

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, 2000). 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. 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 risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.

2. Teori *Signal*

Teori *signal* menjelaskan mengenai mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal, hal ini untuk mengurangi asimetri informasi (Zuhrotun dan Baridwan, 2005). Informasi yang dipublikasikan seperti peringkat obligasi dapat menjadi *signal* kondisi perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi sehubungan dengan hutang yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat mengurangi asimetri antara emiten dan investor obligasi.

Lebih lanjut, teori *signal* (Raharja dan Sari, 2008) mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.

Oleh karena itu, dengan teori sinyal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas atau kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi *default* (gagal bayar) atau tidak. Salah satu sinyal tersebut ditunjukkan dengan peringkat obligasi. Investor maupun kreditor dapat mengetahui kondisi perusahaan dari sinyal yang diberikan. Sinyal yang ditunjukkan pada investasi obligasi adalah adanya peringkat obligasi

3. Obligasi

a. Pengertian Obligasi

Obligasi merupakan surat pernyataan utang yang diterbitkan oleh pihak yang membutuhkan dana jangka panjang, dimana akan membebani penerbit obligasi dengan kewajiban untuk membayar bunga dan pokok pinjaman yang bersifat tetap (Yuliati dkk, 1996). Perusahaan menerbitkan obligasi dikarenakan membutuhkan dana dalam jumlah besar, dimana tidak bisa dipenuhi dari akumulasi laba ditahan maupun dari utang bank. Obligasi ini memiliki masa jatuh tempo yang lebih dari satu tahun (5 sampai dengan 20 tahun). Apabila perusahaan menerbitkan obligasi maka akan menimbulkan utang obligasi. Utang ini dikelompokkan ke dalam utang jangka panjang.

b. Karakteristik obligasi

Secara umum obligasi merupakan produk pengembangan dari surat utang jangka panjang. Prinsip utang jangka panjang dapat dicerminkan dari karakteristik atau struktur yang melekat pada sebuah obligasi. Pihak penerbit obligasi pada dasarnya melakukan pinjaman kepada pembeli obligasi yang diterbitkannya. Pendapatan yang didapatkan oleh investor obligasi tersebut berbentuk tingkat suku bunga atau kupon. Selain aturan tersebut telah diatur pula perjanjian untuk melindungi kepentingan penerbit dan kepentingan investor obligasi tersebut.

Adapun karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi sebagai berikut: (Rahardjo, 2003):

1) Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi, pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan “jumlah emisi obligasi”. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2) Jangka waktu obligasi

Obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (*maturity*). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu 5-10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena memiliki risiko semakin kecil.

3) Tingkat suku bunga

Istilah tingkat suku bunga obligasi biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi. Jenis kupon bisa berbentuk *fixed rate* dan *variable rate* untuk pilihan alternatif bagi investor.

4) Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran

5) Jaminan

Obligasi yang memberikan jaminan berbentuk asset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut. Di dalam penerbitan obligasi sendiri kewajiban penyediaan jaminan tidak harus mutlak.

c. Tujuan penerbitan obligasi

Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai beberapa tujuan, diantaranya (Rahardjo, 2003):

1) Mendapatkan jumlah dana tambahan yang fleksibel

Dengan menerbitkan obligasi maka perusahaan diharapkan mampu mendapatkan tambahan dana yang disesuaikan dengan kebutuhan dan disesuaikan dengan kemampuan pasar (investor) dalam menyerap penerbitan obligasi tersebut, serta kemampuan pihak penjamin emisi dalam memberikan komitmen jumlah penerbitan obligasi.

2) Mendapatkan pinjaman dengan suku bunga fleksibel

Proses penentuan tingkat suku bunga (kupon) obligasi ditentukan berdasarkan kemampuan keuangan perusahaan serta memperhatikan kondisi tingkat suku bunga perbankan.

