

KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

ERMI LINANDARINI
NIM. C2C006056

FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG
2010

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Ermi Linandarini
Nomor Induk mahasiswa : C2C006056
Fakultas/Jurusan : Ekonomi / Akuntansi

Judul Skripsi : **KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN
DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT
OBLIGASI PERUSAHAAN DI
INDONESIA**

Dosen Pembimbing : Dr. H. Sugeng Pamudji, M.Si., Akt

Semarang, 15 Juni 2010
Dosen Pembimbing,

(Dr. H. Sugeng Pamudji, M.Si., Akt.)
NIP. 194901241980011001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Mahasiswa : Ermi Linandarini

Nomor Induk Mahasiswa : C2C006056

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Judul Skripsi : **KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN
DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT
OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 23 Juni 2010

Tim Penguji:

1. Dr. H. Sugeng Pamudji, M.Si., Akt. (.....)
2. Drs. H. Idjang Soetikno, MM., Akt.(.....)
3. Andri Prastiwi, M.Si., Akt. (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Ermi Linandarini, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: **Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia**, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 15 Juni 2010
Yang membuat pernyataan,

(Ermi Linandarini)
NIM: C2C006056

ABSTRACT

Bond rating is one that should be considered by investors before making 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 the bond rating process, rating agencies rate firms from various aspects, one of which is the company's financial data. Analysis of financial statements in the form of financial ratio analysis and statistical calculations can be used to detect an under or overvalued securities. Research on Indonesia's bond rating is still rare and research results have been found to show different results. Therefore, research should be repeated that test the ability of financial ratios in predicting bond ratings. The purpose of this study was to find empirical evidence of financial ratios that can differentiate ratings of investment grade corporate bonds and non-investment grade, and obtained a predictive model that can assess the bond rating as appropriate.

The data used are the data of non-financial corporate bonds are listed on the Indonesia Stock Exchange (IDX) and assessed by a rating agency PEFINDO in the year 2007-2008. Variable research is leverage (LTLTA), liquidity (CACL), solvency (CFOTL), profitability (OIS), productivity (STA). By using discriminant analysis (MDA) with the application program of SPSS 16, this study tries to examine the financial ratios that can form a bond rating prediction model that can assess accurately.

The results of this research shown below: (1) there are differences in corporate's bond ratings of investment grade and non-investment grade in the financial ratios in liquidity (CACL), solvency (CFOTL), profitability (OIS), and productivity (STA), (2) financial ratios which can form a bond rating prediction model is CACL, OIS, STA, (3) the level of accuracy of the prediction model is formed by 94.6%.

Keywords: bond rating, financial ratio, MDA.

ABSTRAK

Peringkat obligasi merupakan salah satu yang harus dipertimbangkan oleh investor sebelum melakukan investasi obligasi. Hal ini dikarenakan peringkat obligasi memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan signal mengenai probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Dalam proses penilaian peringkat obligasi, agen pemeringkat menilai perusahaan dari berbagai aspek, salah satunya adalah data keuangan perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas. Penelitian mengenai peringkat obligasi di Indonesia masih jarang dilakukan dan hasil penelitian yang berhasil ditemukan menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Oleh karena itu, perlu dilakukan ulang penelitian yang menguji kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi. Tujuan penelitian ini adalah untuk menemukan bukti empiris rasio keuangan yang dapat membedakan peringkat obligasi perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*, serta memperoleh model prediksi peringkat obligasi yang dapat menilai secara tepat.

Data yang digunakan adalah data obligasi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta dinilai oleh agen pemeringkat PEFINDO pada tahun 2007-2008. Variabel penelitian yang digunakan adalah leverage (LTLTA), likuiditas (CACL), solvabilitas (CFOTL), profitabilitas (OIS), produktivitas (STA). Dengan menggunakan analisis diskriminan (MDA) dengan aplikasi program SPSS 16, penelitian ini mencoba untuk menguji rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi yang dapat menilai secara tepat.

Hasil penelitian adalah sebagai berikut: (1) terdapat perbedaan peringkat obligasi perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* pada rasio keuangan likuiditas (CACL), solvabilitas (CFOTL), profitabilitas (OIS), dan produktivitas (STA), (2) rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi adalah CACL, OIS, STA, (3) tingkat ketepatan dari model prediksi yang terbentuk adalah sebesar 94,6%.

Kata kunci: peringkat obligasi, rasio keuangan, MDA.

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

-MOTTO-

*"Barangsiapa berbuat kebaikan seberat benda terkecil pun,
maka dia akan melihat (balasan)nya"*

(QS. Az-Zalzalah: 7)

*"Jangan pernah berhenti bermimpi, dan selalu berusaha tuk
wujudkan mimpi itu dengan ridho Allah"*

-PERSEMBAHAN-

*Kupersembahkan Karya Ini untuk:
Ayah, Ibu, dan Adik-adik tercinta
atas kasih sayang dan doa
yang selalu menyertai...
Orang-orang terkasih
yang telah mewarnai hidupku...*

KATA PENGANTAR

Puji syukur penulis panjatkan kepada Allah SWT yang senantiasa melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya, sehingga penulisan skripsi yang berjudul **“KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA”**, dapat diselesaikan sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan studi pada Program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.

Dalam proses penyusunan hingga skripsi ini dapat diselesaikan, penulis banyak memperoleh bantuan dari berbagai pihak. Oleh karena itu, dalam kesempatan ini penulis mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Dr. H.M. Chabachib, M.Si., Akt., selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Prof. Dr. H. Much. Syafruddin, Akt., selaku Dosen Wali. Terima kasih atas bimbingan dan waktu yang telah diberikan selama perwaliannya.
3. Bapak Dr. H. Sugeng Pamudji, Msi, Akt., selaku dosen pembimbing. Terima kasih atas segala pengarahan dan koreksi yang diberikan, sehingga skripsi ini dapat diselesaikan.
4. Keluarga penulis: Bapak Moenandar, Ibu Lilik Sudaryanti, dan adik-adik tercinta, Aam dan Hendra. Terima kasih untuk setiap dukungan baik moril maupun materiil serta doa yang tidak akan pernah mungkin terbayar oleh

penulis. Alhamdulillah, terima kasih ya Allah, Engkau telah memberikan keluarga terbaik bagi penulis.

5. Mufid Adi As'ad. Terima kasih atas segala bentuk motivasi, dukungan, bantuan, dan doa untuk penulis. Semuanya sungguh berharga bagi penulis.
6. Ning 'ble, Tik 'ble, Pu 'ble, Na 'ble.. Terima kasih semangat dan canda tawanya yang selalu melukiskan warna-warni hidup penulis .
7. Teman-teman akuntansi 2006. Terima kasih telah menjadi bagian hidup penulis dengan tawa dan senyumnya.
8. Bapak Aprih Santoso. Terima kasih atas segala bantuan dan masukan-masukannya.
9. Bagian Tata Usaha dan Ruang Data. Terima kasih atas bantuannya dalam semua proses yang diperlukan.
10. Semua pihak yang telah membantu dalam penulisan skripsi ini, yang tidak mungkin penulis sebutkan satu-persatu.

Skripsi ini adalah hasil terbaik yang telah diberikan oleh penulis. Semoga penelitian ini dapat berguna bagi pihak-pihak yang membacanya.

Semarang, 15 Juni 2010

Penulis

Ermi Linandarini

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN	iii
PERNYATAAN ORISINILITAS SKRIPSI	iv
<i>ABSTRACT</i>	v
ABSTRAK	vi
HALAMAN MOTTO DAN PERSEMBAHAN	vii
KATA PENGANTAR	viii
DAFTAR TABEL	xiii
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian.....	8
1.3.1 Tujuan Penelitian	8
1.3.2 Kegunaan Penelitian.....	8
1.4 Sistematika Penulisan	9
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	11
2.1 Landasan Teori	11
2.1.1 Teori Sinyal	11
2.1.2 Obligasi.....	12
2.1.3 Karakteristik Obligasi.....	13
2.1.4 Jenis - Jenis Obligasi	15
2.1.5 Peringkat Obligasi	20
2.1.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi	27
2.1.7 Risiko Investasi Obligasi.....	29

2.1.8	Rasio Keuangan	31
2.2	Penelitian Terdahulu	35
2.3	Kerangka Pemikiran	43
2.4	Hipotesis.....	48
BAB III	METODE PENELITIAN	51
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi	51
3.1.1	Variabel Dependen: Peringkat Obligasi	51
3.1.2	Variabel Independen	52
3.1.2.1	Variabel Independen: <i>Leverage</i>	52
3.1.2.2	Variabel Independen: Likuiditas	52
3.1.2.3	Variabel Independen: Solvabilitas.....	53
3.1.2.4	Variabel Independen: Profitabilitas	53
3.1.2.5	Variabel Independen: Produktivitas	54
3.2	Populasi dan Sampel.....	55
3.3	Jenis dan Sumber Data.....	55
3.4	Metode Pengumpulan Data	56
3.5	Metode Analisis	56
3.5.1	Statistik Deskriptif	57
3.5.2	Uji Normalitas.....	57
3.5.3	Pengujian Hipotesis Penelitian	57
3.5.3.1	Uji Perbedaan	57
3.5.2.2	Analisis Diskriminan	58
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN.....	60
4.1.1	Deskripsi Umum Penelitian	60
4.1.2	Deskripsi Sampel Penelitian	61
4.2	Analisis Data	52
4.2.1	Statistik Deskriptif	62
4.2.2	Uji Normalitas.....	64
4.2.3	Hasil Pengujian Hipotesis.....	65
4.2.3.1	Uji Perbedaan	65
4.2.3.2	Analisis diskriminan	66

4.3 Interpretasi Hasil.....	72
BAB V PENUTUP	78
5.1 Simpulan	78
5.2 Keterbatasan	80
5.3 Saran	80
DAFTAR PUSTAKA	82
LAMPIRAN-LAMPIRAN	83

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 2.1	Arti Peringkat Obligasi PT PEFINDO..... 26
Tabel 2.2	Review Penelitian Terdahulu 42
Tabel 3.1	Kategori Peringkat Obligasi 51
Tabel 3.2	Variabel Penelitian..... 54
Tabel 3.3	Model Fungsi Diskriminan 59
Tabel 4.1	Proses Seleksi Sampel dengan Kriteria..... 60
Tabel 4.2	Sampel Penelitian 61
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif Variabel Independen 64
Tabel 4.4	Ringkasan Hasil Uji <i>One Sample Kolmogorov Smirnov Test</i> 65
Tabel 4.5	Ringkasan Hasil Uji <i>Independet Sample t Test</i> 65
Tabel 4.6	Variabel-Variabel yang Masuk Fungsi Diskriminan 67
Tabel 4.7	Hasil Fungsi Diskriminan 67
Tabel 4.8	Hasil Uji Persamaan Fungsi Diskriminan 68
Tabel 4.9	Uji Beda Dua Kelompok..... 68
Tabel 4.10	Analisis Pengaruh Masing-masing Variabel 69
Tabel 4.11	Penentuan <i>Cut-off</i> Pengelompokkan Perusahaan 69
Tabel 4.12	Hasil Uji Model Diskriminan Tabel 4.7 71
Tabel 4.13	Ketepatan Klasifikasi 71

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran	45

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A	Data Sampel	84
Lampiran B	Output SPSS	88

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Pasar modal sebagai pasar dari berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan yang dapat menunjang perkembangan ekonomi dan keuangan dalam suatu negara. Oleh karena itu, pasar modal juga merupakan indikator kemajuan perekonomian negara tersebut. Dalam melaksanakan fungsinya, pasar modal menjadi penghubung bagi pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (emiten) dalam transaksi pemindahan dana. Bagi investor, pasar modal dapat memberikan alternatif investasi yang lebih variatif sehingga memberikan peluang untuk meraih keuntungan yang lebih besar. Bagi emiten, pasar modal dapat memberikan sumber pendanaan lain untuk melakukan kegiatan operasional termasuk ekspansi usaha selain kredit perbankan. Modal yang diperjualbelikan dalam pasar modal terbagi menjadi dua, yaitu *Debt Capital* (modal hutang) dan *Equity Capital* (modal ekuitas).

Obligasi merupakan salah satu jenis modal hutang yang diperjualbelikan dalam pasar modal. Bursa Efek Indonesia (2010) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Dengan demikian obligasi dapat

dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*) bagi pemegang obligasi . Menurut Purwaningsih (2008) obligasi menarik bagi investor dikarenakan kelebihan dalam hal keamanannya bila dibandingkan dengan saham, yaitu (1) volatilitas saham lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi sehingga daya tarik saham berkurang, dan (2) obligasi menawarkan tingkat return yang positif dan memberikan pendapatan yang tetap.

Seorang investor yang akan membeli obligasi hendaknya tetap memperhatikan *default risk*, yaitu peluang dimana emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar). Menurut Manurung dkk. (2008), obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, biasanya mendapatkan peringkat obligasi *investment grade* (level A), dikarenakan pemerintah dianggap akan mampu untuk melunasi kupon dan pokok hutang saat obligasi jatuh tempo. Namun obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan (*corporate bonds*), terdapat *default risk*, yang bergantung pada kesehatan keuangan perusahaan emiten. Untuk menghindari risiko tersebut, investor harus memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat obligasi perusahaan emiten.

Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986: 501). Lebih lanjut, Raharja dan Sari (2008) mengungkapkan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang

probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Proses pemeringkatan berguna untuk menilai kinerja perusahaan dari berbagai faktor yang secara langsung maupun tidak langsung berhubungan dengan keuangan perusahaan. Berdasar informasi peringkat obligasi, investor dapat mengetahui return yang akan diperoleh sesuai dengan risiko yang dimiliki obligasi tersebut. Peringkat obligasi yang diberikan oleh agen pemeringkat dapat dikategorikan menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, dan BBB) dan *non-investment grade* (BB,B, CCC, dan D).

Peringkat obligasi diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya. Investor dapat menilai tingkat keamanan suatu obligasi dan kredibilitas obligasi berdasar informasi yang diperoleh dari agen pemeringkat. Agen pemeringkat yang terbesar dan terkenal di dunia adalah Moody's dan Standard & Poor's. Sedangkan di Indonesia terdapat agen pemeringkat sekuritas hutang yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia).

Terdapat beberapa kejadian yang menimbulkan suatu pertanyaan apakah peringkat obligasi yang dinilai oleh agen pemeringkat di Indonesia akurat. Salah satunya pada peringkat obligasi Bank Global pada tahun 2004, dimana peringkat obligasi dinilai oleh agen pemeringkat Kasnic dengan A-, kemudian dengan pengumuman BI bahwa izin Bank Global dibekukan peringkat obligasi tersebut diturunkan menjadi D (*default*). Menurut Chan dan Jagadeesh (1999) dalam Amrullah (2007), salah satu alasan mengapa pemeringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen Moody's dan S&P's tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Dengan

demikian agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan perubahan peringkat.

