

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Nilai perusahaan secara umum dipengaruhi oleh perubahan tak terduga dari tingkat nilai tukar mata uang asing, harga barang serta perubahan pada tingkat suku bunga. Perusahaan dalam operasionalnya memerlukan pendanaan untuk melakukan aktivitas. Sumber pendanaan perusahaan pada umumnya berasal dari pinjaman yang dikenakan bunga. Bunga merupakan biaya yang harus dibayarkan sebagai bentuk konsekuensi dari peminjaman uang. Di pasar, tingkat suku bunga selalu mengalami pergerakan naik maupun turun (*floating rate*) sehingga perusahaan mengalami kesulitan untuk memperoleh pendanaan dengan tingkat suku bunga tetap. Akibat adanya volatilitas ini, nilai perusahaan sangat dipengaruhi oleh risiko perubahan di pasar baik secara langsung maupun tidak langsung. Oleh karena itu, diperlukan sistem pengelolaan risiko akan perubahan tingkat suku bunga dalam perusahaan yang meminimalisir eksposur.

Manajemen risiko ini merupakan salah satu upaya untuk meningkatkan nilai perusahaan dan sebagai nilai *competitive advantage* perusahaan terkait. Manajemen pengelolaan risiko akan perubahan tingkat suku bunga merupakan strategi yang penting tidak hanya bagi perusahaan-perusahaan di industri perbankan sebagai upaya untuk melakukan perlindungan nilai perusahaan tersebut. Hal ini dikarenakan pengaruh sensitivitas tingkat suku bunga sendiri tidak hanya mempengaruhi sektor jasa dan institusi keuangan saja, melainkan mencakup keseluruhan industri. Dampak perubahan tingkat suku bunga sangat

besar, oleh karena itu perbankan pada khususnya memperoleh pendapatan yang sangat besar dalam keberhasilannya mengatasi risiko perubahan tingkat suku bunga. Kondisi ini juga didukung dengan adanya kepemilikan aset keuangan yang dijadikan cara untuk melakukan identifikasi dan kualifikasi adanya eksposur tingkat suku bunga dalam perbankan. Sedangkan pada perusahaan non-perbankan, identifikasi pengaruh perubahan tingkat suku bunga dapat dengan mudah diamati pada nilai aset dan liabilitas perusahaan yang merepresentasikan perubahan nilai pasar dan biaya bunga maupun *opportunity cost*. Karakteristik dari aset terkait, diantaranya waktu maturitas; tenor; durasi; dan sebagainya mempengaruhi besarnya dampak yang akan dihadapi oleh perusahaan pada saat terjadinya perubahan tingkat suku bunga.

Penelitian tentang pengaruh eksposur perusahaan ini penting mengingat mayoritas penelitian sebelumnya hanya berfokus pada eksposur perubahan nilai tukar mata uang asing (Jorion, 1990), dan penelitian tentang pengaruh perubahan tingkat suku bunga terbatas hanya pada perusahaan keuangan saja (Choi dan Elyasiani, 1997). Berbeda dengan institusi keuangan yang memiliki aset finansial, perusahaan non-perbankan terkena dampak eksposur perubahan tingkat suku bunga melalui perubahan pada arus kas dan aset serta liabilitas yang dimiliki oleh perusahaan. Oleh karena itu, diperlukan aktivitas *hedging* untuk menjaga nilai perusahaan. Perlindungan nilai perusahaan ini diperlukan karena eksposur dari perubahan tingkat suku bunga mempengaruhi kas keluar dan masuk dalam perusahaan, akibat perubahan pada pendapatan dan pengeluaran perusahaan yang bisa memicu terjadinya masalah likuiditas. Penerapan strategi manajemen pengelolaan pengaruh perubahan tingkat suku bunga ini digunakan bukan untuk

meminimalisir besarnya suku bunga yang dibayarkan, melainkan untuk membatasi ketidakpastian yang ada sehingga lebih percaya diri terkait rencana bisnis perusahaan ke depannya.

