

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

A. Landasan Teori

1. Teori Keagenan

Teori keagenan merupakan versi *game theory* yang memodelkan proses kontrak antara dua orang atau lebih dan masing-masing pihak yang terlibat dalam kontrak mencoba mendapatkan yang terbaik bagi dirinya (Scott dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Inti teori keagenan adalah konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Biaya keagenan yang timbul akibat adanya konflik kepentingan ini adalah biaya pengawasan (*monitoring costs*), biaya penjaminan (*bonding costs*), dan rugi residual (*residual loss*).

Konflik keagenan yang berhubungan dengan penerbitan obligasi dapat terjadi antara manajemen dengan kreditor. Manajemen yang perusahaannya menerbitkan obligasi berkepentingan agar obligasi yang diterbitkan dapat terjual seluruhnya. Para kreditor berkepentingan terhadap penjaminan kondisi perusahaan penerbit obligasi dalam keadaan baik sehingga nantinya tidak mendatangkan kerugian. Untuk mengurangi konflik tersebut maka manajemen menggunakan jasa lembaga pemeringkat obligasi sehingga dalam hal ini dapat mengurangi biaya penjaminan (*bonding cost*). Peringkat obligasi yang merupakan hasil pemeringkatan lembaga pemeringkat ini merupakan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan sehingga

menyatakan skala resiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.

2. Teori Pensinyalan

Teori pensinyalan menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan informasi tertentu. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal (Tearney dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Teori pensinyalan menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi kepada publik (Wolk *et al.* dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang dilakukan secara sukarela oleh manajemen perusahaan.

Teori pensinyalan dalam penelitian ini menjelaskan bahwa manajemen perusahaan sebagai pihak yang memberikan sinyal berupa laporan keuangan perusahaan dan informasi non keuangan kepada lembaga pemeringkat. Lembaga pemeringkat obligasi ini melakukan proses pemeringkatan sehingga dapat menerbitkan peringkat obligasi bagi perusahaan penerbit obligasi ini. Peringkat obligasi ini memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan.

Kualitas keputusan investor dipengaruhi oleh kualitas informasi laporan keuangan maupun non keuangan yang diberikan atau diungkapkan perusahaan. Kualitas informasi tersebut bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi yang timbul antara manajer perusahaan dengan pihak eksternal. Informasi yang berupa pemberian peringkat obligasi perusahaan

yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan tertentu dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki (Restuti dalam Prabowo, 2011)

3. Obligasi

Obligasi (*bond*) menurut Bodie *et al.* dalam Harahab (2013) merupakan sekuritas yang diterbitkan sehubungan dengan perjanjian pinjaman, pihak peminjam menerbitkan (menjual) obligasi kepada pihak pemilik dana dengan imbalan sejumlah uang. Jadi obligasi tersebut merupakan surat pernyataan utang dari pihak peminjam kepada pihak pemilik dana.

Bursa Efek Indonesia mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah – panjang yang dapat dipindahtangankan yang 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 tersebut. Jadi surat obligasi merupakan selembar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut memberikan pinjaman kepada perusahaan yang menerbitkan surat obligasi (Prabowo, 2011).

Terdapat sejumlah pendapat yang menjelaskan alasan perusahaan menerbitkan obligasi. Keuntungan dari perusahaan apabila menerbitkan obligasi dibandingkan menerbitkan saham antara lain 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 dalam Sejati, 2009). Menurut

Keown dalam Sejati (2009) obligasi merupakan sekuritas yang sangat disukai karena biaya untuk menerbitkannya cukup murah dibandingkan dengan mengeluarkan saham.

Selain itu dengan semakin ketatnya prosedur pinjaman di lembaga perbankan, obligasi semakin diminati sebagai alternatif penggalangan dana untuk pengembangan bisnis maupun melunasi hutang, dan tingkat suku bunga obligasi relatif rendah dibanding dengan peminjaman kredit dari perbankan.

Selain perusahaan penerbit (emiten), pasar obligasi juga mulai disukai oleh para investor. Haryanti dalam Sejati (2009) berpendapat bahwa perkembangan obligasi yang pesat ini antara lain dikarenakan rendahnya tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan tingkat suku bunga deposito sehingga investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya di obligasi.

4. Peringkat Obligasi

Seorang investor yang tertarik untuk membeli obligasi akan berfikir apakah obligasi tersebut aman atau tidak. Maka dari itu investor perlu memperhatikan peringkat obligasi yang dapat menerangkan apakah obligasi tersebut aman atau tidak.

Dalam investasi, rating merupakan salah satu hal yang sangat penting karena menentukan suatu perusahaan / negara bisa mendapatkan pendanaan dari penerbitan obligasi atau tidak dan berapa besar kupon atau imbal hasil yang harus dibayarkan supaya mau diterima oleh investor (Rusdiyanto, 2011).

