian hari (seluruh harta kekayaan persero) dan adapula obligasi yang diterbitkan dengan diberi jaminan khusus yang berupa tagihan yang timbul dari

kredit umum pensiunan yang diberikan perseroan kepada nasabah dengan kategori lancar sesuai dengan peraturan Bank Indonesia, sekurang-kurangnya 125% dari jumlah pokok obligasi. Sedangkan obligasi tanpa jaminan tidak dijamin persero maupun pihak ketiga serta tidak dijamin oleh Negara Republik Indonesia sehingga dapat diketahui obligasi tanpa jaminan akan memiliki tingkat resiko yang lebih besar. Obligasi tanpa jaminan ini biasanya diterbitkan karena perusahaan dalam kondisi ketidakpastian atas prospek laba di masa mendatang, bisa juga karena keuangan perusahaan sedang mengalami defisit, tetapi ada pula perusahaan yang kondisi keuangannya sedang kuat sekali (memiliki banyak asset serta labanya terus mengalami peningkatan) sehingga pihak perusahaan berani menerbitkan obligasi tanpa adanya jaminan.

Sesuai dengan penelitian yang dilakukan Maharti (2011) dan teori signal, jaminan dapat digunakan sebagai signal bagi investor untuk mengetahui tingkat resiko yang akan dialami investor jika berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan. Melalui pemberian jaminan yang diberikan oleh perusahaan maka minat investor untuk membeli obligasi tersebut akan meningkat, karena dengan diberikannya suatu jaminan maka resiko kegagalan yang akan mungkin dialami investor dapat ditutupi dari pemberian jaminan yang telah dijanjikan oleh perusahaan sehingga lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat yang baik terhadap perusahaan yang memberikan jaminan untuk obligasinya.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis data yang telah dilakukan pada bab IV, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa:

Pertama, *Net Profit Margin* (NPM) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Nilai *Net Profit Margin* (NPM) yang tinggi menunjukkan kinerja perbankan telah mampu untuk meningkatkan laba bersih, dari peningkatan laba bersih pada setiap tahunnya telah mendorong perbankan untuk lebih memilih menggunakan laba yang diperoleh (sumber pendanaan internal) sebagai sumber pembiayaan, maka akan relatif kecil kemungkinan perbankan untuk membutuhkan sumber pembiayaan yang berasal dari eksternal. Namun dengan tingkat profitabilitas yang tinggi perbankan tetap menerbitkan obligasi untuk mengoptimalkan potensi pertumbuhan perusahaan, maka obligasi yang diterbitkan tentu akan memiliki peringkat yang baik.

Kedua, *Loan to Deposit Ratio* (LDR) berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Tingkat *Loan to Deposit Ratio* (LDR) yang tinggi menunjukkan perbankan dalam kondisi likuid, dengan kas yang terus meningkat setiap tahunnya akan membuat perbankan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu. Kondisi perbankan yang likuid menunjukkan kuatnya kondisi keuangan dan akan mendorong tingkat keamanan serta kepercayaan bagi investor dalam memperoleh pembayaran dari kupon obligasi

secara berkala, sehingga akan mendorong pemberian peringkat obligasi yang baik.

Ketiga, *Debt Equity Ratio* (DER) tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Dengan tingginya *Debt Equity Ratio* (DER) maka akan semakin besar pula resiko yang dimiliki oleh perusahaan, karena sebagian besar aktivitasnya di danai oleh hutang. Dalam industri perbankan, dengan hutang yang tinggi tentu akan meningkatkan laba yang dimiliki karena hutang akan digunakan untuk membiayai aktivitas perbankan dalam menghimpun dan menyalurkan dananya kepada masyarakat sehingga akan meningkatkan laba yang dimiliki. Peningkatan laba bersih membuat perbankan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya dan akan mendorong pemberian peringkat obligasi yang baik.

Keempat, SIZE (ukuran perusahaan) berpengaruh terhadap peringkat obligasi. SIZE (ukuran perusahaan) dapat membentuk image sebuah perbankan, dengan peningkatan asset perbankan setiap tahunnya, akan membentuk ukuran perusahaan yang besar dan akan menarik minat investor untuk berinvestasi. Ukuran perusahaan yang besar akan menunjukkan perbankan mampu mengembangkan usahanya, mampu bersaing dengan perbankan yang memiliki asset lebih kecil serta menunjukkan kemampuan perbankan dalam menguasai pasar. Hal ini mendorong pemberian peringkat obligasi yang baik terhadap perbankan yang memiliki ukuran perusahaan yang besar.

