

ANALISIS PREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DENGAN PENDEKATAN FAKTOR KEUANGAN DAN NON KEUANGAN

Desak Nyoman Sri Werastuti 

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis,
Universitas Pendidikan Ganesha Singaraja, Bali, Indonesia
Jl. Ahmad Yani No. 67, Kaliuntu, Banyuasri, Buleleng, Singaraja, Bali

Diterima: Januari 2015. Disetujui: Februari 2015. Dipublikasikan: Maret 2015

Abstrak

Pemeringkatan obligasi dapat memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan. Fenomena di Indonesia terjadi beberapa emiten yang mengalami gagal bayar (*default*) yang kebetulan memiliki peringkat layak investasi (*investment-grade*). Tujuan dalam penelitian ini adalah untuk mengkaji dan menganalisis pengaruh laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, *total assets*, *leverage*, profitabilitas, umur obligasi (*maturity*), jaminan (*secure*) dan reputasi auditor pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan-perusahaan industri non keuangan yang menerbitkan obligasi di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2009-2013. Sampel dipilih dengan menggunakan metode *purposive sampling*. Hipotesis dalam penelitian ini akan dianalisis dengan menggunakan analisis *Ordinal Logistic Regression*. Hasil penelitian menunjukkan laba ditahan, aliran kas operasi dan profitabilitas berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. *Leverage* berpengaruh negatif terhadap pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Laba operasi, *total assets*, maturiti dan jaminan tidak berpengaruh pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

Abstract

Bond rating can provide signals about the probability of failure to pay the debt of a company. Phenomenon in Indonesia occurred several issuers who have failed to pay (default) happens to have an investment grade rating (investment-grade). The purpose of this research is to examine and analyze the effect of operating income, retained earnings, operating cash flow, total assets, leverage, profitability, age bonds (maturity), assurance (secure) and auditor reputation on bond ratings in the Indonesia Stock Exchange. The population in this study are that companies non-financial industry that issue bonds in the Indonesia Stock Exchange-year period 2009-2013. The sample was selected using purposive sampling method. The hypothesis in this study will be analyzed using Ordinal Logistic Regression analysis. The result of this study are retained earnings, operating cash flow and profitability positive effect on bond ratings in the Indonesia Stock Exchange. Leverage negatively affect the bond ratings in the Indonesia Stock Exchange. Operating profit, total assets, maturiti and guarantee no effect on bond ratings in the Indonesia Stock Exchange.

© 2015 Universitas Negeri Semarang

Keywords: *Bond Age (Maturity), Security (Secure), Auditor Reputation, And Bond Rating.*

¹ Desak Nyoman Sri Werastuti (✉)
E-mail: weras_tuti@yahoo.com

PENDAHULUAN

Obligasi adalah utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Obligasi-obligasi sebelum ditawarkan, harus diperingkat oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986: 501). Pemeringkatan obligasi penting karena dapat memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan. Peringkat obligasi digunakan secara ekstensif dalam komunitas investasi sebagai surogasi pengukuran risiko obligasi (Hickman, 1958 dalam Kaplan dan Urwitz, 1979). 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 I 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 idBBB+. Per Juni 2010, peringkatnya diturunkan menjadi idD. 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.

Penelitian yang meneliti peringkat obligasi di Indonesia masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena 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. Mark dan David (1996) dalam Adrian (2011) menyatakan bahwa perusahaan yang rating obligasinya tinggi, menggunakan umur obligasi yang pendek. Diamonds (1991) dalam Adrian (2011) berpendapat bahwa terdapat hubungan non-monotonik antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi. Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. 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 ratingpun 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, *total assets*, *leverage*, profitabilitas, umur obligasi (*maturity*), jaminan (*secure*) dan reputasi auditor pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia .

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.

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.

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.

