

BAB II

LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

2.1 Teori dalam Pasar Modal

2.1.1 *Signalling Theory*

Menurut Jogiyanto (2000), informasi yang dipublikasikan sebagai suatu pengumuman akan memberikan signal bagi investor dalam pengambilan keputusan investasi. Jika pengumuman tersebut mengandung nilai positif, maka diharapkan pasar akan bereaksi pada waktu pengumuman tersebut diterima oleh pasar. Pada waktu informasi diumumkan dan semua pelaku pasar sudah menerima informasi tersebut, pelaku pasar terlebih dahulu menginterpretasikan dan menganalisis informasi tersebut sebagai signal baik (*good news*) atau signal buruk (*bad news*). Jika pengumuman informasi tersebut sebagai signal baik bagi investor, maka terjadi perubahan dalam volume perdagangan saham.

Teori sinyal menunjukkan adanya hubungan asimetri antara manajemen dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap informasi perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Asimetri informasi terjadi dikarenakan salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak lainnya.

Manajemen selaku pihak intern perusahaan memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak yang lain.

Informasi sangat dibutuhkan bagi pihak yang berkepentingan dalam suatu perusahaan. Asimetri informasi menyebabkan pihak eksternal perusahaan sangat sulit untuk membedakan antara perusahaan yang memiliki kualitas tinggi dan rendah. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan, pihak eksternal perusahaan seperti calon investor tentu sangat membutuhkan informasi tentang kondisi obligasi. Untuk itu dengan teori sinyal diharapkan manajemen memberikan memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas atau kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak. Salah satu sinyal tersebut ditunjukkan dengan peringkat obligasi. investor maupun kreditur dapat mengetahui kondisi perusahaan dari sinyal yang diberikan. Sinyal yang ditunjukkan pada investasi obligasi adalah adanya peringkat obligasi.

2.2 Obligasi

2.2.1 Pengertian Obligasi

Obligasi merupakan salah satu instrumen keuangan yang cukup menarik bagi kalangan investor, baik individu maupun institusi. Obligasi adalah hutang jangka panjang secara tertulis dalam kontrak surat obligasi yang dilakukan oleh pihak berhutang yang wajib membayar hutangnya disertai bunga (penerbit obligasi) dan pihak yang menerima pembayaran atau piutang yang dimilikinya beserta bunga (pemegang obligasi) yang pada umumnya tanpa menjaminkan suatu aktiva. Obligasi ketika pertama kali dijual dengan nilai par value. Obligasi disebut utang jangka panjang karena

pelunasan utang ini memerlukan waktu lebih dari satu periode akuntansi (Brigham dan Houston, 2001).

Obligasi ditinjau dari sumber keuangan, merupakan sumber dana dari luar perusahaan dimana pemberi pinjaman secara langsung tidak dapat mempengaruhi dan menentukan jalannya perusahaan. Pemberi pinjaman disebut dengan nama kreditor. Kreditor tidak mempunyai hak suara dalam RUPS karena para pemegang obligasi tidak dapat memperoleh deviden melainkan akan mendapatkan bunga setiap periode tertentu. Alasan para investor membeli obligasi adalah di mana obligasi memiliki pembayaran keuntungan yang tetap pada periode tertentu serta fluktuasi harga obligasi yang mengikuti arus tingkat bunga. Tingkat bunga yang meningkat akan berdampak pada harga obligasi di pasar modal yang akan turun, dan begitu sebaliknya (Brigham dan Houston, 2001).

2.2.2 Jenis- jenis Obligasi

Menurut Sulistyastuti (2002) jenis Obligasi dilihat dari sisi penerbit yaitu :

1. *Corporate Bonds* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk badan usaha milik negara (BUMN), atau badan usaha swasta.
2. *Government Bonds* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah.
3. *Municipal bonds* merupakan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah.

