

PENGARUH FAKTOR KEUANGAN DAN NON KEUANGAN PADA PERINGKAT OBLIGASI DI BURSA EFEK INDONESIA

Ni Made Estiyanti
Gerianta Wirawan Yasa
Universitas Udayana

ABSTRACT

THE EFFECT OF FINANCIAL AND NON FINANCIAL ON BOND RATING AT THE INDONESIA STOCK EXCHANGE

Bond rating is something condition that should be considered before investors make an investment bond. This is because bond rating provides an informative statement and provide signals about the probability of failure of a company's debt. In a process of bond rating valuation, rating agent evaluate a company from many aspects, including financial and non financial factor. In Indonesia, there is a phenomenon that some emittens who default their obligation but in fact they have holding investment grade. Previous researches showing different conclusion, therefore it needed to do further research to test the effect of financial and non financial factor on bond rating. The goal of this research is to find out the effect of operating income, retained earnings, operating cash flow, liquidity, total assets, leverage, maturity and secure on bond rating in Indonesia Stock Exchange.

This research has 144 sample of bond observation of non financial companies that issuing bond and traded in Indonesian Stock Exchange on the period of the year 2008 until 2011, which bond rating issued by PT. Pefindo. Research hypothesis tested by ordinal logistic regression (PLUM).

The conclusion of this research is retained earnings has positive effect on bond rating in Indonesia Stock Exchange. At the other hand, operating income, operating cash flow, liquidity, total assets, leverage, maturity and secure have no significant effect on bond rating in Indonesia Stock Exchange.

Keywords: bonds rating, operating income, retained earnings, operating cash flow, liquidity, total assets, leverage, maturity and secure.

LATAR BELAKANG

Obligasi adalah utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Obligasi sering dipandang sebagai investasi yang relatif aman, tetapi tidak tertutup kemungkinan investor mengalami kerugian baik yang berasal dari faktor diluar kinerja perusahaan maupun faktor internal perusahaan, misalnya risiko dana jatuh tempo tidak terbayar tepat waktu (Brigham *et al.*, 1999).

Obligasi-obligasi sebelum ditawarkan, harus diperingkat oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*) yang menerbitkan peringkat obligasi. Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986: 501). Peraturan di Bursa Efek Indonesia menyebutkan bahwa emiten yang akan melakukan pencatatan efek bersifat utang di bursa wajib memenuhi salah satu ketentuan yaitu: hasil pemeringkatan efek dari lembaga pemeringkat efek yang terdaftar di BAPEPAM sekurang-kurangnya BBB- (*investment grade*).

Fenomena di Indonesia terjadi beberapa emiten yang mengalami gagal bayar (*default*) kebetulan memiliki peringkat layak investasi (*investment-grade*). Tahun 2009, obligasi gagal bayar (*default risk*) terjadi pada perusahaan yang cukup populer bagi masyarakat. PT. Mobile-8 Telecom Tbk. yang menerbitkan *Bond 1 Year 2007*, telah gagal bayar 2 kali untuk kupon 15 Maret 2009 dan 15 Juni 2009 dengan obligasi senilai Rp 675 Miliar yang jatuh tempo Maret 2012 (Kompas, 9 Pebruari 2010). Per Juni 2008 dan 2009, peringkat obligasi PT. Mobile-8 Telecom Tbk. pada *Indonesia Bond Market Directory* adalah ^{id}BBB+. Per Juni 2010, peringkatnya diturunkan menjadi ^{id}D. Menurut Chan dan Jagadeesh (1999), salah satu alasan mengapa peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen pemeringkat tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan

perubahan peringkat sehingga menyebabkan para pelaku pasar lebih memperhatikan informasi yang dimiliki perusahaan secara langsung sebagai dasar keputusan investasi obligasi.

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat dipergunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Kaplan dan Urwitz, 1979). Penelitian terhadap rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sejumlah penelitian yang meneliti peringkat obligasi di Indonesia masih relatif jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena adanya keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Wansley *et al.* (1992) menyatakan pula bahwa sebagian besar perdagangan obligasi dilakukan melalui pasar negosiasi (*over the counter market*) dan secara historis tidak terdapat informasi harga yang tersedia pada saat penerbitan atau saat penjualan.