Kelima, Maturity berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Obligasi dengan Maturity yang lebih panjang akan memiliki tingkat resiko yang lebih besar. Kondisi ketidakpastian pada pasar modal Indonesia dapat menurunkan kinerja perbankan di masa mendatang, hal ini mendorong investor untuk menanamkan uangnya pada obligasi dengan masa jatuh tempo yang lebih pendek. Namun jika obligasi dengan umur yang panjang memiliki tingkat

kredibilitas yang tinggi, kondisi keuangan yang baik dan memberikan jaminan yang sesuai untuk mengcover resiko di masa mendatang, maka lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat yang baik terhadap obligasi yang diterbitkan.

Keenam, jaminan berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Obligasi yang diberi jaminan oleh perusahaan penerbit akan lebih menarik minat investor untuk berinvestasi pada obligasi tersebut. Melalui jaminan yang diberikan oleh perusahaan penerbit, investor akan berani berinvestasi karena resiko kegagalan yang mungkin akan dialami investor dapat diatasi dari pemberian jaminan yang telah dijanjikan oleh perusahaan dan lembaga pemeringkat akan memberikan peringkat yang baik terhadap obligasi yang diterbitkan.

5.2 Saran

Dari analisis dan pembahasan yang telah dilakukan dalam penelitian ini maka terdapat saran kepada pihak-pihak terkait.

Pertama, *Net Profit Margin* (NPM) yang dimiliki perusahaan membuktikan bahwa perusahaan mampu memperoleh laba bersih yang meningkat setiap tahunnya, dari laba bersih yang meningkat ini membuat perusahaan lebih memilih menggunakan sumber pendanaan yang berasal dari internal. Meskipun dengan laba bersih yang cukup besar, sebaiknya perusahaan tetap menerbitkan obligasi untuk ekspansi perusahaan dan melalui penerbitan obligasi akan menarik minat investor untuk berinvestasi, sehingga perusahaan akan semakin dikenal oleh masyarakat luas. Sedangkan bagi investor, dapat menilai laba bersih perusahaan penerbit agar investor dapat membedakan perusahaan tersebut *profitable* atau tidak.

Kedua, nilai *Loan to Deposit Ratio* (LDR) yang dimiliki perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan mampu memiliki tingkat likuiditas yang cukup, dengan peningkatan nilai kas yang dimiliki setiap tahunnya akan menyebabkan kewajiban jangka pendek perusahaan dapat tetap terpenuhi secara tepat waktu. Selanjutnya, bagi investor, harus mampu menilai kondisi keuangan perusahaan dari dapat terbayarnya kupon secara tepat waktu dan tidak terdapat kredit macet dari perusahaan, sehingga akan membentuk tingkat keamanan dan kepercayaan dalam berinvestasi pada obligasi perusahaan

Ketiga, nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan menunjukkan bahwa melalui penggunaan hutang, perusahaan telah mampu meningkatkan perolehan laba bersihnya. Perusahaan yang dapat memanfaatkan hutang yang dimiliki dengan komposisi yang sesuai, maka dapat mendorong pertumbuhan perusahaan dan mampu membayar bunga (kupon) dan pokok pinjaman obligasi kepada investor. Sedangkan bagi investor, harus menilai total hutang, laba bersih serta produk yang perusahaan terbitkan untuk meningkatkan kinerja perusahaan agar investor tidak salah dalam menanamkan uangnya pada suatu perusahaan.

Keempat, SIZE (ukuran perusahaan) yang dimiliki perusahaan. Melalui total asset yang meningkat setiap tahunnya, membuktikan bahwa perusahaan mampu mengembangkan usahanya dan keberadaan perusahaan dapat di terima oleh masyarakat. Perusahaan harus berinovasi dengan produk maupun sekuritas yang dimiliki agar masyarakat khususnya investor semakin percaya terhadap kinerja perusahaan, sehingga investor akan tertarik untuk berinvestasi pada obligasi perusahaan tersebut.