Foster (1986) mengungkapkan faktor dapat yang dipertimbangkan agen pemeringkat dalam menentukan pemeringkat suatu obligasi diantaranya berbagai rasio keuangan, provisi *indentiture agreements*, perlindungan terhadap aset yang ada dan kualitas manajemen. Tidak terdapat penjelasan lebih lanjut dari agen pemeringkat bagaimana laporan keuangan dapat digunakan dalam menentukan peringkat obligasi. Hal ini yang mendorong peneliti untuk melakukan penelitian mengenai pemeringkatan obligasi dengan menggunakan rasio-rasio keuangan yang didasarkan pada laporan keuangan perusahaan, dengan anggapan bahwa laporan keuangan perusahaan lebih menggambarkan kondisi perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat dipergunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Kaplan dan Urwitz, 1979 dalam Raharja dan Sari, 2008).

Penelitian terhadap rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi di Indonesia masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Selain itu, Wansley *et al.* (1992, dalam Setyapurnama dan Norpratiwi) menyatakan 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.

Dengan tidak tersedianya informasi tersebut membuat pasar obligasi menjadi tidak semeriah pasar saham.

Beberapa penelitian yang dapat ditemukan telah menguji rasio-rasio keuangan yang dapat memprediksi peringkat obligasi di Indonesia dan ditemukan berbagai hasil empiris yang berbeda. Nurhasanah (2003) menggunakan dua alat analisis yaitu *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) dan Logistik untuk menguji 26 rasio keuangan dan mengambil sampel perusahaan manufaktur. Dengan 99 observasi obligasi, didapatkan variabel yang signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi menggunakan MDA adalah LEVLTTLTA, LEVNWTA, LIKCAACL, SOLNWFA, dan PRODCGSS. Sementara itu, dengan regresi logistik, diperoleh rasio LEVLTTLTA dan SOLNWFA yang memberikan hasil signifikan.

Kesumawati (2003) melakukan penelitian pengaruh utang obligasi dan faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi sebagai variabel terhadap *yield* premium obligasi. Dengan 6 variabel kontrol menggunakan 13 rasio keuangan, peneliti mengambil sampel dari agen PEFINDO periode 2000-2002 sebanyak 60 sampel. Dari alat analisis MDA yang digunakan peneliti diperoleh rasio keuangan TLTA, rata-rata umur piutang, ROA, *fix asset turnover* dan *debt* sebagai hasil yang signifikan mempengaruhi *yield* premium obligasi.

Sari (2004) melakukan penelitian yang membandingkan ketepatan penentuan peringkat obligasi dengan menggunakan lima rasio keuangan antara model yang diajukan dan penentuan peringkat yang dilakukan PEFINDO. Lima rasio keuangan tersebut adalah LEVLTTLTA, LIKCAICL, SOLCFOTL, PROFOIS, dan PRODSFA. Hasilnya, kelima rasio tersebut memiliki kemampuan

membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi. Ketepatan model yang diajukan peneliti lebih besar (69,6%) daripada PEFINDO (56,5%). Sari pada tahun 2008 kembali melakukan penelitian dengan menggunakan sampel tahun 2004-2005 pada agen Kasnic. Dengan 52 observasi sebagai sampel, diperoleh hasil yang signifikan pada rasio LTLTA, CACL, CFLTL, OIS, dan STA.

Aryanindita (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan 41 rasio keuangan dan setelah dilakukan analisis faktor untuk mendapatkan kejelasan mengenai proses yang tepat dan memberikan kontribusi, diperoleh 21 rasio keuangan yang terbagi menjadi 7 kelompok. Peneliti menggunakan analisis MDA dan sampel dari agen PEFINDO dan Kasnic periode 1995-2003. Hasil yang diperoleh rasio CACL, COIN CFTA, CATA, SLTA, NWTa, NWTL yang signifikan pada agen PEFINDO dan rasio CACL, COIN, SLAR, CLIN, SLCL, NITL yang signifikan pada agen Kasnic.

Penelitian ini merupakan replikasi penelitian Raharja dan Sari (2008). Proxy rasio keuangan yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan proxy rasio keuangan yang signifikan pada penelitian Sari (2008), yaitu LTLTA, CACL, CFLTL, OIS, dan STA. Penelitian Raharja dan Sari merupakan penelitian terhadap peringkat obligasi pada agen pemeringkat Kasnic. Adanya dampak dari krisis global pada tahun 2008 berakibat pada penutupan kantor cabang Moodys di Indonesia (Kasnic) pada tahun 2009, sehingga dilakukan penarikan secara nasional peringkat obligasi agen Kasnic. Berdasar hal tersebut perlu dilakukan pengujian kembali terhadap kemampuan prediksi rasio keuangan dalam penelitian Raharja dan Sari (2008) pada agen pemeringkat PEFINDO, agar dapat

diperoleh informasi mengenai rasio keuangan yang mampu membentuk model prediksi peringkat obligasi yang lebih tepat dengan menggunakan data laporan keuangan terbaru tahun 2007-2008.

Berdasarkan latar belakang yang telah dipaparkan di atas, maka penelitian ini mengambil judul ”**Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia**”.

1.2 Rumusan Masalah

Dari latar belakang dan motivasi yang telah dipaparkan sebelumnya, penelitian ini bermaksud menguji kemampuan rasio keuangan dalam membentuk model prediksi peringkat obligasi. Perumusan masalah dalam penelitian ini adalah:

- a. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dengan perusahaan yang obligasinya *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D)?
- b. Apakah variabel-variabel rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) dapat membentuk model dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi?

1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian

1.3.1 Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk:

- a. menguji secara empiris rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) yang secara signifikan mampu membedakan kinerja keuangan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dengan perusahaan yang obligasinya *non-investment grade*.
- b. menguji secara empiris kemampuan rasio keuangan untuk memprediksi peringkat obligasi. Dengan menguji sejumlah variabel-variabel rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) yang didasarkan pada data laporan keuangan perusahaan di Indonesia yang mendaftarkan obligasinya pada agen pemeringkat obligasi PT PEFINDO.

1.3.2 Kegunaan Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kegunaan mencakup:

1.3.2.1 Aspek Teoritis

1. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi pada penambahan atau masukan baru bagi bidang akuntansi keuangan dan bentuk model prediksi peringkat obligasi berdasarkan analisis laporan keuangan yang berupa rasio-rasio keuangan.

2. Memberikan rangsangan dan gambaran awal untuk diadakan penelitian lanjutan mengenai peringkat obligasi, di samping itu hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan tambahan khasanah pengembangan teori.

1.3.2.2 Aspek Empirik

1. Meningkatkan eksistensi dan konsistensi pengetahuan tentang rasio-rasio keuangan sebagai sumber yang dapat digunakan sebagai prediksi peringkat obligasi.
2. Mengembangkan dan memperkuat hasil penelitian sebelumnya atas investigasi pengetahuan tentang kemampuan analisa laporan keuangan.

1.4 Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini menguraikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, serta sistematika penulisan.

BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini berisi tentang landasan teori, penelitian terdahulu, kerangka pemikiran, dan hipotesis.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini berisi uraian variabel penelitian dan definisi operasionalnya, populasi dan sampel, jenis dan sumber data,

metode pengumpulan data, serta metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini.

BAB IV HASIL DAN ANALISIS

Bab ini terdiri dari deskripsi objek penelitian, analisis data, dan interpretasi hasil.

BAB V PENUTUP

Bab ini terdiri dari kesimpulan, keterbatasan penelitian, dan saran

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Landasan Teori

2.1.1 Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Asimetri informasi dapat terjadi di antara dua kondisi ekstrem yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan harga saham (Sartono, 1996 dalam Raharja dan Sari, 2008). Perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar (investor, kreditor). Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar.

Teori sinyal mengemukakan bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi

lain yang menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.

2.1.2 Obligasi

Dewasa ini obligasi sebagai salah satu modal hutang yang diperdagangkan mulai banyak diminati perusahaan sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan. Menurut Kepres RI No.775/KMK/001/1982 (Manan, 2007 dalam Prihatiningsih 2009), obligasi adalah

Jenis Efek berupa surat pengakuan hutang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya 3 tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta saat pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten.

Sedangkan Bursa Efek Indonesia (2010) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Jadi surat obligasi merupakan selebar kertas yang menyatakan bahwa pemilik kertas tersebut memberikan pinjaman kepada perusahaan yang menerbitkan surat obligasi.

Menurut Warsono (1997, dalam Andry, 2005), emisi obligasi dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu dari emiten maupun dari sisi investornya. Dari sisi emitennya, emisi obligasi merupakan salah satu alternatif pendanaan selain

pinjaman ataupun kredit bank. Salah satu tujuan utama perusahaan emiten menerbitkan obligasi adalah untuk memperbesar nilai perusahaan, karena biaya relatif murah dibanding dengan emisi saham baru, dengan konsekuensi risiko keuangan (*financial risk*) yang semakin besar. Dari sisi investornya, emisi obligasi merupakan alternatif investasi yang aman. Karena obligasi memberikan pendapatan tetap berupa kupon bunga yang dibayar secara reguler dengan tingkat bunga yang kompetitif serta pokok utang yang dibayar secara tepat waktu pada saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

2.1.3 Karakteristik Utama Obligasi

a. Nilai Nominal

Nilai nominal (nilai pari) adalah nilai nominal/pokok obligasi yang ditetapkan oleh emiten pada saat obligasi tersebut ditawarkan emiten oleh emiten kepada investor.

b. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik adalah merupakan nilai teoritis dari suatu obligasi. Diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini (*Present Value*) dari semua aliran kas obligasi dimasa yang akan datang. Nilai intrinsik obligasi dipengaruhi oleh tingkat kupon yang diberikan, waktu jatuh tempo, dan nilai parinya.

c. Suku Bunga Kupon

Suku bunga kupon merupakan suku bunga tahunan yang ditetapkan atas obligasi.

d. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi adalah skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Agen pemeringkat akan memberikan penilaian atas obligasi emiten dengan dua kategori yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*

e. Suku Bunga Mengambang

Suku bunga mengambang merupakan suku bunga yang ditentukan selama periode tertentu (6 bulan), setelah itu disesuaikan setiap 6 bulan berdasarkan suku bunga pasar.

f. Suku Bunga Nol

Suku bunga nol merupakan obligasi yang tidak membayar bunga tahunan.

g. Tanggal Jatuh Tempo

Tanggal jatuh tempo merupakan umur obligasi dimana nilai nominal obligasi harus dibayar. Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhirnya masa pinjaman (*maturity*). Secara umum masa jatuh tempo obligasi adalah 5 tahun. Ada yang 1 tahun, adapula yang 10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena dianggap risikonya kecil.

h. Provisi Penarikan

Provisi penarikan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang memberikan hak kepada penerbit untuk menebus obligasi pada jangka waktu tertentu sebelum tanggal jatuh tempo normal. Besarnya provisi penarikan lebih tinggi dari nilai nominalnya, selisihnya disebut premi penarikan. Besarnya premi penarikan sama dengan bunga satu tahun jika obligasi ditarik selama tahun pertama. Besarnya premi akan menurun pada tingkat yang konstan sebesar INT/N setiap tahun sesudahnya.

i. Dana Pelunasan

Premi dana pelunasan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang mengharuskan penerbit untuk menarik sebagian dari obligasi setiap tahun.

j. Indenture

Indenture adalah dokumen legal yang memuat hak-hak pemegang obligasi dan emiten obligasi. Dokumen tersebut mencakup spesifikasi tertentu seperti waktu jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga dan lain sebagainya.

k. Tingkat Penghasilan Sekarang

Tingkat penghasilan sekarang merupakan rasio pembayaran tahunan terhadap harga obligasi di pasar.

2.1.4 Jenis-Jenis Obligasi

2.1.4.1 Obligasi Berdasarkan Penerbitnya

a. Obligasi Pemerintah (*Treasury Bond*)

Obligasi pemerintah merupakan obligasi yang dikeluarkan pemerintah guna membiayai pembangunan ekonomi. Obligasi ini memiliki waktu jatuh tempo panjang. Berkisar 25 tahun merupakan obligasi atas nama, tidak bisa ditarik dan diberi fasilitas pajak. Obligasi pemerintah biasanya memiliki tingkat kupon bunga lebih rendah yang tentunya akan memberikan *yield to maturity* (YTM) yang lebih rendah pula. Namun, tingkat risiko boleh dikatakan hampir tidak ada. Hal ini dikarenakan obligasi ini dijamin sepenuhnya oleh pemerintah, sehingga kecil kemungkinan terjadi gagal bayar.

b. Obligasi Instansi (*Agency Bond*)

Obligasi instansi merupakan obligasi yang diterbitkan oleh instansi milik pemerintah, seperti BUMN, proyek pemerintah, dan lain-lain. Meskipun tidak dijamin oleh pemerintah, tetapi mendapat dukungan dari pemerintah dan memperoleh fasilitas pajak.

c. Obligasi Pemerintah Daerah (*Municipal Bond*)

Obligasi pemerintah daerah adalah obligasi yang dikeluarkan oleh Pemda Tingkat I, Tingkat II maupun instansi pemerintah lainnya. Sifat utama jenis obligasi ini adalah pembebasan pajak.

d. Obligasi Perusahaan (*Corporate Bond*)

Obligasi perusahaan adalah obligasi yang dikeluarkan perusahaan atau perseroan dalam rangka memenuhi struktur permodalan. Obligasi perusahaan menjadi menarik karena memberikan kupon yang relatif tinggi. Sifat umum obligasi ini adalah: (i) bunga dibayarkan tengah tahun; (ii) dikeluarkan sebagai obligasi berjangka dengan satu jatuh tempo; (iii) jatuh tempo antara 20 sampai 30 tahun dengan penarikan yang ditangguhkan setelah 5 tahun.

e. Obligasi Institusional (*Institusional Bond*)

Obligasi institusional yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh berbagai institusi swasta yang tidak mencari laba (nirlaba), seperti: sekolah, rumah sakit dan badan atau yayasan amal.

2.1.4.2 Obligasi Berdasarkan Masa Jatuh Temponya

a. Obligasi Berjangka (*Term Bond*)

Obligasi berjangka yaitu obligasi yang memiliki satu tanggal jatuh tempo yang cukup panjang.

b. Obligasi Serial (*Serial Bond*)

Obligasi serial yaitu obligasi yang memiliki serangkaian tanggal jatuh tempo.

