

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Modal perusahaan berasal dari dua sumber, yakni utang dan ekuitas. Ekuitas didasarkan pada saham/kepemilikan. Utang perusahaan bukan hanya berasal dari utang pada lembaga keuangan (bank komersial), namun juga berasal dari obligasi (surat utang) yang dijual ke pasaran. Pasar yang dimaksudkan adalah pasar modal. Pasar modal merupakan sumber modal perusahaan dalam menjalankan aktivitas operasionalnya selain dari lembaga keuangan/perbankan. Selama ini, sebagian besar penelitian dilakukan sebatas terhadap penilaian saham.

Perbedaan mencolok antara utang dan ekuitas, jika dilihat dari segi risiko, ekuitas memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan utang. Investor yang berinvestasi pada ekuitas (pemegang saham) merupakan pemilik perusahaan, sehingga jika sewaktu-waktu perusahaan mengalami masalah (kebangkrutan), maka pemegang saham menjadi pihak yang paling tidak didahulukan kepentingannya. Sedangkan untuk pemilik obligasi selaku kreditur, perusahaan memiliki kewajiban untuk melunasi utangnya. Kemudian, jika dilihat dari segi pengembalian yang diterima, pengembalian yang diterima oleh pemilik obligasi bersifat tetap dan pasti, sedangkan pengembalian yang diterima oleh pemegang saham tergantung pada keuntungan yang diterima perusahaan tiap periode. Selain itu, jika dilihat dari sisi penerbit (perusahaan emiten/obligor) mengenai biaya modal yang harus dikeluarkan, obligasi memiliki biaya modal yang lebih murah

dibandingkan dengan saham. Menurut Ross, Westerfield, Jaffe, dan Jordan (2008) dari sisi keuangan, terdapat tiga perbedaan antara utang dan ekuitas, yaitu:

1. Kreditur (pihak yang memberikan utang) bukan pemilik perusahaan. Mereka tidak memiliki hak suara.
2. Pembayaran bunga dari utang perusahaan tercatat sebagai biaya operasional dan sepenuhnya dapat mengurangi pajak. Biaya bunga dibayarkan kepada kreditur sebelum perhitungan pajak. Dividen saham istimewa dan saham biasa dibagikan setelah perhitungan pajak. Karena bunga dapat mengurangi pajak, dapat diartikan bahwa pemerintah memberikan subsidi pajak langsung bagi perusahaan yang menggunakan utang sebagai modal dibandingkan dengan ekuitas.
3. Utang yang tidak terbayar merupakan kewajiban perusahaan. Jika sampai tidak terbayar, maka kreditur dapat menuntut secara legal atas aset perusahaan. Kejadian ini dapat mengakibatkan perusahaan dilikuidasi dan bangkrut. Hal itu adalah salah satu akibat dari adanya utang, yakni kemungkinan atas gagalnya pemenuhan kewajiban, yang mana tidak akan terjadi pada ekuitas.

Fakta-fakta tersebut mengakibatkan investasi pada obligasi dapat lebih diminati dibandingkan berinvestasi pada saham (ekuitas). Kecenderungan ini dapat terjadi pada kedua belah pihak, baik pihak investor maupun pihak perusahaan.

Menurut data yang diperoleh oleh *Investment Company Institute* (2011), diketahui bahwa hampir 60% dari total \$1.2 triliun arus bersih untuk dana jangka

panjang tahun lalu berasal dari investasi obligasi. Kemudian menurut wawancara yang dilakukan Reuters.com (2011), investor muda saat ini cenderung menghindari risiko. Sebagian besar penghasilan yang diterima, diinvestasikan dalam bentuk obligasi. Data-data tersebut menyatakan bahwa pasar saat ini cenderung menghindari risiko dan mulai beralih pada investasi yang relatif lebih aman.

