

## **BAB V**

### **KESIMPULAN, KETERBATASAN, REKOMENDASI, DAN IMPLIKASI**

#### **5.1 Kesimpulan**

Berdasarkan atas paparan pada bab-bab sebelumnya, penelitian ini bertujuan untuk melihat pengaruh antara rasio pengungkit, ukuran perusahaan, cakupan, profitabilitas, dan status subordinasi sebagai variabel independen, kepada peringkat obligasi perusahaan sebagai variabel dependen. Sampel penelitian terdiri dari 63 data observasi selama tahun 2008-2012, dengan peringkat obligasi yang diterbitkan oleh Moody's dan S&P. Berikut kesimpulan atas hasil pengujian yang ada:

1. Rasio pengungkit tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Rasio pengungkit menunjukkan proporsi jumlah utang perusahaan. Utang perusahaan memiliki 2 sisi, berupa risiko dan manfaat (Gitman, 2010). Utang yang tinggi mampu meningkatkan risiko kebangkrutan perusahaan karena diharuskan membayar bunga yang tinggi. Namun sebaliknya, manfaat yang diterima adalah, dengan adanya utang, perusahaan dapat menghemat beban pajak. Dampak bertentangan ini merupakan penyebab rasio pengungkit menjadi tidak signifikan dalam menjelaskan peringkat obligasi (Hadianto & Wijaya, 2010). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Bhandari, *et al.* (1972), Pinches dan Mingo (1973), Eisenbeis (1978), Bhandari, *et al.* (1985), dan Nagano (2007). Namun, tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan 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).

2. Ukuran perusahaan memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Secara teori, ukuran perusahaan tidak berhubungan dengan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban utangnya, hal yang perlu lebih diperhatikan adalah kualitas dari aset dan utang perusahaan itu sendiri. Namun di Asia, ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator penting dalam evaluasi kelayakan kredit emiten. Hal ini disebabkan oleh karena perusahaan besar secara historis dianggap sebagai mesin pertumbuhan, dapat memperoleh pinjaman mata uang asing tanpa risiko gagal bayar. Selain itu bank investasi asing menganggap perusahaan besar sebagai klien yang menguntungkan, dengan laporan keuangan yang lebih terbuka, dibandingkan dengan perusahaan menengah hingga kecil. Hal ini disebabkan oleh karena proses permohonan pailit yang rumit (Nagano, 2007). Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian 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). Namun, tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pogue dan Soldofsky (1969), Bhandari, *et al.* (1985), Yesilyaprak (2004), dan Hwang, *et al.* (2008).

3. Rasio cakupan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Negara-negara maju yang merupakan klien utama lembaga pemeringkat dunia, penelitian mengenai kebangkrutan dalam jangka panjang, seringkali membuktikan bahwa rasio cakupan adalah salah satu penyebab utama. Namun pada negara berkembang di Asia Tenggara, termasuk Indonesia, jangka waktu pinjaman didominasi oleh pinjaman jangka pendek (berjangka waktu 1 tahun) dan bersumber dari bank (Nagano, 2007). Sumber utang perusahaan yang berasal dari obligasi cenderung masih minim. Fakta ini yang mengakibatkan rasio cakupan tidak menjadi faktor yang diutamakan di Indonesia. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Pinches dan Mingo (1973), Kaplan dan Urwitz (1979), Kamstra *et al.* (2001), Butler dan Rodgers (2003), Nagano (2007), Hwang, *et al.* (2008), dan Malhotra *et al.* (2010). Namun, tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan 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).
4. Rasio profitabilitas memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Profitabilitas mengindikasikan mengenai kemampuan perusahaan untuk *going concern*/bertahan hidup (Purwaningsih, 2008). Selain itu, dengan laba yang tinggi, perusahaan akan lebih mampu untuk meyakinkan kreditur mengenai kemampuan perusahaan untuk membayarkan bunga secara teratur (Hadianto & Wijaya, 2010). Semakin tinggi laba perusahaan, maka akan semakin aman bagi investor untuk berinvestasi, sehingga

semakin baik peringkat yang diterima perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian 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). Namun, tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Pinches dan Mingo (1973), Eisenbeis (1978), Kaplan dan Urwitz (1979), dan Morris III (1982).

5. Status subordinasi memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Status subordinasi mengindikasikan bahwa obligasi perusahaan memiliki prioritas pengembalian yang tidak diutamakan, jika perusahaan mengalami kebangkrutan. Obligasi dengan status ini juga tidak memiliki jaminan. Hal ini yang menimbulkan risiko bagi investor, sehingga status subordinasi pada obligasi mengakibatkan perusahaan mendapatkan peringkat yang buruk. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Horrigan (1966), Pinches dan Mingo (1973), Eisenbeis (1978), Kaplan dan Urwitz (1979), Kamstra *et al.* (2001), dan Galil (2003).