2.1.4.3 Obligasi Berdasarkan Kupon Pembayaran

a. Obligasi Diskon (*Discount Bond*)

Obligasi diskon yaitu obligasi yang diperdagangkan dengan harga pasar lebih rendah dari nilai par dan memberi kupon yang lebih rendah dari obligasi keluaran baru.

b. Obligasi Premium (*Premium Bond*)

Obligasi premium yaitu obligasi dengan harga pasar lebih tinggi dari nilai par dan memberi kupon yang lebih tinggi dari obligasi keluaran baru.

2.1.4.4 Obligasi Berdasarkan *Call Feature*

a. *Freely Callable*

Freely callable artinya penerbit obligasi dapat menariknya tiap waktu sebelum jatuh tempo. Jenis obligasi ini memberikan keuntungan kepada *issuer* bila dikaitkan dengan suku bunga. Jika suku bunga obligasi jauh lebih tinggi dari suku bunga pinjaman, maka *issuer* akan membeli kembali obligasi dana pinjaman. Dan pemegang obligasi tidak dapat menolak pembelian kembali tersebut.

b. *Non Callable*

Non callable artinya penerbit tidak dapat menariknya sebelum jatuh tempo, kecuali *issuer* melalui mekanisme pasar.

c. *Deferred Call*

Deferred call artinya penerbit obligasi dapat menariknya hanya setelah jangka waktu tertentu (umumnya 5 sampai 10 tahun). *Deferred Call* merupakan kombinasi antara *Freely callable bond* dan *Noncallable bond*.

2.1.4.5 Obligasi Berdasarkan Jenis Jaminan (*collateral*) yang Mendukung

a. *Secured Bond*

Secured bond yaitu obligasi yang sepenuhnya terjamin karena didukung oleh tuntutan atau hak legal atas kekayaan tertentu milik penerbit obligasi, seperti: (i) Obligasi hipotik (*mortgage bond*), obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan dengan menggunakan jaminan suatu aktiva riil, misalnya yang dijamin oleh *real estate*; (ii) Sertifikat *trust* peralatan (*equipment trust certificate*), jaminan peralatan, misal: perusahaan kereta api.

b. *Unsecured Bond*

Unsecured bond yakni obligasi yang hanya dijamin dengan janji penerbit untuk membayar bunga dan prinsipal berdasarkan:

1. Tanda Hutang (*debenture*), yaitu tuntutan atau hak atas penghasilan penerbit setelah hak dari obligasi lain;
2. Obligasi Penghasilan (*income bond*), yaitu hutang yang bunganya dibayar hanya setelah penghasilan penerbit mencapai jumlah tertentu.

2.1.4.6 Obligasi Berdasarkan Pemegangnya

a. Obligasi Atas Nama (*Register Bond*)

Obligasi ini merupakan obligasi yang dikeluarkan kepada pemilik tertentu, dan nama dari pemegang obligasi secara formal terdaftar pada penerbit dan bunga dibayar otomatis kepada pemilik.

b. Obligasi Atas Unjuk (*Bearer Bond*)

Obligasi yang ini merupakan obligasi yang pemegangnya dianggap sebagai pemilik obligasi tersebut, dan penerbit tidak mendaftarkan nama pemilik dan bunga dibayar berdasarkan kupon.

2.1.4.7 Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran Bunga

a. *Coupon Bond*

Coupon Bond yaitu obligasi yang bunganya dibayarkan secara periodik, ada yang setiap triwulan, semesteran, atau tahunan. Pada surat berharga obligasi yang diterima oleh investor terdapat bagian yang dapat dirobek untuk mengambil bunga dari obligasi tersebut yang disebut kupon obligasi.

b. *Zero Coupon Bond*

Zero Coupon Bond merupakan obligasi yang tidak mempunyai kupon, sehingga investor tidak menerima bunga secara periodik. Namun bunga langsung dibayarkan sekaligus pada saat pembelian.

2.1.4.8 Obligasi Berdasarkan Tingkat Bunga

a. Obligasi dengan Bunga Tetap (*Fixed Rate Bond*)

Obligasi dimana bunga pada obligasi tersebut ditetapkan pada awal penjualan obligasi dan tidak berubah sampai masa jatuh tempo.

b. Obligasi dengan Bunga Mengambang (*Floating Rate Bond*)

Obligasi dimana bunga pada obligasi ini ditetapkan pada waktu pertama kali untuk kupon pertama, sedangkan pada waktu jatuh tempo kupon

pertama maka ditentukan tingkat bunga untuk kupon berikutnya, demikian pula seterusnya.

c. **Obligasi dengan Bunga Campuran (*Mixed Rate Bond*)**

Obligasi dengan bunga campuran yaitu obligasi yang merupakan gabungan dari obligasi dengan bunga tetap dan dengan bunga mengambang. Bunga tetap ini ditetapkan untuk periode tertentu biasanya pada periode awal dan selanjutnya bunganya mengambang.

2.1.5 Peringkat Obligasi

Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi (*credit ratings*). Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman.

Penentuan tingkat skala tersebut memperhitungkan beberapa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi. Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat yang memberikan jasa penilaian terhadap obligasi yang beredar untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi, yang merupakan petunjuk tentang kualitas investasi obligasi yang diminati. Peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan penghutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan hutang yang dimiliki, sehingga dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur risiko *default*, emiten akan

mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar).

Dipandang dari sisi investornya, adanya agen pemeringkat akan membantu dalam memberikan informasi investasi mengenai kemampuan emiten dilihat dari aspek ekonomi dan keuangan. Peringkat dari tiap obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat memberikan gambaran tentang kredibilitas (*creditworthiness*) dan mempengaruhi penjualan obligasi yang bersangkutan.

Secara umum, emiten atau perusahaan penerbit mendapatkan manfaat dari pemeringkatan obligasi, dikarenakan peringkat obligasi merupakan indikator *default*, mempunyai pengaruh langsung dan terukur terhadap tingkat bunga obligasi dan biaya modal perusahaan dan sebagian obligasi dibeli oleh investor lembaga bukan individual, maka obligasi yang berada di level bawah merupakan petunjuk bahwa obligasi baru belum dapat diterbitkan.

Foster (1986: 501-502) mengemukakan ada beberapa fungsi peringkat obligasi, yaitu sebagai:

- (1) Sumber informasi atas kemampuan perusahaan, pemerintah daerah atau pemerintah dalam menaati ketepatan waktu pembayaran kembali pokok utang dan tingkat bunga yang dipinjam. Superioritas ini muncul dari kemampuan untuk menganalisis informasi umum atau mengakses informasi rahasia.
- (2) Sumber informasi dengan biaya rendah bagi keluasan informasi kredit yang terkait dengan *cross section* antar perusahaan, pemerintah daerah, dan pemerintah. Biaya yang dibutuhkan untuk mengumpulkan informasi

sejumlah perusahaan swasta, perusahaan pemerintah daerah, dan perusahaan pemerintah, sangat mahal. Bagi investor, akan sangat efektif jika ada agen yang mengumpulkan, memproses, dan meringkas informasi tersebut dalam suatu format yang dapat diinterpretasikan dengan mudah (misalnya dalam bentuk skala peringkat).

- (3) Sumber *legal insurance* untuk pengawas investasi. Membatasi investasi pada sekuritas utang yang memiliki peringkat tinggi (misalnya peringkat BBB ke atas).
- (4) Sumber informasi tambahan terhadap keuangan dan representasi manajemen lainnya. Ketika peringkat utang perusahaan ditetapkan, hal itu merupakan reputasi perusahaan yang berupa risiko. Peringkat merupakan insentif bagi perusahaan yang bersangkutan, mengenai kelengkapan dan ketepatan waktu laporan keuangan dan data lain yang mendasari penentuan peringkat.
- (5) Sarana pengawasan terhadap aktivitas manajemen.
- (6) Sarana untuk memfasilitasi kebijakan umum yang melarang investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun.

Seperti halnya *Standard & Poor's Rating Service* (S&P's) dan *Moody's* di Amerika, di Indonesia juga ada lembaga pemeringkat obligasi. Pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh dua lembaga, yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic Credit Rating. PEFINDO mempublikasi peringkat obligasi setiap bulan, sedangkan Kasnic tidak. Selain itu,

jumlah perusahaan yang menggunakan jasa pemeringkatan obligasi PEFINDO jauh lebih banyak dibandingkan yang menggunakan jasa pemeringkatan Kasnic. PT Kasnic Credit Rating Indonesia telah berganti nama menjadi Moody's Indonesia pada tahun 2007. Moody's beroperasi di Indonesia sejak Januari 2007 setelah membeli 90 persen saham PT Kasnic Credit Rating Indonesia dari pemegang saham mayoritas PT HT Capital dan saham individu. Namun, dikarenakan adanya dampak dari krisis global, pada Juni 2009, Moody's Corporation telah menutup kantor cabang yang ada di Indonesia dan menarik peringkat secara nasional sehingga pemeringkatan oleh Moodys Indonesia sudah tidak dilakukan lagi. Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan data peringkat obligasi dari PT PEFINDO.

PT PEFINDO didirikan pada tanggal 21 Desember 1993 dan memperoleh izin operasi dari BAPEPAM pada tanggal 13 Agustus 1994 dengan nomor 34/PM-PI/1994. Fungsi utama PEFINDO adalah menyediakan suatu peringkat atas risiko kredit yang objektif, independen, serta dapat dipertanggung jawabkan atas penerbitan surat hutang yang diperdagangkan kepada masyarakat luas. Selain kegiatan rating, PEFINDO juga memproduksi & mempublikasikan informasi kredit yang berkaitan dengan utang pasar modal. Produk publikasi ini meliputi opini kredit pada perusahaan-perusahaan besar yang telah mengeluarkan obligasi dan sektor yang mendasarinya. Untuk meningkatkan metodologi dan kriteria penilaian serta proses penilaian, PEFINDO didukung melalui afiliasi mitra global, yaitu Standard & Poor's Rating Services (S & P's). PEFINDO juga terus secara aktif berpartisipasi dalam Asian Credit Rating Agencies Association (ACRAA).

PEFINDO menyediakan dua jenis dasar pemberian peringkat, yaitu peringkat perusahaan dan peringkat instrument utang. Peringkat perusahaan, juga disebut Nilai *General Obligation* (GO) atau Emiten Rating, adalah suatu penilaian kelayakan kredit secara keseluruhan dari sebuah perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban keuangan. Peringkat perusahaan tidak dapat secara otomatis diterapkan pada sekuritas utang tertentu, karena mereka tidak memperhitungkan sifat dan ketentuan keamanan utang, yang berada dalam proses kepailitan atau likuidasi, preferensi perundang-undangan, atau legalitas dan *enforceability* keamanan utang itu sendiri. Selain itu, peringkat perusahaan atau emiten tinjauan tidak memperhitungkan kelayakan kredit dari penjamin, asuransi, atau bentuk lain dari peningkatan kredit yang mendukung kualitas kredit perusahaan. Jenis penilaian ini dapat digunakan oleh perusahaan atau emiten untuk memberikan penilaian terlihat ukuran kelayakan kredit relatif terhadap orang lain. Selanjutnya, peringkat perusahaan atau emiten tinjauan dapat digunakan sebagai alat pemasaran untuk mempromosikan perusahaan.

Peringkat instrumen utang adalah pendapat mengenai kelayakan kredit seorang obligor terhadap kewajiban keuangan tertentu, tingkat tertentu kewajiban keuangan, atau program keuangan tertentu. Ini didasarkan pada pertimbangan dari penjamin kredit, asuransi, atau bentuk lain dari peningkatan kredit pada kewajiban. Pendapat ini mengevaluasi kemampuan dan kemauan obligor untuk memenuhi komitmen keuangan saat mereka datang jatuh tempo. Jenis penilaian ini dapat membantu penerbit dalam menentukan struktur utang penerbitan (tingkat bunga, jangka waktu, peningkatan kredit). Di sisi lain, peringkat instrumen utang

berguna bagi investor untuk membandingkan berbagai penerbit dan masalah utang ketika membuat keputusan investasi dan mengelola portofolio mereka.

Simbol peringkat yang digunakan PEFINDO sama dengan yang digunakan oleh S&P's, yaitu peringkat tertinggi disimbolkan dengan AAA, yang menggambarkan risiko obligasi yang terendah. Kesamaan tersebut ada karena PEFINDO memang berafiliasi dengan S&P's, sehingga S&P's mendorong PEFINDO dalam hal metodologi pemeringkatan, kriteria, maupun proses pemeringkatan. Simbol dan makna peringkat obligasi yang digunakan PT PEFINDO dapat dilihat pada Tabel 2.1.

Tabel 2.1 Arti Peringkat Obligasi PT PEFINDO

Peringkat	Arti
AAA	Efek hutang dengan peringkat AAA merupakan Efek Utang dengan peringkat tertinggi dari Pefindo yang didukung oleh kemampuan Obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjang sesuai dengan yang diperjanjikan
AA	Efek utang dengan peringkat AA memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan Obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajibn finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya
A	Efek utang dengan peringkat A memiliki dukungan kemampuan Obligor yang kuat dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan
BBB	Efek utang dengan BBB didukung oleh kemampnan obligor yang memadai relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial, namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan
BB	Efek utang dengan peringkat BB menunjukkan dukungan kemampuan Obligor yang agak lemah relatif dibandingkan dengan entitas lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya sesuai dengan yang diperjanjikan, serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu
B	Efek utang dengan peringkat B menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun Obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan obligor utuk memenuhi kewajiban finansialnya.
CCC	Efek utang dengan peringkat CCC menunjukkan Efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban finansialnya, serta hanya tergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang dengan peringkat D menandakan Efek hutang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Sumber : PT PEFINDO

Metodologi yang digunakan PEFINDO dalam proses pemeringkatan untuk sektor perusahaan mencakup tiga risiko utama penilaian, yaitu:

1. Risiko Industri (*Industry Risks*)

Metode dilakukan berdasarkan analisis mendalam terhadap lima faktor risiko utama, yaitu pertumbuhan industri & stabilitas (*Growth & Stability*), pendapatan & struktur biaya (*Revenue & Cost Structure*), hambatan masuk dan tingkat persaingan dalam industri (*barriers to entry & competition*),

regulasi & de-regulasi industri (*regulatory framework*), dan profil keuangan dari industri (*financial profile*).

2. Risiko Finansial (*Financial Risks*)

Metode dilakukan berdasarkan analisis menyeluruh dan rinci pada lima bidang utama, yang mencakup kebijakan keuangan manajemen perusahaan (*financial policy*), dan empat indikator keuangan termasuk profitabilitas (*profitability*), struktur modal (*capital structure*), perlindungan arus kas (*cash flow protection*) dan fleksibilitas keuangan (*financial flexibility*).