Kelima, perusahaan harus mampu membayar kupon dan pokok pinjaman terkait masa jatuh tempo dari obligasi yang di terbitkan agar dapat meyakinkan investor, karena perusahaan yang memiliki obligasi dengan masa jatuh tempo

yang panjang memiliki kemungkinan bahwa dana yang perusahaan peroleh dari investor di pergunakan untuk pengembangan usaha sehingga perusahaan penerbit memerlukan jangka waktu lama untuk mengembalikan dana yang investor tanamkan. Sedangkan bagi investor, dapat menilai dari bunga (kupon) obligasi yang di berikan dan jaminan yang di janjikan oleh perusahaan penerbit sudah sesuai untuk menutupi resiko yang mungkin terjadi apabila investor membeli obligasi dengan masa jatuh tempo yang panjang.

Keenam, Jaminan (*Secure*) yang diberikan perusahaan harus benar-benar sesuai untuk menutupi resiko dan memberi keamanan bagi investor untuk berinvestasi. Melalui jaminan yang diberikan, dapat menarik minat investor untuk membeli obligasi suatu perusahaan, karena jaminan dapat memberikan penggantian kepada investor atas uang yang di tanamkan apabila terjadi kemungkinan terburuk (resiko) yang akan terjadi di masa mendatang. Sedangkan bagi investor, harus dapat memastikan jaminan yang diberikan telah sesuai dengan asset kekayaan yang dimiliki perusahaan sehingga dapat menutupi kemungkinan terburuk yang akan terjadi di masa mendatang.

DAFTAR PUSTAKA

- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Bukopin. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Cimb Niaga. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Himpunan Saudara 1906. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Internasional Indonesia. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Mayapada Indonesia. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Ocbc Nisp. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Pan Indonesia. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Permata. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Tabungan Negara. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Tabungan Pensiunan Nasional. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- _____. Bursa Efek Indonesia (BEI). 2014. Laporan Keuangan Bank Victoria Internasional. www.idx.co.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- Adrian, Nicko. 2011. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi (tidak dipublikasikan). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Alwi, Abdullah & Nurhidayati. 2012. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi (Studi Empiris: Perusahaan Manufaktur Yang Tercatat di BEI Periode 2008-2011)*. Universitas Semarang.
- Aprilia, Susana. 2011. *Analisis Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi*. Skripsi. Jakarta: Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.
- Arif, Bramasta Wisnu. 2010. *Pengaruh Manajemen Laba dan Rasio Keuangan Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi*. Semarang: Universitas Negeri Semarang.
- Bank Indonesia. 2009. *Kondisi Pasar Keuangan dan Implikasinya Terhadap Animo Penerbitan Saham dan Obligasi Korporasi*. Jakarta.

- Bursa Efek Surabaya.2007. *Referensi Pasar Obligasi Indonesia Bond Market Directory 2007*. Surabaya.
- Chan, Konan & Narasimhan Jegadeesh. 2004. *Market-Based Evaluation for Models to Predict Bond Ratings*. Review of Pacific Basin Financial Markets and Policies, Vol.7, (No.2) : 153-172.
- Estiyanti, Ni Made. 2012. *Pengaruh Faktor Keuangan dan Non Keuangan Pada Peringkat Obligasi di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi. Bali: Universitas Udayana
- Fabozzi, Frank J. 2005. *Manajemen Investasi Buku Satu*. Jakarta: Salemba Empat.
- Fakhrudin, Hendy M. *Go Public Strategi Pendanaan dan Peningkatan Nilai Perusahaan*. 2008. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Gujarati, Damodar N & Dawn C. Porter. 2012. *Dasar-dasar Ekonometrika Buku 2 Edisi 5*. Jakarta: Salemba Empat.
- Ibrahim, Hadiasman. 2008. *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan dan DER Terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006*. Tesis. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Jamillah, Siti. 2012. *Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan, Kemungkinan Kesempatan Investasi dan Variabel Makro Terhadap Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Perusahaan Pertambangan dan Energi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2007-2010)*. Skripsi (tidak dipublikasikan). Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Keown, Arthur J., Scott David F., Martin, John.D. & Petty, Jaw W. 1996. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Terjemahan oleh Djakman, Chaerul D. 1999. Jakarta: Salemba Empat.
- Linandarini, Erni. 2010. *Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia*. Skripsi. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Maharti, Enny Dwi. 2010. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi*. Skripsi (tidak dipublikasikan). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Manurung, Adler Haymans. 2006. *Dasar-dasar Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.
- Otoritas Jasa Keuangan. 2014. Jumlah Emiten dan Nilai Emisi Obligasi Pada 2005-2013. www.ojk.go.id (diakses pada 10 Oktober 2014)
- Palumbo, George & Richard Shick. 2006. *Factors Affecting A Municipality's Bond Rating: An Empirical Study*. Canisius College. Journal of Business & Economics Research, Vol.4, (No.11) : 37-42.