Pemilihan variabel-variabel yang diduga dapat mempengaruhi peringkat obligasi mengacu pada beberapa model penelitian terdahulu yang hasilnya tidak konsisten. Nurhasanah (2003) menghasilkan variabel yang signifikan secara statistik dengan menggunakan MDA adalah profitabilitas, *leverage*, likuiditas, solvensi, produktivitas sedangkan dengan regresi logistik hanya rasio *leverage* dan solvensi yang signifikan. Adrian (2011) yang menyimpulkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh pada peringkat obligasi dan penelitian Manurung, dkk. (2008) yang menemukan bahwa profitabilitas berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Variabel lainnya dalam penelitian Yasa (2007), Adrian (2011) dan Manurung (2008) menyimpulkan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan *leverage* tidak berpengaruh pada peringkat obligasi.

Faktor non keuangan turut dipertimbangkan dalam penelitian ini. Faktor non keuangan tersebut adalah jangka waktu jatuh tempo instrumen obligasi (*maturity*), dan jaminan (*secure*). Umur obligasi (*maturity*) adalah jangka waktu sejak diterbitkannya obligasi

sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi. Menurut Brigham dan Houston (2001), peringkat obligasi juga dipengaruhi oleh faktor non keuangan lainnya yaitu jaminan (*secure*). Dinyatakan bahwa apabila obligasi dijamin dengan aset yang bernilai tinggi, maka peringkatpun akan membaik. Hasil penelitian Adrian (2011), umur obligasi berpengaruh pada peringkat obligasi sedangkan Luciana (2007) menemukan bahwa umur obligasi dan jaminan (*secure*) tidak berpengaruh pada peringkat obligasi.

Tujuan penelitian ini adalah untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi (*maturity*), jaminan (*secure*) pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Sampel yang digunakan adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi dan beredar di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008-2011, yang diperingkat oleh PT. Pefindo.

TELAAH PENELITIAN TERDAHULU DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

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, 2000:280). 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. Para 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.

Teori Pensinyalan

Teori pensinyalan menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan informasi tertentu. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal (Tearney, 2000). Teori pensinyalan menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi kepada publik (Wolk *et al.*, 2001:308). Informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang dilakukan secara sukarela oleh manajemen perusahaan.

Teori pensinyalan dalam penelitian ini menjelaskan bahwa manajemen perusahaan sebagai pihak yang memberikan sinyal berupa laporan keuangan perusahaan dan informasi non keuangan kepada lembaga pemeringkat. Lembaga pemeringkat obligasi ini melakukan proses pemeringkatan sehingga dapat menerbitkan peringkat obligasi bagi perusahaan penerbit obligasi ini. Peringkat obligasi ini memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan.

1. Hubungan Laba Operasi dengan Peringkat Obligasi

Subramanyam (2010: 9) 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 (Horrigan, 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 uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₁: Laba operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

2. 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 uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

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

3 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 uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

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

4 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.

Berdasarkan uraian di atas, dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

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

5. Hubungan *Total Assets* dengan Peringkat Obligasi

Aset merupakan sumber daya yang dikuasai oleh suatu perusahaan dengan tujuan menghasilkan laba (Subramanyam, 2010). Variabel *total assets* dipergunakan dalam penelitian Horrigan (1966), Kaplan dan Urwitz (1979). Semakin tinggi *total assets* yang dimiliki menunjukkan kemampuan menguasai pasar dan kredibilitas yang lebih baik sehingga meningkatkan peringkat obligasi.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₅: *Total assets* berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

6. Hubungan *Leverage* dengan Peringkat Obligasi

Rasio *leverage* adalah mengukur seberapa besar perusahaan dibiayai dengan utang (Fahmi, 2011). Jika rasio ini cukup tinggi, maka hal tersebut menunjukkan tingginya penggunaan utang, sehingga hal ini dapat membuat perusahaan mengalami kesulitan keuangan, dan biasanya memiliki risiko kebangkrutan yang cukup besar. Burton *et al.*, (1998), menemukan bahwa semakin rendah *leverage* perusahaan semakin tinggi peringkat obligasi yang diberikan pada perusahaan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₆: *Leverage* berpengaruh negatif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

