

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Manufaktur, dalam arti yang luas adalah proses mengubah bahan baku menjadi produk. Proses ini meliputi (1) perancangan produk, (2) pemilihan material, dan (3) tahap-tahap proses dimana produk tersebut dibuat. Pada konteks yang lebih modern, manufaktur melibatkan pembuatan produk dari bahan baku melalui berbagai macam proses, mesin dan operasi, mengikuti perencanaan yang terorganisasi dengan baik untuk setiap aktifitas yang diperlukan.

Obligasi merupakan kontrak jangka panjang dimana peminjam dana setuju untuk membayar bunga dan pokok pinjaman pada tanggal tertentu kepada pemegang obligasi tersebut. Investor memiliki banyak pilihan ketika berinvestasi pada obligasi, obligasi dapat diklasifikasikan menjadi empat jenis utama, yaitu: obligasi pemerintah, obligasi perusahaan, obligasi pemerintah daerah dan obligasi luar negeri. Didalam jenis obligasi perusahaan terdapat sub obligasi berdasarkan sektor atau jenis perusahaannya. Obligasi perusahaan manufaktur adalah obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan manufaktur. Semua obligasi perusahaan yang diterbitkan harus diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang diakui pemerintah.

Salah satu agen pemeringkat yang diakui oleh pemerintah Indonesia adalah PT Pemeringkat Indonesia (PEFINDO). Dalam menentukan *rating* obligasi suatu perusahaan, PEFINDO menilai risiko industri dan risiko keuangan. Risiko keuangan yang dinilai PEFINDO mencakup *financial policy*, *capital structure*, *cash flow protection* dan *financial flexibility*.

Objek penelitian yang diambil oleh penulis adalah obligasi perusahaan manufaktur yang peringkat obligasinya dikeluarkan oleh PT Perneringkat Efek Indonesia (PEFINDO) pada periode 2010-2011 dan perusahaan tersebut menerbitkan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan tepat waktu. Adapun sampel pada penelitian ini dijelaskan pada table 1.1

Tabel 1.1
Daftar Sampel Obligasi

No	Nama Perusahaan	Obligasi	Terbit	Jatuh Tempo
1	PT Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF04	16-Mei-07	15-Mei-12
		INDF05	19-Jun-09	18-Jun-14
2	PT Indah Kiat Pulp & Paper Tbk.	INKP02A	01-Okt-04	01-Okt-14
		INKP02B	01-Okt-04	01-Okt-17
3	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk.	JPFA01	11-Jul-07	11-Jul-12
4	PT Lontar Papyrus Pulp & Paper Industry	LPPI02A	01-Okt-04	01-Okt-14
		LPPI02B	01-Okt-04	01-Okt-17
5	PT Malindo Feedmill Tbk.	MAIN01	10-Mar-08	06-Mar-13
6	PT Mayora Indah Tbk.	MYOR03	06-Jun-08	05-Jun-13
7	PT Pindo Deli Pulp & Paper Mills	PIDL02A	25-Okt-04	01-Nov-14
		PIDL02B	25-Okt-04	01-Okt-17
8	PT Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM02A	25-Okt-04	01-Okt-14

1.2 Latar Belakang Penelitian

Investment grade adalah kategori bahwa suatu negara atau perusahaan dianggap memiliki kemampuan yang cukup untuk membayar utangnya. Investor cenderung memilih negara atau perusahaan dengan *rating investment grade* karena dapat berinvestasi dengan aman. Dampak dari *investment grade* secara langsung adalah pada pasar obligasi terutama pada semakin rendahnya tingkat imbal hasil (yield) yang diharapkan. Pada prinsipnya, semakin tinggi *rating*, semakin rendah risiko gagal bayar dan berarti semakin kecil pula imbal hasil yang dihasilkan.

Peringkat utang suatu Negara diperingkat oleh lembaga internasional yang diakui oleh Negara-negara lain di dunia. Peringkat utang Indonesia pada tahun 2009 dan 2010 adalah BB+ atau tidak layak investasi. Hal ini menyebabkan yield atau imbal hasil yang harus dibayarkan oleh pemerintah kepada pemegang obligasi menjadi tinggi. Pada pertengahan Desember 2011 dan awal tahun 2012 Indonesia memasuki peringkat *Investment grade* atau layak investasi. Peringkat ini diberikan oleh lembaga internasional Moody's Investor Service, Fitch Ratings dan Japan Credit Rating Agency (JCRA). Akibat dari pemberian peringkat *Investment grade*, dana asing yang masuk ke Indonesia meningkat dari sebelumnya (www.kontan.co.id, 2012).