Strategi manajemen pengelolaan risiko perubahan tingkat suku bunga sangat terkait dengan sumber pendanaan perusahaan. Ada banyak alternatif sumber pendanaan yang dapat digunakan oleh perusahaan untuk melakukan kontrol terhadap perubahan tingkat suku bunga di pasar, diantaranya penggunaan derivatif dalam rangka perlindungan nilai perusahaan dari eksposur perubahan tingkat suku bunga. Ada beberapa jenis derivatif yang dapat digunakan, diantaranya *interest rates futures; options; caps; floors; collars; dan swaps*. Perusahaan lebih banyak menggunakan *interest rates swaps* sebagai usaha melakukan *hedging* nilai perusahaan. Menurut Chernenko dan Faulkender (2011), *interest rate swaps* lebih sering digunakan sebagai aktivitas yang sifatnya spekulatif dibanding penggunaannya untuk upaya perlindungan nilai perusahaan. Hal ini sejalan dengan kondisi di Indonesia dimana perlindungan nilai dengan derivatif tidak bisa dilakukan karena kondisi pasar derivatif yang belum berkembang.

Selain aktivitas perlindungan nilai dengan derivatif, perusahaan dapat mengadakan pendanaan *arm's length financing*. Pendanaan dengan *arm's length financing* ini merupakan peminjaman yang dilakukan kepada pihak lain yang tidak memiliki hubungan apapun dengan pihak peminjam. Pendanaan melalui *arms's length financing* ini biasanya dilakukan oleh perusahaan dengan skala besar dikarenakan perusahaan memerlukan tingkat kepercayaan yang lebih tinggi yang diperoleh lewat eksistensinya untuk mendapatkan pendanaan. Salah satu

aktivitas *arm's length financing* adalah IPO penjualan saham perusahaan terkait sebagai sumber pendanaan alternatif. Perusahaan yang ingin melakukan penjualan saham lewat IPO perlu melalui berbagai tahapan yang cukup rumit, memakan waktu yang panjang, serta biaya yang besar. Umumnya IPO saham dilakukan sebagai usaha terakhir sebagai sumber pendanaan internal perusahaan.

Selain IPO saham, pendanaan *arm's length financing* juga berupa penerbitan obligasi perusahaan terkait. Pilihan untuk melakukan penerbitan obligasi menjadi salah satu pilihan pertama dan utama dikarenakan volatilitas pada obligasi lebih rendah dibanding pada saham, selain itu lewat aktivitas ini perusahaan dapat melakukan kontrol waktu maturitas utang dan struktur risiko yang diambil terhadap nilai aset dan liabilitas perusahaan. Langkah perusahaan dengan menggunakan obligasi sebagai bentuk pendanaannya mendorong investor memberikan penilaian yang positif terhadap perusahaan yang tampak dari harga saham perusahaan terkait. Hal ini dikarenakan lewat penerbitan obligasi, perusahaan memberikan sinyal ke pasar akan kondisi perusahaan yang baik.

Sensitivitas pengaruh perubahan tingkat suku bunga dalam perusahaan ini bisa diamati dari pengaruh perubahan imbal hasil saham perusahaan terkait terhadap fluktuasi pada tingkat suku bunga. Hubungan antara imbal balik saham dengan tingkat suku bunga merupakan permasalahan yang belum terpecahkan. Ada dua alasan utama yang dapat menjelaskan susahny menemukan hubungan kedua variabel tersebut, diantaranya konsep tentang tingkat suku bunga merupakan variabel abstrak yang memerlukan entitas konkret dan terukur. Beberapa penelitian sebelumnya dianggap tidak mampu menjelaskan dan mewakili

keseluruhan struktur dari tingkat suku bunga. Selain itu, penelitian sebelumnya hanya terbatas pada industri tertentu (perbankan) sehingga tidak dapat menjelaskan keseluruhan hubungan antara imbal balik saham dan perubahan tingkat suku bunga.