Obligasi dilihat dari sistem pembayaran bunga dibedakan menjadi:

1. *Coupon bonds*, yaitu obligasi yang kuponnya dibayarkan secara periodik sesuai dengan ketentuan penerbitnya.
2. *Zero coupon bonds*, yaitu obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Namun bunga dan pokok dibayarkan pada saat jatuh tempo

Obligasi dilihat dari jaminan yang diberikan yaitu sebagai berikut :

1. Obligasi dengan jaminan (*secured bonds*) adalah obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu dari penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga.
2. Obligasi tanpa jaminan (*unsecured bonds*) terdiri dari :
 - a. *Debenture bonds* merupakan obligasi yang tidak secara khusus mengagunkan asetnya. Obligasi ini biasanya obligasi milik pemerintah.
 - b. *Subordinate debenture*, obligasi ini biasanya memiliki tingkat klaim yang lebih rendah dari semua obligasi emiten yang beredar.
(Sulistiyastuti, 2002).

2.2.3. Karakteristik Obligasi :

1. Nilai Nominal (*Face Value*)
adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.
2. Kupon (*The Interest Rate*)
adalah nilai bunga yang diterima pemegang obligasi secara berkala.
(kelaziman pembayaran kupon obligasi adalah setiap 3 atau 6 bulanan).

3. Jatuh Tempo (*Maturity*)

adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau Nilai Nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan di atas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi Kupon atau bunganya (Brigham dan Houston, 2001).

2.2.4 Masalah-masalah Investasi Obligasi

Para investor di obligasi harus mempertimbangkan empat masalah utama, yaitu :

1. Naiknya tingkat suku bunga

Bila tingkat suku bunga turun maka harga obligasi akan naik, dan bila tingkat suku bunga naik maka harga obligasi akan menurun.

2. Risiko pembelian kembali

Perusahaan penerbit memiliki hak untuk membeli kembali (*buy back*) obligasi yang *bondholders* pada harga tertentu (*call price*) sebelum obligasi tersebut jatuh tempo.

3. Biaya investasi tinggi

Jumlah transaksi pasar obligasi yang masih rendah berpengaruh terhadap potensi kerugian karena tingginya biaya yang harus dikeluarkan.

4. *Default Risk*

Risiko yang dihadapi oleh investor atau pemegang obligasi karena terkadang mengalami kesulitan untuk membayar kupon bunga obligasinya. Akibatnya, bondholders tidak mendapatkan bunga dari kupon bunga seperti yang dijanjikan dan biasanya harga obligasi tersebut akan menurun tajam (Sulistyastuti, 2002).

2.2.5 Peringkat Obligasi

Ukuran atau pegangan investor untuk berinvestasi pada surat utang yaitu peringkat (*rating*) surat utang dari perusahaan yang menerbitkan surat utang tersebut. Dapat disimpulkan bahwa pemeringkatan adalah memberikan opini obyektif atas kemampuan suatu perusahaan untuk dapat melunasi seluruh kewajibannya tepat waktu. Aspek yang diperlukan salah satunya adalah untuk mengembangkan perdagangan surat utang dipasar uang dan modal yaitu aspek informasi. Informasi merupakan salah satu prasyarat penting yang dapat mengakibatkan para pemodal, emiten, dan pedagang menanggung kerugian maupun memperoleh keuntungan (Jogiyanto, 2000).

Badan Pengawas Pasar Modal mewajibkan calon emiten mendapatkan peringkat atas surat utang yang akan dikeluarkannya untuk melakukan

emisi surat utang. Peringkat dapat berubah, ditunda, atau ditarik karena ketidaktersediaan informasi atau karena keadaan lain. Arti peringkat obligasi ini dapat dilihat pada tabel 1 dibawah ini.