Dalam investasi obligasi, perubahan *rating* terutama *rating* suatu negara bisa menjadi salah satu faktor yang mempengaruhi arah investasi. Fenomena dari adanya *investment grade* adalah meningkatnya transaksi pada pasar obligasi baik obligasi *corporate* atau obligasi Pemerintah. Ini juga dikatakan oleh Presiden Direktur Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA), Ignatius Girendroheru, jumlah dana asing yang memanfaatkan obligasi domestik akan meningkat seiring penetapan *rating investment grade*. *Rating* akan mempengaruhi kupon atau imbal hasil yang harus dibayarkan supaya mau diterima oleh investor. (<http://bisnis.vivanews.com>, 2012)

Peringkat obligasi (*bond rating*) memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Sari, 2004). Peringkat obligasi mencerminkan kelayakan kredit perusahaan untuk bisa membayar kewajibannya terkait dengan suatu surat hutang tertentu. Tingkat *rating* dapat digunakan dalam menentukan *default risk* sebuah perusahaan. Semakin rendah *rating* maka semakin tinggi tingkat *default risk*-nya. Maka tingkat bunga yang harus dibayar penerbit obligasi akan semakin tinggi, karena risikonya juga tinggi.

Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi untuk mengetahui peringkat obligasi perusahaan yang menerbitkan obligasi. Agen pemeringkat obligasi merupakan lembaga independen, objektif dan dapat dipercaya. Berdasarkan surat edaran yang diterbitkan Bank Indonesia No. 13/31/DPNP tanggal 22 Desember 2011 Lembaga Pemeringkat yang diakui Bank Indonesia adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), PT Fitch Ratings Indonesia dan ICRA Indonesia.

Pada saat *rating* Indonesia memasuki level *investment-grade* pada awal tahun 2012, banyak perusahaan di Indonesia yang memanfaatkan pasar obligasi yang bagus ini untuk menerbitkan obligasi. Terdapat beberapa kejadian yang membuat peringkat obligasi dipertanyakan keakuratannya. Seperti pada kasus gagal bayar PT Arpeni Pratama Ocean Line Tbk (APOL), PT Davomas Abadi Tbk (DAVO) dan kasus yang paling baru yaitu kasus yang terjadi pada PT Berlian Laju Tanker Tbk (BLTA). APOL adalah perusahaan yang bergerak di bidang infrastruktur, utilitas dan transportasi. Pada tahun 2008 APOL menerbitkan obligasi dan memperoleh peringkat A oleh PEFINDO, pada tahun 2009 peringkat obligasi APOL tetap, tetapi pada tahun 2010 peringkat obligasinya menurun menjadi CCC dan pada tahun 2011 peringkat obligasi APOL dinyatakan *default* atau D. Menurunnya peringkat obligasi APOL dikarenakan krisis perekonomian global yang berdampak pada

menurunnya frekuensi pengangkutan kapal oleh APOL sebanyak 50% sehingga mengganggu kelancaran operasi bisnis perusahaan (www.ibpa.co.id, 2012). Sedangkan BLTA menyatakan gagal dalam membayar bunga dari enam surat utangnya yang berdenominasi rupiah dan dollar Amerika Serikat (AS), *rating* obligasi BLTA yang semula A dinyatakan *default* pada awal tahun 2012 (www.finance.detik.com, 2012).

Hal serupa juga terjadi pada DAVO. DAVO tidak dapat membayar bunga obligasi (kupon) pada saat jatuh temponya. Lembaga pemeringkat Standard & Poor's (S&P) menurunkan peringkatnya menjadi D (default) dari sebelumnya CCC+ (www.ipotnews.com, 2012). Menurut Chan dan Jagadeesh (1999) dalam Amrullah (2007), salah satu alasan mengapa peringkat obligasi yang diterbitkan agen pemeringkat obligasi menjadi tidak tepat adalah karena agen pemeringkat Moody's dan S&P tidak melakukan pengawasan yang ketat terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Dengan demikian dari banyak kasus yang terjadi, agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan berubahnya peringkat.