3. Risiko Bisnis (*Business Risks*)

Metode dilakukan berdasarkan pada faktor-faktor kunci kesuksesan (*Key Success Factors*) dari industri dimana perusahaan digolongkan.

Selain itu juga dilakukan analisis perbandingan terhadap pesaing-pesaing sejenis dalam industri yang sama maupun industri itu sendiri dengan industri lainnya.

2.1.6 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi membantu investor dalam penilaian hutang dan resiko kegagalan (*default risk*) dari obligasi. Peringkat obligasi mencoba mengukur adanya risiko kegagalan berupa ketidakmampuan emiten atau penghutang dalam membayar bunga selama umur obligasi dan pelunasannya pada jatuh temponya.

Penetapan rating sekuritas lembaga peringkat, seperti halnya agen pemeringkat internasional *Standard & poor's (S&P)* dan *Moody's* terdapat kriteria

kualitatif dan kuantitatif. Faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi menurut Bringham dan Houston (Amrullah, 2007) adalah sebagai berikut:

1. Berbagai macam rasio-rasio keuangan, termasuk *debt ratio*, *current ratio*, *profitability* dan *fixed charge coverage ratio*. Semakin baik rasio-rasio keuangan tersebut semakin tinggi rating tersebut.
2. Jaminan aset untuk obligasi yang diterbitkan (*mortgage provision*). Apabila obligasi dijamin dengan aset yang bernilai tinggi, maka ratingpun akan membaik.
3. Kedudukan obligasi dengan jenis utang lain. Apabila kedudukan obligasi lebih rendah dari utang lainnya maka rating akan ditetapkan satu tingkat lebih rendah dari yang seharusnya.
4. Penjamin. Emiten obligasi yang lemah namun dijamin oleh perusahaan yang kuat maka emiten diberi rating yang kuat.
5. Adanya *sinking fund* (provisi bagi emiten untuk membayar pokok pinjaman sedikit demi sedikit setiap tahun).
6. Umur obligasi. *Ceteris Paribus*, obligasi dengan umur yang lebih pendek mempunyai risiko yang lebih kecil.
7. Stabilitas laba dan penjualan emiten.
8. Peraturan yang berkaitan dengan industri emiten.
9. Faktor-faktor lingkungan dan tanggungjawab produk.
10. Kebijakan akuntansi. Penerapan kebijakan akuntansi yang konservatif mengindikasikan laporan keuangan yang lebih berkualitas.

Peringkat dipublikasikan dan investor dapat memperoleh informasi ini secara bebas. Simbol pemeringkatan obligasi yang digunakan oleh PT PEFINDO serupa dengan yang digunakan oleh S&P, peringkat tertinggi disimbolkan dengan AAA, yang menggambarkan tingkat risiko sekuritas yang paling rendah. Lembaga pemeringkat akan mengamati obligasi-obligasi yang beredar dalam periode tertentu, perubahan rating (*upgrade* maupun *downgrade*) akan mempengaruhi kemampuan untuk meminjam modal jangka panjang.

2.1.7 Risiko Investasi Obligasi

Obligasi berdasarkan sudut pandang investor, merupakan suatu aset (*financial assets*), yaitu: suatu sekuritas yang dapat memberikan pendapatan tetap sehingga dianggap berbobot risiko. Bagi investor yang selalu mengelak risiko, maka investasi dalam obligasi adalah instrumen yang paling tepat.

Berbagai jenis-jenis risiko pada obligasi adalah sebagai berikut:

1. *Interest-Rate Risk*

Harga dari sebuah obligasi akan berubah pada arah yang berlawanan dari perubahan tingkat bunga: Jika tingkat suku bunga naik, maka harga obligasi akan turun. Begitu pula sebaliknya, jika suku bunga turun maka harga obligasi akan naik. Jika seorang investor harus menjual obligasi sebelum jatuh tempo, peningkatan tingkat suku bunga bermakna bahwa investor akan mengalami *capital loss* (misal investor menjual obligasi dibawah harga beli). Risiko jenis ini dikenal dengan *interest-rate risk* atau

market risk. Risiko ini merupakan risiko yang pada umumnya dialami oleh investor pada pasar obligasi.

2. *Reinvestment Risk*

Variabilitas pada tingkat reinvestment akibat adanya perubahan pada tingkat bunga pasar dinamakan *reinvestment risk*.

3. *Call Risk*

Sebagian perusahaan menetapkan untuk menarik atau membeli obligasi yang diterbitkannya pada harga dan waktu tertentu. Hal ini menyebabkan investor akan mengalami *call risk* dimana pada tanggal tertentu perusahaan penerbit obligasi akan menarik kembali obligasinya.

4. *Default Risk*

Default Risk juga berkaitan dengan risiko gagal bayar, artinya risiko penerbit obligasi yang mengalami kebangkrutan. Akibat adanya risiko ini, obligasi yang memiliki *Default Risk* dalam perdagangan di pasar obligasi mempunyai harga yang rendah dibandingkan dengan *Treasury securities*. Dilain pihak, obligasi ini dalam perdagangan di pasar obligasi memiliki yield yang lebih besar dari *treasury bond*.

5. *Inflation Risk*

Peningkatan *Inflation risk* atau *purchasing power risk* disebabkan oleh bervariasinya nilai aliran kas yang diterima oleh investor akibat dampak adanya *security due inflation*. Contohnya jika investor membeli obligasi pada tingkat kupon sebesar 7%, tetapi tingkat inflasi adalah 8%, maka *purchasing power* aliran kas secara nyata akan dikurangi.

6. *Exchange-Rate Risk*

Obligasi yang diperdagangkan denominasi [valuta asing](#), memiliki nilai yang tidak dapat diketahui dengan pasti. Nilai obligasi dalam mata uang lokal baru dapat diketahui ketika pembayaran kupon atau nilai pokok pinjaman terjadi.

7. *Liquidity Risk*

Liquidity atau *marketable risk* bergantung pada kemudahan suatu obligasi untuk dijual kembali sebesar nilai obligasinya.

8. *Volatility Risk*

Harga suatu jenis obligasi tertentu bergantung pada tingkat suku bunga dan faktor-faktor lainnya yang mempengaruhi nilai obligasi tersebut. Perubahan pada faktor-faktor tersebut berpengaruh pada harga obligasi. Risiko jenis ini dikenal dengan *volatility risk*.

2.1.8 Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan ekspresi hubungan antara angka-angka laporan keuangan sehingga menghasilkan informasi yang lebih bermakna. Analisis rasio keuangan ini merupakan salah satu perwujudan ketentuan *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) No. 1, yang pada intinya menyebutkan bahwa laporan keuangan harus menyajikan informasi yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam membuat keputusan yang rasional.

Menurut Foster (1986) terdapat empat hal yang dapat mendorong analisis laporan keuangan menggunakan model rasio keuangan, yaitu: (1) Mengendalikan

pengaruh perbedaan besaran antar perusahaan atau antar waktu; (2) Membuat data menjadi lebih memenuhi asumsi alat statistik yang digunakan; (3) Menginvestigasikan teori yang terkait dengan rasio keuangan; dan (4) Mengaji hubungan empiris antara rasio keuangan dan estimasi atau prediksi variabel tertentu (misalnya, kebangkrutan).

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under* atau *overvalued* suatu sekuritas (Raharja dan Sari, 2008). Lebih lanjut, terdapat tiga poin yang menunjukkan bahwa agen pemeringkat menggunakan data akuntansi yang tersedia untuk memberi peringkat obligasi perusahaan: (1) penjelasan yang diberikan agen, (2) pemilihan waktu perubahan peringkat, dan (3) penelitian empiris yang meneliti peringkat dan perubahan peringkat.

2.1.8.1 Rasio Leverage

Rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Penggunaan hutang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi:

1. Pemberian kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
2. Dengan penggunaan hutang maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan akan meningkat.
3. Dengan menggunakan hutang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan kendali perusahaan. Para investor maupun kreditor akan

mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas (Saharul dan Nizar, 2000) dalam Amrullah (2007).

Semakin besar rasio leverage perusahaan, semakin besar resiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton, Adam & Hardwick, 1998 dalam Raharja dan Sari, 2008). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya.

2.1.8.2 Rasio Likuiditas

Likuiditas perusahaan, menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Likuiditas perusahaan ditunjukkan oleh besar kecilnya aset lancar yaitu aset yang mudah untuk diubah menjadi kas yang meliputi kas, surat berharga, piutang, persediaan. Dari aset lancar tersebut, persediaan merupakan aset lancar yang paling kurang *liquid* dibanding dengan yang lainnya. Jadi semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998 dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

2.1.8.3 Rasio Solvabilitas

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya pada saat perusahaan itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Penelitian Horrigan (1966 dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin kecil angka rasio solvabilitas maka semakin kecil angka fleksibilitas keuangan perusahaan serta semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi masalah keuangan dimasa yang datang. Semakin tinggi tingkat solvabilitas perusahaan semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

2.1.8.4 Rasio Profitabilitas

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Tingkat profitabilitas yang tinggi dapat mengindikasikan kemampuan perusahaan untuk *going concern*. Profitabilitas yang tinggi juga dapat menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajibannya. Menurut Brotman (1989) dan Boustita & Young, Adam and Hardwick (1998) dalam Raharja dan Sari (2008) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar

(*Default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut.

2.1.8.5 Rasio Produktivitas

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Hal ini juga menunjukkan perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara lebih baik. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Menurut Horrigan (1966 dalam Raharja dan Sari, 2008) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

2.2 Penelitian Terdahulu

Penelitian yang telah ada memperlihatkan berbagai kemampuan rasio keuangan sebagai alat prediksi yang cukup memadai. Di dalam penelitian-penelitian tersebut, penelitian statistik yang dihubungkan dengan berbagai fenomena ekonomi digunakan untuk mengukur kemampuan prediksi rasio keuangan, antara lain: kebangkrutan (Altman, 1968), kegagalan (Beaver, 1966), penentuan kredit jangka panjang (Horrigan, 1966), dan return saham (OU & Penman, 1989).

Berbagai penelitian yang meneliti rasio keuangan sebagai prediktor peringkat obligasi telah berhasil ditemukan. Namun penelitian serupa dengan

mengambil pasar modal Indonesia sebagai observasi masih sangat langka. Dan hasil yang ditunjukkan oleh penelitian-penelitian tersebut beragam.

Horrigan (1966) merupakan peneliti pertama yang menguji kemampuan prediksi data akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Horrigan menggunakan regresi dengan memberi kode variabel dependen, yaitu peringkat obligasi dengan 9 skala poin. Angka 9 untuk peringkat tertinggi (Moody's Aaa dan S&P's AAA) dan angka 1 untuk peringkat terendah (C). Dengan menggunakan sampel 70 peringkat Moody's dan 60 peringkat S&P's tahun 1961-1964, peneliti berhasil membuktikan bahwa data akuntansi dan rasio keuangan berguna untuk penentuan peringkat obligasi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 58% prediksi mendekati peringkat Moody's dan 52% mendekati peringkat S&P's. Model terbaik yang ditemukan untuk memprediksi peringkat obligasi adalah TA, *long term solvency ratio*, *long term capital-turnover ratio*, *profit margin ratio (net operating profit/sales dan sales/net worth ratio)*, dan *dummy legal status* variabel yang berupa variabel subordinat yang dapat memprediksi peringkat obligasi.

Dalam menguji peringkat obligasi, Pinches dan Mingo (1973) menggunakan 48 sampel dari 132 obligasi yang diestimasi pada tahun 1967-1968. Kategori yang dipilih adalah peringkat Aa hingga B dari sampel peringkat obligasi Moody's. Ada tujuh faktor yang diidentifikasi, yaitu *size*, *leverage*, *long-term and short-term capital intensity*, *return on investment*, *earning stability*, dan *debt coverage*. Dengan menggunakan MDA untuk menguji hipotesis, peneliti menemukan bahwa ada dua faktor yang tidak penting dalam memprediksi

peringkat obligasi, yaitu, *long-term capital intensity* dan *short-term capital intensity*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa 70% prediksi mendekati peringkat Moody's. Pada tahun 1975, Pinches dan Mingo melakukan penelitian yang sama dengan menambah satu tahun observasi, yaitu tahun 1969. Mereka mengembangkan model baru dengan memisahkan *subordinated* dan *non-subordinated*. Dalam penelitian ini, ketepatan prediksi dapat meningkat 60-75% mendekati peringkat Moody's.

Kaplan dan Urwitz (1979) melakukan pengujian dengan menggunakan peringkat Moody's (67 sampel) tahun 1971-1972. Kaplan dan Urwitz menggunakan rasio keuangan sebagai variabel independen, yaitu: (1) *interest coverage ratio* yang meliputi *cash flow before interest + taxes/ interest charges*, *cash flow before interest + taxes/ total debt*, (2) *capitalization (leverage) ratio* yang meliputi *long-term debt/ total assets*, *long-term debt/ net worth*, (3) *profitability ratio: net income/TA*, (4) *size variables: TA*, dan (5) *stability variables* yang meliputi *coefficient of variation of total assets* dan *coefficient of variation of net income*. Alat analisis yang digunakan adalah regresi OLS. Hasil penelitian menunjukkan 70% mendekati peringkat Moody's.

Belkaoui (1983) meneliti 266 obligasi dari perusahaan yang telah diperingkat pada 6 kategori kelompok rating pada tahun 1981. Dengan menggunakan MDA untuk menguji variabel independen yang ada, diperoleh hasil yang signifikan pada rasio keuangan TA, *total debt*, *short term liabilities/equity of interest*, *CACL*, *fix charge coverage ratio*, CF. Hasil yang diperoleh adalah 72,0% tingkat kebenaran.

Gentry *et al.* (1988) mengadopsi variabel independent yang diteliti oleh Pinches dan Mingo (1973) untuk menguji kembali prediksi peringkat obligasi. Peneliti menggunakan *multivariate probit model* sebagai dasar untuk menghitung rasio keuangan dan komponen arus dana (*funds flow component*). Dengan sampel yang diperoleh dari Moody's periode 1983-1984, diperoleh hasil yang signifikan adalah *inventories, other current liabilities, dividend, long term financing, fixed coverage charges*.

Burton *et al.* (1998) melakukan penelitian pada perusahaan asuransi yang ada di UK. Hasil variabel yang signifikan adalah *leverage, profitability, liquidity, firm size, organization form, reinsurance, growth & business activity*. Dalam penelitiannya Burton *et al.* menemukan bahwa terdapat hubungan antara *leverage* dengan peringkat obligasi, dimana semakin rendah *leverage* maka semakin tinggi peringkat obligasi yang akan diperoleh oleh perusahaan tersebut.

