

BAB I. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Masalah

Obligasi korporasi merupakan salah satu instrumen investasi yang ditawarkan di pasar modal. Menurut Henny (2017) obligasi merupakan sertifikat surat utang yang berisi kontrak utang antara penerbit obligasi dan investornya. Obligasi memberikan keuntungan bagi investor dan penerbit obligasi. Bagi investor, obligasi menyediakan pendapatan yang bersifat tetap yang diperoleh dari bunga yang akan diterima secara periodik dan pokok obligasi akan dibayarkan pada saat jatuh tempo. Bagi penerbit obligasi, obligasi merupakan sekuritas dengan biaya penerbitan yang lebih murah jika dibandingkan menerbitkan saham (Sufiyanti & Wardani, 2012).

Bagi investor, penanaman modal berkaitan dengan risiko dan hasil yang melekat atas pengembangan dari investasi yang akan dilakukan (Barus, Sudjana, & Sulasmiyati, 2017). Sehingga investor tidak bisa mengharapkan hasil dengan mengabaikan risiko yang mungkin terjadi. Pada tahun 2018, terdapat perusahaan dari Indonesia yang mengalami gagal bayar yaitu PT Express Transindo Utama Tbk (TAXI) dan PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk (AISA). TAXI tidak mampu membayarkan kupon obligasi yang jatuh tempo pada 26 Maret 2018, sedangkan AISA tidak memiliki kas yang cukup untuk membayar bunga obligasi dan *fee* sukuk yang jatuh tempo pada 19 Juli 2018 (Pratama, 2020). AISA, pada 19 Juli 2018, tidak mampu membayar *fee* ijarah atas Sukuk Ijarah TPS Food II Tahun 2016 senilai Rp63,3 miliar. Sebelumnya, pada 5 Juli 2018, AISA telah gagal membayar bunga atas Obligasi TPS Food I/2013 senilai Rp30,75 miliar, dan *fee* ijarah atas

Sukuk Ijarah TPS Food I tahun 2013 senilai Rp15,37 miliar (Prasetyo, 2020). Probabilitas gagal bayar terjadi karena penurunan kinerja keuangan perusahaan atau faktor lain yang bisa memperlemah bisnis utama perusahaan. Gagal bayar juga merugikan investor karena harapan investor untuk mendapatkan bunga dalam kurun waktu tertentu tidak tercapai, dan probabilitas investor untuk mendapatkan kembali nilai pokok investasinya sangat kecil. Karena beberapa kasus gagal bayar harus diselesaikan dengan restrukturisasi yang seringkali memakan waktu lama.

Pongoh (2013) menjelaskan bahwa penyediaan informasi yang berkualitas oleh perusahaan sangatlah penting karena hal tersebut akan mempengaruhi pemilik modal dan pemegang kepentingan lainnya dalam membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan lainnya yang akan meningkatkan efisiensi pasar. Konflik keagenan yang berhubungan dengan penerbitan obligasi dapat terjadi antara manajemen perusahaan yang ingin obligasinya terjual habis dengan investor obligasi yang berkepentingan agar kondisi perusahaan obligasi dalam keadaan baik dan mampu melunasi kewajibannya (Damayanti & Mulyadi, 2014). Perhatian utama dari kreditur atau investor obligasi adalah sejauh mana kemampuan debitur atau penerbit obligasi untuk membayar kembali pinjamannya. Kreditur maupun investor akan mengumpulkan informasi mengenai debitur termasuk akan memberikan batasan-batasan kepada debitur atas dana yang dipinjam. Tujuan lembaga pemeringkat adalah untuk membantu kreditur atau investor dengan memberikan opini tentang kualitas kredit obligasi yang diterbitkan (White, 2010). Investor obligasi memerlukan informasi yang dapat dijadikan acuan dalam pengambilan keputusan, sehingga informasi keuangan penerbit obligasi sangat

diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang telah diinvestasikan (Syawal dan Fachrizal, 2016). Oleh karena itu, investor harus memiliki kemampuan dalam membaca sinyal yang menandakan kemungkinan terjadinya gagal bayar. Sinyal yang diberikan oleh penerbit obligasi dan dapat digunakan untuk memprediksi risiko gagal bayar obligasi adalah peringkat obligasi (Aji, Tohir, & Suwaryo, 2019). Peringkat obligasi adalah pernyataan yang memberikan sinyal mengenai probabilitas gagal bayar suatu perusahaan (Sufiyanti et al., 2012).