Tabel 1. Arti Peringkat Obligasi

| | | |
|-------|---|--------------------|
| idAAA | Efek hutang dengan peringkat idAAA merupakan efek hutang dengan peringkat tertinggi, memiliki kemampuan yang paling baik untuk membayar pokok dan bunga hutang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan. | <i>Investment</i> |
| idAA | Efek hutang dengan peringkat idAA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi dan berkemampuan sangat baik untuk membayar pokok dan bunga hutang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh keadaan perusahaan yang merugikan. | <i>Investment</i> |
| idA | Efek hutang dengan peringkat idA merupakan efek hutang yang mempunyai risiko rendah dan memiliki kemampuan yang baik untuk membayar pokok dan bunga hutang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan dan hanya sedikit dipengaruhi oleh keadaan perusahaan yang merugikan | <i>Investment</i> |
| idBBB | Efek hutang dengan peringkat idBBB merupakan efek hutang yang mempunyai resiko yang cukup rendah dan memiliki kemampuan yang cukup untuk membayar pokok dan bunga hutang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan meskipun kemampuannya peka terhadap perubahan keadaan perusahaan yang merugikan. | <i>Investment</i> |
| idBB | Efek hutang dengan peringkat idBB merupakan efek hutang yang mempunyai risiko cukup tinggi dan peka terhadap perubahan keadaan perusahaan yang merugikan. | <i>speculative</i> |
| idB | Efek hutang dengan peringkat idB merupakan efek hutang yang mempunyai risiko sangat tinggi dan memiliki kemampuan yang terbatas untuk membayar pokok dan bunga hutang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan. | <i>speculative</i> |
| idCCC | Efek hutang dengan peringkat idCCC memperlihatkan efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansial serta hanya bergantung pada perbaikan keadaan eksternal. | <i>speculative</i> |
| idD | Efek hutang dengan peringkat idD menandakan efek hutang yang macet, emitennya sudah berhenti berusaha. | <i>speculative</i> |

Sumber: Sulistyastuti, 2002

Dari tabel diatas dapat dilihat bahwa Obligasi dengan peringkat idAAA sampai dengan idBBB diklasifikasikan *investment grade bond* (peringkat investasi obligasi). Sedangkan peringkat di bawah idBBB diklasifikasikan sebagai *speculative grade bond* (peringkat spekulatif obligasi). Peringkat yang diberikan pada obligasi dapat mencerminkan kemampuan yang dimiliki perusahaan dalam membayar pinjamannya, baik pokok maupun bunga pinjaman dari seluruh kewajiban finansialnya (Sulistiyastuti, 2002).

Foster (1986) menyatakan bahwa fungsi pemeringkatan hutang adalah:

- a. Sebagai sumber informasi superior terhadap kemampuan perusahaan atau pemerintah untuk membayar hutang dan bunga pinjaman.
- b. Sumber informasi kredit berbiaya rendah antar perusahaan dan pemerintah.
- c. Sumber verifikasi keuangan tambahan dan representasi manajemen lainnya.
- d. Untuk memonitor tindakan manajemen yaitu muncul karena adanya konflik antara pihak manajemen dengan pihak lain.
- e. Untuk memfasilitasi kebijakan publik yang membatasi investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi dan dana pensiun (Darmadji dan Fakhruddin, 2006).

Proses pemberian peringkat dimulai dari permintaan perusahaan yang membutuhkan peringkat dan pemenuhan semua persyaratan administrasi. Pihak pemeringkat menunjuk tim analisis yang biasanya terdiri dari dua orang untuk melakukan *review* terhadap informasi yang

disediakan perusahaan melalui dokumen maupun kunjungan lapangan. Pihak pemeringkat juga akan mengidentifikasi informasi tambahan yang harus disajikan oleh pihak manajemen emiten (Darmadji dan Fakhrudin, 2006).

Apabila semua informasi yang diperlukan telah diperoleh, maka suatu komite pemeringkat dibentuk oleh perusahaan pemeringkat untuk memberikan rekomendasi akhir peringkat kredit. Pihak emiten berhak untuk mengajukan pembelaan atas hasil pemerinkatan sementara dengan menyajikan alasan dan informasi tambahan yang mendukung, dalam rentan waktu yang disepakati. Jika pihak emiten tidak menyetujui hasil akhir dari proses pemerinkatan ini, maka perusahaan pemeringkat tidak akan mempublikasikannya, tetapi jika pihak emiten menyetujui hasil akhir dari proses pemerinkatan, maka perusahaan pemerinkatan akan mempublikasikan *rating* tersebut (Darmadji dan Fakhrudin, 2006).