Tabel 1.1

Data Jumlah Emiten, Nilai Emisi, dan Perbandingan antara Obligasi dan Saham Tahun 2001 dan 2011

	Jumlah Emiten (Unit)		Nilai Emisi (Triliun Rupiah)		Perbandingan Persentase (%)	
	Obligasi	Saham	Obligasi	Saham	Obligasi	Saham
2001	94	379	31,66	231.342	12,04%	87,96%
2011	199	546	260,863	554.978	31,97%	68,03%

Sumber: Bapepam (2012).

Jika menilik lingkup nasional Indonesia menurut data Bapepam (2012) seperti pada Tabel 1.1 dan Tabel 1.2, dapat dipaparkan sebagai berikut:

- Tahun 2001 jumlah emiten antara obligasi dan saham adalah 94 perusahaan dan 379 perusahaan. Sedangkan pada tahun 2011, jumlah emiten menjadi 199 perusahaan yang menerbitkan obligasi dan 546 perusahaan yang menerbitkan saham. Dapat disimpulkan dalam kurun waktu 10 tahun terakhir, jumlah emiten obligasi meningkat sangat signifikan, yaitu sebanyak 111,7%, sementara itu peningkatan jumlah emiten saham hanya sebesar 44.06%.

- Mengenai perbandingan total nilai emisi antara obligasi dan saham, disimpulkan bahwa nilai emisi obligasi meningkat sebanyak 8,24 kali lipat, sementara saham meningkat hanya sebesar 2,4 kali lipat.
- Sedangkan mengenai persentase perbandingan investasi, proporsi investasi pada obligasi dibandingkan dengan saham meningkat sebesar 19,93%.

Tabel 1.2
Data Volume Perdagangan, dan Frekuensi Perdagangan Obligasi dan Saham

	Volume Perdagangan (Miliar Rupiah)		Frekuensi Perdagangan (kali)	
	Obligasi	Saham	Obligasi	Saham
2001	1.115	97.522	403	3.621.576
2011	126.548	1.223.440	17.990	28.023.050

Sumber: Bapepam (2012).

- Pada jumlah volume perdagangan, nilai volume perdagangan dari obligasi mengalami peningkatan sebesar 113,48 kali lipat, sedangkan peningkatan volume perdagangan saham hanya sebesar 12,55 kali lipat.
- Sedangkan pada jumlah frekuensi perdagangan, frekuensi perdagangan obligasi mengalami peningkatan 44,64 kali lipat, sedangkan peningkatan dari frekuensi perdagangan saham hanya sebesar 7,74 kali lipat.

Mengenai halnya dalam penilaian obligasi, obligasi melekat dengan peringkat obligasi. Berdasarkan peringkat obligasi, investor dapat menilai kelayakan kredit secara keseluruhan dari suatu perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Semakin baik peringkat obligasi yang dimiliki suatu perusahaan, artinya kesanggupan perusahaan tersebut dalam membayarkan kewajiban utangnya

semakin tinggi, maka semakin layak bagi investor untuk berinvestasi pada obligasi perusahaan tersebut. Perusahaan yang memiliki peringkat yang tinggi, akan lebih digemari oleh investor dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki peringkat yang lebih rendah. Oleh sebab itu, agar obligasi perusahaan yang berperingkat rendah dapat dijual di pasar, maka perusahaan harus memberikan premi yang lebih tinggi, yang diukur dari bunga obligasi. Premi ini merupakan kompensasi atas risiko yang ditanggung oleh investor. Fakta ini jelas berakibat pada biaya modal perusahaan, dimana peringkat yang tinggi akan meminimalkan biaya utang perusahaan, begitu juga sebaliknya (Pinches & Mingo, 1975).

Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga pemeringkat obligasi. Tiga lembaga pemeringkat terbaik dunia (*Big Three*) yang telah memberikan peringkat obligasi kepada banyak perusahaan di berbagai negara adalah Standard & Poor's (S&P) berbasis Amerika Serikat, Moody's berbasis Amerika Serikat, dan Fitch berbasis di Paris. Berdasarkan laporan *U.S. Securities and Exchange Commission* (badan independen pemerintah Amerika yang bertanggung jawab untuk mengawasi pelaksanaan dari peraturan-peraturan di bidang perdagangan efek dan mengatur pasar perdagangan pada bursa efek) bulan September 2011 (Bloomberg.com, 2011), ketiga lembaga pemeringkat tersebut menguasai 97% dari seluruh peringkat kredit (obligasi) yang ada. S&P memimpin dengan 42% pangsa pasar, diikuti oleh Moody's 37%, dan Fitch (berbasis di Paris) 18%. Pada tahun 2000 pendapatan tahunan Moody's mencapai US\$600 juta, dimana 90% berasal dari pemeringkatan obligasi, dengan total aset senilai US\$300 juta. Moody's juga

berprofit tinggi, yakni dengan laba bersih tahunan mencapai US\$158 juta (52.8% dari total aset) pada tahun 2000 (Galil, 2003).

Lembaga pemeringkat menggunakan informasi publik yang sudah tersedia di pasar, seperti laporan keuangan, begitu juga informasi non-publik, seperti wawancara konfidensial dengan manajemen perusahaan, dalam tujuannya untuk memberikan peringkat yang sesuai kepada masing-masing obligasi korporasi (Blume, Lim & MacKinlay, 1998). Metodologi penilaian peringkat antara satu lembaga dengan lembaga lainnya berbeda-beda, tetapi pada intinya memiliki tujuan yang sama, yaitu memudahkan investor dalam menilai kelayakan suatu obligasi. Hasil dari pemeringkatan obligasi didasarkan atas beberapa hal seperti (Andry, 2005):

- Kemungkinan pelunasan pembayaran yaitu kemampuan obligor (perusahaan penerbit obligasi) untuk memenuhi kewajiban keuangannya sesuai dengan perjanjian.
- Struktur, karakteristik serta berbagai ketentuan yang diatur dalam obligasi.
- Perlindungan yang diberikan maupun posisi klaim dari pemegang obligasi tersebut bila terjadi pembubaran/likuidasi, serta hukum lainnya yang mempengaruhi hak kreditur.

Hal yang disanksikan dan menjadi pertanyaan adalah apakah peringkat yang diberikan oleh lembaga pemeringkat tersebut dapat dipercaya oleh investor. Hal ini patut dipertanyakan karena lembaga pemeringkat tidak dapat dikatakan sebagai badan yang 100% independen dari perusahaan emiten. Hal ini disebabkan oleh:

1. Lembaga pemeringkat dibayar oleh perusahaan emiten, untuk menilai dan memberikan peringkat.
2. Perusahaan emiten dapat memilih dengan bebas lembaga pemeringkat yang diinginkan, hal ini dapat diartikan bahwa perusahaan akan memilih lembaga pemeringkat yang bersedia memberikan peringkat yang baik terhadap obligasi perusahaan.
3. Lembaga pemeringkat menilai berdasarkan informasi-informasi dari dalam perusahaan. Hal ini disanksikan karena manajemen perusahaan berkemungkinan tidak memberikan informasi yang sekiranya dapat menurunkan peringkat yang akan diterima perusahaan.

Alasan lain yang memungkinkan terjadinya bias/kesalahan oleh lembaga pemeringkat dalam hal penilaian peringkat adalah karena baik Moody's maupun S&P tidak mampu melakukan monitor basis harian pada ribuan obligasi korporasi di pasar (Chan & Jegadeesh, 2004). Jadi, walaupun lembaga pemeringkat memberi klaim bahwa pihaknya terus mengumpulkan informasi mengenai obligor secara berkelanjutan, namun fakta lapangan menyatakan mereka cenderung bertemu obligor hanya sekali dalam setahun.

Terdapat banyak kasus yang menegaskan bahwa lembaga pemeringkat mengalami masalah kekeliruan dalam memberikan peringkat obligasi perusahaan, contohnya sebagai berikut:

1. Menurut usatoday.com (2010):
 - Tahun 2007 ditemukan masalah eror komputer pada lembaga pemeringkat Moody yang telah mengakibatkan kekeliruan pemberian

peringkat pada perusahaan Eropa. Risiko kredit perusahaan tersebut terlihat lebih kecil dibandingkan yang sebenarnya.