Menurut Damodaran bahwa ada konflik kepentingan antara perusahaan yang diperingkat dengan agen pemeringkat. Perusahaan bebas memilih agen mana yang akan memeringkat obligasinya dan agen tersebut akan mendapat kompensasi dari perusahaan, sehingga hasil *rating* dapat bias. Maka dari itu diharapkan bagi investor yang akan berinvestasi pada obligasi setidaknya harus menilai sendiri kewajaran atas peringkat obligasi tersebut (www.damodaran.com, 2009).

Sumber utama informasi yang digunakan dalam menentukan *rating* adalah laporan keuangan. Dari laporan keuangan yang diperoleh akan dihitung sejumlah rasio keuangan tertentu. Penelitian tentang peringkat obligasi juga sudah ada beberapa kali dilakukan di Indonesia. Pemilihan rasio keuangan yang diduga dapat mempengaruhi peringkat obligasi mengacu pada beberapa

model penelitian terdahulu. Beberapa penelitian terdahulu menggunakan rasio keuangan seperti *leverage*, likuiditas, produktivitas dan profitabilitas. Perbedaannya terdapat pada alat ukur yang digunakan, misalnya Chan dan Jagadeesh (2004) menggunakan *EBITDA interest coverage* untuk *coverage ratio* dan *free cash flow to long-term debt* untuk *debt ratio*, Nurhasanah (2003) menggunakan *long-term liabilities to total asset* untuk rasio *leverage* dan *cost of good sold to sales* untuk rasio produktivitas, Raharja dan Sari (2008) menggunakan *operating income to sales* untuk profitabilitas dan Purwaningsih (2008) menggunakan *cash flow operating to total asset* untuk *leverage*.

Damodaran (2002:81) menyampaikan beberapa rasio yang dapat digunakan dalam memprediksi *rating* obligasi perusahaan di Negara yang pasar obligasinya sudah maju. Rasio ini mengacu pada definisi Standard and Poors (S&P) di Amerika. Rasio keuangan tersebut mencakup *interest coverage ratio* (*EBIT interest coverage* dan *EBITDA interest coverage*), *debt ratio* (*long-term debt to capital* dan *total debt to capital*), profitabilitas (*return on capital* dan *operating income to sales*) dan solvabilitas (*funds flow to total debt* dan *free operating cash flow to total debt*).

Interest coverage ratio menilai kemampuan perusahaan dalam membayar bunga utang yang jatuh tempo. Semakin besar nilai rasio ini maka kemampuan perusahaan dalam membayar bunga semakin bagus. Chan & Jagadeesh (2004) menyatakan bahwa *interest coverage ratio* dapat menjadi model untuk memprediksi peringkat obligasi.

Debt ratio adalah perbandingan antara utang dengan modal sendiri atau *total capital*. Rasio ini dapat mengetahui sampai seberapa besar porsi utang dalam mendanai perusahaan. *Debt ratio* pada penelitian ini dihitung dengan rumus *long-term debt to capital* dan *total debt to capital*. Sari (2007) menyatakan bahwa *debt ratio* yang diukur dengan *total liabilities to equity*

dapat memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Pada penelitian Nurmayanti (2009) *debt to equity* ratio tidak berpengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan.

Rasio profitabilitas merupakan rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan. Sari (2008) dan Sulistyastuti (2002) menyatakan bahwa rasio profitabilitas (*operating income to sales*) dapat membentuk model dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Sedangkan pada penelitian Nurhasanah (2003) rasio ini tidak berpengaruh.

Rasio solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang. Raharja & Sari (2008) dan Purwaningsih (2008) menyatakan bahwa *operating cash flow to total debt* dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Rasio-rasio ini sangat berkaitan dengan obligasi karena dapat menilai perusahaan dalam membayar kupon obligasi setiap tahun.

Salah satu agen pemeringkat yang diakui oleh pemerintah Indonesia adalah PEFINDO. Dalam menentukan *rating* obligasi suatu perusahaan, PEFINDO menilai risiko industri dan risiko keuangan. Risiko keuangan yang dinilai PEFINDO mencakup *financial policy*, *capital structure*, *cash flow protection* dan *financial flexibility*. Namun belum terdapat penjelasan lebih lanjut dari PEFINDO bagaimana rasio dalam laporan keuangan digunakan untuk menentukan peringkat obligasi. Hal ini menjadi alasan penulis untuk menganalisis kembali rasio-rasio keuangan yang dianggap signifikan pada penelitian sebelumnya dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan.