Peringkat yang dihasilkan diwujudkan dalam bentuk simbol-simbol peringkat. Setiap simbol memiliki 3 tingkatan yaitu *minus* (-), polos dan *plus* (+). Tanda *plus* (+) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif kuat dan di atas rata-rata kategori yang bersangkutan. Tanda *minus* (-) menunjukkan bahwa peringkat yang diberikan relatif lemah dan di bawah rata-rata kategori yang bersangkutan (Darmadji dan Fakhrudin, 2006).

2.2.6 Risiko Investasi Obligasi

Obligasi berdasarkan sudut pandang investor, merupakan suatu aset (*financial assets*), yaitu: suatu sekuritas yang dapat memberikan pendapatan tetap sehingga dianggap berbobot risiko. Bagi investor yang selalu mengelak risiko, maka investasi dalam obligasi adalah instrumen yang paling tepat (Jogiyanto, 2003).

Berikut ini beberapa risiko yang dihadapi oleh investor dalam investasi obligasi (Fabozzi, 2000: 135), yaitu:

1. Risiko suku bunga atau Risiko tingkat bunga

Pada umumnya harga obligasi bergerak berlawanan arah terhadap perubahan suku bunga. Apabila suku bunga naik, harga obligasi akan turun, dan sebaliknya. Bagi investor yang merencanakan untuk menyimpan obligasi sampai jatuh tempo, perubahan harga obligasi sebelum maturity tidak menarik perhatiannya akan tetapi bagi investor yang ingin menjual obligasi sebelum tanggal jatuh tempo, suatu kenaikan suku bunga setelah membeli obligasi berarti adanya *capital loss* yang direalisasikan. Risiko tersebut disebut *interest rate risk* atau disebut juga *price risk*. Kenaikan tingkat bunga pasar menyebabkan menurunnya harga obligasi karena sebesar apapun tingkat bunga pasar mengalami peningkatan, pemegang obligasi tetap hanya akan menerima tingkat bunga yang sudah ditetapkan (Jogiyanto, 2003).

2. *Reinvestment risk* (Risiko reinvestasi)

Pendapatan obligasi berasal dari: (a) pembayaran suku bunga dari coupon; (b) setiap *capital gain* atau *capital loss* bila obligasi itu

dicairkan, dijual atau jatuh tempo; (c) bunga yang diperoleh dari reinvestasi *interim cash flow*. Agar seorang investor merealisasikan suatu *yield* sama dengan *yield* pada saat obligasi dibeli, *interim cash flow* tersebut harus diinvestasikan pada suku bunga sama dengan *yield* yang ditentukan pada saat obligasi dibeli. Risiko bahwa *interim cash flow* akan diinvestasikan dengan suku bunga yang lebih rendah dan investor akan menerima *yield* yang lebih rendah daripada *yield* pada saat obligasi dibeli disebut reinvestment risk (Jogiyanto, 2003).

3. *Default risk* (Risiko bangkrut atau Risiko kredit)

Risiko kredit, yaitu risiko bahwa emiten akan tidak mampu memenuhi pembayaran bunga dan pokok hutang, sesuai dengan kontrak. Obligasi perusahaan mempunyai *default risk* yang lebih besar daripada obligasi pemerintah. Tidak bagi masyarakat umum untuk melihat besar kecilnya risiko ini. Cara terbaik untuk melihat risiko ini adalah dengan terus memonitor peringkat yang diberikan oleh perusahaan efek. Di Indonesia badan tersebut dikenal dengan Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Obligasi yang paling aman diberi peringkat AAA dan yang paling tidak aman atau paling banyak risikonya diberi peringkat D (Jogiyanto, 2003).

4. *Call Risk* (Risiko waktu)

Risiko ini melekat pada *callable bonds*, yakni obligasi yang dapat ditarik sewaktu-waktu oleh emitennya dengan harga yang telah ditetapkan. Risiko waktu terjadi jika: (a) pola aliran kas emiten tidak pasti; (b)

penarikan dilakukan pada saat suku bunga rendah dan (c) potensi kenaikan harga obligasi lebih tinggi dari harga *call*-nya.