Pemeringkat Efek Indonesia. 2014. PEFINDO Rating Criteria & Methodology. www.pefindo.com (diakses pada 10 Oktober 2014)

Pramono Sari, Maylia. 2007. *Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi (PT PEFINDO)*. Semarang: Universitas Negeri Semarang. Jurnal Bisnis dan Ekonomi (JEB), Vol. 14, (No.2) : 172-182

Sejati, Grace Putri. 2010. *Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur*. PT e-Trading Securities. Bisnis & Birokrasi, Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Vol.17, (No.1) : 70-78.

Subramanyam, K.R. 2010. *Analisis Laporan Keuangan (Financial Statement Analysis, Edisi 10 Buku1*. Jakarta: Salemba Empat.

Susilowati, Lucky & Sumarto. 2010. *Memprediksi Tingkat Obligasi Perusahaan Manufaktur Yang Listing di BEI*. UPN "Veteran" Jatim. Jurnal Mitra Ekonomi dan Manajemen Bisnis, Vol.1, (No.2) : 163-175.

Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi (teori dan aplikasi) Edisi Pertama*. Yogyakarta: KANISIUS (Anggota IKAPI).

Thamida, Nelly & Hendro Lukman. 2013. *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Industri Perbankan Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2008-2012*. Universitas Tarumanagara Jakarta. Jurnal Akuntansi, Vol.XVII, (No.02) : 198-211.

Van Horne, James C. *Fundamentals Of Financial Management (Prinsip-Prinsip Manajemen keuangan, Buku 2 Edisi 12)*. Jakarta: PT Elex Media Komputindo.



LAMPIRAN

Lampiran 1 Bentuk Tabel Hasil Pengolahan Data Menggunakan Aplikasi Software Eviews 6.0

Dependent Variable: RATING
 Method: ML - Censored Normal (TOBIT) (Quadratic hill climbing)
 Date: 12/01/14 Time: 14:10
 Sample: 1 43
 Included observations: 43
 Truncated sample
 Left censoring (value) series: 0
 Right censoring (value) series: 7
 Convergence achieved after 4 iterations
 Covariance matrix computed using second derivatives

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	-20.25334	1.660776	-12.19511	0.0000
NPM	-2.725472	1.988474	-1.370635	0.1705
LDR	0.033262	0.016317	2.038487	0.0415
DER	0.109633	0.061214	1.790969	0.0733
SIZE	2.817872	0.260525	10.81613	0.0000
MATURITY	-0.296934	0.048480	-6.124843	0.0000
SECURE	0.635816	0.271310	2.343504	0.0191

Error Distribution

SCALE:C(8)	0.501208	0.057454	8.723580	0.0000
Mean dependent var	4.348837	S.D. dependent var	1.645828	
S.E. of regression	0.523208	Akaike info criterion	1.727620	
Sum squared resid	9.581134	Schwarz criterion	2.055285	
Log likelihood	-29.14383	Hannan-Quinn criter.	1.848453	
Avg. log likelihood	-0.677764			
Left censored obs	0	Right censored obs	0	
Uncensored obs	43	Total obs	43	

Lampiran 2 **Bentuk Tabel Hasil Uji Likelihood Ratio dan Uji Wald**

Uji Likelihood Ratio

Redundant Variables: NPM

Log likelihood ratio	1.809262	Prob. Chi-Square(1)	0.1786
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: LDR