7. Hubungan Umur Obligasi (*Maturity*) dengan Peringkat Obligasi

Brigham dan Houston (2001) menyatakan bahwa umur obligasi berpengaruh pada peringkat obligasi. Umur obligasi (*maturity*) adalah jangka waktu sejak diterbitkannya obligasi sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi. Penelitian Adrian (2011), umur obligasi berpengaruh pada peringkat obligasi. Mark and David (1996) dalam Adrian (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang peringkat obligasinya tinggi, menggunakan umur obligasi yang pendek.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₇: Umur obligasi (*maturity*) berpengaruh negatif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

8. Hubungan Jaminan (*Secure*) dengan Peringkat Obligasi

Tingkat risiko yang terkandung dalam sebuah obligasi salah satunya dipengaruhi oleh jaminan. Brister *et al.* (1994) menyatakan bahwa investor akan menyukai obligasi yang dijamin dibanding obligasi yang tidak dijamin. Sedangkan Joseph (2002) dalam Andry (2005) menyatakan bahwa semakin tinggi aset yang dijamin untuk obligasi maka peringkatpun akan membaik sehingga obligasi tersebut aman untuk diinvestasikan.

Berdasarkan uraian di atas maka dapat ditarik hipotesis sebagai berikut :

H₈: Jaminan (*secure*) berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

METODE PENELITIAN

Data dan Pemilihan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui situs resmi Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id) berupa laporan keuangan auditan perusahaan dan *Indonesia Bond Market Directory*. Prosedur pemilihan sampel dilakukan

dengan metoda penyampelan bersasaran (*purposive sampling*), dengan kriteria sebagai berikut: Perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi dan beredar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2008-2011. Obligasi tersebut terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo. Perusahaan tersebut menerbitkan laporan keuangan auditan dari tahun 2007 hingga tahun 2010.

Hasil seleksi sampel dengan menggunakan *purposive sampling* disajikan dalam Tabel 1 sebagai berikut:

———— *Insert Tabel 1* ————

Variabel dan Definisi Operasional Variabel

1) Variabel Terikat atau Variabel Dependen

Peringkat Obligasi dalam penelitian ini dibagi dalam tiga kategori yaitu *investment grade* (AAA, AA, A), *speculative grade* (BBB, BB, B) dan *default grade* (CCC, D). Skala pengukurannya adalah skala ordinal. Berdasarkan skala ini pengukuran dilakukan dengan memberikan nilai 0 untuk *default grade*, nilai 1 untuk *speculative grade* dan nilai 2 untuk *investment grade*. Pembagian tiga kategori ini mengacu pada Kerwer (1999) dalam Restuti (2007).

2) Variabel Bebas atau Variabel Independen

a) Laba Operasi (LO)

Perhitungan laba operasi perusahaan pada perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi ($it-1$) adalah sebagai berikut:

$$\text{Laba operasi}_{it-1} = \text{laba kotor}_{it-1} - \text{biaya-biaya usaha}_{it-1}$$

b) Laba Ditahan (LD)

Variabel laba ditahan adalah rasio laba ditahan terhadap *total assets*. Rasio ini dihitung dari laba ditahan akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* awal perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

c) Aliran Kas Operasi (AKO)

Variabel aliran kas operasi adalah rasio aliran kas operasi akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* awal perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

d) Likuiditas (LIK)

Rasio keuangan aspek likuiditas diukur dengan menggunakan *cash ratio*. Perhitungan *cash ratio* adalah total kas dan setara kas akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *current liabilities* akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

e) *Total assets* (AT)

Variabel *total assets* adalah jumlah aktiva perusahaan akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

f) *Leverage* (LEV)

Rasio keuangan aspek *leverage* diukur dengan menggunakan rasio *debt to total assets*. Perhitungan *debt to total assets* adalah utang total (utang lancar ditambah utang jangka panjang) akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

g) Umur obligasi / *maturity* (MAT)