- Tiga besar lembaga pemeringkat Moody, Standard & Poor's dan Fitch disanksikan karena telah memberi peringkat yang baik pada perusahaan-perusahaan *mortgage* yang berisiko tinggi, sekaligus merupakan pencetus krisis finansial di Amerika Serikat.

2. Menurut worldpropertychannel.com (2010), delapan bank besar dan tiga lembaga pemeringkat diperiksa oleh US congress, mengenai kasus *misleading investor*.

- Kedelapan bank besar tersebut, yakni: Goldman Sachs, Morgan Stanley, UBS, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, Credit Agricole dan Merrill Lynch yang merupakan kepemilikan Bank of America.
- Ketiga lembaga pemeringkat tersebut, yakni: Moody, Standard & Poor, dan Fitch.
- Tuduhan yang dikenakan adalah bank sengaja memberikan informasi keuangan yang salah pada lembaga pemeringkat, ataupun lembaga pemeringkat dengan sengaja memberikan peringkat yang baik dan bukan sebenarnya kepada bank-bank tersebut.
- Menurut *New York Times*, *US Congress* sampai saat ini belum menemukan solusi yang pasti untuk mengatasi masalah ini. Pilihan solusi yang memungkinkan, yakni mentransfer/memindahkan tanggung jawab penilaian dan pemberian peringkat kepada badan pemerintah

(bukan swasta) ataupun dengan cara investor yg membayar utk perhitungan peringkat sekuritas perusahaan yg akan dibelinya

3. Menurut washingtonpost.com (2010), dengan judul “Lembaga Pemeringkat Kredit (obligasi): Biang Kerok Sebenarnya dari Krisis Keuangan?”

- Di *congress* A.S., lembaga pemeringkat tidak mengakui kesalahan dan tuduhan yang diajukan, serta mereka menyatakan bahwa peringkat yang mereka berikan memang berdasarkan pada data-data keuangan yang diberikan oleh bank.
- Lembaga pemeringkat dibayar oleh obligor, sehingga peringkat tersebut memiliki kemungkinan besar untuk bias.
- Hubungan simbiosis mutualisme yang tidak dapat dihindari antara lembaga pemeringkat dan perusahaan yang diberi peringkat. Kedua pihak saling berusaha untuk menyenangkan satu sama lain, dengan harapan hubungan kerja sama yang lama dan kepercayaan investor/pihak ketiga.
- Terdapat beberapa pengakuan buruk secara anonim dari karyawan lembaga pemeringkat sendiri mengenai sistem kerja perusahaan mereka.

4. Menurut guardian.co.uk (2012), lembaga pemeringkat gagal memberi sinyal/peringatan yang sebenar-benarnya.

- Pada kasus krisis tahun 2008 di Amerika Serikat, sampai dengan tahun tersebut, utang yang berbasis pembiayaan properti yang merupakan sumber penyebab krisis terjadi, masih mendapat peringkat AAA (sangat baik), dimana sangat bertolak belakang dengan fakta yang ada.

- Hal yang sama terjadi pada Enron, Lehman Brothers, dan AIG. Beberapa hari sebelum bangkrut, perusahaan-perusahaan tersebut masih dinyatakan aman oleh Moody's, S&P, dan Fitch.
- Konflik kepentingan yang terjadi antara lembaga pemeringkat dan obligor. Lembaga pemeringkat dibayar oleh obligor, biaya berkisar antara US\$1,500 sampai dengan US\$2,500,000 tergantung dari ukuran perusahaan.
- Lembaga pemeringkat menegaskan bahwa mereka tidak melakukan kesepakatan terselubung dengan perusahaan yang membayar. Namun di sisi lain, fakta tahun 1998 menyatakan bahwa Moody's terlalu agresif terhadap perusahaan yang tidak membayar mereka. Sebuah perusahaan asuransi raksasa asal Jerman, yang bernama Hannover Re dan bukan merupakan klien dari Moody's, diberi peringkat bebas biaya oleh Moody's dengan harapan kerja sama di masa datang. Namun setelah beberapa waktu, Hannover mendaftar pada S&P dan lembaga pemeringkat lebih kecil lainnya. Pada tahun 2003 Moody's menurunkan peringkat Hannover menjadi obligasi sampah (tidak layak untuk diinvestasi). Kepercayaan investor akan penilaian Moody's membuat mereka panik dan menjual saham Hannover, yang mengakibatkan Hannover kehilangan US\$175 juta dalam beberapa jam.