Chan & Jagadeesh (2003) memfokuskan penelitian mereka pada perbedaan hasil berbagai alat statistic yang digunakan, dengan melakukan perbandingan hasil penggunaan probit model dan MDA. Hasil menunjukkan bahwa model MDA memiliki korelasi yang paling tinggi yaitu sebesar 86%, sedangkan probit sebesar 79%. Data peringkat yang digunakan adalah peringkat Moody's (415 sampel) untuk tahun 1974 – 1997.

Nurhasanah (2003) melakukan penelitian pada tahun 2000–2002 dengan mengambil sampel perusahaan manufaktur dan mendapatkan 99 observasi obligasi. Nurhasanah menggunakan 26 rasio keuangan dengan melakukan perbandingan antara MDA dan regresi logistik. Variabel yang signifikan secara

statistik dengan menggunakan MDA adalah LEVLTLTA, LEVNWTA, LIKCACL, SOLNWFA, dan PRODCGSS. Sementara itu, dengan regresi logistik, hanya rasio LEVLTLTA dan SOLNWFA yang signifikan. Hasil yang diperoleh adalah 97% tingkat kebenaran prediksi jika menggunakan analisis diskriminan dan 99% jika menggunakan analisis regresi logistik.

Kesumawati (2003) menguji pengaruh peringkat obligasi terhadap *yield* dan menjadikan 13 rasio keuangan sebagai variabel kontrol dan lima risiko yang signifikan. Dengan menggunakan 60 sampel dari agen PEFINDO untuk periode 2000-2002, Kesumawati menggunakan MDA untuk menguji. Hasil yang signifikan adalah *longterm profitability*, rata-rata umur piutang, ROA, *fix asset turnover & debt*. Tingkat kebenaran yang diperoleh untuk memprediksi adalah 87% dan hanya risiko kegagalan dengan proxy rasio keuangan yang mampu mempengaruhi *yield* premium obligasi.

Sari (2004) melakukan penelitian yang membandingkan ketepatan penentuan peringkat obligasi dengan menggunakan rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, aktivitas/produktivitas) antara model yang diajukan dan penentuan peringkat yang dilakukan PEFINDO. Dengan menggunakan sampel dari 36 perusahaan non-keuangan dari tahun 2000-2002 diperoleh sebanyak 168 observasi. Sari memasukkan peringkat obligasi ke dalam tiga kelompok, yaitu *investment* (AAA,AA,A), *speculative* (BBB,BB,B) dan *default* (CCC,D). Hasilnya, kelima rasio tersebut memiliki kemampuan membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi. Ketepatan model yang diajukan peneliti lebih besar (69,6%) daripada PEFINDO (56,5%). Pada tahun

2008, Sari kembali menguji rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi. Dengan menggunakan sampel 13 perusahaan yang oligasinya dinilai oleh PT Kasnic pada tahun 2004-2005, diperoleh sebanyak 52 observasi. Didapat lima rasio keuangan yang secara signifikan dapat membedakan perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*. Lima rasio keuangan tersebut adalah LEVLTLTA, LIKCAICL, SOLCFPTL, PROFOIS, dan PRODSFA. Dengan tingkat ketepatan dalam memprediksi peringkat obligasi dengan dua kategori sebesar 96,2%.

Aryanindita (2005) melakukan penelitian dengan menggunakan data sampel sebanyak 270 emisi dari 26 emiten. Rasio keuangan yang digunakan adalah sebanyak 41 rasio keuangan, kemudian dengan menggunakan analisis faktor untuk memperoleh kejelasan mengenai proses yang tepat dan rasio yang memberikan kontribusi, didapat 21 rasio keuangan. Hasil yang menunjukkan signifikan menggunakan MDA adalah sebanyak 112 sampel dari PEFINDO diperoleh CACL, COIN, CATA, SLTA, NWT A, NWTL; dan 95 sampel dari Kasnic diperoleh CACL, COIN, SLAR, CLIN, SLCL, NITL. Tingkat ketepatan klasifikasi adalah sebesar 80% untuk agen PEFINDO dan 95% untuk agen Kasnic.

Purwaningsih (2008) melakukan penelitian dengan menggunakan model regresi dengan variabel independen berupa rasio keuangan yang signifikan pada penelitian Nurhasanah (2003) dan Sari (2004). Dengan menggunakan data sampel berupa peringkat obligasi yang diterbitkan pada bulan April 2000-2006 sebanyak 95 observasi diperoleh hasil rasio keuangan yang dapat memprediksi peringkat

obligasi adalah LTLTA, NWTa, CFOTL, SFA, dan predictor yang terbaik adalah CACL.

Tabel 4.2 Review Penelitian Terdahulu

PENELITI	VARIABEL INDEPENDEN	TIPE ANALISIS	VARIABEL INDEPENDEN TERBAIK
HORRIGAN (1966)	Rasio keuangan & subordination	<i>Multiple Regression</i>	Subordination; TA; WCI/sales; sales/NW; net operating profit/sales
PINCHES & MINGO (1973)	Rasio Keuangan & subordination)	MDA	Subordination; issue size; net income + interest/interest; years of consecutive dividend; LTLTA; net income/TA
KAPLAN & URWITZ (1979)	Rasio keuangan	<i>Ordinary Least squares regression analysis (OLS)</i>	Subordination status; size; earnings stability; leverage; earning coverage of interest, dan profitabilitas.
BELKAOUI (1983)	Rasio keuangan	<i>Linear multiple discriminant analysis</i>	TA; TL; STL/total modal investasi; CA/CL; fixed change coverage ratio; cash flow lima tahun; harga saham/EPS dan subordination.
GENTRY, WHITFORD & NEWBOLD (1988)	Rasio keuangan & funds flow	<i>Probit model</i>	Inventory; other current liabilities; dividends; dan fixed coverage charges; LTL/TA; net income/TA.
BURTON, ADAMS & HARDWICK (1998)	Rasio keuangan	<i>Ordered probit Model</i>	Leverage; profitability; liquidity; firm size.
CHAN, JAGADEESH & WARGA (1999)	Rasio keuangan	MDA, MDA cross validation procedure, oerdered probit (Probit), and Probit With stepwise variabel selection (probit-S)	Pretax return on perperment capital; ROA; return on stock; E/P; D/P; ROA variability; pretax return variability; pretax interest coverage; pretax interest coverage including rent; EBITDA interest coverage; cash flowTL; cash flow/LTL; free cash flow/LTL; LTL/TA;STD/LTD; deferred taxes/LTD; MV of TA; MV of common equity; BM; sales growth in recent 3 years; Asset turnover; receivable turnover; current ratio; quick ratio; size of bonds; and dividend/interest.
NURHASANAH (2003)	Rasio Keuangan	MDA & Logistik	LTLA/TA; NW/TA; CA/CL; NW/FA; COGS/NS

Lanjutan Tabel 2.2

KESUMAWATI (2003)	Rasio Keuangan	MDA	TL/TA (DEBT); NIAT/TA (ROA);
			RE/TA; AR (S/365); S/FA
SARI (2004)	Rasio Keuangan	MDA & Logistik	NW/LTL; OI/S; dan CFO/TS
ARYANINDITA (2005)	Rasio Keuangan	MDA	TL/E; WC/TA; CL/WC; NW/TL; (NW-LTL)/FA; OI/S; CFO/TL; S/TA; CFO/TA
RAHARJA & SARI (2008)	Rasio Keuangan	MDA	LTLTA; CFOTL; CACL; OIS; STA
PURWANINGSIH (2008)	Rasio Keuangan	Logistik	LTLTA, NWTA, CFOTL, SFA, CACL

Sumber : Raharja dan Sari (2008) dan berbagai review penelitian terdahulu

2.3 Kerangka Pemikiran

Obligasi diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah (emiten) sebagai surat tanda kontrak hutang jangka panjang kepada pembeli atau pemilik obligasi (investor). Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Informasi peringkat obligasi ini dapat diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya.

Di Indonesia, agen pemeringkat seperti ini dilakukan oleh PT. PEFINDO. Para pemodal lebih memberikan perhatian kepada obligasi yang mendapatkan peringkat *non-investment grade* atau sering disebut sebagai obligasi yang *high-yield, low grade* atau *junk debt* (Foster, 1986).

Teori sinyal menjelaskan mengenai dorongan perusahaan untuk memberikan informasi berupa laporan keuangan kepada pihak eksternal disebabkan adanya asimetris informasi. Laporan keuangan dianggap lebih menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas (Kaplan & Urwitz, 1979 dalam Raharja dan Sari, 2008). Sejumlah penelitian terdahulu telah berusaha menguji ulang hasil peringkat obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat obligasi dengan angka-angka perhitungan alternatif.

Sinyal-sinyal yang disampaikan oleh manajemen berupa laporan keuangan dapat digambarkan melalui rasio keuangan. Rasio keuangan tersebut dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi, sehingga investor yang menghitung risiko yang terkandung dalam obligasi masuk ke dalam *investment grade* dan *non-investment grade*.

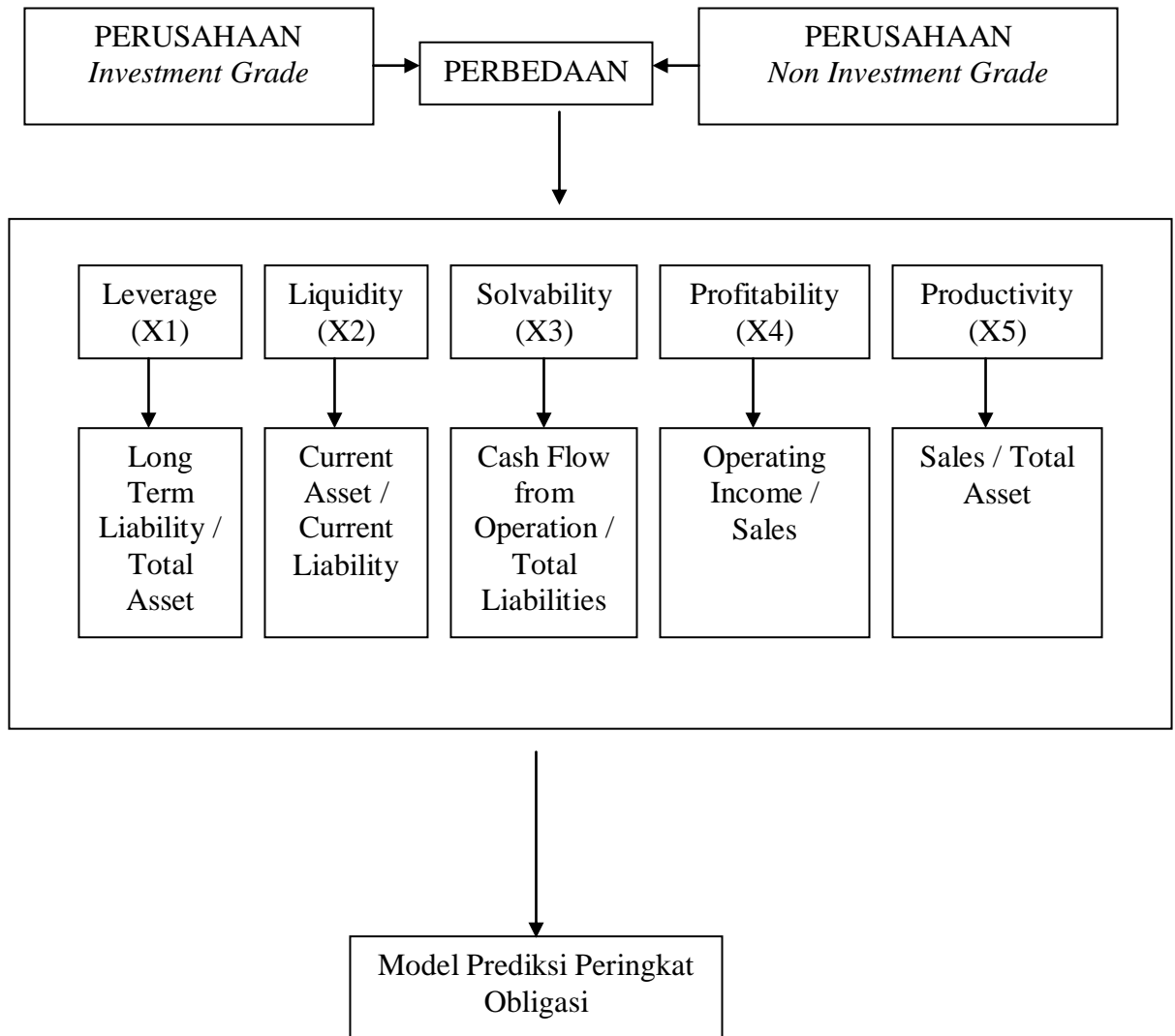
Penelitian ini mengangkat isu tentang apakah rasio keuangan merupakan prediktor dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan datang dan rasio manakah yang signifikan. Penelitian ini berkonsentrasi pada teknik untuk memprediksi peringkat obligasi. Peringkat obligasi penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas *default* hutang suatu perusahaan (Raharja dan Sari, 2008). Prediksi risiko kredit suatu perusahaan adalah variabel dependen penting untuk dipelajari dan peringkat obligasi dapat menangkap aspek signifikan dari risiko kredit tersebut. Hal ini akan memberikan pemahaman tentang proses pemeringkatan

obligasi yang kemudian meningkatkan pengetahuan terhadap salah satu kegunaan laporan keuangan.

Pemilihan variabel-variabel dalam penelitian ini mengacu pada variabel-variabel yang signifikan pada penelitian Raharja dan Sari (2008). Pada penelitian ini digunakan lima rasio keuangan yaitu: *Leverage*, *Liquidity*, *Solvability*, *Profitability*, dan *Productivity*. Dimana masing-masing rasio keuangan hanya menggunakan satu proksi yaitu rasio leverage dengan proksi *Long Term Liabilities/ Total Asset*; rasio Likuiditas dengan *Current Asset/ Current Liabilities*; rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*); rasio profitabilitas (*Operating Income/ Sales*); dan yang terakhir yaitu rasio produktivitas (*Sales/ Total Asset*). Proxy-proxy yang dipilih tersebut merupakan proxy-proxy yang telah dibuktikan dalam penelitian terdahulu, dimana proxy-proxy tersebut mampu membentuk model prediksi peringkat obligasi.