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 :

H4: *Total assets* berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

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 :

H5: *Leverage* berpengaruh negatif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

Hubungan Profitabilitas dengan Peringkat Obligasi

Investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas perusahaan karena berapapun besarnya profit yang mampu dihasilkan oleh perusahaan, pemegang obligasi tetap menerima sebesar tingkat bunga yang ditentukan. Akan tetapi para analis tetap tertarik terhadap profitabilitas perusahaan karena profitabilitas mungkin merupakan satu-satunya indikator yang paling baik mengenai kesehatan keuangan perusahaan (Tandelilin, 1991 : 76). Apabila laba perusahaan tinggi, maka akan memberikan peringkat yang naik pula sehingga variabel ini dikatakan dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H6: Profitabilitas berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

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.

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.

Reputasi Auditor Perusahaan dengan Peringkat Obligasi

Argumentasi yang mendasari dimasukkannya reputasi auditor adalah semakin tinggi reputasi auditor adalah semakin tinggi pula tingkat kepastian suatu perusahaan sehingga semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan. Allen (1994) menyatakan bahwa pengguna informasi keuangan merasa bahwa auditor big eight menyediakan kualitas kredit yang lebih baik untuk perusahaan dan pemerintah daerah. Dengan reputasi auditor yang baik maka akan memberikan hasil audit yang dapat dipercaya. Sementara di Indonesia emiten yang diaudit oleh auditor big four akan mempunyai obligasi yang investment grade karena semakin baik reputasi auditor maka akan mempengaruhi peringkat obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan penelitian di atas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut :

H9: Reputasi auditor perusahaan berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

METODE

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*. Perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi dan beredar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2009-2013. Obligasi tersebut terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo. Subjek penelitian ini adalah Bursa Efek Indonesia, sementara itu objek penelitiannya adalah faktor keuangan dan non keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi. Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode observasi non partisipan, yaitu dengan cara membaca, mengamati, mencatat serta mempelajari uraian buku-buku, jurnal-jurnal akuntansi dan ekonomi serta mengunduh data dan informasi dari situs-situs internet yang relevan. Model *Multiple Discriminant Analysis (MDA)* digunakan untuk pengujian hipotesis penelitian. Pengujian ini dipergunakan karena variabel terikat dalam penelitian ini berbentuk kategorikal. Sehubungan dalam

penelitian ini terdapat variabel bebas yang berbentuk kategorikal, maka penelitian ini tidak lolos uji normalitas data. Oleh karena itu, tidak dapat diuji dengan model *Multiple Discriminant Analysis*. Model yang cocok untuk menguji hipotesis ini adalah menggunakan *Ordinal Logistic Regression (PLUM)*. Menurut Ghozali (2011) dalam analisis *logistic regression* tidak perlu dilakukan uji normalitas data karena variabel bebas merupakan campuran antara variabel kontinyu (metrik) dan kategorial (non-metrik).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil pengujian dengan menggunakan *ordinal logistic regression (PLUM)* disajikan dalam Tabel 1 berikut ini.

Tabel 1. Hasil Uji Hipotesis

	estimate β	Sig
<i>Threshold</i> (RATING = 0)	0,535	0,738
(RATING = 1)	4,259	0,279
Laba operasi	-1,7E-086	0,273
Laba ditahan	21,426	0,006
Aliran kas operasi	4,795	0,036
Total assets	2,73E-039	0,325
Leverage	-2,523	0,025
Profitabilitas	3,285	0,005
Maturiti	-0,283	0,359
Jaminan	2,852	0,529
Reputasi auditor	2,439	0,428

Sumber : Data Sekunder Diolah (2015)

Case Processing Summary

Berdasarkan Tabel di atas dapat dilihat bahwa jumlah sampel sebanyak 158 observasi dengan perincian peringkat *investment grade* sebanyak 120 observasi, *speculative grade* sebanyak 18 observasi dan *default grade* sebanyak 8 observasi.