Umur obligasi (*maturity*) adalah jangka waktu sejak diterbitkannya obligasi sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi.

h) Jaminan / *Secure* (SECU)

Berdasarkan jaminannya, obligasi dibedakan atas obligasi yang dijamin dan tidak dijamin. Skala pengukurannya menggunakan skala nominal karena merupakan variabel dummy. Pengukuran dilakukan dengan memberikan nilai 1 jika obligasi dijamin dengan aset khusus dan 0 jika obligasi hanya berupa surat utang saja yang tidak dijamin dengan aset khusus.

Analisis Data

Model *ordinal logistic regression (PLUM)* digunakan untuk pengujian hipotesis penelitian. Pengujian ini dipergunakan karena variabel terikat dalam penelitian ini berbentuk kategorial.

HASIL PENELITIAN

1) Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dalam penelitian ini disajikan untuk memberi informasi tentang karakteristik variabel penelitian. Berikut adalah tabel statistik deskriptif:

————— *Insert Tabel 2* —————

Tabel 2 menunjukkan statistik deskriptif tiap variabel independen perusahaan penerbit obligasi. Laba operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi dan jaminan perusahaan penerbit obligasi condong ke arah nilai minimumnya. Laba ditahan dan aliran kas operasi perusahaan penerbit obligasi condong ke arah nilai maksimumnya. Laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas dan *total assets* perusahaan penerbit obligasi cenderung memiliki nilai yang bervariasi. Laba ditahan, *leverage*, umur obligasi dan jaminan perusahaan penerbit obligasi cenderung memiliki nilai yang hampir sama atau homogen

2) Hasil Analisis

Hasil pengujian dengan menggunakan *ordinal logistic regression (PLUM)* disajikan dalam Tabel 2 berikut ini.

————— *Insert Tabel 3* —————

Berdasarkan Tabel 3 dapat dirumuskan persamaan *ordinal logistic regression (PLUM)* sebagai berikut:

$$\text{Logit}(p_0) = 0,312 - 2,9\text{E-}013\text{LO} + 24,257\text{LD} + 3,464\text{AKO} + 2,016\text{LIK} + 2,97\text{E-}014\text{AT} + 4,880\text{LEV} - 0,473\text{MAT} + 2,415\text{SECU}$$

$$\text{Logit } (p_0 + p_1) = 3,667 - 2,9E-013LO + 24,257LD + 3,464AKO + 2,016LIK + 2,97E-014AT \\ + 4,880LEV - 0,473MAT + 2,415 \text{ SECU}$$

Keterangan :

- P_0 = probabilitas *default grade*
 P_1 = probabilitas *speculative grade*
 LO_{it-1} = Laba operasi untuk perusahaan i pada perioda t-1
 LD_{it-1} = Laba ditahan untuk perusahaan i pada periode t-1
 LIK_{it-1} = Likuiditas untuk perusahaan i pada perioda t-1
 AT_{it-1} = *Total assets* untuk perusahaan i pada perioda t-1
 LEV_{it-1} = *Leverage* untuk perusahaan i pada periode t-1
 $SECU$ = Jaminan (*secure*)

Case Processing Summary

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat bahwa jumlah sampel sebanyak 144 observasi dengan perincian peringkat *investment grade* sebanyak 128 observasi, *speculative grade* sebanyak 12 observasi dan *default grade* sebanyak 4 observasi.

————— *Insert* Tabel 4 —————

Menilai Model Fit

Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat bahwa model hanya dengan *intercept* saja menghasilkan nilai *-2 log likelihood* 117,072, sedangkan jika variabel laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi dan jaminan dimasukkan ke dalam model, maka nilai *-2 log likelihood* turun menjadi 47,120 dan penurunan ini signifikan pada 0,000 yang berarti model dengan variabel laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi dan jaminan lebih baik dibandingkan hanya model dengan *intercept* saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit.