Penelitian kali ini ingin menguji apakah kelima rasio dan proxy tersebut dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi agen pemeringkat PT PEFINDO dan tahun pengamatan yang berbeda. (2007-2008). Berdasarkan uraian diatas maka dapat ditarik model penelitian:

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran



Dari kerangka berpikir tersebut menunjukkan bahwa :

Di antara perusahaan yang obligasinya termasuk *investment grade* dan *non-investment grade* terdapat perbedaan rasio keuangan. Rasio keuangan tersebut adalah:

1. Rasio Leverage

Apabila leverage menunjukkan nilai yang tinggi maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan leverage yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar. Hal ini sesuai dengan pernyataan Burton dkk. (1998) (dalam Raharja dan Sari, 2008) dimana semakin besar rasio leverage perusahaan, semakin besar risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan. Investor tidak mau untuk mengambil risiko jika pemilik perusahaan hanya menyediakan sebagian kecil dari seluruh pembiayaan, karena risiko perusahaan ditanggung terutama oleh para kreditor. Oleh karena itu, perusahaan akan sulit mendapatkan tambahan dana investasi.

2. Rasio Likuiditas

Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998 dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan maka obligasi dimungkinkan masuk pada peringkat *investment grade*, karena dengan aset lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada investor tepat pada waktunya. Kondisi tersebut akan memudahkan perusahaan untuk menarik investor untuk melakukan investasi pada perusahaannya.

3. Rasio Solvabilitas

Apabila solvabilitas tinggi maka kemungkinan obligasi tersebut masuk pada *investment grade*, karena dengan keadaan tersebut perusahaan mempunyai kemampuan untuk melunasi segala kewajibannya tepat pada waktunya. Hal ini sesuai dengan penelitian Horrigan (1966 dalam Raharja dan Sari, 2008) yang menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Kreditor akan mudah untuk memberikan kreditnya, baik kredit jangka pendek maupun jangka panjang dengan solvabilitas perusahaan yang tinggi dikarenakan perusahaan akan dapat mengurangi risiko-risiko dimasa yang akan datang sehingga akan memudahkan hal tersebut.

4. Rasio Profitabilitas

Apabila profitabilitas tinggi maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien. Hal ini sesuai dengan pernyataan Brotman (1989) dan Boustita & Young, Adam and Hardwick (1998) dalam Raharja dan Sari (2008) dimana semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*Default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Profitabilitas yang tinggi kemungkinan perusahaan untuk tetap bertahan tinggi, hal tersebut mengindikasikan perusahaan dapat memberikan rasa aman baik kepada pemilik, investor maupun karyawan sehingga pada gilirannya kreditor akan memberikan kreditnya.

5. Rasio Produktivitas

Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) menyatakan bahwa rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Apabila produktivitas tinggi kemungkinan besar perusahaan obligasinya masuk *investment grade*, karena dengan penjualan yang tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga perusahaan lebih mampu untuk memenuhi segala kewajibannya kepada para investor secara lebih baik. Dengan pembayaran deviden (yang tinggi) dan bunga tepat pada waktunya, memberikan daya tarik bagi investor untuk menanamkan investasi pada perusahaannya.

Dari kelima rasio keuangan tersebut akan diuji untuk menemukan model prediksi peringkat obligasi yang tepat.

2.4 Hipotesis

Dalam penelitian ini, hipotesis yang diajukan untuk mengetahui kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi dinyatakan dalam hipotesis alternatif (H_a) sebagai berikut:

H1: Terdapat perbedaan antara perusahaan yang peringkat obligasinya termasuk ke dalam *investment grade* dan *non-investment grade* pada rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) perusahaan di Indonesia.

H2: Variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) mampu membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan di Indonesia.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi

Variabel merupakan sesuatu yang dijadikan titik perhatian dalam suatu penelitian atau obyek penelitian. Dalam penelitian ini terdapat satu variabel dependen dan lima variabel independen.

3.1.1 Variabel Dependen (Y): Peringkat Obligasi

Peringkat Obligasi dalam penelitian ini merupakan variabel dependen. Peringkat obligasi tersebut secara umum terbagi menjadi dua peringkat yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, D). Pengukuran variabel ini dilakukan dengan memberi nilai pada masing-masing peringkat dengan mengacu pada penelitian terdahulu serta disesuaikan dengan kategori peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

Tabel 3.1
Kategori Peringkat Obligasi

Ratings Level	SIMBOL	KATEGORI
0	D	<i>Non-Investment grade</i>
0	CCC	<i>Non-Investment grade</i>
0	B	<i>Non-Investment grade</i>
0	BB	<i>Non-Investment grade</i>
1	BBB	<i>Investment grade</i>
1	A	<i>Investment grade</i>
1	AA	<i>Investment grade</i>
1	AAA	<i>Investment grade</i>

3.1.2 Variabel Independen (X)

Variabel independen yang akan diuji dalam penelitian ini adalah rasio keuangan yang pernah diuji oleh beberapa peneliti terdahulu dan disesuaikan dengan data yang tersedia, yaitu berupa laporan keuangan yang terdapat dalam laporan keuangan yang dipublikasikan. Rasio keuangan tersebut berjumlah lima rasio, yang digunakan sebagai proksi dari leverage, likuiditas, profitabilitas, solvabilitas, dan produktivitas.

3.1.2.1 Variabel Independen (X1): Leverage

Rasio Leverage ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara asset yang didanai dari kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Tingginya nilai rasio leverage dapat diartikan bahwa sebagian besar asset di danai dengan utang dan kondisi tersebut menyebabkan perusahaan perusahaan dihadapkan pada *default risk* atau peringkat obligasi yang rendah. Semakin tinggi rasio leverage, semakin besar risiko kebangkrutan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan pada perusahaan. (Burton *et al.*, 1998 dalam Purwaningsih). Aspek leverage dari rasio keuangan ini diukur dengan formulasi *Long Term Liabilities/ Total asset*.

3.1.2.2 Variabel Independen (X2): Likuiditas

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Makin tinggi tingkat rasio likuiditas suatu perusahaan, maka makin tinggi posisi likuiditas perusahaan tersebut. Tingkat likuiditas dapat menjadi salah satu faktor penting dalam peringkat obligasi. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzoita & Young (1998)

menemukan hubungan antara likuiditas dengan *credit rating* (dalam Purwaningsih, 2008). Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemungkinan peringkat perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Current asset/ Current Liabilities*.

3.1.2.3 Variabel Independen (X3): Solvabilitas

Solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya apabila perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang yang telah jatuh tempo. Rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966 dalam Sari, 2008). Aspek solvabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*

3.1.2.4 Variabel Independen (X4): Profitabilitas

Rasio ini menunjukkan tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Brotman (1989) dan Bousita & Young (1998), Adam and Haerwisk (1998) dalam Sari (2008), semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau *default*, dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan ini dapat diukur dengan formulasi *Operating Income/ Sales*.

3.1.2.5 Variabel Independen (X5): Produktivitas

Rasio Produktivitas menunjukkan seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Menurut Horrigan (1966 dalam Purwaningsih, 2008), rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Aspek produktivitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Sales/ Total Asset*.

Adapun secara terperinci ini variabel dependen (Y) dan independen (X) dapat dilihat pada tabel dibawah ini :

Tabel 3.2
Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala	Sumber Data
Variabel Dependen Peringkat Obligasi	<i>Investment grade; Non-Investment Grade</i>	Nominal	Peringkat obligasi berdasar PT. PEFINDO
Variabel Independen Rasio keuangan			
Leverage	$\cdot \frac{\text{Longterm Liabilities}}{\text{Total Asset}}$ (LTLTA)	Rasio keuangan	Lap.Keu
Likuiditas	$\cdot \frac{\text{Current Asset}}{\text{Current Liabilities}}$ (CACL)	Rasio keuangan	Lap. Keu
Solvabilitas	$\cdot \frac{\text{Cash Flow from Operating/ Total Liabilities}}$ (CFOTL)	Rasio keuangan	Lap. Keu
Profitabilitas	$\cdot \frac{\text{Operating Incom/ Salest}}{\text{(OIS)}}$	Rasio keuangan	Lap. Keu
Produktivitas	$\cdot \frac{\text{Sales/ Total Asset}}$ (STA)	Rasio keuangan	Lap.Keu

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan non-keuangan yang obligasinya terdaftar pada agen pemeringkat PT PEFINDO dan perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007-2008. Data yang digunakan berupa rasio keuangan dari neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas. Sedangkan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode penyampelan bersasaran (*purposive sampling*) sehingga diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak termasuk dalam industri perbankan, keuangan, dan asuransi.
2. Obligasi yang diterbitkan dan beredar selama periode pengamatan.
4. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2008 dan menerbitkan laporan keuangan secara lengkap.
5. Obligasi yang perusahaan penerbitnya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO selama kurun waktu pengamatan.

Dari kriteria tersebut, diperoleh 66 obligasi dari 23 perusahaan penerbit obligasi yang mempunyai data peringkat dan harga selama kurun waktu 2007-2008.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu database laporan keuangan yang tersedia di pojok BEI Fakultas Ekonomi

Universitas Diponegoro; database Bursa Efek Indonesia yang tersedia secara online pada situs www.idx.co.id; dan juga database peringkat obligasi perusahaan yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat PT PEFINDO.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah studi kepustakaan, yaitu data yang diperoleh dari beberapa literatur yang berkaitan dengan masalah yang sedang diteliti. Penelusuran ini dilakukan dengan cara:

a. Penelusuran secara manual untuk data dalam format kertas hasil cetakan. Data yang disajikan dalam format kertas hasil cetakan antara lain berupa: jurnal, majalah, surat kabar, buku, skripsi, dan thesis.

b. penelusuran dengan menggunakan komputer untuk data dalam format elektronik. Data yang disajikan dalam format elektronik ini antara lain berupa: katalog perpustakaan, laporan-laporan Bursa Efek Indonesia dan situs internet.

Studi kepustakaan ini dilakukan untuk memberikan dasar yang memadai mengenai variabel penelitian, baik variabel independen maupun variabel dependen.

3.5 Metode Analisis

Analisis data adalah merupakan kegiatan mengolah data yang telah terkumpul kemudian dapat memberikan interpretasi pada hasil-hasil tersebut. Kegiatan dalam analisis data meliputi : pengelompokan data tiap variabel yang diteliti, melakukan perhitungan untuk menguji hipotesis yang diajukan.

Adapun analisis yang digunakan adalah sebagai berikut:

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui nilai mean, minimum, maximum, dan standar deviasi dari masing-masing variable independent.

3.5.2 Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk mengetahui apakah dalam sebuah model variabel bebas mempunyai distribusi normal atau mendekati distribusi normal. Uji ini dilakukan dengan menggunakan *one-sample Kolmogorov Smirnov test*. Data tidak berdistribusi dengan normal ditandai dengan *asimp. Sig (2 tailed) < 0,05*. Hasil uji normalitas dengan menggunakan uji *one-sample Kolmogorov Smirnov Test* dijadikan sebagai pedoman dalam menentukan pengujian hipotesis pertama. Hipotesis pertama (H1) akan diuji menggunakan uji *Independent sample t Test* jika berdistribusi normal, dan akan diuji dengan alat uji *Mann Whitney Test* jika datanya memiliki distribusi tidak normal.

3.5.3 Pengujian Hipotesis Penelitian

3.5.3.1 Uji Perbedaan

Hipotesis pertama menyatakan bahwa terdapat perbedaan antara perusahaan yang peringkat obligasinya termasuk ke dalam *investment grade* dan *non-investment grade* pada rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) perusahaan non-keuangan. Pengujian terhadap hipotesis pertama dilakukan dengan menggunakan **uji *Independent sample t Test***. Uji *Independent sample t Test* dilakukan terhadap data yang terdistribusi normal, dan menggunakan alat uji *Mann Whitney Test* jika data terdistribusi tidak normal.

Dari hasil pengujian ini dapat diketahui terdapat tidaknya perbedaan rasio keuangan antara *non-investment grade* dan *investment grade*.

Pengambilan keputusan dilakukan dengan melihat nilai *asympt. Sig (2-tailed)* > 05. Apabila nilai *asympt. Sig (2-tailed)* > 05 atau probabilitas variabel bebas > 0,05 maka tidak terdapat perbedaan rasio keuangan antara *non-investment grade* dan *investment grade*. Apabila nilai *asympt. Sig (2-tailed)* < 05 atau probabilitasnya < 0,05 maka terdapat perbedaan rasio keuangan antara *non-investment grade* dan *investment grade*.

3.5.3.2 Analisis Diskriminan

Hipotesis kedua merupakan pengujian terhadap variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang mempunyai kemampuan dalam membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi. Hipotesis yang kedua akan diuji dengan menggunakan **MDA (*Multiple Diskriminant Analysis*)**. Dengan menggunakan MDA, variabel independen akan diuji dan diseleksi dengan metode *stepwise* sehingga diperoleh model prediksi yang paling tepat untuk memprediksi peringkat obligasi. Variabel independen yang masuk ke dalam seleksi SPSS akan menjadi persamaan fungsi diskriminan sebagai model prediksi yang terbentuk. Adapun model prediksi yang dibentuk dari MDA disajikan pada tabel 3.3.

Tabel 3.3

Model Fungsi Diskriminan

Model Fungsi Diskriminan:	
Zscore = $\alpha_0 + W_1X_1 + W_2X_2 + W_3X_3 + \dots + W_nX_n$	
Notasi:	
Zscore	= <i>Discriminant score</i>
α_0	= Konstanta
W_n	= <i>Discriminant Wheight for Independent Variables n</i>
X_1, X_2, X_3, X_n	= Rasio-rasio keuangan

Dengan menggunakan fungsi diskriminan dapat dihitung nilai optimum *cutting score* (Z_{cu}) dari rata-rata *z score* setiap kategori sehingga obligasi suatu perusahaan dapat diprediksi secara tepat. Hasil dari fungsi diskriminan (*Zscore*) akan dibandingkan dengan nilai Z_{cu} yang telah terbentuk. Apabila nilai *Zscore* < Z_{cu} , maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan *non-investment grade*, dan apabila nilai *Zscore* > Z_{cu} , maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan *investment grade*. Dari model prediksi yang terbentuk oleh program SPSS akan dapat diketahui tingkat ketepatan model prediksi tersebut.

BAB IV

HASIL PENELITIAN

4.1 Deskripsi Obyek Penelitian

4.1.1 Deskripsi Umum Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang *listing* di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2007-2008. Industri non keuangan dipilih karena memiliki karakteristik penilaian rasio keuangan yang sama, dan berbeda bila dibandingkan dengan perusahaan sektor keuangan. Selain itu, fokus penelitian ini adalah ingin mengetahui rasio keuangan apa saja yang dapat membedakan perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*, serta model prediksi peringkat obligasi dari rasio keuangan.