## 5.2 Keterbatasan dan Rekomendasi

### 5.2.1 Keterbatasan

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, yakni:

1. Sektor keuangan dan perbankan tidak dapat dimasukkan dalam sampel penelitian, disebabkan oleh karena bank memiliki metodologi pemeringkatan yang berbeda dari perusahaan non-keuangan. Hal ini disebabkan oleh dukungan pemerintah pada perbankan, saat terjadi krisis keuangan (Moody's, 2007).
2. Jangka waktu penelitian ini relatif pendek, yaitu 5 tahun (2007-2011). Hal ini disebabkan oleh karena rentang waktu yang lebih panjang dapat mengakibatkan berkurangnya jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel dalam penelitian.
3. Jumlah sampel penelitian yang terbatas, hanya berjumlah 14 perusahaan. Hal ini disebabkan oleh masih minimnya obligasi perusahaan Indonesia yang diberi peringkat oleh lembaga pemeringkat dunia, tidak lengkapnya data yang disajikan oleh masing-masing perusahaan, dan beberapa obligasi perusahaan yang baru diberi peringkat dalam 1 sampai dengan 2 tahun terakhir.

### **5.2.2 Rekomendasi**

Rekomendasi yang dapat dijadikan sebagai bahan pertimbangan untuk penelitian berikutnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya dapat meneliti nilai variabel secara berkesinambungan. Hal ini dimaksudkan untuk melihat pengaruh antara tren variabel yang terjadi dalam kurun waktu tertentu terhadap peringkat obligasi, dan bukan hanya berdasarkan nilai variabel dalam 1 tahun saja.

2. Jika penelitian ini meneliti tentang faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi, penelitian berikut dapat meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan peringkat yang diterima emiten/obligor.
3. Penggabungan sampel tanpa melakukan perbedaan sektor industri, dapat mengakibatkan bias pada penelitian. Oleh karena itu, penelitian selanjutnya dapat berkonsentrasi pada satu atau lebih sektor industri, ataupun meneliti rasio yang paling mempengaruhi peringkat obligasi pada masing-masing sektor industri. Hal ini dimaksudkan untuk mendapat alat prediksi yang lebih terperinci bagi peringkat obligasi pada masing-masing sektor industri yang berbeda-beda.
4. Selain pembagian jenis sampel penelitian berdasarkan sektor, pembagian berdasarkan atas peringkat obligasi juga dapat dilakukan, misalnya dengan membagi atas 2 kelas, investasi dan spekulatif, ataupun berdasarkan satuan peringkat Aaa – Aa, A – Baa, Ba – B, dan Caa – C.
5. Pada prakteknya, lembaga pemeringkat memantau obligor/emiten secara berkala. Penelitian berikut dapat menggunakan laporan keuangan triwulan yang dipublikasi perusahaan. Hal ini dimaksudkan agar pengolahan data lebih terperinci, tidak bersifat rangkuman tahunan untuk memprediksi peringkat pada tahun sesudahnya.
6. Sektor keuangan dan perbankan yang tidak disertakan dalam sampel penelitian ini, dapat dijadikan sebagai sampel pada penelitian berikut. Hasil penelitian kemudian dapat dijadikan sebagai bahan perbandingan untuk

melihat apa saja faktor penting yang memprediksi peringkat obligasi pada sektor tersebut.

7. Selain obligasi di Indonesia, penelitian selanjutnya dapat menggunakan sampel negara lain yang memiliki lebih banyak jumlah obligasi berperingkat.

### **5.3 Implikasi**

Menilik tren investasi di Indonesia (berdasarkan data Bapepam) selama beberapa kurun waktu terakhir, pilihan jenis investasi perlahan mulai beralih dari saham ke obligasi. Peningkatan jumlah emiten obligasi selama 10 tahun terakhir (2001-2011) adalah sebesar 117%, sedangkan jumlah emiten saham hanya meningkat 44%. Perbandingan persentase investasi antara kedua aset juga menunjukkan hasil serupa, dimana investasi obligasi meningkat dari 12% menjadi 32%, sedangkan saham turun dari 88% menjadi 68%.