5. Risiko Inflasi

Risiko inflasi disebut pula risiko terhadap daya beli. Risiko inflasi merupakan risiko bahwa *return* yang direalisasikan dalam investasi obligasi tidak akan cukup untuk menutupi kerugian menurunnya daya beli yang disebabkan inflasi. Bila inflasi meningkat dan tingkat bunga obligasi tetap, maka terjadi penurunan daya beli yang harus ditanggung investor (Jogiyanto, 2003).

6. Risiko Kurs Valuta Asing

Orang Indonesia yang membeli obligasi perusahaan di negara lain dapat mengalami kerugian perbedaan kurs valuta asing (*foreign-exchange risk*).

7. *Marketability risk* (Risiko likuiditas)

Yakni risiko yang mengacu pada seberapa mudah investor dapat menjual obligasinya, sedekat mungkin dengan nilai dari obligasi tersebut. Cara untuk mengukur likuiditas adalah dengan melihat besarnya *spread* (selisih) antara harga permintaan dan harga penawarannya yang dipasang oleh perantara pedagang efek. Semakin besar *spread* tersebut, makin besar risiko likuiditas yang dihadapi (Jogiyanto, 2003).

8. Event risk

Seringkali kemampuan emiten untuk membayar bunga dan pokok hutang tanpa terduga berubah karena, bencana alam dan pengambilalihan.

2.3 Rasio Keuangan

Salah satu sumber informasi yang dapat digunakan untuk memperoleh gambaran kondisi keuangan suatu perusahaan adalah laporan keuangan. Laporan keuangan menyediakan informasi yang penting, terutama bagi stakeholders dalam mengambil keputusan.

Salah satu cara yang dapat digunakan untuk menilai kondisi keuangan suatu perusahaan adalah dengan menghitung rasio-rasio keuangan dari laporan keuangannya. Rasio keuangan merupakan hasil bagi antara dua angka, yang mana dua angka berisikan item-item laporan keuangan (Beaver (1966) dalam Purnomo (2005)).

Munawir (2002) menyatakan rasio keuangan pada dasarnya dapat digunakan untuk:

- 1 Untuk keperluan pengukuran kerja keuangan secara menyeluruh (*overall measures*)
- 2 Untuk keperluan pengukuran profitabilitas atau rentabilitas, kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari operasinya (*profitability measures*)
- 3 Untuk keperluan pengujian investasi (*test of investment utilization*)
- 4 Untuk keperluan pengujian kondisi keuangan antara lain tentang tingkat likuiditas dan solvabilitas (*test of finance condition*)

2.3.1 Rasio *Leverage*

Rasio *Leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki.

Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *Leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100%.

Penggunaan hutang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi:

- 1 Pemberian kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
- 2 Dengan penggunaan hutang maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan akan meningkat.
- 3 Dengan menggunakan hutang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan kendali perusahaan.

Para investor maupun kreditor akan mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas (Saharul dan Nizar, (2000) dalam Kesumawati (2003)).

Dalam praktek rasio ini dihitung dengan dua cara, Pertama, dengan memperhatikan data yang ada di neraca. Kedua, mengukur resiko hutang dari laporan rugi laba, yaitu seberapa banyak beban tetap hutang bisa ditutup oleh laba operasi. Kedua, kelompok rasio ini bersifat saling melengkapi, dan umumnya para analis menggunakan keduanya. *Leverage ratio* adalah rasio

untuk mengukur seberapa jauh aktiva yang dibiayai dari hutang oleh karenanya rasio ini dihitung dengan:

1. *Debt Ratio* adalah total hutang dibagi dengan asset. Gambaran dari seluruh kebutuhan dana yang dibiayai dengan hutang atau berapa modal sendiri dibanding dengan hutang
2. *Debt to Equity Ratio* adalah total hutang dibanding dengan *equity*. Setiap modal sendiri yang menjamin seluruh hutang.
3. *Long Term Debt to Equity Ratio* adalah hutang jangka panjang terhadap modal sendiri. Rasio ini memberikan seberapa besar hutang jangka panjang perusahaan yang dibandingkan dengan modal perusahaan.

