

BAB II KERANGKA TEORETIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

2.1 Model Penelitian Terdahulu

Pada awal mulanya, penelitian mengenai peringkat obligasi didasari oleh penelitian-penelitian terdahulu mengenai prediksi kebangkrutan perusahaan.

Peringkat obligasi mengukur kondisi suatu perusahaan, hal tersebut tentunya berkaitan erat dengan kemungkinan perusahaan dalam menghadapi risiko kebangkrutan. Obligasi merupakan surat utang jangka panjang, maka dari itu penting bagi pemegang obligasi (*bondholder*) untuk memperkirakan kemungkinan obligor mengalami kebangkrutan sampai dengan obligasi tersebut jatuh tempo.

Penelitian-penelitian terdahulu mengenai prediksi kebangkrutan perusahaan menjadi acuan bagi penelitian terhadap peringkat obligasi. Beaver (1966) meneliti rasio-rasio yang dapat memprediksi kegagalan suatu perusahaan.

Beaver menggunakan 30 jenis rasio yang terbagi menjadi 6 kelompok besar, yaitu arus kas, profitabilitas, pengungkit, aset, likuiditas, dan rasio *turnover*. Altman (1968) yang populer dengan rumus *z-score* mengukur kualitas rasio keuangan sebagai alat analisis kebangkrutan perusahaan. Variabel rasio yang digunakan adalah likuiditas, profitabilitas, produktivitas, struktur modal, dan efisiensi.

Ohlson (1980) meneliti mengenai rasio-rasio yang dapat memprediksi kemungkinan kebangkrutan perusahaan. Rasio-rasio tersebut adalah ukuran perusahaan, pengungkit, *working capital* pada total aset, likuiditas, profitabilitas, dana operasional yang tersedia pada total utang, dan stabilitas laba.

Berdasarkan atas penelitian yang bertujuan memprediksi kebangkrutan perusahaan, berikut adalah paparan variabel-variabel yang digunakan oleh peneliti pada penelitian terdahulu dalam memprediksi peringkat obligasi. Bhandari, Soldofsky, dan Boe (1972) menggunakan variabel rasio pengungkit, cakupan, dan profitabilitas. Ketiga variabel ini adalah variabel yang paling sering digunakan pada penelitian terdahulu.

Rasio pengungkit merupakan ukuran dari utang yang wajib dilunasi oleh perusahaan dengan aset total sebagai perbandingannya, dimana merupakan sumber perusahaan dalam melunasi utang (Beaver, McNichols, & Rhie, 2005). Rasio ini umumnya dianggap sebagai faktor kunci dalam penilaian resiko kebangkrutan dan peringkat utang (Manzoni, 2004). Rasio cakupan digunakan sebagai ukuran kemampuan perusahaan dalam melayani utang (Gitman, 2010). Rasio ini merefleksikan kemampuan perusahaan untuk membayarkan bunga sesuai jadwal selama jangka waktu utang berjalan. Profitabilitas diperhitungkan sebagai elemen kritis, karena penelitian-penelitian sebelumnya membuktikan bahwa pasar modal sangat peduli pada kemampuan perusahaan dalam melunasi utangnya, dan profitabilitas merupakan indikator utama dari kemampuan tersebut (Beaver, *et al.*, 2005).

Mengenai hubungannya dengan masalah keuangan, perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki akses yang lebih mudah dari pasar modal yang luas dan beragam, memiliki pendapatan yang berasal dari beragam sumber, kemampuan yang lebih baik dalam menghadapi tekanan dan fluktuasi yang bersifat sementara (Manzoni, 2004). Fakta ini yang mendorong Horrigan (1966), Belkaoui (1972),

Bhandari, Chrisman, dan Rubash (1985), Ogden (1987), Ziebart dan Reiter (1992), Kamstra, Kennedy, dan Suan (2001), Butler dan Rodgers (2003), Galil (2003), Chan dan Jegadeesh (2004), Manzoni (2004), Yesilyaprak (2004), Nagano (2007), Chikolwa (2008), Hwang, Cheng, dan Lee (2008), serta Cavallo dan Valenzuela (2010) untuk menambahkan 1 variabel pada model dasar, yakni ukuran perusahaan.