Namun, berdasarkan jurnal penelitian terbaru yang dilakukan oleh Frederic Deleze dan Timo Korkeamaki (2018) ditemukan beberapa bukti yang menjelaskan keterkaitan aktivitas penerbitan surat utang dengan manajemen pengelolaan risiko perusahaan atas eksposur dari perubahan tingkat suku bunga di pasar Eropa. Perusahaan secara relatif akan semakin banyak mengeluarkan surat utang terkait dengan pengeluaran investasi yang dilakukan oleh perusahaan, serta proporsi utang yang jauh lebih besar dibanding dengan ekuitas pada saat tingkat suku bunga rendah dibandingkan dengan data historis. Penerbitan obligasi yang dilakukan dalam upaya perlindungan nilai perusahaan ini dianggap efektif, diamati dari imbal hasil saham perusahaan di Eropa yang mengalami penurunan sensitivitas perubahan tingkat suku bunga.

Mengacu pada penelitian yang dilakukan ini, penulis tertarik untuk melanjutkan penelitian dengan melakukan pengukuran di Indonesia. Hal ini didorong dengan kondisi pasar obligasi di Indonesia yang telah mulai berjalan di tahun 1987 dengan IPO obligasi senilai 936 Miliar rupiah oleh 9 perusahaan. Hingga tahun 1996, sudah ada 55 perusahaan yang telah melakukan penerbitan obligasi secara publik. Tak hanya itu, pada tahun 2010 rata-rata pertumbuhan penerbitan surat utang di Indonesia mencapai 6,39% per tahunnya dengan total 189 perusahaan (termasuk perbankan) yang telah melakukan penerbitan obligasi korporasi dengan

jumlah 709,82 Triliun rupiah. Selain itu, sejak 2002 di Indonesia diperkenalkan bentuk lain dari obligasi, yaitu sukuk. Penerbitan sukuk sebagai alternatif pendanaan oleh perusahaan telah mencapai 7,8 Triliun rupiah di tahun 2010. Selain itu, penelitian ini menarik untuk dilakukan mengingat pentingnya peran pasar obligasi sebagai sumber alternatif pendanaan dalam rangka mencegah kemungkinan terjadinya *financial fragility* di pasar. Dengan pasar obligasi yang mulai berkembang, penerbitan obligasi sebagai alternatif pendanaan akan menjadi salah satu pertimbangan perusahaan (khususnya non-perbankan) di Indonesia ke depannya. Dalam penelitian ini akan dibahas secara mendalam efektivitas pendanaan dengan *arm's length financing* lewat penerbitan obligasi dibanding pinjaman bank sebagai manajemen pengelolaan risiko tingkat suku bunga di Indonesia.

1.2 Rumusan Masalah

Dibanding pembiayaan oleh bank, perusahaan yang memasuki pasar obligasi dapat mengontrol risiko yang diambil lewat proporsi aset dan utang yang dimiliki oleh perusahaan. Dalam skripsi ini akan dibahas:

- 1) Apakah perusahaan non-perbankan yang melakukan penerbitan obligasi dapat menurunkan sensitivitasnya terhadap perubahan tingkat suku bunga ?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah di atas, tujuan dari penelitian yang dilakukan:

- 1) Menemukan dan mengamati pengaruh penerbitan obligasi sebagai salah satu sumber alternatif pendanaan eksternal terhadap sensitivitas perusahaan non-perbankan akan perubahan tingkat suku bunga di Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

1) Manfaat Teoritis

Hasil dari penelitian ini akan memperkaya khasanah ilmu pengetahuan tentang manajemen pengelolaan risiko perubahan tingkat suku bunga dalam perusahaan. Strategi manajemen risiko dapat dilakukan dengan banyak cara, salah satunya dengan melakukan penerbitan obligasi perusahaan terkait.

