



## RINGKASAN EKSEKUTIF

**SITI JAMILLAH**, 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). Di bawah bimbingan **HERMANTO SIREGAR** dan **HENDRO SASONGKO**.

Adanya trend penurunan suku bunga Bank Indonesia memicu peningkatan obligasi yang cukup pesat. Selama kuartal II 2011, pertumbuhan penerbitan obligasi korporasi Indonesia tertinggi diantara negara-negara Asia yaitu sebesar 8,9 persen dibandingkan dengan rata rata Asia sebesar 4,4 persen.

Lebih dari 90 persen pembeli obligasi adalah lembaga seperti perusahaan sekuritas, asuransi, dana pensiun dan Bank. Krisis utang negara Eropa dan Amerika yang memicu krisis global, mendorong perusahaan asing untuk berinvestasi di negara *emerging market* seperti Indonesia dan pada produk pasar modal yang memiliki risiko relatif kecil. Peningkatan investasi pada obligasi mencerminkan perubahan preferensi atas tingkat risiko dan imbal hasil (*return*) yang ingin dicapai investor. Tujuan investor adalah untuk mendapat *return* yang tinggi. Obligasi korporasi memiliki *yield* yang lebih tinggi dibandingkan Surat Utang Negara.

Peningkatan emisi obligasi tersebut, terkait dengan potensi pertumbuhan korporasi untuk melakukan ekspansi. Sektor energi dan pertambangan merupakan sektor yang sangat besar kontribusinya terhadap pendapatan negara tetapi dukungan perbankan terhadap sektor ini masih sangat kecil. Karakteristik pertambangan yang *non-renewable*, mempunyai dampak lingkungan, cadangan terbukti berkurang dengan produksi dan bertambah dengan adanya penemuan, menyebabkan pertambangan memiliki risiko yang relatif tinggi. Risiko tersebut berpotensi terjadinya gagal bayar (*credit risk*).

Selain *return*, investor juga harus mempertimbangkan risiko investasi yaitu besarnya peluang terjadinya risiko dan besarnya nilai kerugian apabila risiko tersebut benar benar terjadi. *Return* yang didapat dalam berinvestasi di obligasi adalah *yield*. *Yield* adalah ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor, dimana jumlahnya akan berubah seiring berjalannya waktu. Semakin panjang waktunya semakin tinggi risikonya. Risiko obligasi dapat dipengaruhi oleh kondisi internal perusahaan yaitu kinerja keuangan, potensi pertumbuhan dan kondisi eksternal yaitu kondisi perekonomian makro.

Kinerja keuangan dapat dilihat dari kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Berkaitan dengan kemampuan perusahaan dalam membayar kupon dan nilai pokok obligasi maka analisis rasio yang dilakukan adalah analisis rasio likuiditas dan solvabilitas. Disisi lain, peluang pertumbuhan sektor pertambangan dan energi di Indonesia masih terbuka lebar, membuat ekspektasi meningkat karena investasi yang ditanamkan diharapkan mendapat *return* yang lebih tinggi dimasa yang akan datang. Pertumbuhan perusahaan dapat diprosikan dengan berbagai macam kombinasi nilai set kesempatan investasi (*Investments Opportunity Set*) dengan menggunakan proksi berbasis investasi yaitu rasio *investment net sales, fix asset* dan *capital expenditure to book value asset*.

Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis  
Institut Pertanian Bogor

IPB-IPB

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Selain itu, dalam sistem perekonomian terbuka, perkembangan ekonomi makro saling mempengaruhi antar variabel, sehingga kinerja perusahaan dan investasi akan terpengaruh oleh kondisi makro dan kebijakan atas variabel variabelnya. Variabel ekonomi makro sulit untuk dihindari karena banyaknya faktor yang mempengaruhi, sulit dikendalikan dan tergantung situasi serta kondisi pasar. Dalam membuat keputusan investasi yang menguntungkan, investor harus mempertimbangkan beberapa indikator ekonomi makro seperti inflasi, suku bunga nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi suatu negara.

Berdasarkan latar belakang diatas maka penelitian ini berfokus pada analisis kinerja keuangan perusahaan dari sisi likuiditas dan solvabilitas, prospek pertumbuhan yang diukur menggunakan IOS, perkembangan ekonomi makro Indonesia dilihat dari inflasi, suku bunga, nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi tahun 2007 – 2010 dan bagaimana pengaruh kinerja keuangan, pertumbuhan dan kondisi makro ekonomi terhadap *yield* obligasi perusahaan tambang dan energi.

Penelitian ini menggunakan dua pendekatan yaitu pendekatan deskriptif dan ekonometrik yaitu regresi data panel. Jumlah seri obligasi yang dijadikan obyek penelitian sebanyak 14 seri obligasi dengan *time series* mulai dari quartal I tahun 2007 sampai quartal III tahun 2010, karena data masing-masing *cross-section* memiliki observasi *time series* yang tidak sama banyaknya sehingga data panel yang dilakukan adalah *unbalanced data panel*.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah *yield* obligasi dan variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio likuiditas (*Cash flow ratio* dan *Cash flow to capital expenditures*), rasio solvabilitas (*Interest Coverage* dan *Cash Flow to Debt*), proksi IOS berbasis investasi (*Investment to Net Sales*, *Fix Asset*, *Capital Expenditure to Book Value Asset*) dan variabel makro (inflasi, suku bunga, nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi).