Beberapa perusahaan yang menerbitkan lebih dari 1 jenis obligasi, memiliki peringkat yang berbeda untuk masing-masing obligasinya (Horrigan, 1966). Hal ini ternyata disebabkan oleh fitur hukum yang melekat pada obligasi tersebut. Obligasi dengan status subordinasi cenderung mendapat peringkat lebih rendah 1 tingkat dari obligasi bukan subordinasi. Temuan ini yang menjadi acuan bagi Horrigan (1966), Belkaoui (1972), Ziebart dan Reiter (1992), Kamstra, *et al.* (2001), Butler dan Rodgers (2003), serta Galil (2003) untuk menambahkan variabel status subordinasi ke dalam model dasar sebelumnya. Variabel ini merupakan variabel non-akuntansi yang menunjukkan status hukum, prioritas pembayaran utang, dan jaminan dari obligasi.

Para ahli mengakui bahwa peringkat obligasi bergantung pada data statistik mengenai kondisi operasional dan keuangan perusahaan yang sudah tersedia, namun juga tidak disangkal bahwa faktor lain di luar laporan keuangan juga ikut berperan. Hal tersebut menjadi acuan bagi Pogue dan Soldofsky (1969) untuk mengetahui seberapa baik peringkat obligasi dapat ditentukan oleh data operasional dan keuangan yang tersedia, atau dengan kata lain, untuk mengetahui seberapa penting faktor lain di luar laporan keuangan dapat mempengaruhi

peringkat obligasi. Penelitian yang dilakukan Kaplan dan Urwitz (1979) fokus pada metode statistik dalam menjelaskan dan memprediksi peringkat obligasi.

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui informasi apa yang sebenarnya dibutuhkan oleh para analis dalam membuat keputusan mengenai kelayakan kredit. Peringkat obligasi jelas menggambarkan risiko kredit dari perusahaan itu sendiri. Pogue dan Soldofsky (1969), West (1970), Pinches dan Mingo (1973, 1975), Eisenbeis (1978), Kaplan dan Urwitz (1979), Ogden (1987), Chan dan Jegadeesh (2004), Manzoni (2004), dan Yesilyaprak (2004) menambahkan variabel stabilitas atau ketidakstabilan laba.

Kemudian terdapat beragam variabel rasio keuangan lain yang ditambahkan ke dalam model. Horrigan (1966) menambahkan *short-term capital turnover* dan *long-term capital turnover*. Selain itu, Horrigan (1966), Belkaoui (1972), Morris III (1982), Galil (2003), Chan dan Jegadeesh (2004), Manzoni (2004), Yesilyaprak (2004), serta Hwang, *et al.* (2008) juga menambahkan variabel rasio likuiditas. Kemudian, Belkaoui (1972), Blume, Lim, dan MacKinlay (1998), serta Hwang, *et al.* (2008) menambahkan rasio pasar. Selanjutnya, Chan dan Jegadeesh (2004), Chikolwa (2008), Hwang, *et al.* (2008), Malhotra, Malhotra, & Russel (2010) menambahkan variabel rasio arus kas.

Penelitian terdahulu juga menambahkan variabel yang berkaitan dengan karakteristik obligasi lainnya. Pinches dan Mingo (1973, 1975), Eisenbeis (1978), Kaplan dan Urwitz (1979), Bhandari, *et al.* (1985), Butler dan Rodgers (2003), serta Nagano (2007) menambahkan variabel nilai awal penerbitan obligasi. Kemudian, Butler dan Rodgers (2003), serta Cavallo dan Valenzuela (2010) juga

menambahkan jangka waktu jatuh tempo obligasi. Butler dan Rodgers (2003) kembali menambahkan variabel peringkat obligasi sebelumnya.

Selain itu, terdapat variabel-variabel keuangan dan bukan keuangan lainnya yang digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. West (1970) menambahkan variabel solvabilitas, struktur modal, dan variabel *marketability*.

Chan dan Jegadeesh (2004), Manzoni (2004), dan Yesilyaprak (2004) menambahkan variabel tingkat pertumbuhan dan efisiensi operasional perusahaan.

Kemudian, Selain itu, Gray, Mirkovic, dan Rangunathan (2006) serta Nagano (2007) menambahkan variabel risiko sistematis (beta) dan persaingan industri.