Tabel 2. Case Processing Summary

	N	Marginal Percentage
Rating <i>Default Grade</i>	9	6 %
<i>Speculative Grade</i>	22	14 %
<i>Investment Grade</i>	127	80%
<i>Valid</i>	158	100%
	0	0%

Missing	158	100,0%
Total		

Sumber : Data Sekunder Diolah (2015)

Menilai Model Fit

Berdasarkan Tabel 3 dapat dilihat bahwa model hanya dengan *intercept* saja menghasilkan nilai -2 *log likelihood* 136,042, sedangkan jika variabel laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, *total assets*, *leverage*, profitabilitas, maturity, jaminan dan reputasi auditor dimasukkan ke dalam model, maka nilai -2 *log likelihood* turun menjadi 49,723 dan penurunan ini signifikan pada 0,000 yang berarti model dengan variabel laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, *total assets*, *leverage*, profitabilitas, maturity, jaminan dan reputasi auditor lebih baik dibandingkan hanya model dengan *intercept* saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit.

Tabel 3. Model Fitting Information

Model	-2 Log Likelihood	Sig.
Intercept Only	136,042	
Final	49,723	0,000

Sumber : Data Sekunder Diolah (2015)

Pseudo R-Square

Berdasarkan Tabel 4 dapat dilihat nilai *Pseudo R-Square* sebesar 0,683 atau 68,3% artinya sebanyak 68,3% variasi peringkat obligasi dapat dijelaskan oleh variasi laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, *total assets*, *leverage*, profitabilitas, maturity, jaminan dan reputasi auditor dan sisanya sebesar 31,7% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak ada dalam model.

Tabel 4. Pseudo R-Square

Cox and Snel	0,348
Nagelkerke	0,564
McFadden	0,683

Sumber : Data Sekunder Diolah (2015)

Uji Parallel Lines

Uji *Parallel lines* untuk menilai asumsi bahwa semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak. Berdasarkan Tabel 5 dapat dilihat bahwa nilai signifikansi di atas 0,05 yaitu sebesar 0,788 yang berarti model cocok.

Tabel 5. Uji Parallel Lines

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Null	45,172			
Hypothesis General	45,963 ^a	5,946 ^b	9	0,788

Sumber : Data Sekunder Diolah (2015)

Pembahasan

Hasil pengujian Hipotesis 1 menyimpulkan bahwa penurunan laba operasi tidak mempengaruhi 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).

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 2,8729848E-10 dan *speculative grade* sebesar 1,4928967E-08. Hasil penelitian ini mendukung dan konsisten dengan penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yasa (2007) yang menemukan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Hipotesis 3 yang menyatakan bahwa aliran kas operasi berpengaruh positif pada peringkat obligasi, diterima. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan aliran kas operasi mempengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa secara parsial, aliran kas operasi diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi. Tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Yasa (2007), Nurhasanah (2003), Adrian (2011) dan Manurung (2008) menyimpulkan bahwa aliran kas operasi berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Hipotesis 4 yang menyatakan bahwa *total assets* berpengaruh positif pada peringkat obligasi, ditolak. Sesuai dengan hasil analisis disimpulkan bahwa kenaikan *total assets* tidak mempengaruhi 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 serta total utang yang dimiliki. Penelitian ini mendukung hasil penelitian Yasa (2007), dan tidak mendukung penelitian Horrigan (1966), Kaplan dan Urwitz (1979).