Pemeringkatan tingkat obligasi yang dilihat dari nilai *leverage*, jika nilai *leverage* menunjukkan nilai yang tinggi maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan *leverage* yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar. Jika pemilik hanya menyediakan sebagian kecil dari seluruh pembiayaan, maka risiko perusahaan ditanggung terutama oleh para kreditor. Dengan kondisi tersebut perusahaan akan sulit mendapatkan tambahan dana investasi karena investor tidak mau mengambil risiko. Dari beberapa rasio *leverage*, rasio DER dapat memberikan gambaran yang lebih lengkap tentang kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban dalam jangka yang tidak terlalu panjang, hal itu dilakukan juga atas pertimbangan bahwa pemeringkatan obligasi dapat berubah dalam jangka yang tidak panjang.

2.3.2 Rasio Likuiditas

Likuiditas perusahaan, menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva lancar yaitu aktiva yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan. Dari aktiva lancar tersebut, persediaan merupakan aktiva lancar yang paling kurang liquid dibanding dengan yang lainnya. Semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek (Sartono, 2005). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998) dalam Purnomo (2005) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan *credit rating*. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. rasio likuiditas dapat dihitung dengan menggunakan *current ratio* digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban yang harus segera dipenuhi dengan aktiva lancar yang dimilikinya.

2.3.3 Rasio Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern*. Profitabilitas yang tinggi juga dapat menunjukkan

kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Menurut Adam dan Hardwick (1998) dalam Purnomo (2005) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut.

Rasio Profitabilitas atau Rasio Keuntungan mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungan dengan penjualan, aktiva maupun laba dan modal sendiri. Rasio Profitabilitas atau disebut juga dengan istilah Rentabilitas diantaranya adalah :

1. *Net Profit Margin*

Net Profit Margin atau Sales Margin digunakan untuk mengukur keuntungan *netto* atau laba bersih per rupiah penjualan. Semakin besar angka yang dihasilkan, menunjukkan kinerja yang semakin baik.

2. *Return on Asset*

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas yang menunjukkan seberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan jika diukur dari nilai aktiva (Sartono, 2005).

2.3.4 Rasio Produktivitas

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Hal ini juga menunjukkan perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara

lebih baik. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Menurut Horrigen (1966) dalam Purnomo (2005) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Rasio Produktivitas dapat dihitung dengan menggunakan *Total Assets Turnover* yang digunakan untuk mengukur kemampuan dana yang tertanam dalam keseluruhan aktiva yang berputar pada suatu periode atau kemampuan modal yang diinvestasikan untuk menghasilkan “*revenue*”.

2.4 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Rasio Leverage

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Purnomo 2005). Sejumlah penelitian terdahulu telah berusaha mengkaji ulang hasil peringkat obligasi yang dilakukan oleh agen-agen peringkat obligasi. Penelitian ini mengangkat isu tentang apakah rasio keuangan merupakan prediktor dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan datang dan rasio manakah yang signifikan. Penelitian ini berkonsentrasi pada teknik untuk memprediksi *bond ratings* (*Credit Ratings*). *Bond ratings* penting karena rating tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan signal tentang probabilitas *default* hutang suatu perusahaan (Nurhasanah, 2003) dan karena *bond ratings* mempunyai korelasi yang tinggi dengan *debt-security yield* (Sari 2004).

Pemilihan variabel-variabel yang diduga mempengaruhi rating obligasi mengacu penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Nurhasanah (2003); Kesumawati (2003); Sari (2004) dan Purnomo (2005).

Penelitian Purnomo (2005) menjelaskan bahwa rasio leverage mempunyai kemampuan dalam membentuk model prediksi peringkat obligasi. Model prediksi yang terbentuk mempunyai tingkat ketepatan mencapai 96,2 % dalam memprediksi peringkat obligasi. Berdasarkan penjelasan tersebut maka penulis dapat menyimpulkan bahwa rasio *leverage* dapat memprediksi peringkat obligasi karena naik turunnya rasio *leverage* akan semakin menunjukkan posisi keuangan yang sesuai dengan peningkatan dan penurunan rasio *leverage*. Semakin besar rasio *Leverage* perusahaan, semakin besar resiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *Leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Purnomo, 2005). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *Leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Rasio *Leverage* dihitung dengan *Debt to Equity Ratio (DER)*. Ratio ini digunakan untuk mengukur bagian modal sendiri yang dijadikan jaminan untuk keseluruhan kewajiban atau hutang. Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis pertama penelitian ini adalah:

| |
|---|
| $H_1 =$ Rasio <i>leverage</i> dapat memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI |
|---|