————— *Insert* Tabel 5 —————

Pseudo R-Square

Berdasarkan Tabel 6 dapat dilihat nilai *Pseudo R-Square* sebesar 0,591 atau 59,1% artinya sebanyak 59,1% variasi peringkat obligasi dapat dijelaskan oleh variasi laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, jaminan dan umur obligasi dan sisanya sebesar 40,1% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak ada dalam model.

————— *Insert Tabel 6* —————

Uji *Parallel Lines*

Uji *Parallel lines* untuk menilai asumsi bahwa semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak. Berdasarkan Tabel 7 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi di atas 0,05 yaitu sebesar 0,671 yang berarti model cocok.

————— *Insert Tabel 7* —————

Uji Hipotesis

Hasil uji hipotesis dapat dilihat dari *parameter estimates* dimana terdapat pengaruh dari masing-masing variabel terikat. Berdasarkan Tabel 3, dapat disimpulkan bahwa Hipotesis 2 diterima dan Hipotesis 1, Hipotesis 3, Hipotesis 4, Hipotesis 5, Hipotesis 6, Hipotesis 7 dan Hipotesis 8 ditolak.

PEMBAHASAN

1) Pengaruh Laba Operasi pada Peringkat Obligasi

Hasil pengujian Hipotesis 1 menyimpulkan bahwa penurunan laba operasi tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laba operasi tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi jika dilihat secara parsial. Hal ini kemungkinan karena dalam proses penilaian, perusahaan pemeringkat tidak mendasarkan pada laba operasinya, tetapi melihat laporan laba rugi perusahaan pada bagian *bottom line*

sehingga kemungkinan labanya positif disebabkan karena besarnya pendapatan lain-lain. Kemungkinan lainnya adalah bahwa peringkat yang diberikan kepada obligasi adalah merupakan hasil dari penilaian seluruh kriteria sesuai dengan kriteria metodologi pemeringkatan Pefindo untuk sektor korporasi (*non financial*). Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Yasa (2007), Horrigan (1966) dan Burton *et al.* (1998)

2) Pengaruh Laba Ditahan pada Peringkat Obligasi

Hipotesis 2 yang menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi, diterima. Hasil pengujian menyimpulkan bahwa kenaikan 1 satuan laba ditahan akan menaikkan probabilitas *default grade* sebesar 3,918858E-11 dan *speculative grade* sebesar 1,10267E-09. Hasil penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yasa (2007) yang menemukan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

3) Pengaruh Aliran Kas Operasi pada Peringkat Obligasi

Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa aliran kas operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi, ditolak. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan aliran kas operasi tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa secara parsial, aliran kas operasi tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi. Kemungkinan badan pemeringkat mendasarkan penilaian bukan dari aliran kas operasi tetapi dengan melihat laporan aliran kas secara keseluruhan. Kemungkinan lainnya adalah bahwa Pefindo menilai seluruh kriteria sesuai dengan kriteria metodologi pemeringkatan Pefindo untuk sektor korporasi (*non financial*). Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Yasa (2007).

4) Pengaruh Likuiditas pada Peringkat Obligasi

Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh positif pada peringkat obligasi, ditolak. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan likuiditas tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Ini mengindikasikan bahwa secara parsial, likuiditas tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi. Hal ini kemungkinan disebabkan karena Pefindo dalam menilai likuiditas mempergunakan laporan keuangan yang terbaru yang diterbitkan sebelum dilakukannya proses pemeringkatan. Misalnya mempergunakan laporan keuangan triwulan dan bahkan laporan bulanan sehingga diperoleh hasil penilaian likuiditas yang terbaru sesuai keadaan sekarang (*current*). Kemungkinan lainnya bahwa untuk menentukan peringkat obligasi, Pefindo menilai seluruh kriteria sesuai dengan kriteria metodologi pemeringkatan Pefindo untuk sektor korporasi (*non financial*). Penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Burton et al. (2000), Nurhasanah (2003), Yasa (2007), Adrian (2011) dan Manurung (2008).

