

KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI (PT KASNIC CREDIT RATING)

8

RAHARJA

Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro

MAYLIA PRAMONO SARI

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang

Abstrak

Bond rating is a guide to investor who intends to buy bond because that rating gives informative statement and giving signal about company's debt failure possibility. The purposes of this research are getting more empirical evidendence about the ability of financial ratios in forming model that used to predict bond rating. The results show that discriminant analysis results are significant ratios. It used 13 manufactures companies with 52 bond issuances from 2004 to 2005. The bond predicting models have accuracy 96,2 % for discriminant analysis. It means the model can be used as tool in predicting bond rating for Indonesian manufacturer company in Indonesia.

Keywords: *bond rating, financial ratios (leverage, likuidity, solvability, profitabilty dan produktivity), discriminant analysis (MDA) and logistic regression.*

PENDAHULUAN

Salah satu bentuk pendanaan yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan untuk membiayai investasinya adalah dengan menerbitkan obligasi. Obligasi selain digunakan sebagai sarana melakukan ekspansi juga dapat digunakan sebagai sarana dalam memperkuat permodalan bagi perusahaan. Obligasi adalah surat berharga dalam bentuk sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi pinjaman (investor) dengan yang diberi pinjaman (emiten). Obligasi bagi investor merupakan media investasi alternatif diluar deposito bank, sedangkan bagi emiten obligasi ini merupakan media sumber dana diluar kredit perbankan. Pemodal dan investor yang berminat membeli obligasi harus memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat obligasi.

Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala tersebut menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten (sebagai penerbit obligasi) dalam membayar bunga dan pelunasan pokok obligasi pada akhir masa jatuh temponya. Peringkat obligasi sangat penting karena mampu memberikan pernyataan informatif dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Altman and Nammacher dalam Ketz and Maher, 1990). Selain itu dengan adanya pemeringkatan obligasi oleh agen pemeringkat maka investor dapat memperhitungkan *return* yang akan diperoleh dan risiko yang ditanggung. Secara

umum obligasi dibagi dalam dua peringkat yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D).

Investor dapat memanfaatkan jasa agen pemeringkat obligasi untuk mengetahui informasi mengenai peringkat obligasi yang beredar. Agen pemeringkat obligasi merupakan lembaga independen yang memberikan jasa penilaian dan informasi mengenai peringkat obligasi. Di Indonesia terdapat dua agen pemeringkat sekuritas utang yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic *Credit Rating* (Rahardjo, 2003).

Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi berhasil dikumpulkan, namun penelitian serupa dengan mengambil kondisi pasar modal Indonesia sulit ditemukan. Pemilihan variabel yang diduga dapat mempengaruhi peringkat obligasi mengacu pada beberapa model penelitian terdahulu. Beberapa penelitian tersebut menggunakan faktor akuntansi yaitu rasio keuangan diantaranya: Horrigan (1966); Pinches & Mingo (1973; 1975); Kaplan & Urwitz (1979); Chan & Jagadeesh (1999); Nurhasanah (2003), Kesumawati (2003) dan Sari (2004). Hasil prediksi peringkat obligasi dengan menggunakan rasio keuangan ditemukan berbeda-beda.

Peneliti telah melakukan pengujian yang sama terhadap PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) untuk tahun 1999-2004. Telah ditemukan hasil beberapa rasio keuangan yang signifikan mempengaruhi peringkat obligasi yang diterbitkan oleh PT PEFINDO. Dalam hal ini peneliti akan mencoba menguji kembali khususnya untuk PT Kasnic *Credit Rating* tahun 2005-2006.

PERUMUSAN MASALAH

Dari latar belakang tersebut maka permasalahan dalam penelitian yang akan dilakukan adalah pertama, apakah ada perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dengan perusahaan yang obligasinya masuk *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D). Kedua, apakah variabel rasio-rasio keuangan dapat membentuk model dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Signal

Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak yang berkepentingan, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Asimetri informasi dapat terjadi diantara 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). Asimetri informasi muncul karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik, misalnya seorang manajer yang mengetahui informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan investornya. Berkaitan dengan asimetri informasi, sangat sulit bagi para investor dan kreditur untuk membedakan antara perusahaan yang berkualitas tinggi dan rendah. Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.