2) Manfaat Praktis

a. Bagi Peneliti

Sebagai sarana untuk menerapkan teori-teori yang diperoleh di bangku perkuliahan serta sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana ekonomi di Universitas Pelita Harapan.

b. Bagi Pihak Eksternal

Hasil penelitian atas perubahan pengaruh sensitivitas perusahaan akan perubahan tingkat suku bunga dengan penerbitan obligasi ini diharapkan ke depannya dapat digunakan oleh pihak eksternal, dalam hal ini adalah perusahaan non-perbankan di Indonesia untuk melakukan perlindungan nilai perusahaan lewat penerapan strategi manajemen risiko yang tepat. Dengan demikian, perusahaan dalam pendanaannya tidak hanya tergantung pada bank. Diharapkan nantinya perusahaan akan memiliki peranan penuh dalam menentukan struktur risiko yang ditanggungnya lewat proporsi aset dan liabilitas perusahaan serta maturitas kewajibannya pada saat memasuki pasar obligasi. Dengan demikian, ke depannya diharapkan adanya perkembangan pada pasar obligasi di Indonesia.

1.5 Batasan Penelitian

Dalam penelitian ini ditemukan beberapa batasan teori yang dapat memicu *bias* dari hasil penelitian yang diperoleh. Pertama, perusahaan dalam rangka memasuki pasar obligasi publik jarang sekali melakukan peralihan penuh dari pendanaan oleh bank ke pendanaan melalui utang. Kedua, perusahaan menggunakan kontrak derivatif seperti *swaps* untuk mengelola risiko dari perubahan tingkat suku bunga, dimana pasar derivatif tersebut mengalami pertumbuhan yang paralel terhadap pasar utang korporasi (Remolona dan Wooldridge, 2001). Penggunaan derivatif merupakan salah satu upaya perlindungan nilai yang dilakukan untuk mengurangi hubungan antara utang dengan tingkat suku bunga. Namun di Indonesia sendiri, pasar derivatif khususnya *interest rate swaps* sangat belum berkembang sehingga variabel ini tidak bisa dimasukkan dalam pengukuran. Ketiga, pertumbuhan di pasar obligasi secara keseluruhan mempengaruhi perilaku peminjaman oleh bank dikarenakan kompetisi yang ada di pasar modal tersebut sehingga terjadinya perubahan karakteristik strategi peminjaman oleh bank dalam rangka menghadapi kompetisi di pasar modal.

Selain batasan teori di atas, ditemukan keterbatasan dalam pengumpulan data penelitian. Pengukuran hanya menggunakan sampel perusahaan yang ada di Indonesia dalam periode 2000-2016. Dari hasil pengumpulan data, hanya diperoleh 108 perusahaan yang memenuhi kriteria pengukuran yang dilakukan oleh penulis, yaitu melakukan penerbitan surat utang yang ditandai dengan adanya *credit rating* perusahaan oleh PEFINDO (PT Pemeringkat Efek Indonesia) dan terdaftar sebagai perusahaan terbuka di Bursa Efek Indonesia. Tak hanya itu,

ditemukan juga keterbatasan data terkait laporan keuangan perusahaan tertentu, sehingga tidak bisa digunakan dalam pengukuran.

1.6 Sistematika Penulisan

Bab I : Pendahuluan,

Bab ini berisikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, dan sistematika dari penulisan.

Bab II : Tinjauan Pustaka,

Bab ini mencakup tentang penelitian sebelumnya, landasan teori dan tinjauan pustaka yang digunakan oleh penulis untuk menjadi dasar pemikiran dalam penelitian dan pengembangan hipotesis penelitian. Teori yang dibahas adalah teori yang berhubungan dengan pengaruh penerbitan obligasi terhadap sensitivitas perubahan tingkat suku bunga perusahaan.

Bab III : Metodologi Penelitian,

Bab ini berisikan penjelasan mengenai metode yang digunakan dalam pengukuran, data penelitian, model empiris, serta cara mengukur variabel-variabel yang digunakan dalam model pengukuran.

Bab IV: Hasil dan Pembahasan,

Bab ini akan menyajikan hasil dari pengolahan data yang dilakukan oleh penulis, serta berupa penjelasan dan analisa hasil dari pengolahan data tersebut.

Bab V : Kesimpulan dan Saran

Bab ini berisi tentang simpulan dari hasil penelitian, keterbatasan dalam penelitian, implikasi hasil penelitian serta saran yang diharapkan dapat berguna bagi penelitian selanjutnya.