Hasil analisis deskriptif pada kinerja keuangan dilihat dari rasio likuiditas dan solvabilitas. Kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka pendeknya dapat dilihat dari rasio likuiditas yaitu ratio *cash flow* dan *Cash flow to capital expenditure*. Rata rata rasio CF sebesar 0,3165 artinya rata rata arus kas yang dihasilkan perusahaan hanya bisa membiayai 31,65% kewajiban jangka pendeknya dan rata rata rasio CFC adalah 0.9309, artinya 93% pengeluaran modal dapat dibiayai dari arus kas. Rasio Solvabilitas dilihat dari rasio *Intereset Coverage* (IC) dan *Cash flow to Debt* (CFOD). Rata rata IC perusahaan tambang dan energi sebesar 1,075, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan tidak memiliki kesulitan untuk membayar bunga hutangnya karena laba perusahaan dari kegiatan operasi dapat membayar bunga hutangnya dan rata rata rasio CFOD sebesar 0,0939 artinya secara umum, hanya 10% hutang dapat dibiayai dari arus kas produksi sehingga data disimpulkan bahwa rasio likuiditas dan sovabilitas perusahaan masih rendah, meskipun demikian, perusahaan tidak mengalami kesulitan untuk membayar bunga hutang dan kewajibannya.

Hasil analisis deskriptif pertumbuhan perusahaan menunjukkan dengan proksi IOS menunjukkan rata rata ratio *fix asset* sebesar 0,531. rata rata *Investment to sales* sebesar 0,3959 dan rata rata *capital expenditure to book value asset* sebesar 0,3406. Hal ini menunjukkan bahwa hampir 40-50% pendapatan dan penjualan digunakan untuk berinvestasi dan tingkat aktivitas investasi perusahaan tambang dan energi cukup tinggi, sehingga dapat disimpulkan bahwa perusahaan pertambangan dan energi adalah perusahaan yang sedang mengalami

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
- b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



pertumbuhan yang terlihat dari peningkatan nilai IOS yang mengindikasikan bahwa perusahaan melakukan peluang investasi baru dengan menambahkan pengeluaran modal untuk menangkap kesempatan investasi dimasa yang akan datang. Sedangkan analisis perkembangan ekonomi makro Indonesia sepanjang tahun 2007–2010 relatif stabil dan terkendali. Selama periode tersebut banyak peristiwa penting terjadi seperti krisis keuangan Amerika, krisis utang Yunani, kenaikan harga minyak dan komoditas pangan dunia yang mempengaruhi kondisi perekonomian global.

Berdasarkan hasil uji asumsi klasik data telah terdistribusi normal, tidak terdapat multikolinieritas dan heteroskedastisitas tetapi mengandung autokolerasi, sehingga pengujian dilakukan dengan *cross section SUR* untuk menghilangkan autokolerasi. Dari hasil pengujian regresi data panel didapatkan bahwa model yang tepat adalah model efek tetap (MET). Asumsi pada model MET adalah adanya perbedaan diantara karakteristik obligasi perusahaan tambang dan energi yang didasarkan oleh adanya perbedaan intersep antara obligasi perusahaan namun intersep antar waktu sama. Obligasi PPLN07 dan APEX02 B memberikan rata rata perubahan *yield* paling besar tetapi dengan arah yang berbeda.

Koefisien determinasi sebesar 0,96577 artinya kemampuan variabel dependen untuk menjelaskan variabel indenpenden sebesar 96%. Berdasarkan hasil uji F didapatkan F hitung sebesar 0,000000, dengan tingkat signifikansi  $\alpha$  5% maka F hitung < F Tabel sehingga  $H_0$  ditolak atau  $H_1$  diterima. Hal ini menunjukkan bahwa secara bersama sama variabel *Cash flow to capital expenditures*, *Interest coverage*, proksi IOS yaitu ratio *investment to net sales*, *capital expenditure to book value asset* dan *fix asset*, variable makro yaitu suku bunga, inflasi, nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan uji parsial t didapatkan yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi pada signifikansi  $\alpha$  1% adalah pertumbuhan ekonomi, signifikasi  $\alpha$  5% adalah perubahan nilai tukar dan pada signifikansi  $\alpha$  10% adalah *interest coverage ratio* dan *capital expenditure to book value asset*.

Berdasarkan hasil penelitian tersebut direkomendasikan pada investor untuk memasukkan obligasi pertambangan dan energi kedalam portofolio investasi karena memberikan pendapatan yang lebih tinggi dibandingkan dengan reksadana ataupun deposito. Semakin tinggi kupon maka sensitivitas *yield* semakin rendah, meskipun obligasi disimpan dalam jangka panjang, tidak terjadi fluktuasi penurunan *yield* yang signifikan. Perusahaan yang sedang tumbuh memberikan *yield* obligasi yang lebih tinggi. Bagi emiten, kondisi perekonomian yang membaik harus dijadikan peluang bagi perusahaan untuk menangkap peluang investasi. Perusahaan juga harus memperhatikan pergerakan nilai tukar dan pertumbuhan ekonomi. Perubahan nilai tukar sangat sensitif bagi perusahaan yang bergerak dibidang ekspor impor seperti pertambangan. Pemerintah sebagai regulator harus senantiasa mendukung penciptaan iklim investasi yang kondusif yaitu dengan membuat kebijakan yang mampu meminimalisir volatilitas nilai tukar dan peningkatan pertumbuhan ekonomi.

Kata Kunci: Obligasi Perusahaan, *Yield* Obligasi, Kinerja Keuangan, *Investment Opportunity Set*, Makroekonomi, Data Panel.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
  - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
  - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