Peringkat Obligasi

Obligasi adalah surat utang jangka 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. Seorang pemodal yang tertarik untuk membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi. Peringkat merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan pengutang dan kemungkinan apa yang bisa dan akan dilakukan sehubungan dengan utang yang dimiliki. Dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur risiko kegagalan, yaitu peluang emiten atau peminjam akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (Foster, 1986). Peringkat obligasi perusahaan diharapkan dapat memberikan petunjuk bagi investor tentang kualitas investasi obligasi yang mereka minati.

Fungsi Peringkat Obligasi

Enam fungsi dari pemeringkatan utang perusahaan adalah (Foster, 1986):

1. Sumber informasi superior atas kemampuan perusahaan atau pemerintah untuk membuat ketepatan waktu pembayaran kembali utang pokok dan tingkat bunga yang dipinjamkan. Superioritas ini timbul dari kemampuan untuk menganalisis informasi umum atau mengakses informasi rahasia.
2. Sumber dengan biaya rendah bagi keluasan informasi kredit, terkait *cross section* antarperusahaan, pemerintah daerah dan pemerintah. Pengumpulan informasi tentang sejumlah perusahaan swasta, perusahaan pemerintah atau pemerintah daerah dapat sangat mahal. Hal ini akan lebih efektif jika informasi tersebut didapat dari suatu agen yang mengumpulkan, memproses, dan menyimpulkan informasi tersebut dengan mudah (dalam bentuk skala *rating point*).
3. Sumber "*legal insurance*" untuk pengawas investasi. Membatasi investasi sekuritas utang hanya pada tingkat kategori yang tinggi saja.
4. Sumber sertifikasi tambahan terhadap utang perusahaan ditetapkan, hal tersebut merupakan reputasi berupa risiko. Peringkat merupakan insentif bagi perusahaan yang bersangkutan, mengenal kelengkapan atau ketetapan waktu dari laporan keuangan. Perusahaan peringkat dapat menyajikan sertifikat kualitas informasi yang diberikan oleh penerbit atas sekuritas utang yang diberikan peringkat.
5. Monitor terhadap kegiatan manajemen.
6. Memudahkan kebijakan publik yang melarang investasi spekulatif oleh institusi, seperti: bank, perusahaan asuransi dan dana pensiun.

PT Kasnic *Credit Rating* akan mempublikasikan peringkat obligasi perusahaan dan investor dapat dengan mudah memperoleh informasi tersebut secara bebas. Simbol pemeringkatan yang digunakan oleh PT Kasnic *Credit Rating* serupa dengan yang digunakan oleh *Standard and Poor's*. Tabel berikut menunjukkan definisi peringkat menurut PT Kasnic *Credit Rating* adalah sebagai berikut:

Definisi Peringkat Obligasi PT. KASNIC *Credit Rating*

Simbol	Arti
AAA	Efek utang yang peringkatnya paling tinggi dan berisiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian.
AA	Efek utang yang memiliki kualitas kredit sedikit di bawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian, relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya. Dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan.
A	Efek utang yang berisiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangannya sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
BBB	Efek utang yang berisiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangannya sesuai dengan perjanjian namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
BB	Efek utang yang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.
B	Efek utang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban keuangannya.
CCC	Efek utang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban keuangannya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang yang macet atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Sumber: KASNIC

Profil PT Kasnic Credit Rating

KASNIC *Credit Rating* Indonesia merupakan sebuah bentuk kerjasama antara Kasnic *Credit Rating* dengan FITCH sebagai shareholder. Kepemilikan PT KASNIC dibagi menjadi dua yaitu 70% milik PT KASNIC dan 30% milik Duff & Phelps *Credit Rating*. Pada tanggal 1 Juni 2000, Duff & Phelps *Credit Rating* merger dengan FITCH IBCA. Peringkat efek yang diberikan oleh PT KASNIC *Credit Rating* memberikan gambaran tentang kemampuan emiten untuk memenuhi kewajiban membayar bunga dan pokok secara tepat waktu dan dalam jumlah yang sesuai. Peringkat dihasilkan setelah memperhatikan perbandingan antar industri dan antar emiten. Analisis pemeringkatan efek dilakukan berdasarkan:

1. Laporan Keuangan tiga sampai lima tahun sebelumnya.
2. Analisis sektoral dan industri
3. Proyeksi Keuangan
4. Perkiraan kinerja dimasa yang akan datang oleh manajemen emiten.