Hasil pengujian Hipotesis 5 menyimpulkan bahwa kenaikan *leverage* mempengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa *leverage* diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi jika dilihat secara parsial. Kemampuan *leverage* dalam memprediksi peringkat obligasi didukung pula oleh Raharja dan Sari (2008:228) yang menyatakan bahwa dalam menentukan kriteria peringkat suatu obligasi dipengaruhi oleh beberapa kriteria. Kriteria paling kuat untuk memprediksi peringkat obligasi adalah rasio keuangan. Angka-angka yang dihasilkan dari rasio keuangan tersebut dianggap mampu menginterpretasikan kondisi keuangan perusahaan. Alasan tersebut yang kemudian memicu manajemen perusahaan untuk berusaha meningkatkan kinerjanya sehingga berdampak pada perolehan peringkat obligasi yang lebih baik. Variabel *leverage* yang diproksikan dengan *debt to equity ratio* memiliki pengaruh yang besar dalam prediksi peringkat obligasi. Pasalnya, perbandingan ini menunjukkan interpretasi yang baik dalam memandang proporsi pendanaan perusahaan. Investor merasa perlu menilai kelayakan jumlah hutang yang dimiliki untuk mendanai operasional perusahaan. Perusahaan setidaknya memiliki proporsi jumlah hutang yang lebih kecil dari jumlah modal yang dimiliki. Jumlah kewajiban yang lebih kecil juga dapat diartikan perusahaan mampu melunasi hutang hanya dengan modal yang dimiliki. Kepemilikan hutang pada dasarnya diperbolehkan sejauh memberikan dampak positif bagi operasional perusahaan dan perusahaan mampu melaksanakan kewajibannya ketika jatuh tempo. Hutang yang diperoleh mempengaruhi jumlah modal yang dimiliki perusahaan. Perusahaan yang mampu mengelola hutang tersebut dengan baik, maka akan menghasilkan laba. Laba yang dihasilkan tentu saja akan berdampak pada peningkatan modal yang dimiliki perusahaan. Perusahaan dengan kondisi tersebut diminati banyak investor karena umumnya memiliki peringkat obligasi berada pada kategori *high investment grade*. Menurut Maung & Mehrotra (2010), perusahaan akan memiliki hutang yang besar apabila *internal financing* tidak mencukupi kebutuhan arus kas, dan sebaliknya. Semakin banyak investasi perusahaan dan semakin sedikit arus kas yang dimiliki maka tingkat hutang perusahaan untuk memenuhi kebutuhan ini akan semakin besar. Semakin tinggi hutang perusahaan maka akan semakin berisiko perusahaan tersebut sehingga perusahaan akan cenderung untuk mempunyai peringkat obligasi yang rendah. Namun demikian, kemampuan perusahaan untuk membayar hutang ini juga akan sangat mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan. Bila kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya semakin baik maka akan memberikan kepercayaan kepada kreditur dan hal ini juga akan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi perusahaan. Penelitian ini mendukung penelitian Burton *et al.* (2008), Nurhasanah (2003), Sari (2007), Raharjo dan Sari (2008) dan tidak mendukung penelitian Yasa (2007), Adrian (2011), Manurung (2008).

Hasil pengujian Hipotesis 6 menyimpulkan bahwa kenaikan profitabilitas yang diproksikan dengan *return on asset* mempengaruhi probabilitas kenaikan peringkat obligasi perusahaan yang termasuk kategori *default grade* dan *speculative grade*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa profitabilitas

diperhitungkan dalam menentukan peringkat obligasi jika dilihat secara parsial. Kemungkinan penyebabnya adalah 1) jika perusahaan dalam keadaan profit, maka prediksi perusahaan bertahan dalam jangka panjang lebih besar termasuk melaksanakan kewajibannya pada saat jatuh tempo; 2) perusahaan yang mampu menghasilkan laba dengan sejumlah aset yang dimiliki mengindikasikan perusahaan mampu mengoptimalkan segala sumber daya yang dimiliki, artinya perusahaan juga memiliki resiko likuidasi yang rendah; 3) laba yang dihasilkan dapat didistribusikan untuk pembayaran kupon bunga dan pokok pinjaman atas surat hutang yang diterbitkan, sehingga para pemegang surat hutang merasa terjamin untuk mendapatkan pendapatan tetap secara berkala. Penelitian ini memberikan hasil yang konsisten dengan beberapa penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Yuliana (2011), Pakarinti (2012), serta Arif (2012). Hasil penelitian ini mendukung fakta yang menyatakan bahwa rasio keuangan (leverage dan profitabilitas) merupakan alat analisis yang baik untuk memprediksi peringkat obligasi. Informasi yang dihasilkan dari laporan keuangan efektif untuk bahan analisis dalam proses pengambilan keputusan, sepanjang laporan tersebut disajikan secara wajar dan terhindar dari praktek-praktek kecurangan seperti *earning management* dan *window dressing*.

Hipotesis 7 yang menyatakan bahwa umur obligasi berpengaruh negatif pada peringkat obligasi, ditolak. Hasil analisis menyimpulkan bahwa penurunan umur obligasi tidak mempengaruhi 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) dan Wydia Andri (2005).

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).