5) Pengaruh *Total Assets* pada Peringkat Obligasi

Hipotesis 5 yang menyatakan bahwa *total assets* berpengaruh positif pada peringkat obligasi, ditolak. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan *total assets* tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Ini mengindikasikan bahwa secara parsial *total assets* tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi karena untuk menentukan peringkat obligasi, Pefindo menilai seluruh kriteria sesuai dengan kriteria metodologi pemeringkatan Pefindo untuk sektor korporasi (*nonfinancial*). Kemungkinan lainnya disebabkan oleh Pefindo yang menilai ukuran perusahaan bukan berdasarkan *total assets* tetapi menilai ukuran perusahaan berdasarkan besarnya total penjualan perusahaan penerbit

obligasi. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Yasa (2007), dan tidak mendukung penelitian Horrigan (1966), Kaplan dan Urwitz (1979).

6) Pengaruh *Leverage* pada Peringkat Obligasi

Hasil pengujian Hipotesis 6 menyimpulkan bahwa kenaikan *leverage* tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* tidak diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi jika dilihat secara parsial. Kemungkinan penyebabnya adalah bahwa perhitungan *leverage* yang dalam hal ini adalah *debt to total assets* dimana dalam perhitungan rasio tersebut telah termasuk utang obligasi yang tidak dipisahkan dari perhitungan total utang, sedangkan perusahaan pemeringkat mungkin hanya menggunakan utang lancar saja dalam perhitungan *leverage*. Kemungkinan lainnya disebabkan karena peringkat yang diberikan kepada obligasi adalah merupakan hasil dari penilaian seluruh kriteria sesuai dengan kriteria metodologi pemeringkatan Pefindo untuk sektor korporasi (*non financial*). Penelitian ini mendukung penelitian Yasa (2007), Adrian (2011), Manurung (2008), dan tidak mendukung penelitian Burton *et al.* (2008), Nurhasanah (2003).

7) Pengaruh Umur Obligasi (*Maturity*) pada Peringkat obligasi

Hipotesis 7 yang menyatakan bahwa umur obligasi berpengaruh negatif pada peringkat obligasi, ditolak. Hasil analisis menyimpulkan bahwa penurunan umur obligasi tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil observasi data umur obligasi perusahaan penerbit obligasi condong ke arah nilai minimumnya mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan tersebut memiliki umur obligasi yang pendek, sehingga tidak terlalu diperhitungkan dalam pemeringkatan obligasi. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Luciana (2007) dan tidak mendukung penelitian Adrian (2011).

8) Jaminan (*Secure*) Berpengaruh Positif pada Peringkat Obligasi

Hipotesis 8 yang menyatakan bahwa jaminan berpengaruh positif pada peringkat obligasi, ditolak. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan jaminan tidak memengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Ini mengindikasikan bahwa obligasi yang dijamin dengan aset khusus maupun obligasi yang tidak dijamin dengan aset khusus tidak terlalu diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi. Berdasarkan observasi data diperoleh sebagian besar perusahaan penerbit obligasi tidak menjamin obligasinya dengan aset khusus. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Luciana (2007) dan tidak mendukung Brigham dan Houston (2001), Joseph (2002) dalam Andry (2005).

PENUTUP

Simpulan Penelitian

Sesuai dengan hasil uji hipotesis dan pembahasan hasil penelitian yang telah diuraikan, penelitian ini menyimpulkan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi (*maturity*) dan jaminan (*secure*) tidak berpengaruh pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

- 1) Penelitian ini hanya mempergunakan data laporan keuangan auditan terakhir dimana kemungkinan lembaga pemeringkat menggunakan laporan keuangan terbaru seperti laporan keuangan triwulan sebagai dasar penilaian peringkat obligasi.
- 2) Penelitian ini pengambilan proksi untuk ukuran perusahaan adalah *total assets* yang tidak berpengaruh pada peringkat obligasi dimana kemungkinan lembaga pemeringkat

tidak mempergunakan total asset dalam penilaian peringkat obligasi tetapi mempergunakan proksi yang lain seperti total penjualan.