Jumlah obligasi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di PT PEFINDO selama periode 2007-2008 berjumlah 400 obligasi. Berdasar dari kriteria yang ditetapkan, diperoleh sebanyak 66 pengamatan peringkat obligasi sebagai sampel. Adapun proses seleksi sampel berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan tampak dalam Tabel 4.1 sebagai berikut:

Tabel 4.1
Proses Seleksi Sampel dengan Kriteria

Kriteria	Jumlah Obligasi
Obligasi yang terdaftar di PEFINDO tahun 2007-2008	400
Obligasi perusahaan yang termasuk sektor perbankan dan keuangan	(222)
Obligasi yang tidak masuk kriteria	(97)
Obligasi perusahaan non-keuangan	81
Tidak memiliki laporan keuangan lengkap tahun 2007-2008	(15)
Obligasi yang digunakan sebagai sampel	66

Sumber: data diolah, 2010

4.1.3 Deskripsi Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Sampel dipilih bagi perusahaan yang menyajikan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, seperti peringkat obligasi, total aset, penjualan bersih, aset lancar, utang lancar, *long term liability*, TL (*total liabilities*), *operating income*, dan *cash flow from operating* yang diberikan pada periode pengamatan. Ringkasan sampel penelitian disajikan dalam Tabel 4.2.

Tabel 4.2
Sampel Penelitian

No.	Perusahaan	Jumlah Jenis Obligasi Pada Tahun 2007-2009
1.	Surya Citra Televisi	2
2.	Indo Kordsa	2
3.	Indofood Sukses Makmur	4
4.	Hanjaya Mandala Sampoerna	2
5.	Bentoel Internasional Investama	2
6.	PAM Lyonnaise Jaya	4
7.	Apexindo Pratama Duta	2
8.	Medco Energi Internasional	2
9.	Japfa Comfeed Indonesia	2
10.	Duta Pertiwi	2
11.	Bumi Serpong Damai	2
12.	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	4
13.	Matahari Putra Prima	2
14.	Berlian Laju Tanker	2
15.	Bakrie Telecom	2
16.	Excelcomindo Pratama	2
17.	Kalbefarma	2
18.	Indosat	10
19.	Mobile-8 Telecom	2
20.	Pindo Deli Pilp and Paper Mills	4
21.	Lontar Papyrus Pulp & Paper	4
22.	Indah Kiat Pulp & Paper Corp	4
23.	Ciliandra Perkasa	2
	Jumlah	66

Sumber: data diolah

4.2 Analisis Data

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan *Multiple Discriminant Analysis*. Tujuannya adalah untuk memperoleh model prediksi peringkat obligasi yang terbentuk dari rasio keuangan.

4.2.1 Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran dari masing-masing variabel penelitian. Analisis deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (mean), dan nilai standar deviasi.

Tabel 4.3 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian. Berdasarkan Tabel 4.3, hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio leverage dengan proxy LEV LTLTA pada perusahaan *non-investment grade* menunjukkan nilai minimum sebesar 0,142; nilai maksimum sebesar 0,615 dengan rata-rata sebesar 0,422. Sedangkan pada perusahaan *investment grade* statistik deskriptif terhadap LEV LTLTA menunjukkan nilai minimum sebesar 0,019; nilai maksimum sebesar 0,658 dengan rata-rata sebesar 0,391.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio keuangan likuiditas dengan proxy LIK CACL pada perusahaan *non-investment grade* menunjukkan nilai minimum sebesar 0,237; nilai maksimum sebesar 1,281 dengan rata-rata sebesar 0,700. Sedangkan pada perusahaan *investment grade* statistik deskriptif terhadap LIK CACL menunjukkan nilai minimum sebesar 0,228; nilai maksimum sebesar 4,983 dengan rata-rata sebesar 1,755.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio solvabilitas dengan proxy SOL CFOTL pada perusahaan *non-investment grade* menunjukkan nilai minimum sebesar 0,040; nilai maksimum sebesar 0,177 dengan rata-rata sebesar 0,126. Sedangkan pada perusahaan *investment grade* statistik deskriptif terhadap SOL CFOTL menunjukkan nilai minimum sebesar -0,173; nilai maksimum sebesar 2,953 dengan rata-rata sebesar 0,419.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio profitabilitas dengan proxy PROF OIS pada perusahaan *non-investment grade* menunjukkan nilai minimum sebesar -0,551; nilai maksimum sebesar 0,130 dengan rata-rata sebesar 0,030. Sedangkan pada perusahaan *investment grade* statistik deskriptif terhadap PROF OIS menunjukkan nilai minimum sebesar 0,036; nilai maksimum sebesar 0,514 dengan rata-rata sebesar 0,200.

Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio keuangan produktivitas pada perusahaan *non-investment grade*, untuk PROD STA menunjukkan nilai minimum sebesar 0,153; nilai maksimum sebesar 0,445 dengan rata-rata sebesar 0,361. Sedangkan pada perusahaan *investment grade* statistik deskriptif terhadap PROD STA menunjukkan nilai minimum sebesar 0,176; nilai maksimum sebesar 2,150 dengan rata-rata sebesar 0,710.

Tabel 4.3
Statistik Deskriptif Variabel Independen

Rasio Keuangan	Peringkat Obligasi	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEV LTLTA	Non Investment Grade	13	0,142	0,615	0,422	0,180
	Investment Grade	53	0,019	0,658	0,391	0,214
LIK CACL	Non Investment Grade	13	0,237	1,281	0,700	0,411
	Investment Grade	53	0,228	4,983	1,755	1,083
SOL CFOTL	Non Investment Grade	13	0,040	0,177	0,126	0,033
	Investment Grade	53	-0,173	2,953	0,419	0,633
PROF OIS	Non Investment Grade	13	-0,551	0,130	0,030	0,180
	Investment Grade	53	0,036	0,514	0,200	0,109
PROD STA	Non Investment Grade	13	0,153	0,445	0,361	0,075
	Investment Grade	53	0,176	2,150	0,710	0,502
Valid N (listwise)	Non Investment Grade	13				
	Investment Grade	53				

Sumber: output SPSS, 2010

4.2.2 Uji Normalitas

Untuk mengetahui data tersebut berdistribusi normal, maka data yang digunakan dalam penelitian terlebih dahulu diuji normalitasnya dengan *One Sample Kolmogorov Smirnov Test*. Uji normalitas dilakukan terhadap semua variabel independen yang digunakan dalam penelitian. Hasil pengujian secara lengkap dapat dilihat pada tabel 4.4. Hasil pengujian menunjukkan bahwa dari seluruh variabel tersebut berdistribusi normal hal tersebut ditunjukkan oleh nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* diatas 0,05 (probabilitas < 0,05). Ringkasan hasil uji *One sample Kolmogorov Smirnov Test* dapat dilihat pada tabel 4.4.

Tabel 4.4
Ringkasan Hasil Uji *One sample Kolmogorov Smirnov Test*

		Unstandardized Residual
N		66
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.30125034
Most Extreme Differences	Absolute	.155
	Positive	.104
	Negative	-.155
Kolmogorov-Smirnov Z		1.258
Asymp. Sig. (2-tailed)		.084

Sumber: output spss, 2010

4.2.3 Hasil Pengujian Hipotesis

4.2.3.1 Uji Perbedaan

Hasil dari uji normalitas dengan menggunakan *One Sample Kolmogorov Smirnov Test* dijadikan sebagai pedoman dalam menentukan pengujian hipotesis pertama. Hasil normalitas *One Sample Kolmogorov Smirnov Test* menunjukkan nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* > 0,05, maka data yang diuji memiliki distribusi normal. Hipotesis pertama (H1) diuji dengan alat *Independent Sample t Test* karena data memiliki distribusi normal. Hasil uji secara ringkas dapat dilihat pada tabel 4.5

Tabel 4.5
Ringkasan Hasil Uji *Independent Sample t Test*

Rasio Keuangan	Proxy	<i>Asymp. Sig (2-tailed)</i>	Keterangan	Kesimpulan
Leverage	LTLTA	0,630	Tidak Berbeda	Ditolak
Likuiditas	CACL	0,000	Berbeda	Diterima
Solvabilitas	CFOTL	0,001	Berbeda	Diterima
Profitabilitas	OIS	0,000	Berbeda	Diterima
Produktivitas	STA	0,000	Berbeda	Diterima

Sumber: data sekunder yang diolah,2010

Pengambilan keputusan dilakukan dengan melihat nilai *asympt. Sig (2-tailed)*. Jika nilai *asympt. Sig (2-tailed)* < 0,05 berarti terdapat perbedaan. Hasil uji *Independent Sample t Test* menunjukkan bahwa terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* pada empat proxy rasio keuangan dari kelima proxy rasio keuangan yang digunakan. Hal itu dibuktikan dengan nilai *asympt. Sig (2-tailed)* < 0,05, yaitu untuk rasio likuiditas CACL (*Current Asset/Current Liabilities*) dengan nilai 0,000; rasio solvabilitas CFOTL (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*) dengan nilai 0,001; rasio profitabilitas OIS (*Operating Income/ Sales*) dengan nilai 0,000; dan rasio produktivitas (*Sales/ Total Asset*) dengan nilai 0,000. Dengan melihat hasil pengujian secara keseluruhan maka dapat disimpulkan **hipotesis pertama (H1) diterima.**

4.2.3.2 Analisis Diskriminan

Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan analisis MDA (*Multiple Diskriminan Analysis*) dengan dua kategori. Uji dilakukan dengan memasukkan variabel dependen yang berupa kategori. Kategori 0 untuk *non-investment grade* dan kategori 1 untuk *investment grade*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode analisis diskriminan secara bertahap (*Stepwise Method*). Tujuan analisis diskriminan untuk menentukan variabel independent mana yang signifikan dapat digunakan membentuk suatu model prediksi dan mempunyai kemampuan dalam memprediksi kedua kelompok peringkat obligasi (*non-investment grade* dan *investment grade*).

Variabel independen yang dimasukkan dalam analisis diskriminan ini sebanyak lima variabel independent. Dari hasil pengujian diperoleh tiga variabel independen yang mampu membedakan kategori peringkat obligasi. Ketiga variabel tersebut adalah OIS, CACL, STA. Hasil pengujian secara lengkap dapat dilihat pada lampiran 4, sedangkan hasil secara ringkas 3 variabel yang masuk dalam fungsi diskriminan disajikan dalam tabel 4.6

Tabel 4.6
Variabel-variabel yang masuk fungsi diskriminan

Step Variabel Wilk's Lamda

Step	Number of Variables	Lambda
1	OIS	0,769
2	CACL	0,627
3	STA	0,578

Sumber: output SPSS, 2010

Pada tabel diatas dapat dilihat *wilk's lamda* pada menunjukkan angka 0,769 yang berarti 76,9 % varians tidak dapat dijelaskan oleh perbedaan dua kategori (*investment grade* dan *non- investment grade*). Angka *wilk's lamda* pada step 2 sebesar 0,627; dan yang terakhir pada step 3 sebesar 0,578. Hasil fungsi diskriminan yang terbentuk dari analisis MDA disajikan pada tabel 4.7

Tabel 4.7
Hasil Fungsi Diskriminan
Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function
	1
LIK CACL	,524
PROF OIS	7.053
PROD STA	1.037
(Constant)	-2.652

Unstandardized coefficients

Sumber: output SPSS, 2010

Berdasarkan tabel 4.7 tersebut maka diperoleh fungsi diskriminan sebagai berikut:

$$Zscore = -2,652 + 0,524 LIK CACL + 7,053 OIS + 1,037 STA$$

Tabel 4.8
Hasil Uji Persamaan Diskriminan
Wilks' Lambda

Test Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	Df	Sig.
1	.578	34.263	3	.000

Sumber: output SPSS, 2010

Output di atas berguna untuk menguji persamaan fungsi diskriminan yang telah dikembangkan. Dimana besarnya nilai Wilks' Lambda adalah sebesar 0,578 atau sama dengan nilai Chi Square sebesar 34,263 dengan signifikan sebesar 0.000 maka dapat disimpulkan bahwa fungsi diskriminan signifikan secara statistik yang berarti nilai means skor diskriminan untuk kedua kelompok perusahaan (*non investment grade* dan *investment grade*) berbeda secara signifikan.

Tabel 4.9
Uji Beda Dua Kelompok Perusahaan
Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	.730 ^a	100.0	100.0	.650

a. First 1 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Sumber: Output SPSS, 2010

Output di atas berguna untuk menguji seberapa besar perbedaan antara kedua kelompok perusahaan. Tampilan output *eigenvalues* menunjukkan bahwa besarnya *Canonical Correlation* sebesar 0.650 atau besarnya *Square Canonical Correlation* (CR^2) = 0,4225 atau 42,25%. Jadi dapat disimpulkan bahwa 42,25%

variasi kedua kelompok perusahaan yaitu *non investment grade* dan *investment grade* dapat dijelaskan oleh OIS, CACL, STA.

Tabel 4.10
Analisis Pengaruh Masing-Masing Variabel

Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function
	1
LIK CACL	.521
PROF OIS	.886
PROD STA	.470

Sumber: Output SPSS, 2010

Output di atas ditujukan untuk menilai pentingnya variabel diskriminator secara relatif dalam membentuk fungsi diskriminan. Makin tinggi nilai koefisien yang sudah distandarisasi maka makin penting variabel tersebut terhadap lainnya dan sebaliknya. Berdasarkan output di atas dapat disimpulkan bahwa OIS relatif lebih penting dibandingkan variabel STA dan CACL dalam membentuk fungsi diskriminan.

Tabel 4.11
Penentuan Cut-off Pengelompokkan Perusahaan
Functions at Group Centroids

	Function
Perusahaan	1
Non Investment Grade	-1.699
Investment Grade	.417

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means

Sumber: Output SPSS, 2010

Pengklasifikasian obligasi suatu perusahaan kedalam kategori *investment grade* dan *non-investment grade* dilakukan dengan membandingkan nilai Zscore

dan nilai Z_{cu} sebagai *cut off score*. Nilai Z_{cu} yang merupakan *cutt off Zscore* dihitung terlebih dahulu dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Z_{cu} &= \frac{(N_a \cdot Z_b) + (N_b \cdot Z_a)}{N_a + N_b} \\ &= \frac{(13)(0,417) + (53)(-1,699)}{66} = \frac{5,421 + (-90,047)}{(13) + (53)} = \mathbf{-1,282} \end{aligned}$$

Apabila nilai $Z_{score} > Z_{cu}$ maka masuk kategori 1 (*Investment Grade*).

Sebaliknya nilai $Z_{score} < Z_{cu}$ maka masuk kategori 0 (*Investment Grade*).

Pengujian konsistensi terhadap fungsi diskriminan yang terbentuk dilakukan dengan memasukkan data keuangan yang terbaru dari 23 perusahaan yang menerbitkan obligasi. Hasil uji konsistensi disajikan dalam tabel 4.12.