Hipotesis 9 yang menyatakan bahwa reputasi auditor perusahaan berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia, ditolak. Hasil penelitian ini memberikan bukti empiris bahwa reputasi auditor tidak dapat dijadikan sebagai faktor yang dapat mempengaruhi peringkat obligasi. Hal ini berarti bahwa KAP yang berafiliasi dengan KAP *Big 4* ataupun yang tidak berafiliasi dengan KAP *Big 4* sama-sama dianggap memberikan kualitas audit yang baik dan bersikap independen dalam melakukan audit terhadap laporan keuangan perusahaan oleh lembaga pemeringkat. KAP dianggap tidak takut dalam mengungkapkan keadaan klien yang sesungguhnya, sehingga baik KAP *Big Four* maupun KAP non *Big Four* akan bersikap objektif terhadap opini yang akan diberikannya. Lembaga pemeringkat menilai bahwa ketika sebuah KAP sudah memiliki reputasi yang baik maka ia akan berusaha mempertahankan

reputasinya itu dan menghindarkan diri dari hal-hal yang bisa merusak reputasinya tersebut sehingga mereka akan selalu bersikap objektif terhadap pekerjaannya. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Wydia Andri (2005) yang menunjukkan bahwa reputasi auditor dinilai berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi.

PENUTUP

Sesuai dengan hasil uji hipotesis dan pembahasan hasil penelitian yang telah diuraikan, penelitian ini menyimpulkan bahwa laba ditahan, aliran kas operasi dan profitabilitas berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Leverage berpengaruh negative terhadap pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Laba operasi, *total assets*, maturity, reputasi auditor dan jaminan tidak berpengaruh pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia.

Saran yang dapat diberikan bagi penelitian selanjutnya hendaknya melakukan penelitian di bidang ini dikhususkan pada industri tertentu seperti hanya khusus industri manufaktur. Selain itu penelitian selanjutnya dianjurkan untuk mengambil data pada perioda waktu yang sama sehingga terdapat keseragaman dalam perioda pengambilan data. Pengukuran *leverage* sebaiknya memperhitungkan utang jangka pendek saja agar menjamin validitas penilaian peringkat obligasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Adrian. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. (Skripsi). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Arif, Bramasta Wisnu. 2012. Pengaruh Manajemen Laba Dan Rasio Keuangan Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi. (Skripsi). Semarang: UNDIP
- Allen, Arthur C. 1994. The Effect of Large Firm Audits on Municipal Bond Rating Decisions. *Journal of Practice & Theory*, Vol. 13, Spring
- 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.
- Burton, B.,M., Adam, dan P, Hardwick. 1998. The Determinant of Credit Ratings in the UK Insurance Industry. Download www.google.com
- 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.
- Horriagan, J. 1966. The Determination of Long Term, Credit Standing With Financial ratios, Empirical Research in Accounting: Selected Studies. Supplement to *Journal of Accounting Research*.
- Kaplan R. S., dan G. Urwitz. 1979. 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 .
- Manurung. 2008. Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi. Working paper, download www.google.com .
- _____, 2010. "Obligasi, Harga Portofolio & Perdagangannya." Jakarta : PT. Adler Manurung Press.
- Nurhasanah. 2003."Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan manufaktur: Analisis Diskriminan dan Regresi Logistik" (Tesis). Yogyakarta: UGM.
- Riyanto, Bambang. 2011. Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan. Yogyakarta: BPFE.
- Sari, M.P. 2007. Ketepatan Peringkat Obligasi Antara Model Prediksi dan Agen Pemeringkat. (Thesis) Yogyakarta: Pascasarjana UGM
- Subramanyam. 2010. Analisa Laporan keuangan. Jakarta: Salemba Empat.
- Wydia Andry. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi. Jurnal Buletin Ekonomi dan Moneter dan Perbankan.
- Yasa, Gerianta Wirawan. 2007. Manajemen Laba Sebelum Pemeringkatan Obligasi Perdana: Bukti Empiris Dari Pasar Modal Indonesia. (disertasi). Yogyakarta : UGM.
- Yuliana,Rika et al. 2011. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi PadaPerusahaan Keuangan Yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia. Simposium Nasional Akuntansi XIV Aceh.