Standard and Poor's (S&P) peringkat sebagai salah satu lembaga pemeringkat internasional menerbitkan peringkat dari AAA sampai D. Peringkat AAA merupakan peringkat tertinggi sedangkan D bermakna gagal bayar atau *default*. Semakin tinggi peringkat penerbit obligasi, semakin kuat kemampuan penerbit obligasi untuk membayar kupon dan pokok obligasi yang diterbitkan. Semakin tinggi peringkat obligasi, juga mengindikasikan rendahnya probabilitas terjadinya risiko, demikian sebaliknya semakin rendah peringkat obligasi maka semakin tinggi probabilitas terjadinya risiko. Sehingga ketika peringkat perusahaan penerbit obligasi korporasi mengalami penurunan akan menyebabkan peningkatan risiko.

Perusahaan yang terhindar dari kesulitan keuangan yaitu perusahaan yang memiliki kinerja keuangan baik yang tercermin pada rasio keuangan (Kristanti, Rahayu, & Huda, 2016). Lembaga pemeringkat memberikan informasi yang objektif mengenai kesehatan keuangan perusahaan penerbit obligasi. Informasi tersebut diberikan berdasarkan dua komponen yaitu perkiraan kesehatan keuangan yang bersumber dari laporan keuangan dan kondisi ekonomi, dan yang kedua

bersumber dari data kualitatif yang merupakan metode dari masing-masing lembaga pemeringkat (Caridad, Hančlová, Bosselmi, & Río, 2019). Bodie, Kane, dan Marcus (2014) menyatakan bahwa terdapat rasio-rasio keuangan kunci yang digunakan untuk menilai peringkat penerbit obligasi, antara lain *coverage ratio*, *leverage ratio*, *liquidity ratio*, *profitability ratio* dan *cash flow to debt ratio*.

Beberapa penelitian terdahulu juga meneliti pengaruh rasio keuangan dan faktor lainnya terhadap peringkat obligasi. Damayanti dan Mulyadi (2014) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan terhadap prediksi peringkat obligasi. Peringkat obligasi yang menjadi variabel dependen adalah yang peringkat diterbitkan oleh Pefindo dengan populasi penelitan adalah perusahaan non keuangan yang telah tercatat di Bursa Efek Indonesia dan telah menerbitkan obligasi pada tahun 2008 sampai 2012. Data yang digunakan adalah laporan keuangan tahunan dari 13 perusahaan, sehingga terkumpul 65 data pengamatan. Variabel dependen yaitu peringkat telah diklasifikasikan dari huruf menjadi angka yaitu AAA menjadi 4, AA menjadi 3, A menjadi 2 dan BBB menjadi 1. Penelitian tersebut menggunakan metode regresi logistik ordinal dan mendapatkan hasil bahwa profitabilitas yang diwakili oleh ROA memperoleh nilai signifikansi 0,712, likuiditas yang diwakili oleh *current ratio* memiliki nilai signifikansi 0,959, dan *leverage* yang diwakili oleh DER memiliki nilai signifikansi 0,558, sehingga disimpulkan bahwa profitabilitas, likuiditas, dan *leveraget* tidak berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Sedangkan ukuran perusahaan yang diwakili oleh total asset memiliki nilai signifikansi 0,000 sehingga disimpulkan berpengaruh terhadap prediksi peringkat

obligasi. Damayanti dan Mulyadi menyatakan bahwa penggunaan ROA kurang tepat karena mengukur tingkat pengembalian terhadap aset perusahaan dan menduga bahwa tingkat pengembalian terhadap investasi akan menjadi variabel yang lebih tepat. Damayanti dan Mulyadi juga menyakini bahwa pengelolaan aset dan pasiva berdasarkan laporan arus kas menjadi salah satu penilaian Pefindo. Selain itu, besar atau kecilnya *leverage* dianggap tidak berpengaruh terhadap perubahan peringkat.