Tahun ini, investasi dalam bentuk obligasi Asia secara statistik menunjukkan profit yang lebih menjanjikan dibandingkan dengan menyimpan dana di bank. Laju inflasi yang relatif tinggi hingga 6% menjadi kendala utama ketika suku bunga bank rata-rata saat ini hanya di kisaran 5% - 6%. Tercatat, obligasi beberapa negara Asia menjanjikan pengembalian relatif tinggi pada kisaran 8% - 9% per tahun, disertai dengan tingkat volatilitas sedang, jika dibandingkan dengan pengembalian dan volatilitas rata-rata investasi aset tetap Amerika Serikat dan dunia (Vibiznews.com, 2012).

Negara-negara Asia seperti Korea Selatan, Hongkong, India, Singapura, Taiwan, Malaysia, Filipina, Indonesia, dan Cina masih menjadi favorit dalam investasi obligasi. Selain untuk investasi, obligasi Asia dapat dimanfaatkan untuk diversifikasi. Hal ini disebabkan oleh karena obligasi Asia tidak berkorelasi sempurna dengan aset utama kelas dunia lainnya (Matthewsasia.com, 2012). Koefisien korelasi antara keduanya relatif rendah, semakin rendah korelasi, semakin baik untuk diversifikasi.

Jika ditilik dari sisi obligor/emiten, obligasi merupakan sumber dana yang relatif murah dibandingkan dengan bank. Selain itu, krisis dan perlambatan ekonomi global yang sedang terjadi saat ini di negara maju, membawa dampak positif bagi pasar obligasi Asia, termasuk Indonesia. Investor internasional yang kesulitan menempatkan dana akan memilih pasar obligasi sebagai pilihan teraman (Kontan.co.id, 2012). Kesempatan dari situasi ini dapat diambil oleh perusahaan untuk meningkatkan dana yang bersumber dari obligasi.

Pertanyaannya, (1) dari pihak investor, bagaimana cara memilih obligasi yang baik? (2) Dari pihak emiten/perusahaan, bagaimana cara meyakinkan investor untuk tertarik pada obligasi perusahaan? Jawabannya satu, dengan adanya peringkat obligasi.

Peringkat obligasi diberikan atas dasar penilaian oleh lembaga pemeringkat, ada yang bersifat domestik maupun internasional. Lembaga pemeringkat terbaik dunia adalah Moody's, S&P, dan Fitch. Peringkat ini ditandai oleh skala huruf mulai dari Aaa peringkat terbaik, sampai dengan C atau D, peringkat terburuk.



Tinggi-rendah dan naik-turunnya peringkat sangat mempengaruhi investor untuk membeli ataupun melepas obligasi.

Yang menjadi pertanyaan berikut adalah, apa saja faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi? Seyogyanya, terdapat beberapa faktor yang terbukti memberi pengaruh besar. Pertama, perusahaan besar (dengan nilai aset tinggi) cenderung mendapatkan peringkat yang baik. Di Indonesia, ukuran perusahaan merupakan salah satu indikator penting dalam evaluasi kelayakan kredit emiten. Investor sehendaknya memilih obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan besar, yang cenderung lebih aman dibandingkan dengan perusahaan yang lebih kecil. Sedangkan bagi emiten, sebaiknya selalu mengontrol jumlah aset perusahaan, karena nilai aset yang tinggi cenderung dapat meningkatkan nilai jual obligasi perusahaan.

Kedua, investor wajib memperhatikan profitabilitas perusahaan, yang menandakan kinerja perusahaan pada tahun tersebut. Laba tinggi yang dihasilkan, menandakan tingginya sumber dana internal yang dimiliki perusahaan untuk periode mendatang (Nagano, 2007). Hal ini menandakan perusahaan aman dan jauh dari risiko gagal bayar. Bagi perusahaan, jelas profitabilitas merupakan utama yang harus dicapai oleh manajemen. Walaupun faktor ini tidak berhubungan secara langsung dengan pembayaran bunga obligasi, namun profitabilitas kerap digunakan untuk mengukur kinerja perusahaan.

Terakhir, status obligasi yang diterbitkan harus merupakan prioritas utama dalam pengembaliannya ataupun terdapat jaminan atas obligasi. Hal ini berhubungan dengan risiko obligasi yang berjangka waktu panjang, 5 – 10 tahun.

Status obligasi menandakan perlindungan bagi investor jika perusahaan mengalami kebangkrutan. Investor sehendaknya memperhatikan status obligasi yang ditawarkan perusahaan, karena obligasi dengan status subordinasi mendapatkan peringkat yang rendah. Bagi perusahaan, status obligasi terbukti mempengaruhi peringkat obligasi secara signifikan. Maka untuk mendapatkan peringkat obligasi yang tinggi, perusahaan sehendaknya menerbitkan obligasi dengan status obligasi berprioritas tinggi dalam pengembaliannya.