Peringkat obligasi merupakan opini dari lembaga pemeringkat serta sumber informatif bagi pemodal atas risiko obligasi yang diperdagangkan (Berdasarkan Keputusan BAPEPAM dan Lembaga keuangan Kep-151/BL/2009) dalam Maharti (2011). Peringkat obligasi merupakan peringkat yang menyatakan mutu obligasi yang mencerminkan kemungkinan gagal bayar (Bringham dan Houston dalam Harahab, 2013) yang disebut dengan risiko kredit.

Informasi peringkat tersebut diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi. Sedangkan bagi emiten, peringkat bermanfaat untuk mengetahui struktur obligasi dan mengetahui posisi kinerjanya dibanding perusahaan lain (Raharjo dalam Maharti, 2011).

Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor: 135/BL/2006 Tentang "Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang" menyatakan bahwa emiten yang akan menerbitkan obligasi wajib memperoleh hasil pemeringkatan obligasi. Hasil pemeringkatan tersebut diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang telah mendapat izin usaha sebagai lembaga pemeringkat dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.

Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Agen pemeringkat (*rating agency*) adalah lembaga independen yang menerbitkan peringkat dan memberikan informasi mengenai risiko kredit untuk berbagai surat hutang (*bond rating* atau peringkat obligasi) maupun peringkat untuk

perusahaan itu sendiri (*general bond rating*) sebagai petunjuk tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor.

5. PT PEFINDO

Ada tiga lembaga pemeringkat di Indonesia yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), PT Kasnic Credit Rating Indonesia, dan PT Fitch Ratings Indonesia. Penelitian ini menggunakan peringkat obligasi yang diterbitkan oleh PT PEFINDO karena lembaga ini mempublikasikan peringkat obligasi setiap bulan dan jumlah perusahaan yang menggunakan jasa pemeringkat ini jauh lebih banyak dibandingkan dengan lembaga pemeringkat lainnya. Sehingga penelitian ini menggunakan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

PT PEFINDO atau PT Pemeringkat Efek Indonesia didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993, melalui inisiatif dari BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal), dan Bank Indonesia (Bank Sentral). Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT PEFINDO memperoleh izin usaha (No. 39/PM-PI/1994) dari BAPEPAM dan tetap salah satu lembaga penunjang Pasar Modal Indonesia.

Fungsi utama PT PEFINDO adalah untuk menyediakan objektif, independen, dan kredibel peringkat pada risiko kredit dari surat utang yang diterbitkan secara terbuka melalui kegiatan penilaian. Selain kegiatan rating, PT PEFINDO terus memproduksi & mempublikasikan informasi kredit yang berkaitan dengan pasar modal utang. Produk publikasi ini mencakup pendapat kredit pada perusahaan-perusahaan besar yang telah menerbitkan obligasi dan sektor yang mendasarinya.

Berikut pengklasifikasian peringkat obligasi dalam PT PEFINDO:

TABEL 2.1
Definisi Peringkat PT PEFINDO

Simbol	Arti
AAA	Efek utang yang peringkatnya paling tinggi dan beresiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian.
AA	Efek utang memiliki kualitas kredit sedikit dibawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian, relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya. Dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan.
A	Efek utang yang beresiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansialnya sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
BBB	Efek utang yang beresiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansialnya sesuai dengan perjanjian. Namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
BB	Efek utang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.
B	Efek utang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah, walaupun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya. Namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
CCC	Efek utang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang yang macet atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Sumber: PEFINDO

B. Penelitian Terdahulu

Estiyanti dan Yasa (2012) melakukan penelitian tentang pengaruh faktor keuangan dan non keuangan pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Peringkat obligasi dalam penelitian ini sebagai variabel dependen, sedangkan laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi (*maturity*), dan jaminan (*secure*) merupakan variabel independen. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi (*maturity*), dan jaminan (*secure*) tidak berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, sedangkan variabel laba ditahan mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Margareta (2009) meneliti tentang faktor-faktor yang memengaruhi prediksi peringkat obligasi ditinjau dari faktor akuntansi dan non akuntansi. Dalam penelitian ini prediksi peringkat obligasi sebagai variabel dependen, sedangkan variabel independen meliputi reputasi auditor, *maturity*, jaminan, produktivitas, *leverage*, profitabilitas, likuiditas, *size*. Populasi penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2004 sampai 2007, menggunakan data sekunder yang di peroleh dari database Bursa Efek Indonesia dan Bursa Efek Surabaya dan juga data dari *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)* tahun 2004 sampai 2007. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa secara parsial faktor akuntansi dan non akuntansi yang terdiri dari reputasi auditor, *maturity*, produktivitas, likuiditas, dan *size* tidak memengaruhi prediksi peringkat obligasi, sedangkan jaminan, *leverage*, dan profitabilitas terbukti berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi.