Metodologi pemeringkatan terutama memperhatikan risiko usaha dan risiko keuangan. Secara khusus, dalam jangka pendek dievaluasi faktor-faktor yang akan dengan segera mempengaruhi kondisi keuangan emiten, seperti likuiditas, siklus konversi asset dan tingkat keyakinan pada kinerja. Peringkat yang diberikan didasarkan pada pertimbangan: Risiko industri, Posisi pasar dan lingkungan operasional, Kompetensi manajemen perusahaan, Risiko Keuangan, Kualitas dari data dan laporan keuangan, Pendapatan dan arus kas, Struktur utang dan modal, Pendanaan dengan perusahaan lain yang sejenis, Analisa sensitivitas, Struktur kelompok usaha, *Back-up policy*, dan Kerahasiaan.

Review Penelitian Terdahulu

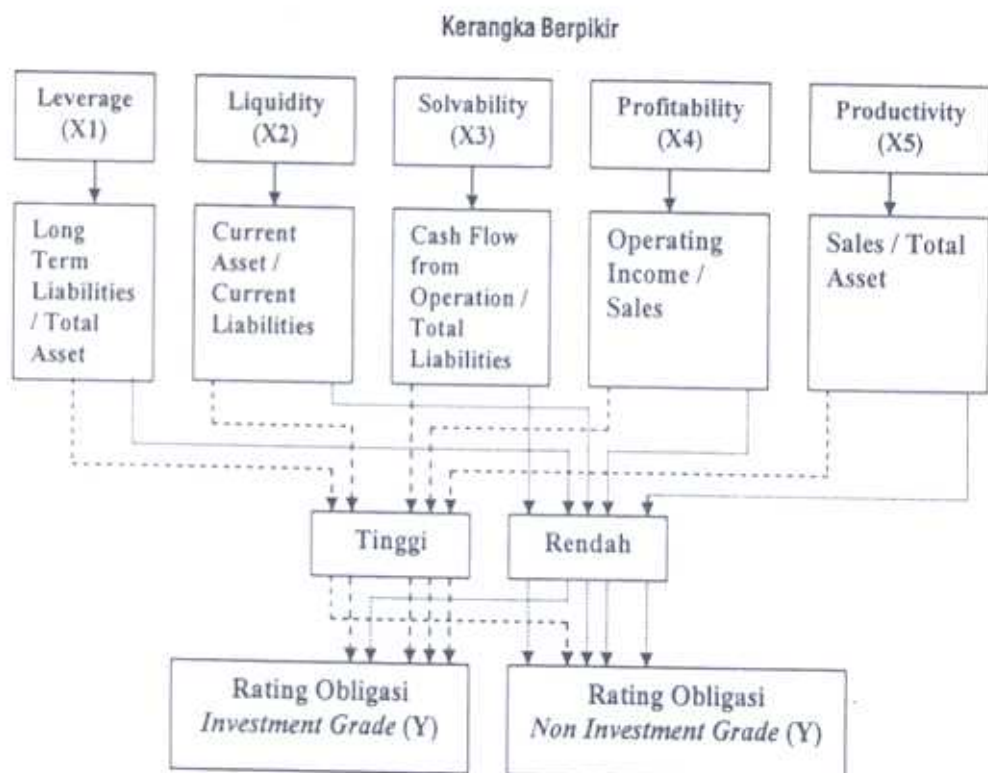
Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi berhasil dikumpulkan, namun penelitian serupa dengan mengambil kondisi pasar modal Indonesia sulit ditemukan. Hasil prediksi peringkat obligasi dengan menggunakan rasio keuangan ditemukan berbeda-beda oleh beberapa peneliti. Tabel berikut menunjukkan rangkuman perbandingan beberapa penelitian terdahulu yang menjadi acuan pemilihan variabel independen yang mampu memprediksi peringkat obligasi.