Implikasi Penelitian Selanjutnya

- 1) Penelitian tentang peringkat obligasi ini menggunakan sampel perusahaan non keuangan dan tidak mengkhususkan pada industri tertentu sesuai dengan penggolongan industri di Bursa Efek Indonesia. Kemungkinan setiap sektor industri memiliki karakter usaha dan perilaku yang tidak sama. Apabila data telah tersedia, peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian di bidang ini dikhususkan pada industri tertentu seperti hanya khusus industri manufaktur.
- 2) Pemeringkatan obligasi menggunakan laporan keuangan auditan terakhir dari perusahaan penerbit obligasi. Lembaga pemeringkat kemungkinan juga mempergunakan laporan keuangan yang terbaru dari perusahaan penerbit obligasi sebagai dasar pemeringkatan. Untuk penelitian selanjutnya disarankan dalam pengambilan data mempergunakan laporan keuangan terbaru dari perusahaan penerbit obligasi.
- 3) Penelitian ini pengambilan proksi untuk ukuran perusahaan adalah *total assets* yang tidak berpengaruh pada peringkat obligasi dimana kemungkinan lembaga pemeringkat tidak mempergunakan total asset dalam penilaian peringkat obligasi tetapi mempergunakan proksi yang lain. Untuk penelitian selanjutnya disarankan mempergunakan proksi yang lain untuk ukuran perusahaan seperti total penjualan.

REFERENSI

- Adrian. 2011. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia." (*Skripsi*). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Beaver, W. H., C. Shakespeare dan M. T. Soliman. 2004. Differential Properties in the Ratings of Certified vs. Non-Certified Bond Rating Agencies. *SSRN Working Paper*.

- Burton, B.,M., Adam, dan P, Hardwick. 1998. "The Determinant of Credit Ratings in the UK Insurance Industry." Download www.google.com
- Brigham, Eugene F dan Houston, Joel F. 2001. *Manajemen Keuangan*. Edisi Kedelapan. Jakarta: Erlangga.
- Brigham, E. E., L. C. Gapenski, dan P. R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. 6th ed. Orlando: The Dryden Press.
- Brister, B. M., R.E. Kennedy, dan P. Liu. 1994. The Regulation Effect of Bond Rating on Yield. *Journal of Finance* , 510-531.
- Chan , Jagadeesh, dan Warga A. (1999). Market Based Evaluation fot Model to Predict Bond Ratings and Corporate Bond Trading Strategy. *Working Paper*. www.google.com
- Fahmi, Irham. 2011. *Analisis Laporan Keuangan*. Bandung: Alfabeta.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Cetakan V, Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponogoro.
- Horrigan, J. 1966. The Determination of Long Term, Credit Standing With Financial ratios, Empirical Research in Accounting: Selected Studies. *Supplement to Journal of Accounting Research*.
- Hartono, Jogiyanto. 2007. *Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-Pengalaman*. Yogyakarta: BPFPE.
- Kaplan R. S., dan G. Urwitz. (1979, April). Statistical Models of Bond Rating : A Methodological inquiry. *The Journal of Business*.
- Luciana, 2007. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Working Paper, download www.google.com .
- Nurhasanah. 2003."Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan manufaktur: Analisis Diskriminan dan Regresi Logistik" (Tesis). Yogyakarta: UGM.
- Pefindo. 2011. Indonesian Rating Highlight. *Dowload www.pefindo.com*.
- Riyanto, Bambang. 2011. *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*. Yogyakarta: BPFPE.
- Restuti, Maria Immaulatta. 2007. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Peringkat dan Yield Obligasi. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, Vol.1: 235-248.
- Scott, R.W. 2000. *Financial Accounting Theory*. 2nd Ed., Prentice Hall, New Jersey.
- Subramanyam. 2010. *Analisa Laporan keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.