Sejati (2009) melakukan penelitian tentang analisis faktor akuntansi dan non akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur. Variabel independen yaitu profitabilitas, likuiditas, *growth*, *size*, dan reputasi auditor, sedangkan untuk variabel dependen yaitu peringkat obligasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *growth* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi, sedangkan profitabilitas, likuiditas, *size*, dan reputasi auditor tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Yuliana dkk., (2011) meneliti tentang analisis faktor-faktor yang memengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Variabel independen yaitu ukuran perusahaan (*size*), *leverage*, *profitability*, *activity*, *market value ratio*, umur obligasi (*maturity*), jaminan (*secure*), dan reputasi auditor, sedangkan variabel dependen yaitu, prediksi peringkat obligasi. Hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (*size*), *leverage*, *profitability*, umur obligasi (*maturity*), jaminan (*secure*), dan reputasi auditor berpengaruh positif terhadap prediksi peringkat obligasi. Semakin bagus dari keenam variable tersebut maka akan semakin bagus peringkat obligasi sehingga semakin kecil perusahaan mengalami kegagalan. Sedangkan *activity* dan *market value ratio* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Maharti (2011) meneliti tentang analisis faktor-faktor yang memengaruhi peringkat obligasi. Variabel independen dalam penelitian ini yaitu profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage*, dan jaminan, sedangkan variabel dependen adalah peringkat obligasi. Hasil penelitian ini

menunjukkan bahwa *leverage* dan jaminan berpengaruh positif, sedangkan profitabilitas, likuiditas, dan ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

C. Kerangka Pemikiran dan Pengembangan Hipotesis

1. Laba Operasi dan Peringkat Obligasi

Subramanyam dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba operasi (*operating income*) merupakan suatu pengukuran laba perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi yang masih berlangsung. Semakin tinggi tingkat profitabilitas, semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default risk*), sehingga semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Yasa (2007) menemukan bahwa variabel log natural laba operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba operasi tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁: Laba operasi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

2. Laba Ditahan dan Peringkat Obligasi

Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba ditahan (*retained earnings*) merupakan akumulasi penghasilan sebuah perusahaan setelah dikurangi dengan dividen. Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan (Riyanto dalam Estiyanti dan Yasa,

2012). Yasa (2007) menemukan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi, hal tersebut didukung oleh penelitian Estiyanti dan Yasa (2012). Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂: Laba ditahan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

3. Aliran Kas Operasi dan Peringkat Obligasi

Aliran kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Aktivitas operasi (*operating activities*) merupakan aktivitas perusahaan yang terkait dengan laba (Subramanyan dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Penelitian Yasa (2007) menyimpulkan bahwa aliran kas operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan menurut penelitian Estiyanti dan Yasa (2012) aliran kas operasi tidak berpengaruh pada peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃: Aliran kas operasi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

4. Likuiditas dan Peringkat Obligasi

Penelitian Carson & Scott dan Bouzoita & Young dalam Adrian (2011) menemukan hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas maka semakin tinggi peringkat perusahaan tersebut. Burton *et al.* dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan memengaruhi prediksi peringkat obligasi. Penelitian Nurhasanah (2003), Yasa (2007), dan Adrian

(2011) menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Sementara penelitian Margareta (2009), Prabowo (2011), dan Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa tingkat likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₄: Likuiditas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

5. *Total Assets* dan Peringkat Obligasi

Aset merupakan sumber daya yang dikuasai oleh suatu perusahaan dengan tujuan menghasilkan laba (Subramanyam dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Variabel *total assets* dipergunakan dalam penelitian Horrigan, Kaplan dan Urwitz dalam Estiyanti dan Yasa (2012). Semakin tinggi *total assets* yang dimiliki menunjukkan kemampuan menguasai pasar dan kredibilitas yang lebih baik sehingga meningkatkan peringkat obligasi. Penelitian Prabowo (2011) menyatakan *total assets* berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sedangkan Maharti (2011), Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa *total assets* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₅: *Total assets* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

6. *Leverage* dan Peringkat Obligasi

Rasio *leverage* mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya (Ramadhan, 2013). Rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang

didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas).

Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar. Burton *et al.* (1998) menemukan bahwa semakin rendah *leverage* perusahaan semakin tinggi peringkat obligasi yang diberikan pada perusahaan. Yuliana dkk. (2011) menemukan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi, hal tersebut ditolak oleh penelitian yang dilakukan Prabowo (2011), Estiyanti dan Yasa (2012). Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₆: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi.