Dalam penelitian ini penulis akan menganalisis rasio-rasio yang terdiri dari rasio profitabilitas *return on capital* dan *operating income to sales* dan rasio solvabilitas *EBIT interest coverage* dan *EBITDA interest coverage*, *long-term debt to capital*, *total debt to capital* dan *operating cash flow to total debt*. Peneliti memilih periode 2010 - 2011 karena mencuatnya beberapa kasus

obligasi korporasi yang gagal bayar pada saat menjelangnya Indonesia meraih *investment grade* dan objek penelitian manufaktur adalah karena sektor manufaktur merupakan kontributor terbesar terhadap PDB (Pendapatan Domestik Bruto) Indonesia yaitu sebesar 20.65% pada tahun 2011 dan sektor manufaktur telah menyerap 14.9 juta orang pekerja per akhir tahun 2011 (BPS dan Kemenperin, 2011). Maka dari itu, penelitian ini berjudul **“ANALISIS RASIO PROFITABILITAS DAN SOLVABILITAS DALAM MEMBEDAKAN PERUSAHAAN MANUFAKTUR BERDASARKAN INVESTMENT GRADE DAN NON INVESTMENT GRADE PADA TAHUN 2010-2011”**.

1.3 Perumusan Masalah

Berdasarkan uraian diatas maka penulis mengidentifikasi permasalahan yang akan diteliti sebagai berikut :

1. Apakah rasio profitabilitas antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* berbeda?
2. Apakah rasio solvabilitas antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* berbeda?
3. Faktor rasio keuangan manakah yang paling signifikan dalam membedakan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade* ?
4. Apakah rasio keuangan profitabilitas dan solvabilitas dapat membentuk model dalam mengelompokkan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*?

1.4 Tujuan Penelitian

Dari rumusan masalah yang telah dipaparkan maka penelitian ini bertujuan sebagai berikut :

1. Untuk mengetahui apakah rasio keuangan profitabilitas dapat membedakan antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*.
2. Untuk mengetahui apakah rasio keuangan solvabilitas dapat membedakan antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*.
3. Mengkaji secara empiris faktor rasio keuangan yang paling signifikan dalam membedakan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*.
4. Mengkaji secara empiris apakah rasio keuangan profitabilitas dan solvabilitas dapat membentuk model dalam mengelompokkan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*.

1.5 Kegunaan Penelitian

1.5.1 Manfaat Akademis

- 1) Bagi peneliti, dapat menambah wawasan dan pengetahuan mengenai rasio keuangan profitabilitas dan solvabilitas dalam mengelompokkan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*.
- 2) Bagi pihak akademis, dapat menambah wawasan pembaca dan dapat dijadikan sebagai bahan referensi untuk penelitian selanjutnya yang sejenis.

1.5.2 Manfaat praktis

- 1) Bagi investor dalam membuat keputusan untuk berinvestasi pada obligasi perusahaan dapat dilihat dari *rating* perusahaan tersebut dan pendekatan yang dapat digunakan dalam melakukan *rating*.
- 2) Mengembangkan dan memperkuat hasil penelitian sebelumnya tentang rasio-rasio keuangan sebagai sumber yang dapat digunakan dalam mengelompokkan perusahaan yang masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*.

1.6 Sistematika Penulisan Tugas Akhir

Sistematika penulisan dalam skripsi ini adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab Pendahuluan berisi gambaran umum objek penelitian, latar belakang penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, kegunaan penelitian serta sistematika penulisan tugas akhir.

BAB II TINJAUAN PUSTAKAN DAN LINGKUP PENELITIAN

Bab Tinjauan Pustaka dan Lingkup Penelitian berisi tentang rangkuman teori, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, hipotesis penelitian, dan ruang lingkup penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab Metode Penelitian berisi tentang pendekatan, metode dan teknik yang digunakan untuk mengumpulkan dan menganalisis data, serta metode yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Bab Hasil Penelitian dan Pembahasan berisi tentang deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

BAB V KESIMPULAN DAN SARAN

Bab Kesimpulan dan Saran berisi tentang kesimpulan yang diberikan berkaitan dengan penelitian ini dan saran yang akan diberikan.