Sedangkan Ziebart dan Reiter (1992), Hwang, *et al.* (2008), serta Cavallo dan Valenzuela (2010) menambahkan variabel kondisi makroekonomi dan faktor eksternal.

Ang dan Patel (1975) melakukan penelitian ulang dari 4 model penelitian sebelumnya, yakni Horrigan (1966), Pogue dan Soldofsky (1969), West (1970), serta Pinches dan Mingo (1973). Berdasarkan pengujian ulang ini, Ang dan Patel (1975) menemukan bahwa model penelitian yang paling berhasil memprediksi peringkat obligasi adalah model penelitian yang digunakan oleh Pogue dan Soldofsky (1969).

2.2 Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi atau dikenal juga dengan peringkat utang/kredit, diberikan oleh lembaga pemeringkat. Peringkat obligasi adalah skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Skala ini menunjukkan

seberapa aman suatu obligasi bagi para investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuannya dalam membayar bunga dan pelunasan harga pokok pinjaman secara tepat waktu. Peringkat obligasi perusahaan diharapkan dapat memberikan investor petunjuk tentang kualitas investasi obligasi yang diminati.

Menurut Foster (1986) peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan pengutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan dengan utang yang dimiliki. Dapat dikatakan bahwa *rating* mencoba mengukur risiko gagal, yaitu peluang emiten atau peminjam akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan. Foster (1986) mengemukakan beberapa fungsi peringkat obligasi, yaitu sebagai:

1. Sumber informasi mengenai kemampuan perusahaan, pemerintah daerah ataupun pemerintah dalam menepati waktu pembayaran kembali pokok utang dan tingkat bunga yang dipinjam.
2. Sumber informasi dengan biaya rendah bagi informasi kredit yang terkait dengan *cross section* antar perusahaan, pemerintah daerah, dan pemerintah. Tentu akan sangat tinggi biaya yang diperlukan untuk setiap individu investor untuk merangkum informasi mengenai pihak penerbit obligasi. Bagi investor, akan sangat efektif jika ada agensi yang mengumpulkan, memproses, dan meringkas informasi 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.

Menurut Ziebart dan Reiter (1992) peringkat obligasi memberi sinyal mengenai risiko kebangkrutan. Peringkat obligasi dan tingkat bunga obligasi berkorelasi negatif, artinya tingkat bunga yang tinggi harus diberikan oleh obligor sebagai kompensasi atas rendahnya peringkat obligasi yang diterima (risiko kebangkrutan tinggi). Peringkat obligasi dapat mengurangi asimetri informasi (ketidakteraturan informasi) yang terjadi di pasar (Galil, 2003).

Menurut Pinches dan Mingo (1975) dan Belkaoui (1972) peringkat obligasi memiliki pengaruh langsung dan seringkali berdampak dramatis pada pasar utang.

Biaya yang dikeluarkan perusahaan dan bahkan masalah marketabilitas dari surat berharga yang diterbitkan perusahaan sangat dipengaruhi oleh peringkat.

Peringkat obligasi dapat mempengaruhi keduanya, biaya utang dan juga biaya ekuitas dari perusahaan. Penemuan ini diperkuat oleh penelitian Hand, Holthausen, dan Leftwich (1992), Goh dan Ederington (1993), serta Ederington dan Goh (1998) yang membuktikan bahwa peringkat obligasi beserta perubahannya, mempengaruhi baik harga pasar obligasi dan juga saham.

Fakta ini yang menyebabkan para CFO (*Chief Financial Officer*) perusahaan menganggap bahwa peringkat obligasi merupakan faktor terpenting kedua setelah fleksibilitas keuangan, dalam putusan perusahaan untuk menambah jumlah utang (Graham & Harvey, 2001). Selain itu, manajemen perusahaan dapat mengetahui informasi vital mana sajakah yang dibutuhkan oleh lembaga pemeringkat dalam menilai peringkat obligasi, sehingga dapat memperkirakan premi risiko perusahaan sebelum menerbitkan obligasi (Belkaoui, 1972).

Menurut Kaplan dan Urwitz (1979), peringkat obligasi adalah penilaian mengenai keuangan dan prospek bisnis perusahaan. Jika informasi yang dimiliki mengenai suatu perusahaan tidak cukup, maka obligasi tersebut tidak akan diberi peringkat. Tidak ada formula yang pasti mengenai bagaimana proses penilaian peringkat. Namun, *investment banker*, manajer portofolio obligasi dan pihak lain yang mengikuti pasar obligasi secara dekat, mendapati cara tentang bagaimana pemeringkatan obligasi, yaitu dengan melihat beberapa angka kunci seperti rasio.