1.2 Permasalahan Penelitian

Berdasarkan latar belakang di atas, maka permasalahan penelitian dapat disusun sebagai berikut:

1. Seberapa besarkah pengaruh laporan keuangan perusahaan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang diberikan oleh lembaga pemeringkat?
2. Faktor-faktor apa sajakah yang paling mempengaruhi peringkat obligasi?

1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Dengan permasalahan di atas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh laporan keuangan perusahaan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang diberikan oleh lembaga pemeringkat.
2. Untuk mengetahui faktor-faktor yang paling mempengaruhi peringkat obligasi.

1.3.2 Manfaat Penelitian

Lembaga pemeringkat obligasi tidak pernah mempublikasikan secara utuh, baik metode maupun variabel input yang digunakan dalam proses pemeringkatan (Shin & Han, 2001; Altman & Rijken, 2006). Berdasarkan fakta tersebut, maka manfaat dari penelitian ini bagi investor, yakni:

1. Sebagai acuan/panduan lain dalam menilai kelayakan kredit atau kemampuan perusahaan dalam membayar utangnya.
2. Tidak semua perusahaan memiliki peringkat obligasi, terutama untuk perusahaan yang baru menjadi perusahaan publik, ataupun perusahaan non-publik. Perhitungan peringkat ini dapat membantu investor dalam menghitung/menilai peringkat perusahaan, untuk mengetahui kualitas utang/obligasinya.

Mengenai manfaatnya bagi perusahaan, yaitu:

1. Mahalnya biaya penilaian peringkat dan ketidakpastian akan hasil peringkat yang akan didapat, mengakibatkan masih banyaknya perusahaan yang belum memiliki peringkat obligasi.
2. Hasil dari metode perhitungan peringkat pada model penelitian ini dapat digunakan perusahaan sebagai untuk memperkirakan peringkat yang akan diterima dari lembaga pemeringkat.
3. Perusahaan dapat mengetahui faktor-faktor yang berperan dominan dalam mempengaruhi peringkat obligasi.

Bagi kalangan akademisi, diharapkan dapat lebih mengerti mengenai metode penilaian peringkat obligasi/kredit dan rasio-rasio yang mempengaruhinya, serta sebagai bahan referensi untuk penelitian lebih lanjut dengan topik yang serupa.

1.4 Sistematika Pembahasan

Guna mempermudah pembahasan selanjutnya, maka sistematika pembahasan adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini berisikan tentang latar belakang penelitian, permasalahan penelitian, tujuan dan manfaat penelitian serta sistematika pembahasan.

BAB II KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Bab ini terdiri dari kajian empirik, kajian teoretis dan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini membahas mengenai rancangan penelitian, obyek penelitian, definisi operasional variabel, teknik pengumpulan data, uji kualitas data dan metode analisis data.

BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Pada bab ini hal yang diuraikan adalah mengenai deskripsi demografi responden, uji validitas dan reliabilitas instrumen pengukuran dan pembahasan hasil penelitian.

BAB V KESIMPULAN, KETERBATASAN, REKOMENDASI, DAN IMPLIKASI

Pembahasan dalam bab ini adalah mengenai kesimpulan dari hasil penelitian, keterbatasan penelitian, rekomendasi bagi penelitian selanjutnya, dan implikasi.