- Sweeney , A. P. (1994, May). Debt-Covenant Violations and Managers Accounting Response. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17: 281-308.
- Wansley, James W. Glascock dan Clauretje. 1992. Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes. *Journal of Business Finance and Accounting*: 733-750.
- Wydia, Andry. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi. *Jurnal Buletin Ekonomi dan Moneter dan Perbankan*.
- Wolk, H.,M.G. Tearney dan J.L Dodd.2001. *Accounting Theory. A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing, 5th Edition.
- Yasa, Gerianta Wirawan. 2007. "Manajemen Laba Sebelum Pemeringkatan Obligasi Perdana: Bukti Empiris Dari Pasar Modal Indonesia" (*disertasi*). Yogyakarta : UGM.
- _____, 2010. Pemeringkatan Obligasi Perdana Sebagai Pemicu Manajemen Laba: Bukti Empiris dari Pasar Modal Indonesia. *Simposium Nasional Akuntansi XIII. Purwokerto*.

LAMPIRAN

Tabel 1
Prosedur Pemilihan Sampel

Keterangan	Jumlah Perusahaan	Jumlah Observasi Obligasi
Perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi dan beredar di BEI dari tahun 2008-2011	25	170
Perusahaan non keuangan yang peringkat obligasinya tidak diterbitkan oleh Pefindo	5	26
Perusahaan non keuangan yang peringkat obligasinya diterbitkan oleh Pefindo	20	144
Jumlah perusahaan sampel dan jumlah sampel observasi obligasi	20	144

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel Independen

KET	Maksimum	Minimum	Rerata	Deviasi Standar
LO	22.491.200.000.000	-56.431.776.860	2.625.116.365.813,10	4.108.421.703.474,41
LD	0,475	-0,254	0,220	0,131
AKO	0,370	-0,209	0,087	0,098
LIK	3,265	0,014	0,407	0,422
AT	369.560.490.000.000	5.140.603.000	56.832.069.474.565	105.615.129.893.020,80
LEV	1,153	0,264	0,599	0,146
MAT	12	1	5,030	1,881
SECU	1	0	0,470	0,501

Keterangan :

LO = Laba Operasi

LD = Laba ditahan

AKO = Aliran kas operasi

LIK = Likuiditas

AT = *total assets*

LEV = *Leverage*

MAT = Umur obligasi

SECU = Jaminan

Tabel 3
Hasil Uji Hipotesis

	<i>estimate</i>	<i>Sig</i>
	β	
<i>Threshold</i> [RATING = 0]	0,312	0,898
[RATING = 1]	3,667	0,132
Laba operasi	-2,9E-013	0,323 (Tidak signifikan)
Laba ditahan	24,257	0,001 (Signifikan)
Aliran kas operasi	3,464	0,360 (Tidak signifikan)
Likuiditas	2,016	0,481 (Tidak signifikan)
<i>Total assets</i>	2,97E-014	0,465 (Tidak signifikan)
<i>Leverage</i>	4,880	0,102 (Tidak signifikan)
Umur obligasi	-0,473	0,100 (Tidak signifikan)
Jaminan	2,415	0,075 (Tidak signifikan)

Tabel 4
Case Processing Summary

	N	<i>Marginal Percentage</i>
<i>Rating</i>		
<i>Default Grade</i>	4	2,8 %
<i>Speculative Grade</i>	12	8,3%
<i>Investment Grade</i>	128	88,9%
<i>Valid</i>	144	100%
<i>Missing</i>	0	0%
<i>Total</i>	144	100,0%

Tabel 5
Model Fitting Information

<i>Model</i>	<i>-2 Log Likelihood</i>	<i>Sig.</i>
<i>Intercept Only</i>	117,072	
<i>Final</i>	47,120	0,000

Tabel 6
Pseudo R-Square

<i>Cox and Snel</i>	0,385
<i>Nagelkerke</i>	0,686
<i>McFadden</i>	0,591

Tabel 7
Uji Parallel Lines

<i>Model</i>	<i>-2 Log Likelihood</i>	<i>Chi-Square</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>
<i>Null Hypothesis</i>	47,120			
<i>General</i>	41,329 ^a	5,790 ^b	8	0,671

Penulis:

1) Nama: Ni Made Estiyanti

Email: nimade.estiyanti@yahoo.com

No. HP: 08123603671

Alamat: Jl. Gunung Karang II, Perum Prima Loka IV No. 12 Denpasar.

2) Nama: Gerianta Wirawan Yasa

Email: geriwiya@yahoo.co.id

No. HP: 0811385282