Tabel 2.1
Dominasi Tiga Besar Lembaga Pemeringkat Obligasi Dunia

	S&P	Moody's	Fitch	Lainnya
Pendapatan (US\$ juta)	1.696	2.032	657	-
Proposisi Total "Tiga Besar"	39%	46%	15%	
Labanya Operasional (US\$ juta)	762	773	200	35
Proposisi Persentase	43%	44%	11%	2%
Peringkat Kredit yang Beredar	1.190.500	1.039.187	505.024	81.888
Proposisi Persentase	42%	37%	18%	3%

Sumber: *US Securities and Exchange Commission* dan Veron (2011).

Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga pemeringkat obligasi/utang. Tiga lembaga pemeringkat terbesar dunia adalah Standard & Poor's, Moody's, dan Fitch. Data mengenai ketiga lembaga disajikan pada tabel 2.1.

Lembaga pemeringkat akan memberikan penilaian atas obligasi emiten dengan dua kategori yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*. Perbedaan antara kedua kategori terletak pada risikonya. Definisi dari peringkat obligasi disajikan pada Tabel 2.2.

Tabel 2.2
Peringkat Obligasi Moody's dan Standard & Poor's

Peringkat Obligasi		Definisi	Tingkatan
Moody's	S&P's		
Aaa	AAA	Kualitas terbaik, risiko kredit terendah	Tingkat Investasi
Aa	AA	Kualitas baik, risiko kredit sangat rendah	
A	A	Tingkat menengah atas, risiko kredit rendah	
Baa	BBB	Tingkat menengah, risiko kredit sedang, memiliki sedikit karakteristik spekulatif	
Ba	BB+	Spekulatif, memiliki risiko kredit	Tingkat Spekulatif
B	BB/B	Spekulatif, risiko kredit tinggi	
Caa	CCC/CC	Spekulatif dan lemah, risiko kredit sangat tinggi	
Ca	C	Spekulatif tinggi, berkecenderungan gagal bayar, namun masih memiliki prospek pengembalian utang	
C	D	Peringkat terendah, cenderung sudah gagal bayar, dengan sedikit prospek pengembalian utang	

Sumber: Moody's dan Standard & Poor's (2011).

Obligasi perusahaan yang berada pada kategori tingkat investasi berarti aman dan berisiko rendah bagi investor untuk berinvestasi. Sedangkan bagi tingkat spekulatif, kategori ini memiliki arti bahwa perusahaan memiliki risiko tinggi dalam gagal bayar ataupun bangkrut, sehingga obligasi ini biasanya wajib

memberikan *return* yang tinggi bagi investor. Kategori tingkat spekulatif sering disebut juga sebagai *junk bond* (obligasi sampah).

Secara umum, proses dari pemeringkatan mencakup tinjauan dari beberapa dokumentasi yang diterbitkan oleh emiten/obligor, yakni: laporan tahunan tahun-tahun sebelumnya, laporan triwulan terakhir, laporan laba-rugi, neraca, prospektus terbaru, dan laporan informasi serta statistik lainnya (Shin & Han, 2001). Setelah tinjauan atas laporan dilakukan dan pertemuan diadakan, penilai menyiapkan laporan pemeringkatan dan mempresentasikan kepada komite pemeringkat, beserta rekomendasi peringkat. Bagian dari lembaga pemeringkat yang bertanggung jawab atas seluruh peringkat adalah komite pemeringkat. Anggota komite meninjau dokumentasi yang ada dan mendiskusikan isu-isu yang berkembang dengan penilai, yang seandainya mampu dijelaskan dan diklarifikasi oleh penilai. Keputusan yang diambil setelah tinjauan dan diskusi oleh komite merupakan peringkat final (Shin & Han, 2001).