Tabel 4.12
Hasil uji model diskriminan tabel 4.7

No	Perusahaan	Zcu	Zscore	Actual Group	Predicted Group
1	Indo Kordsa	-1,282	0,109	investment grade	investment grade
2	HM Sampoerna	-1,282	1,600	investment grade	investment grade
3	Indofood Sukses Makmur	-1,282	-0,364	investment grade	investment grade
4	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia	-1,282	-0,228	investment grade	investment grade
5	Indah Kiat Pulp & Paper Corp	-1,282	-0,710	non-investment grade	non-investment grade
6	Lontar Papyrus Pulp & Paper	-1,282	-2,216	non-investment grade	non-investment grade
7	Bumi Serpong Damai	-1,282	0,520	investment grade	investment grade
8	Bentoel Internasional Investama	-1,282	0,517	investment grade	investment grade
9	Surya Citra Televisi	-1,282	1,945	investment grade	investment grade
10	Apexindo Pratama Duta	-1,282	0,894	investment grade	investment grade
11	Medco Energi Internasional	-1,282	1,087	investment grade	investment grade
12	Kalbefarma	-1,282	1,551	investment grade	investment grade
13	Japfa Comfeed Indonesia	-1,282	0,851	investment grade	investment grade
14	Duta Pertiwi	-1,282	-1,003	investment grade	non-investment grade
15	Matahari Putra Prima	-1,282	-0,496	investment grade	investment grade
16	Berlian Laju Tanker	-1,282	-0,082	investment grade	investment grade
17	Bakrie Telecom	-1,282	-0,038	investment grade	investment grade
18	Excelcomindo Pratama	-1,282	-0,720	investment grade	non-investment grade
19	Indosat	-1,282	-0,014	investment grade	investment grade
20	Mobile-8 Telecom	-1,282	-6,030	non-investment grade	non-investment grade
21	Pindo Deli Pilp and Paper Mills	-1,282	-1,304	non-investment grade	non-investment grade
22	Ciliandra Perkasa	-1,282	2,301	investment grade	investment grade
23	PAM Lyonnaise Jaya	-1,282	0,790	investment grade	investment grade

Sumber: data Skunder yang diolah, 2010

Tabel 4.13
Ketepatan Klasifikasi
Classification Results^a

		Predicted Group Membership		Total	
		Non Investment Grade	Investment Grade		
Original	Count	Non Investment Grade	13	0	13
		Investment Grade	3	50	53
%		Non Investment Grade	100.0	.0	100.0
		Investment Grade	5.7	94.3	100.0

a. 95.5% of original grouped cases correctly classified.

Sumber: Output SPSS, 2010

Output di atas menunjukkan bahwa ketepatan klasifikasi dalam memprediksi adalah 94,3% yaitu diprediksi yang masuk ke dalam perusahaan *investment grade* adalah 53, ternyata yang sesungguhnya hanya 50 ($50/53 = 94,3\%$) atau terdapat 3 kesalahan klasifikasi. Dengan demikian fungsi diskriminan yang terbentuk memiliki ketepatan prediksi yang tinggi terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan. Berdasar uji MDA maka **hipotesis kedua (H2) diterima** karena rasio keuangan terbukti mempunyai ketepatan dalam memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan.

4.3 Interpretasi Hasil

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, maka penelitian ini telah sesuai dengan penelitian yang diinginkan peneliti yaitu untuk menganalisis kemampuan rasio keuangan sebagai alat untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur.

4.3.1 Perbedaan Perusahaan *Investment Grade* dengan Perusahaan *Non-Investment Grade*

Dari hasil uji *Independent Sample t Test* menunjukkan, dari kelima rasio keuangan tersebut terdapat empat rasio keuangan yang berbeda secara signifikan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade*, yaitu rasio likuiditas (CACL), rasio solvabilitas (CFOTL), rasio profitabilitas (OIS), rasio produktivitas (STA).

Rasio Leverage merupakan rasio keuangan yang mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh

pemilik perusahaan (ekuitas). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Pada penelitian ini leverage dengan proxy *Long Term Liabilities/ Total Asset* menunjukkan nilai *asympt. Sig (2-tailed) = 0,630*; yang berarti terdapat tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam memanfaatkan utang untuk membiayai investasinya. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian dengan penelitian Raharja dan Sari (2008), dimana rasio leverage dengan proxy LTLTA dapat membedakan antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade*. Mean perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* adalah sebesar 0,422 dan 0,391. angka ini menunjukkan selisih yang kecil sehingga perbedaan antara kedua perusahaan tersebut tidak signifikan. Perusahaan menggunakan utangnya untuk membiayai investasi sebesar rata-rata 40%. Persamaan nilai utang kedua perusahaan tersebut dapat disebabkan adanya krisis global yang terjadi pada tahun 2008.

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Jadi semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan *credit rating*. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio Likuiditas (*Current Asset/ Current Liabilities*)

dengan nilai 0,000 yang artinya terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Hasil yang signifikan tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah (2003), Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008) dan Purwaningsih (2008).

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya yang pada saat tersebut perusahaan itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam penelitiannya Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi tingkat solvabilitas perusahaan semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*) dengan nilai 0,001 menunjukkan terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek maupun jangka panjang. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008), dan Purwaningsih (2008).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Brotman (1989) dan Boustita & Young, Adam and Hardwick (1998) dalam Raharja dan Sari (2008) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*Default*) dan semakin baik

peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Pada penelitian ini rasio profitabilitas (*Operating Income/ Sales*) dengan nilai 0,000 menunjukkan terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam memperoleh laba usaha. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005) dan Raharja & Sari (2008).

Rasio produktifitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Penelitian ini menunjukkan produktivitas (*Sales/ Total Asset*) dengan nilai 0,000 yang berarti terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam tingkat produktivitasnya dalam kaitannya dengan laba. Menurut Horrigan (1966) dalam Raharja dan Sari (2008) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap *credit rating*. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

Dari bahasan di atas maka dapat disimpulkan bahwa rasio keuangan yaitu Likuiditas (*CA/CL*); Solvabilitas (*CFO/TL*); Profitabilitas (*OI/S*); dan Produktivitas (*S/TA*) mampu membedakan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade*.

4.3.2 Model Prediksi Peringkat Obligasi

Hasil analisis fungsi diskriminan dengan 2 kategori (*investment grade* dan *non-investment grade*) dengan menggunakan sampel 66 obligasi menunjukkan 63

obligasi peringkatnya sama dengan peringkat yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat (PT PEFINDO). Dari kelima rasio yang dimasukkan ke dalam analisis, terdapat tiga rasio yang mampu menjadi model prediksi peringkat obligasi. Ketiga rasio tersebut adalah LIK CACL, PROF OIS, dan PROD STA. Rasio SOL CFOTL pada uji hipotesis yang pertama mampu membedakan antara kedua perusahaan. Namun, saat diuji pada analisis diskriminan, nilai signifikansi rasio tersebut secara univariate $>0,05$, sehingga variabel tersebut tidak dapat membedakan antara kedua perusahaan.

Nilai *Overall Percentage* yang diperoleh menunjukkan tingkat validitas 94,3 %. Dengan demikian fungsi diskriminan yang terbentuk memiliki ketepatan prediksi yang tinggi terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan. Berdasarkan uji MDA maka **hipotesis kedua (H2) diterima** karena rasio keuangan terbukti mempunyai ketepatan untuk memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Dimana agen pemeringkat juga mempertimbangkan data laporan keuangan untuk menilai suatu obligasi. Hal tersebut sejalan dengan hal yang diperoleh dalam penelitian ini dimana rasio keuangan memiliki ketepatan prediksi yang tinggi (dengan nilai 94,3%) terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan. Tingkat ketepatan rasio keuangan yang signifikan yaitu sebesar 94,3% dalam memprediksi peringkat suatu obligasi sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aryanindita (2003), Raharja dan Sari (2008),. Dimana Aryanindita dengan menggunakan analisis MDA memperoleh tingkat ketepatan sebesar 95% sedangkan Raharja dan Sari (2008) dengan alat uji yang sama mendapati hasil sebesar 96,2%.

Kinerja perusahaan yang digambarkan melalui rasio keuangan merupakan representasi dari perusahaan. Perusahaan yang mengandalkan sumber pendanaannya melalui obligasi hendaknya meningkatkan kinerjanya, karena rasio keuangan terbukti mampu memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Dengan rasio keuangan yang baik akan diperoleh peringkat yang baik.

BAB V

PENUTUP

5.1 Simpulan

Penelitian ini meneliti tentang model prediksi peringkat obligasi yang mampu dibentuk oleh rasio keuangan dan menguji apakah terdapat perbedaan rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang memiliki peringkat obligasi *investment grade* dan *non-investment grade*. Variabel penelitian yang digunakan adalah variabel dependen, yaitu peringkat obligasi. Sedangkan variabel independen yang digunakan adalah rasio keuangan yang meliputi rasio leverage dengan proxy LTLTA, rasio likuiditas dengan proxy CACL, rasio solvabilitas dengan proxy CFOTL, rasio profitabilitas dengan proxy OIS, dan rasio produktivitas dengan proxy STA. Analisis dilakukan dengan menggunakan analisis diskriminan (*Multiple Discriminant Analysis*) dengan program *Statistical Package for Social Sciences* (SPSS) *Ver. 16*. Data sampel obligasi sebanyak 66 pengamatan obligasi yang dihasilkan perusahaan penerbit non-keuangan yang terdaftar di BEI pada tahun 2007-2008 dan dinilai oleh agen pemeringkat PEFINDO.

Hasil pengujian dan pembahasan pada bagian sebelumnya dapat diringkas sebagai berikut:

1. Hasil pengujian beda independen (*uji t-test*) menunjukkan bahwa secara statistik terbukti terdapat perbedaan antara rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas) perusahaan yang

peringkat obligasinya termasuk ke dalam *investment grade* dan *non-investment grade* selama dua tahun pengamatan (2007-2008). Rasio yang secara signifikan dapat membedakan antara perusahaan *investment grade* dan *non-investment grade* adalah LIKCACL, SOLCFOTL, PROFOIS, PRODSTA. Dengan melihat hasil tersebut maka hipotesis pertama (H1) diterima.

2. Hasil pengujian analisis diskriminan (*Multiple Discriminant Analysis*) menunjukkan bahwa secara statistik rasio keuangan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi selama dua tahun pengamatan (2007-2008). Dari hasil uji diskriminan tersebut terdapat tiga variabel rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi. Ketiga variabel rasio keuangan tersebut berasal dari rasio keuangan likuiditas dengan proxy *Current Asset/Current Liabilities*; rasio keuangan profitabilitas dengan proxy *Operating Income/Sales*; dan rasio keuangan produktivitas dengan proxy *Sales/Total Asset*.
3. Tingkat ketepatan yang diperoleh dalam memprediksi peringkat obligasi dengan dua kategori mencapai 94,3% dengan nilai Zcu sebesar -1,282. Dengan demikian model prediksi tersebut dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi khususnya bagi perusahaan non-keuangan di Indonesia.

5.2 Keterbatasan

Sebagaimana lazimnya suatu penelitian empiris, hasil penelitian ini juga mengandung beberapa keterbatasan, antara lain:

1. Pemilihan objek penelitian hanya menggunakan obligasi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI dan dinilai PEFINDO pada tahun 2007-2008 saja.
2. Penelitian ini hanya menguji pengaruh variabel-variabel rasio keuangan seperti leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas sebagai model prediksi peringkat keuangan. Variabel-variabel lain yang mungkin membentuk model prediksi peringkat obligasi tidak diuji dalam penelitian ini. Misalnya, sejumlah variabel penting seperti berbagai rasio keuangan, *mortgage provision*, *sinkin fund*, dan *maturity*, dan berbagai rasio non-keuangan dapat meningkatkan pengetahuan mengenai peringkat obligasi di Indonesia, tidak dimasukkan ke dalam analisis diskriminan.
2. Periode penelitian yang digunakan hanya terbatas dua tahun. Periode waktu yang terbatas tersebut tentunya mempengaruhi hasil penelitian ini.

5.3 Saran

Saran yang didasarkan pada beberapa keterbatasan sebagaimana telah disebutkan sebelumnya adalah sebagai berikut:

1. Penelitian selanjutnya mungkin dapat mempertimbangkan untuk menggunakan objek penelitian seluruh obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI termasuk obligasi dari perusahaan keuangan dengan menggunakan

metode pengukuran yang telah disesuaikan dengan sektor industri dari setiap perusahaan. Dengan demikian dapat diperoleh hasil yang lebih valid.

2. Penelitian selanjutnya hendaknya mempertimbangkan beberapa variabel lain baik yang berupa data keuangan maupun non-keuangan yang mungkin menjadi model prediksi peringkat obligasi untuk meningkatkan pengetahuan mengenai peringkat obligasi di Indonesia.
3. Periode penelitian selanjutnya sebaiknya lebih dari dua tahun karena periode yang lebih panjang diharapkan dapat memungkinkan tingkat kebenaran yang mendekati 100% sehingga mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Amrullah, Karim. 2007. "Kemampuan Rasio Keuangan sebagai Alat untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur." www.google.com
- Andry, Wydia. 2005. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*
- Bursa Efek Indonesia. n.d. *Indonesian Capital Market Directory 2007-2008*. Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- Bursa Efek Indonesia. 2010. "Mengenal obligasi". *Over The Counter Fix Income Service*
- Foster, George. 1986. "Financial Statement Analysis". Prentice Hall International, Inc.
- Ghozali, I. 2005. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Manurung, Adler., Silitonga, Desmon., dan Tobing, Wilson. 2008. "Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi." www.google.com
- PEFINDO. 2010. "Indonesian Rating Highlight". Pefindo Credit Rating
- Prihatiningsih, Wahyu. 2009. Analisis Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi di Indonesia (2005-2007). Skripsi S-1. Universitas Negeri Semarang
- Purwaningsih, Anna. 2008. "Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ." *Kinerja*, Vol. 12, No.1, h. 85-99
- Raharja dan Sari. 2008a. "Perbandingan Alat Analisis (Diskriminan & Regresi Logistik) terhadap Peringkat Obligasi (PT PEFINDO)." *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No. 1, h. 87-104
- Raharja dan Sari. 2008b. "Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating)." *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No. 2, h. 212-232
- Sari. 2008. "Kekonsistenan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi antar Agen Pemingkat (PEFINDO, MOODY'S dan STANDAR & POOR'S)." *ASET*, Vol.10 No.1, h. 103-122

Setyapurnama dan Norpratiwi. 2004. "Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat Obligasi dan *Yield* Obligasi." www.google.com