Pebruary (2016) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh profitabilitas, likuiditas, *leverage*, dan pendapatan bunga terhadap peringkat sukuk korporasi. Penelitian Pebruary menggunakan metode yang sama dengan Damayanti dan Mulyadi yaitu regresi logistik ordinal. Sampel penelitian adalah perusahaan di Indonesia yang menerbitkan sukuk pada rentang tahun 2010 sampai 2013 dan didapatkan 18 peringkat sukuk dari 8 perusahaan. Peringkat yang digunakan yaitu peringkat yang dikeluarkan oleh Pefindo. Pebruary mengklasifikasikan peringkat AAA menjadi angka 9, AA+ menjadi angka 8, AA menjadi angka 7, AA- menjadi angka 6, A+ menjadi angka 5, A menjadi angka 4, A- menjadi angka 3, CCC menjadi angka 2 dan D menjadi angka 1. Model dalam penelitian tersebut mendapatkan nilai Nagelkerke sebesar 48,5%. Penelitian tersebut memperoleh hasil bahwa DER berpengaruh signifikan negatif terhadap peringkat sukuk, ROA berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat sukuk, *Current Ratio* berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat sukuk, sedangkan pendapatan bunga berpengaruh signifikan negatif terhadap peringkat sukuk. Hasil penelitian

Pebruari berbeda dengan hasil penelitian Damayanti dan Mulyadi yang menyatakan bahwa ROA, *Current Ratio* dan DER tidak berpengaruh terhadap peringkat.

Syawal & Fachrizal (2016) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh simultan antara profitabilitas, *interest coverage ratio*, *retained earning*, dan pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi serta melihat pengaruh parsial antara profitabilitas, *interest coverage ratio*, *retained earning*, dan pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi. Populasi dalam penelitian adalah perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012 sampai 2014. Data pengamatan berasal dari 25 perusahaan dengan rasio keuangan yang diambil selama 3 tahun, sehingga diperoleh 75 data pengamatan. Metode yang digunakan adalah regresi logistik dan membagi populasi dalam dua kategori yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*. Hasil dari penelitian tersebut yaitu bahwa profitabilitas yang diwakili oleh ROA dan ROE, *interest coverage ratio*, *retained earning* dan pertumbuhan perusahaan secara simultan berpengaruh terhadap peringkat obligasi dengan nilai Nagelkerke sebesar 74%. Secara parsial, ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dengan signifikansi 0,359. ROE juga berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dengan signifikansi 0,749. *Interest coverage ratio* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dengan signifikansi 0,240. *Retained earning* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dengan signifikansi 0,210. Sedangkan pertumbuhan perusahaan berpengaruh negatif dengan signifikansi 0,715. Nilai signifikansi ROA, ROE, *Interest coverage ratio*, *retained earning* dan pertumbuhan perusahaan lebih dari 0,05.

Hernando, Miranda, Aileen, & Nurul, (2018) melakukan penelitian untuk melihat pengaruh ROA, ROE, DER, *Current Ratio* dan *Interest coverage ratio* terhadap peringkat perusahaan non keuangan di Indonesia. Data diambil dari 16 perusahaan dan menggunakan laporan keuangan tiga bulanan selama tahun 2015 sampai 2017, sehingga didapatkan 192 data pengamatan. Metode penelitian menggunakan *ordered logit regression* dengan mengklasifikasikan peringkat AAA menjadi angka 18, AA+ menjadi angka 17, AA menjadi angka 16 dan seterusnya hingga peringkat D menjadi angka 1. Hasil yang diperoleh yaitu Pseudo R square model mencapai angka 7,68%. Secara parsial ROA berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi, namun ROE, DER dan *Current Ratio* berpengaruh signifikan negatif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan *interest coverage ratio* memiliki tingkat signifikansi 0,064 atau lebih dari 0,05, sehingga *interest coverage ratio* tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Caridad et al., (2019) mengungkapkan bahwa beberapa variabel yang digunakan untuk membentuk model prediksi peringkat antara lain :

- a. Variabel yang berhubungan dengan ukuran perusahaan antara lain pendapatan penjualan, hutang jangka pendek dan panjang, laba bersih, total asset dan asset tidak lancar;
- b. Variabel yang berhubungan dengan aktivitas ekonomi yaitu laba bersih, persediaan, kas dan investasi jangka pendek;
- c. Variabel yang berhubungan dengan aspek keuangan yaitu EBITDA, EBIT, ROA, ROE, EPS, CFO, FFO, beban bunga bersih, total ekuitas, arus kas operasional, *total capital expenditure*, *returns to shareholders*, beban

keuangan, beban keuangan yang berhubungan dengan penjualan, biaya operasional;

- d. Variabel yang berhubungan dengan pasar yaitu *current market capitalization*, Credit Default Swap (CDS) bertenor 5 tahun;
- e. *Leverage* data seperti arus kas terhadap total hutang atau terhadap total asset, rasio hutang.