Berdasarkan pada hubungan lembaga pemeringkat dengan perusahaan yang diberi peringkat, terbagi menjadi 2 kriteria, yaitu *solicited rating* dan *unsolicited rating*. Maksud dari *solicited rating* adalah peringkat yang diberikan oleh lembaga pemeringkat kepada perusahaan yang berinisiatif mengajukan penilaian peringkat atas obligasinya. Sedangkan *unsolicited rating* adalah sebaliknya, inisiatif awal penilaian peringkat dilakukan oleh lembaga pemeringkat itu sendiri. Survei yang dilakukan Baker dan Mansi (2002) terhadap obligor dan investor, separuh responden menjawab bahwa tidak ada perbedaan hasil pemeringkatan dalam halnya *solicited* dan *unsolicited rating*, namun tidak ada yang menjawab

unsolicited lebih akurat dibandingkan dengan *solicited*. Poon (2002) meneliti hal yang sama di pasar Jepang dan non-US, dan menemukan bahwa *unsolicited rating* cenderung lebih rendah dibandingkan dengan *solicited rating*.

Menurut Smith dan Walter (2001) peringkat utang/obligasi yang diterbitkan oleh 2 besar lembaga pemeringkat (Moody's dan S&P) lebih penting bagi investor global yang berada di pasar negara berkembang, karena:

1. Informasi keuangan perusahaan negara berkembang lebih tidak transparan dibanding negara maju.
2. di negara berkembang Tidak ada lembaga keuangan terpercaya yang dapat memberi jaminan akan utang/obligasi bagi investor global.
3. Kebanyakan investor institusi di Amerika Serikat tidak diizinkan untuk berinvestasi pada obligasi tingkat spekulatif di negara berkembang.

Berdasarkan penelitian yang dilakukan Han, Yoon, Reinhart, dan Moore (2009) peringkat obligasi yang diberikan oleh Moody's lebih berpengaruh dibandingkan dengan peringkat obligasi yang diberikan oleh S&P.

2.3 Pengaruh antara Rasio Pengungkit dan Peringkat Obligasi

Rasio pengungkit digunakan untuk melihat proporsi penggunaan utang oleh perusahaan dalam membiayai investasi dari keseluruhan asetnya. Obligasi merupakan salah satu bagian dari utang perusahaan, termasuk dalam utang jangka panjang, karena obligasi berumur lebih dari 1 tahun. Rasio pengungkit yang terlalu tinggi, menandakan berlebihan utang perusahaan. Kondisi ini menunjukkan tingginya risiko ketidakmampuan perusahaan untuk membayar

bunga. Rasio pengungkit memiliki pengaruh negatif dengan peringkat obligasi, yang artinya semakin tinggi rasio pengungkit, maka semakin rendah peringkat obligasi yang diterima perusahaan. Hal ini menandakan bahwa semakin besarnya rasio cakupan, maka semakin tinggi kemungkinan perusahaan mengalami masalah keuangan di masa yang akan datang (Nagano, 2007).

Pogue dan Soldofsky (1969), Kaplan dan Urwitz (1979), Ogden (1987), Blume, *et al.* (1998), Kamstra *et al.* (2001), Butler dan Rodgers (2003), Galil (2003), Manzoni (2004), Yesilyaprak (2004), Gray, *et al.* (2006), Chikolwa (2008), Hwang, *et al.* (2008), Cavallo dan Valenzuela (2010), dan Malhotra *et al.* (2010) membuktikan bahwa rasio pengungkit memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

2.4 Pengaruh antara Ukuran Perusahaan dan Peringkat Obligasi

Ukuran perusahaan diukur dari jumlah asetnya. Perusahaan besar (nilai aset tinggi) cenderung akan lebih aman dan stabil dibandingkan dengan perusahaan kecil. Semakin besar suatu perusahaan, maka akan semakin besar kemungkinan perusahaan tersebut untuk melunasi kewajibannya (utang/obligasi). Oleh karena itu, semakin besar ukuran perusahaan, maka semakin baik pula peringkat obligasi yang diterima (pengaruh positif). Perusahaan besar memiliki kemampuan untuk mendapat utang yang lebih tinggi disebabkan oleh kredibilitas yang dimiliki (Nagano, 2007).

Survei wawancara yang dilakukan Nagano selama bulan Juni-Juli 2004 di Jakarta, Manila, dan Bangkok, menyatakan bahwa petisi pernyataan bangkrut oleh

perusahaan, harus melalui proses yang sulit berdasarkan hukum masing-masing negara tersebut. Hal ini yang menyebabkan para *underwriter* selalu memilih perusahaan besar yang lebih transparan, guna menghindari proses hukum pernyataan bangkrut.