Ringkasan Penelitian Terdahulu

PENELITI	VARIABEL INDEPENDEN	TIPE ANALISIS	VARIABEL INDEPENDEN TERBAIK
HORRIGAN (1966)	Rasio keuangan + subordination	Multiple Regression	Subordination; TA; WCI/sales; net worth/TL, sales/net worth; and net operating profits/sales.
PINCHES & MINGO (1975)	Rasio keuangan + subordination	Multiple Discriminant Analysis (MDA)	Subordination; issue size; net income + interest/interest; years of consecutive dividends; LTL/TA; net income/TA.
KAPLAN & URWITZ (1979)	Rasio keuangan	Ordinary Least Squares regression analysis (OLS)	Subordination status; size, earnings stability; leverage; earning coverage of interest, dan profitabilitas.
CHAN, JAGADEESH & WARGA (1999)	Rasio keuangan	MDA, MDA cross validation procedure, ordered 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 flow/TL; cash flow/LTL; free cash flow/TL; 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	LTL/TA; NW/TA; CA/CL; NW/FA; COGS/INS
LUSI (2003)	Rasio Keuangan	Multiple Discriminant Analysis (MDA)	TL/TA (DEBT); NIAT/TA (ROA); RE/TA; AR (S/365); S/FA
MAYLIA PRAMONO SARI (2004)	Rasio Keuangan	MDA	Leverage (LEV/LTLTA), likuiditas (LIK/CA/CL), solvensi (SOLCFOTL) profitabilita (PROFOIS) dan produktivitas (PRODSFA)
GABRIEL P.A	Rasio Keuangan	MDA	Likuiditas (CA/CL), Produktivitas (COIN & SLAR), leverage

Kerangka Berpikir

Perusahaan yang memiliki rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas yang tinggi serta rasio leverage yang rendah, berarti bahwa kinerja perusahaan tersebut baik sehingga masuk dalam kategori *Investment Grade*. Sedangkan perusahaan yang memiliki rasio likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas yang rendah serta rasio leverage yang tinggi, berarti bahwa kinerja perusahaan tersebut buruk sehingga masuk dalam kategori *Non Investment Grade*



Pengembangan 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 rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang membedakan secara signifikan antara perusahaan yang termasuk dalam *investment grade* dan *non-investment grade*.
- H2 : Seperangkat rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) mempunyai kemampuan membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan populasi semua perusahaan manufaktur yang menerbitkan obligasi. Perusahaan manufaktur tersebut terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) serta terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT KASNIC *Credit Rating*. Periode yang dijadikan amatan adalah data periode tahun 2005-2006. Data yang digunakan adalah data sekunder yang diperoleh dari *database* laporan keuangan yang tersedia di PPA (Pusat Pengembangan Akuntansi) UGM, *Indonesia Capital Market Directory (ICMD)* dan *database* peringkat obligasi perusahaan yang dikeluarkan oleh PT KASNIC *Credit Rating*. Data yang digunakan berupa rasio keuangan dari neraca, laporan rugi laba dan laporan kas. Sampel dipilih dari populasi perusahaan yang obligasinya terdaftar di agen PT KASNIC *Credit Rating* dan di perdagangan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sampel 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. Semua perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta (BEJ) dan terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT KASNIC dalam periode 2005-2006.
2. Perusahaan tersebut menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara lengkap dan terdapat item obligasi dalam laporan keuangan tersebut.

Variabel Dependen

Variabel dependen yang hendak diuji berupa peringkat obligasi yang secara umum terbagi menjadi dua peringkat yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, dan D). Variabel ini mengukur tingkat peringkat obligasi perusahaan dengan memberi nilai pada masing-masing peringkat dengan mengacu pada penelitian terdahulu serta disesuaikan dengan kategori peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT KASNIC *Credit Rating*.