7. Umur Obligasi (*Maturity*) dan Peringkat Obligasi

Menurut Ramadhan (2013), *maturity* adalah dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar (Diamonds dalam Yuliana dkk., 2011).

Umur obligasi yang semakin pendek memberikan peringkat obligasi yang semakin baik. Penelitian Yuliana dkk. (2011) dan Prabowo (2011) menyatakan bahwa umur obligasi berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Sementara Margareta (2009) dan Estiyanti dan Yasa (2012) menemukan bahwa umur obligasi tidak berpengaruh terhadap

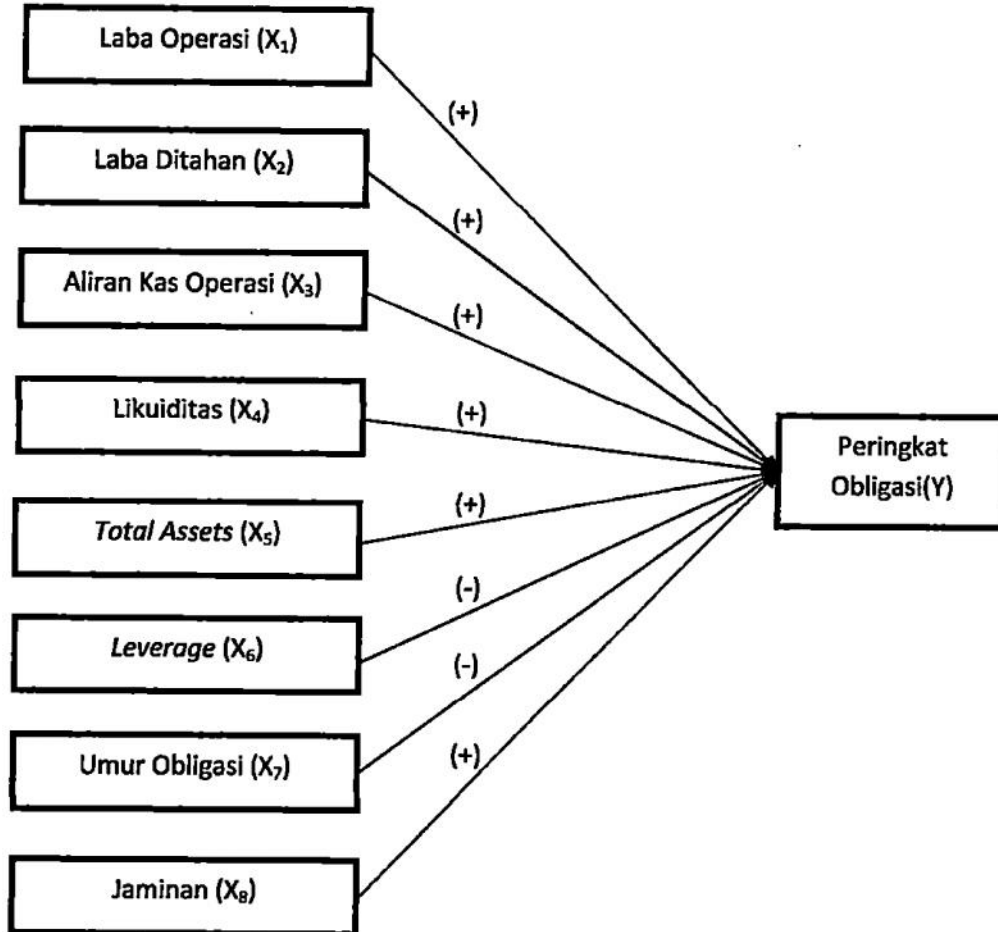
peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₇: Umur obligasi (*maturity*) berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi.

8. Jaminan (*Secure*) dan Peringkat Obligasi

Tingkat risiko yang terkandung dalam sebuah obligasi salah satunya dipengaruhi oleh jaminan. Brister *et al.* dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa investor akan menyukai obligasi yang dijamin dibanding obligasi yang tidak dijamin. Apabila obligasi dijamin dengan aset yang bernilai tinggi, maka *rating* obligasi akan semakin baik. Salah satu alasan lain yaitu dengan menjaminkan *asset* yang dimiliki perusahaan untuk obligasi berarti perusahaan dapat menekan risiko yang akan diterima perusahaan. Penelitian Margareta (2009) dan Yuliana dkk. (2011) menemukan bahwa jaminan (*secure*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, hal tersebut ditolak oleh penelitian yang dilakukan Estiyanti dan Yasa (2012). Berdasarkan penelitian-penelitian tersebut maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₈: Jaminan (*secure*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

D. Model Penelitian

GAMBAR 2.1
Kerangka Pemikiran