Pada rasio *leverage* kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjangnya dapat digambarkan melalui perbandingan pendapatan

operasional dengan total hutang atau disebut dengan *long term debt to equity ratio*. Pada penelitian ini rasio yang digunakan adalah rasio DER untuk dapat menggambarkan kemampuan perusahaan terhadap kewajibannya dalam jangka pendek mengingat perubahan pemeringkatan obligasi yang dinamis.

2.4.2 Rasio Likuiditas

Pada analisis rasio keuangan juga terdapat rasio likuiditas yaitu kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aktiva lancar yaitu aktiva yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan. Apabila likuiditas menunjukkan nilai yang tinggi maka obligasi dimungkinkan masuk pada peringkat *investment grade*, karena aktiva lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar perusahaan mempunyai perisai untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada investor tepat pada waktunya.

Menurut Arifin (2005) dalam Susilowati & Sumarto, (2010) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban jangka pendek mengindikasikan bahwa perusahaan dalam keadaan likuid. Hal tersebut dikarenakan aktiva lancar yang dimiliki mampu melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Kemampuan pelunasan kewajiban jangka pendek perusahaan secara tidak langsung berpengaruh pada kewajiban jangka panjang yang baik (pelunasan obligasi). Penelitian Purnomo (2005) menjelaskan bahwa rasio likuiditas mempunyai kemampuan dalam

membentuk model prediksi peringkat obligasi. Model prediksi yang terbentuk mempunyai tingkat ketepatan mencapai 96,2 % dalam memprediksi peringkat obligasi. Oleh karena itu, tingkat likuiditas yang tinggi berpengaruh pada peringkat obligasi yang baik. Rasio likuiditas dapat diukur dengan menggunakan *current ratio*, yaitu kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban yang harus segera dipenuhi dengan aktiva lancar yang dimilikinya. Semakin tinggi *current* rasio berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial. Semakin tinggi *current ratio* perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis ketiga penelitian ini adalah:

| |
|--|
| $H_2 =$ <i>Current ratio</i> dapat memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI |
|--|

Pada rasio ini juga dapat dilakukan pengukuran tentang kemampuan perusahaan dalam menggunakan aktiva lancar perusahaan, sehingga mampu membayar utang jangka pendeknya tepat pada waktu yang dibutuhkan (Machfoedz, 2003). *Current* rasio ini dipilih sebagai rasio yang mengukur likuiditas karena dapat menggambarkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial terutama kewajiban jangka pendeknya karena semakin tinggi *current ratio* perusahaan dapat menunjukkan baiknya kinerja keuangannya sehingga dapat meningkatkan nilai obligasi dan meningkatkan posisinya dalam pemeringkatan obligasi tersebut.

2.4.3 Rasio Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Brotman (1989) dan Boustita & Young dalam Burton, Adam and Hardwick (1998) dalam Purnomo (2005) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Apabila profitabilitas tinggi maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien. Penelitian Purnomo (2005) menjelaskan bahwa rasio profitabilitas mempunyai kemampuan dalam membentuk model prediksi peringkat obligasi. Model prediksi yang terbentuk mempunyai tingkat ketepatan mencapai 96,2 % dalam memprediksi peringkat obligasi. Profitabilitas yang tinggi kemungkinan perusahaan untuk tetap bertahan tinggi, hal tersebut mengindikasikan perusahaan dapat memberikan rasa aman baik kepada pemilik, investor maupun karyawan sehingga pada gilirannya kreditor akan memberikan kreditnya.