3) Mendapatkan alternatif pembiayaan melalui pasar modal

Obligasi merupakan jenis utang jangka panjang. Perusahaan yang kesulitan melakukan pinjaman melalui perbankan bisa mencari

alternatif pendanaan melalui pasar modal dengan menerbitkan obligasi sejumlah dana yang dibutuhkan.

d. Jenis-jenis obligasi

Jenis-jenis obligasi sebagai berikut: (Giri, 2005)

- 1) Obligasi dengan jaminan dan obligasi tanpa jaminan (*secure and unsecured bond*)

Utang obligasi bisa merupakan obligasi dengan jaminan atau obligasi tanpa jaminan. Obligasi dengan jaminan yaitu obligasi yang harus disertai dengan jaminan aktiva tertentu, misalnya *mortgage bond* yang dijamin dengan bangunan atau aktiva lain, atau *colleteral bond* yang dijamin dengan surat-surat berharga milik perusahaan lain yang dimiliki. Jenis obligasi tanpa jaminan adalah *junk bond*, yaitu obligasi yang memiliki tingkat bunga tinggi, sebab memiliki tingkat risiko kredit yang besar.

- 2) Obligasi tunggal dan obligasi berseri (*term/straight and serial bonds*)

Obligasi yang memiliki satu tanggal jatuh tempo disebut obligasi tunggal, dan obligasi yang dikeluarkan dan dilunasi secara angsuran disebut obligasi berseri. Biasanya obligasi berseri digunakan oleh badan-badan pemerintah yang meminjam dana dan dilunasi secara angsuran dengan dana yang berasal dari penghasilan pajak. Pelunasan obligasi berseri dilakukan secara

bertahap sesuai dengan tanggal jatuh tempo masing-masing seri obligasi.

3) Obligasi konvertibel, obligasi komoditi dan *deep discount bonds*

Jika obligasi dapat ditukarkan dengan surat berharga perusahaan yang lain untuk jangka waktu tertentu setelah dikeluarkan disebut sebagai obligasi konvertibel. Obligasi komoditi (*commodity-backed bond*) yaitu obligasi yang diukur dengan satuan komoditi, seperti barel minyak, ton baja, ons biji besi. Obligasi *deep discount bonds* disebut juga dengan *zerro interest deberture*, yaitu obligasi yang dijual pada tingkat diskonto, yang pembayaran bunga secara penuh dilaksanakan pada tanggal jatuh tempo, obligasi ini tidak disertai dengan bunga.

4) Obligasi teregister dan obligasi kupon

Obligasi teregister adalah obligasi yang dikeluarkan atas nama pemegang obligasi, dan pemegang obligasi selalu mendapatkan sertifikasi. Sedangkan obligasi berkupon yaitu obligasi yang tidak mencantumkan nama pemegang obligasi dan mungkin ditransfer dari investor yang satu ke investor yang lain dengan pengiriman saja. Pemegang obligasi tidak perlu dicatat, cukup menunjukkan kupon yang dimiliki seseorang atau perusahaan, maka dia dapat dikatakan sebagai pemegang obligasi tersebut

4. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga utang obligasi yang mencerminkan skala risiko dari obligasi yang diperdagangkan (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2006). Peringkat obligasi menggambarkan skala risiko dari obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor yang ditunjukkan oleh kemampuannya dalam membayar bunga dan pokok pinjaman.

Menurut Baker dan Mansi (2001) dalam Zuhrotun dan Baridwan (2005) peringkat obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan. Pemingkatan *rating* dilakukan untuk memperkirakan kemampuan dari penerbit obligasi untuk membayar bunga dan pokok utang berdasarkan analisis keuangan dan kemampuan membayar kredit. Semakin tinggi tingkat rating, maka hal tersebut menunjukkan tingginya kemampuan penerbit obligasi untuk membayar utangnya (Manurung dkk, 2008). Obligasi yang diperdagangkan diperingkat oleh lembaga pemeringkat independen. Terdapat tiga lembaga pemeringkat obligasi di Indonesia yaitu PT Pefindo (Pemingkat Efek Indonesia), dan PT Kasnic Credit Rating Indonesia dan PT Fitch Ratings Indonesia. Ketiga lembaga tersebut mempunyai kegiatan menganalisa kekuatan posisi keuangan dari perusahaan penerbit obligasi. Berikut adalah definisi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT Pefindo:

Tabel 2.1
Definisi Peringkat Obligasi 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 financial 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 financialnya 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 financialnya 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 financial 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 financial jangka panjangnya. Namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban financialnya.
CCC	Efek utang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban financialnya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang yang macet atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Hasil pemeringkatan dari AA sampai dengan B dapat dimodifikasi dengan menambahkan tanda tambah (+) atau tanda kurang (-) untuk menunjukkan kekuatan relative obligor dalam suatu kategori peringkat tertentu.

B. Penelitian Terdahulu dan Penurunan Hipotesis

a. Hubungan Laba Operasi dengan Peringkat Obligasi

Subramanyan (2010:9) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba operasi (*operating income*) merupakan suatu pengukuran laba perusahaan yang berasal dari aktivitas operasi yang masih berlangsung. Tingkat profitabilitas yang tinggi dari suatu perusahaan berdasarkan hasil penelitian empiris (Horrihan, 1966; Burton *et al.*, 1998) akan meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. 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. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H_1 : Laba operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

b. Hubungan Laba Ditahan dengan Peringkat Obligasi

Siegel dan Shim dalam Fahmi (2011) 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, 2011). Yasa (2007) menemukan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Berdasarkan teori

dan penelitian terdahulu, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₂ : Laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

c. Hubungan Aliran Kas Operasi dengan 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, 2010).

Burton *et al.* (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Penelitian Nurhasanah (2003), Adrian (2011) dan Manurung (2008) menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Penelitian Yasa (2007) menyimpulkan bahwa aliran kas operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₃ : Aliran kas operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

d. Hubungan Likuiditas dengan Peringkat Obligasi

Rasio likuiditas adalah kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban jangka pendeknya secara tepat waktu (Fahmi, 2011). Burton *et al.*

(2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan

kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Penelitian Nurhasanah (2003), Yasa (2007), Adrian (2011) dan Manurung (2008) menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Salah satu alat yang dipakai untuk mengukur likuiditas adalah dengan menggunakan rasio lancar (*current ratio*). Perusahaan yang mampu memenuhi kewajiban keuangannya tepat pada waktunya berarti perusahaan tersebut dalam keadaan likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada hutang lancarnya (Almalia, 2007). Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₄ : Likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

e. Hubungan *Growth* dengan Peringkat Obligasi

Burton et al (1998) menyatakan bahwa pertumbuhan yang positif dalam annual surplus dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi finansial. Para pemegang obligasi yang memiliki pertumbuhan yang tinggi dari tahun ke tahun dalam bisnis adalah lebih besar kemungkinan secara sukarela untuk kredit rating daripada *insurer* yang memiliki pertumbuhan lebih rendah. Dengan kata lain, *insurer* yang mempunyai pengalaman *growth* dalam pelaporan annual surplus akan mendapat resiko penjaminan yang lebih tinggi.

Perusahaan pada tahap *mature* investasi sudah berkurang dan mempunyai aliran kas yang lancar sehingga bisa membayar bunga dan pokok

dengan lancar sehingga risikonya rendah yang menyebabkan peringkat obligasi menjadi tinggi (Immacullata dan Restuti, 2005). Penelitian yang dilakukan Andry (2005); Almilia dan Devi (2007); Sejati (2010) menemukan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian Sari, dkk (2010) menunjukkan pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu, maka hipotesis pertama penelitian ini adalah sebagai berikut:

H_5 : *Growth* berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

f. Hubungan Ukuran (*Size*) dengan Peringkat Obligasi

Menurut Miswanto dan Husnan (1999) dalam Almilia dan Devi (2007) ukuran perusahaan dapat diukur dengan menggunakan total asset, penjualan atau ekuitas. Jika jumlah asset, penjualan atau ekuitas tersebut besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut digunakan untuk tujuan penelitian. Sedangkan menurut Elton dan Gruber (1995) perusahaan-perusahaan besar kurang beresiko dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil karena perusahaan kecil memiliki resiko yang lebih besar. Dan apabila semakin besar perusahaan, potensi mendiversifikasikan resiko non sistematisnya juga semakin besar sehingga membuat resiko obligasi perusahaan

Ogden (1987) dalam Wydia Andry (2005) berpendapat bahwa karena total utang dan ukuran perusahaan mempunyai korelasi yang kuat dan positif, ukuran perusahaan juga bisa digunakan sebagai proksi untuk mengukur likuiditas. Pada umumnya perusahaan yang besar akan memberikan peringkat yang baik (*investment grade*). Disamping itu, ukuran perusahaan juga bisa mempunyai korelasi terhadap tingkat resiko kebangkrutan atau kegagalan sehingga dapat mempengaruhi rating obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian diatas, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H₆ : Ukuran (*Size*) berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

g. Hubungan Aktivitas dengan Peringkat Obligasi

Perusahaan dengan tingkat aktivitas yang tinggi cenderung akan mampu menghasilkan pendapatan yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan tingkat aktivitas yang rendah. Sehingga perusahaan dengan tingkat aktivitas yang tinggi akan mampu memenuhi kewajibannya dengan baik hal ini dapat meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Semakin tinggi rasio aktivitas yang diproksikan dengan *Total Assets Turnover* (TAT) maka semakin efektif penggunaan keseluruhan aktiva dalam menghasilkan pendapatan. Menurut Horrigan (1966) dalam Purwaningsih (2008) *activity* cenderung secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

Penelitian yang dilakukan Purwaningsih (2008); Manurung *et al.* (2009) menemukan bahwa *activity* berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian Yuliana, dkk (2011) menunjukkan *activity* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian tersebut diajukan suatu hipotesis yaitu:

H₇: Aktivitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

h. Hubungan Umur Obligasi (*maturity*) dengan peringkat obligasi

Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar (Diamonds, 1991) dalam (Andry, 2005). Dengan demikian semakin rendah kemampuan perusahaan dalam membayar bunga periodik dan melunasi pokok pinjaman yang dapat menurunkan peringkat obligasi perusahaan. Umur obligasi yang semakin pendek memberikan peringkat obligasi yang semakin baik.

Penelitian yang dilakukan Andry (2005); Sari dkk. (2008) menemukan bahwa umur obligasi berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian Almilia dan Devi (2010); Yuliana, dkk (2011) menunjukkan umur obligasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian tersebut diajukan suatu hipotesis yaitu:

H₈: Umur obligasi (*maturity*) berpengaruh positif terhadap peringkat

i. Hubungan Reputasi Auditor dengan Peringkat Obligasi

Semakin tinggi reputasi auditor maka semakin tinggi pula tingkat kepastian suatu perusahaan sehingga semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan (Almilia dan Sifa, 2006). Laporan keuangan yang diaudit oleh kantor akuntan publik yang termasuk Big 4 lebih berkualitas dan dapat dipercaya serta dapat dipertanggungjawabkan karena dinilai secara independen dan profesional atas keandalan dan kewajaran penyajian laporan keuangan (Nuryaman, 2008).

Penelitian yang dilakukan Andry (2005); Rinaningsih (2008), Sari dkk. (2008); Prasetyo (2010); Yuliana, dkk. (2011) menemukan bahwa reputasi auditor berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Sedangkan penelitian Almilia dan Devi (2010) menunjukkan reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penelitian tersebut diajukan suatu hipotesis yaitu:

H₁: Reputasi auditor berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

C. Model Penelitian