Horrigan (1966), Pinches dan Mingo (1973), Kaplan dan Urwitz (1979), Ogden (1987), Kamstra *et al.* (2001), Butler dan Rodgers (2003), Galil (2003), Manzoni (2004), Nagano (2007), Chikolwa (2008), dan Cavallo dan Valenzuela (2010) membuktikan bahwa ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

2.5 Pengaruh antara Rasio Cakupan dan Peringkat Obligasi

Rasio cakupan digunakan untuk mengukur kemampuan dan kecukupan perusahaan dalam membayar bunga dari utangnya. Rasio ini menunjukkan proteksi terhadap kreditur perusahaan dalam jangka panjang. Obligasi merupakan rasio utang jangka panjang, sehingga kemampuan perusahaan dalam membayarkan bunga merupakan salah satu faktor penting. Rasio cakupan berpengaruh positif pada peringkat obligasi, dimana semakin tinggi rasio, maka semakin tinggi peringkat obligasi yang diterima perusahaan. Rasio cakupan yang lebih tinggi, cenderung lebih disukai, namun rasio yang terlalu tinggi juga memberi arti resiko dan pengembalian rendah yang tidak kompetitif (Gitman, 2010).

Penelitian yang dilakukan oleh Horrigan (1966), Bhandari, *et al.* (1972), Eisenbeis (1978), Morris III (1982), Bhandari, *et al.* (1985), Blume, *et al.* (1998),

Manzoni (2004), Yesilyaprak (2004), dan Gray, *et al.* (2006) membuktikan bahwa terdapat pengaruh signifikan dari rasio cakupan terhadap peringkat obligasi.

2.6 Pengaruh antara Rasio Profitabilitas dan Peringkat Obligasi

Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur tingkat laba suatu perusahaan dibandingkan dengan jumlah aset yang dimiliki. Profitabilitas mengindikasikan mengenai kemampuan perusahaan untuk *going concern*/bertahan hidup (Purwaningsih, 2008). Profitabilitas juga dapat digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam mengendalikan efektivitas pengeluaran perusahaan. Selain itu, laba merupakan alat penarik sumber pendanaan eksternal (Gitman, 2010). Dengan laba yang tinggi, perusahaan akan lebih mampu untuk meyakinkan kreditur mengenai kemampuan perusahaan untuk membayarkan bunga secara teratur (Hadianto & Wijaya, 2010). Walaupun faktor ini tidak berhubungan secara langsung dengan pembayaran bunga obligasi, karena tetap akan mendapatkan pembayaran bunga, namun profitabilitas kerap digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan.

Rasio ini memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi, dimana semakin tinggi tingkat laba yang dihasilkan perusahaan, artinya perusahaan memiliki sumber dana internal yang memadai, maka semakin kecil kemungkinan perusahaan gagal dalam membayar utangnya, sehingga semakin tinggi juga peringkat yang diterima (Nagano, 2007).

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Horrigan (1966), Pogue dan Soldofsky (1969), Bhandari, *et al.* (1972), Bhandari, *et al.* (1985), Blume, *et al.* (1998),

Kamstra *et al.* (2001), Butler dan Rodgers (2003), Galil (2003), Manzoni (2004), Yesilyaprak (2004), Gray, *et al.* (2006), Nagano (2007), Hwang, *et al.* (2008), Cavallo dan Valenzuela (2010), dan Malhotra *et al.* (2010) membuktikan bahwa rasio profitabilitas berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

2.7 Pengaruh antara Status Subordinasi dan Peringkat Obligasi

Status subordinasi dimaksudkan dengan status obligasi yang pembayaran kembalinya berada pada tingkat prioritas yang rendah. Artinya adalah pemegang obligasi yang berstatus subordinasi, baru akan mendapat pembayaran kembali, pada saat kewajiban-kewajiban perusahaan yang lain, telah dibayarkan. Obligasi dengan status subordinasi cenderung tidak memiliki jaminan atas utangnya. Hal ini mengisyaratkan bahwa obligasi memiliki risiko untuk gagal bayar. Oleh karena itu, obligasi perusahaan yang memiliki status subordinasi cenderung mendapatkan peringkat obligasi yang lebih rendah.