Rasio profitabilitas juga dapat diukur dengan rasio *Return On Assets* (ROA) dipandang sebagai alat ukur yang berguna karena mengindikasikan seberapa baik pihak manajemen memanfaatkan sumber daya total yang dimiliki oleh perusahaan untuk menghasilkan profit. Menurut Malayu Hasibuan

(2002:100) . ROA merupakan indikator penting dari laporan keuangan yang memiliki berbagai kegunaan. Rasio ROA digunakan untuk mengukur kemampuan manajemen dalam memperoleh keuntungan (laba) secara keseluruhan, semakin besar ROA semakin besar pula tingkat keuntungan yang dicapai dan semakin baik pula posisi perusahaan tersebut dari segi penggunaan aktiva. Laba pada umumnya dipakai sebagai suatu dasar pengambilan keputusan investasi, dan prediksi untuk meramalkan perubahan laba yang akan datang. Investor mengharapkan dana yang diinvestasikan ke dalam perusahaan akan memperoleh tingkat pengembalian yang tinggi sehingga laba yang diperoleh jadi tinggi pula.

ROA merupakan salah satu rasio profitabilitas. ROA menggambarkan seberapa besar laba bersih yang diperoleh perusahaan bila di ukur dari nilai aktiva. ROA yang semakin besar menunjukkan bahwa aktiva semakin baik dan semakin cepat berputar sehingga menghasilkan laba (Harahap, 2006). Hasil penelitian Meythi (2005) menunjukkan bahwa ROA berpengaruh positif signifikan terhadap peneringkatan obligasi. Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis kesepuluh penelitian ini adalah:

| |
|---|
| $H_3 =$ ROA dapat memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI |
|---|

Dari sekian banyak perhitungan rasio profitabilitas, ROA memiliki kelebihan dalam menggambarkan kemampuan manajemen dalam memperoleh keuntungan (laba) secara keseluruhan dari asset yang ada, proporsi ROA yang tinggi menunjukkan bagaimana proses produksi perusahaan berkembang dengan baik yang selaras dengan nilai asset perusahaan. Jika terjadi

peningkatan asset akan meningkatkan nilai *return*. Kondisi ini yang disebut sebagai perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik dilihat dari rasio profitabilitasnya sehingga dapat menjadi signal bagi perusahaan atau investor dan meningkatkan pula nilai obligasinya.

2.4.4 Rasio Produktivitas

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Menurut Horrigen (1966 dalam Purnomo 2005) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Apabila produktivitas tinggi kemungkinan besar perusahaan obligasinya masuk *investment grade*, karena dengan penjualan yang tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga perusahaan lebih mampu untuk memenuhi segala kewajibannya kepada para investor secara lebih baik. Dengan pembayaran deviden (yang tinggi) dan bunga tepat pada waktunya, memberikan daya tarik bagi investor untuk menanamkan investasi pada perusahaannya.

TAT merupakan salah satu rasio Produktivitas. TAT menunjukkan efisiensi penggunaan seluruh aktiva (*total assets*) perusahaan untuk menunjang penjualan (*sales*) (Angkoso, 1997). Semakin besar TAT menunjukkan perusahaan efisien dalam menggunakan seluruh aktiva perusahaan untuk menghasilkan penjualan bersihnya. Semakin cepat perputaran aktiva suatu

perusahaan untuk menunjang kegiatan penjualan bersihnya, maka pendapatan yang diperoleh meningkat sehingga laba yang didapat besar (Angkoso, 1997). Ini didukung oleh Ou (1990) dalam Asyik dan Sulistyono (2000) yang dalam penelitiannya menunjukkan bahwa TAT berpengaruh positif terhadap pemeringkatan obligasi. Berdasarkan penjelasan tersebut maka hipotesis ketujuh penelitian ini adalah:

H₄= TAT dapat memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI

Untuk mendapatkan laba yang optimal setiap perusahaan juga dituntut untuk meningkatkan produktivitas perusahaannya. TAT menunjukkan proses secara menyeluruh dari produktivitas efisiensi penggunaan seluruh aktiva (*total assets*) perusahaan untuk menunjang penjualan (*sales*). Rasio produktivitas yang diukur dari TAT cukup lengkap dapat memberikan gambaran tentang bagaimana perusahaan dapat beroperasi secara efektif dan efisien dalam penggunaan asset untuk meningkatkan pendapatan. Pendapatan yang meningkat secara otomatis dapat menunjukkan bagaimana kinerja keuangan perusahaan juga baik.