Log likelihood ratio	3.981804	Prob. Chi-Square(1)	0.0460
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: DER

Log likelihood ratio	3.209668	Prob. Chi-Square(1)	0.0732
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: SIZE

Log likelihood ratio	55.04107	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: MATURITY

Log likelihood ratio	28.73023	Prob. Chi-Square(1)	0.0000
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: SECURE

Log likelihood ratio	5.170077	Prob. Chi-Square(1)	0.0230
----------------------	----------	---------------------	--------

Redundant Variables: NPM LDR DER SIZE MATURITY SECURE

Log likelihood ratio	97.34443	Prob. Chi-Square(6)	0.0000
----------------------	----------	---------------------	--------

Uji Wald

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	148.7207	(1, 35)	0.0000
Chi-square	148.7207	1	0.0000

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(1)	-20.25334	1.660776

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	1.878640	(1, 35)	0.1792
Chi-square	1.878640	1	0.1705

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(2)	-2.725472	1.988474

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	4.155430	(1, 35)	0.0491
Chi-square	4.155430	1	0.0415

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(3)	0.033262	0.016317

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	3.207570	(1, 35)	0.0820
Chi-square	3.207570	1	0.0733

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(4)	0.109633	0.061214

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	116.9887	(1, 35)	0.0000
Chi-square	116.9887	1	0.0000

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(5)	2.817872	0.260525

Restrictions are linear in coefficients.

Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	37.51371	(1, 35)	0.0000
Chi-square	37.51371	1	0.0000

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(6)	-0.296934	0.048480

Restrictions are linear in coefficients.



Wald Test:
Equation: EQ01

Test Statistic	Value	df	Probability
F-statistic	5.492009	(1, 35)	0.0249
Chi-square	5.492009	1	0.0191

Null Hypothesis Summary:

Normalized Restriction (= 0)	Value	Std. Err.
C(7)	0.635816	0.271310

Restrictions are linear in coefficients.

Standar Deviasi dan Mean

Categorical Descriptive Statistics for Variables
Equation: EQ01
Date: 01/14/15 Time: 19:11

Variable	Mean Dep	All
RATING	4.348837	4.348837
C	1.000000	1.000000
NPM	0.167209	0.167209
LDR	87.73837	87.73837
DER	8.789535	8.789535
SIZE	7.875116	7.875116
MATURITY	5.232558	5.232558
SECURE	0.860465	0.860465

Variable	Standard Deviation Dep	All
RATING	1.645828	1.645828
C	0.000000	0.000000
NPM	0.053333	0.053333
LDR	7.100070	7.100070
DER	1.858741	1.858741
SIZE	0.424592	0.424592
MATURITY	2.158452	2.158452
SECURE	0.350605	0.350605

Observations	43	43
--------------	----	----

SUMMARY OUTPUT								
<i>Regression Statistics</i>								
Multiple R	0.95375681							
R Square	0.90965206							
Adjusted R Square	0.89459407							
Standard Error	0.534339							
Observations	43							
<i>ANOVA</i>								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	6	103.488788	17.24813	60.40993	2.55607E-17			
Residual	36	10.27865385	0.285518					
Total	42	113.7674419						
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95.0%</i>	<i>Upper 95.0%</i>
Intercept	-19.763491	1.682457007	-11.7468	7.12E-14	-23.17567227	-16.35131035	-23.1756723	-16.35131035
X Variable 1	-2.8642579	2.064720694	-1.38724	0.173898	-7.051705571	1.323189737	-7.05170557	1.323189737
X Variable 2	0.03194024	0.016738912	1.908143	0.064373	-0.002007845	0.065888327	-0.00200785	0.065888327
X Variable 3	0.09717467	0.062106443	1.564647	0.126415	-0.028783035	0.223132372	-0.02878303	0.223132372
X Variable 4	2.77685405	0.269503001	10.30361	2.78E-12	2.230276626	3.323431465	2.230276626	3.323431465
X Variable 5	-0.2819131	0.04803084	-5.86942	1.04E-06	-0.379324159	-0.184502041	-0.37932416	-0.184502041
X Variable 6	0.62958772	0.279900722	2.249325	0.030703	0.061922747	1.197252696	0.061922747	1.197252696