Pengertian pinjaman subordinasi menurut kamus Bank Indonesia (2012) adalah pinjaman yang memenuhi syarat-syarat sebagai berikut:

1. Ada perjanjian tertulis antara bank dan pemberi pinjaman.
2. Ada persetujuan terlebih dahulu dan Bank Indonesia; dalam hubungan ini pada saat bank mengajukan permohonan, bank harus menyampaikan program pembayaran kembali pinjaman subordinasi tersebut.
3. Tidak dijamin oleh bank yang bersangkutan dan telah disetor penuh.
4. Minimum berjangka waktu 5 tahun.

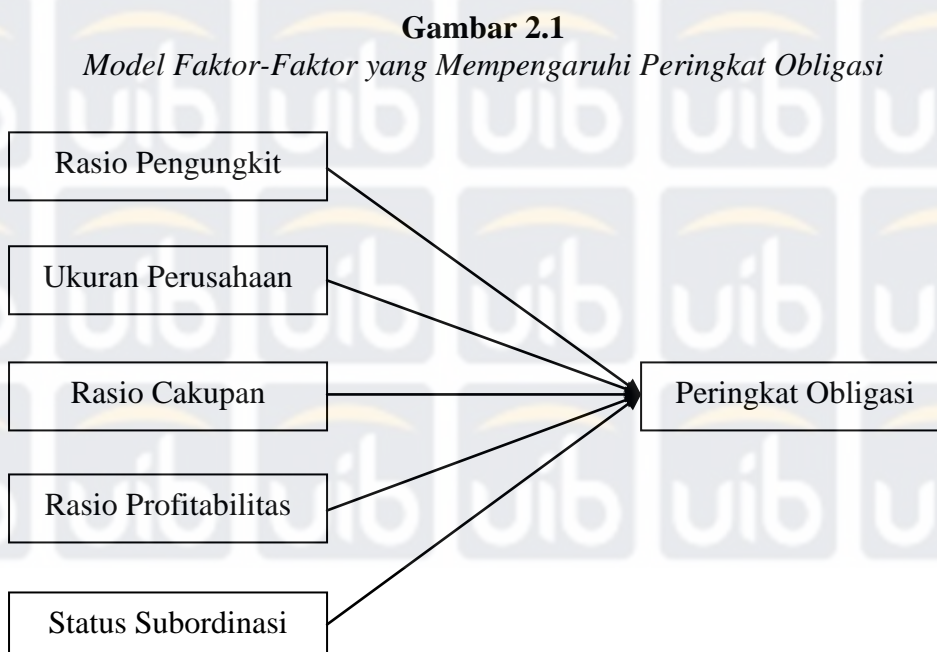
5. Apabila pelunasan sebelum jatuh tempo harus ada persetujuan dari Bank Indonesia; dengan pelunasan tersebut permodalan bank tetap sehat.
6. Apabila terjadi likuidasi, hak tagihnya berlaku paling akhir dari segala pinjaman yang ada.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Horrigan (1966), Pinches dan Mingo (1973), Eisenbeis (1978), Kaplan dan Urwitz (1979), Kamstra *et al.* (2001), dan Galil (2003) membuktikan bahwa status subordinasi berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

2.8 Model Penelitian dan Perumusan Hipotesis

Model penelitian dibentuk berdasarkan kesimpulan dan hipotesis atas hasil-hasil penelitian sebelumnya, yang membuktikan adanya hubungan positif maupun negatif, serta penemuan bahwa antara variabel tidak memiliki pengaruh apapun.

Maka, model penelitian yang akan diuji, berdasarkan hipotesis dapat dilihat pada Gambar 2.1.



2.9 Perumusan Hipotesis

Berdasarkan Gambar 2.1, maka perumusan hipotesis untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

H1 : Terdapat pengaruh antara rasio pengungkit terhadap peringkat obligasi.

H2 : Terdapat pengaruh antara ukuran perusahaan terhadap peringkat obligasi.

H3 : Terdapat pengaruh antara rasio cakupan terhadap peringkat obligasi.

H4 : Terdapat pengaruh antara rasio profitabilitas terhadap peringkat obligasi.

H5 : Terdapat pengaruh antara status subordinasi terhadap peringkat obligasi.