Berdasarkan penelitian terdahulu, terdapat perbedaan hasil mengenai pengaruh rasio profitabilitas dan *leverage* terhadap rating obligasi. Berdasarkan hal tersebut penulis ingin melakukan penelitian kembali mengenai pengaruh profitabilitas dan *leverage* terhadap peringkat penerbit obligasi. Penulis juga ingin meneliti pengaruh *coverage ratio* dan *cash flow to debt ratio* terhadap peringkat penerbit obligasi. *Coverage ratio* digunakan perusahaan untuk membayar beban tetap (Bodie et al., 2014), sedangkan *cash flow to debt ratio* bertujuan untuk melihat kemampuan perusahaan untuk memperoleh dan menyalurkan pembiayaan (Subramanyam, 2014).

Sehingga penulis membuat penelitian dengan judul Prediksi Peringkat Obligasi Korporasi Menggunakan Tren Rasio Keuangan Perusahaan. Rasio keuangan yang akan digunakan dalam penelitian ini yaitu *coverage ratio*, *leverage ratio*, *profitability ratio* dan *cash-flow to debt ratio*. *Coverage ratio* akan diwakili oleh *time interest earned* dan $EBITDA/interest\ expense$. *Leverage ratio* akan diwakili oleh *debt to total capital* dan *total debt to EBITDA*. *Profitability ratio* diwakili oleh *return on total capital* dan *cash flow to debt ratio* diwakili oleh $fund\ from\ operation/total\ debt$ dan $free\ operating\ cash\ flow/total\ debt$. Perbedaan penelitian

yang penulis lakukan dengan penelitian terdahulu yaitu penulis menggunakan laporan keuangan tiga bulanan sebagai data pengamatan, sedangkan penelitian Damayanti dan Mulyadi, Syawal dan Fachrizal menggunakan laporan keuangan tahunan sebagai data pengamatan. Perubahan peringkat umumnya berlaku satu tahun, namun perubahan siklus bisnis sering terjadi kurang dari satu tahun. Oleh sebab itu, penulis berharap adanya perubahan kinerja perusahaan yang tercermin dalam laporan keuangan tiga bulanan dapat memprediksikan perubahan peringkat, sehingga investor bisa lebih cepat melakukan antisipasi. Selain itu, peneliti menggunakan peringkat perusahaan penerbit obligasi yang dikeluarkan oleh S&P peringkat dan sebagai sampel penelitian mencakup perusahaan yang berasal dari tiga negara yaitu Indonesia, Thailand dan Vietnam, sedangkan pada penelitian terdahulu hanya menggunakan data laporan keuangan dari perusahaan di Indonesia.

1.2. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang, rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu:

- a. Apakah *coverage ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat perusahaan penerbit obligasi?
- b. Apakah *leverage ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat perusahaan penerbit obligasi?
- c. Apakah *profitability ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat perusahaan penerbit obligasi?
- d. Apakah *cash-flow to debt ratio* memiliki pengaruh terhadap peringkat perusahaan penerbit obligasi korporasi?

- e. Apakah *coverage ratio*, *leverage ratio*, *profitability ratio* dan *cash-flow to debt ratio* bisa dimodelkan untuk memprediksikan peringkat perusahaan penerbit obligasi korporasi?

1.3. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mencari pengaruh *coverage ratio*, *leverage ratio*, *profitability ratio* dan *cash-flow to debt ratio* terhadap peringkat perusahaan penerbit obligasi dan membuat model peringkat penerbit obligasi korporasi dengan menggunakan rasio keuangan tersebut. Melalui model yang terbentuk, penulis berharap mampu memprediksikan perubahan peringkat jika terdapat perubahan kinerja keuangan perusahaan yang tercermin dalam tren rasio keuangan.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini belum sempurna, oleh karenanya penulis berharap akan ada penelitian lanjutan terhadap penelitian ini maupun terhadap permasalahan yang sama. Penulis berharap penelitian ini bermanfaat untuk peneliti lainnya yang akan mengembangkan permasalahan yang sama dan investor yang berinvestasi pada obligasi korporasi.