Variabel Independen

Variabel independen yang hendak 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. Penelitian ini menggunakan beberapa rasio sebagai proksi dari leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktifitas perusahaan.

Rasio leverage menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rendahnya nilai rasio leverage dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aktiva didanai dengan hutang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah leverage perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut (Burton, Adam & Hardwick, 1998).

Rasio likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban terhadap utang jangka pendek. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzolta & Young (1998) dalam Burton, Adam & Hardwick (1998) menemukan hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

Rasio solvabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban baik jangka panjang maupun jangka pendek yang jatuh tempo. Dalam penelitiannya Horrigan (1966) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif dengan peringkat obligasi. Semakin kecil angka rasio ini maka semakin kecil fleksibilitas keuangan perusahaan dan semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi masalah keuangan di masa yang akan datang. Semakin tinggi

solvabilitas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba baik dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun laba bagi modal sendiri. Profitabilitas ini memberikan gambaran seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga memberikan keuntungan bagi perusahaan. Menurut Brotman (1989) dan Bouzoita & Young (1998) dalam Burton, Adam & Hardwick (1998) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut.

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber-sumber dana yang dimiliki perusahaan. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrihan, 1966). Semakin tinggi produktivitas perusahaan maka semakin baik pula peringkat yang diberikan pada perusahaan tersebut.

DAFTAR PENGUKURAN VARIABEL PENELITIAN

Varibel Terukur	Indikator/Proxy	Skala	Instrumen
Variabel Dependen Peringkat Obligasi	<i>Investment grade; Non-Investment grade</i>	Nominal	Peringkat obligasi berdasar PT. Kasnic Credit Rating
Variabel Independen			
Rasio keuangan			
× Leverage	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Total Liabilities/Equity (TLE)</i> • <i>Longterm Liabilities/Total Asset (LTLTA)</i> 	Rasio keuangan	Lap. Keu
× Likuiditas	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Current Asset/Current Liabilities (CACL)</i> • <i>Current Asset – Inventories/ Current Liabilities = Quick Ratio (CAICL)</i> • <i>Current Liabilities/Working Capital (CLWC)</i> • <i>Current Liabilities/Total Asset (CLTA)</i> • <i>Cash Flow from Operating/Current Liabilities (CFOCL)</i> • <i>Working Capital/Total Asset (WCTA)</i> 	Rasio keuangan	Lap. Keu
× Solvensi	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Net Worth/Total Liabilities (NWTL)</i> • <i>Net Worth/Fixed Asset (NWFA)</i> • <i>Net Worth/Long Term Liabilities (NWLTL)</i> • <i>Cash Flow from Operations/ Total Liabilities (CFOTL)</i> • <i>(Net Worth+Long Term Liabilities)/Fixed Asset (NWLTLFA)</i> 	Rasio keuangan	Lap. Keu
× Profitabilitas	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Operating Income/Sales = OIS</i> • <i>Net Income After Tax/Total Asset (NIATTA)</i> • <i>Net Income After Tax/Net Worth (NIATNW)</i> • <i>Net Income After Tax/Net Sales (NIATNS)</i> • <i>Cash Flow from Operating/Total Sales (CFOTS)</i> 	Rasio keuangan	Lap. Keu
× Produktivitas	<ul style="list-style-type: none"> • <i>Sales/Total Asset (STA)</i> • <i>Cost of Good Sold/Sales (CGSS)</i> • <i>Cash Flow from Operating/Total Asset (CFOTA)</i> • <i>Sales/Fixed Assets (SFA)</i> 	Rasio keuangan	Lap. Keu

Teknik Analisis

Alternatif yang digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi adalah analisis diskriminan dan regresi logistik. Keduanya dirancang untuk melakukan prediksi keanggotaan grup. Peneliti kali ini akan menggunakan alat analisis diskriminan (MDA) sesuai dengan penelitian Pinches & Mingo (1975) dan Altman (1968).

Hipotesis pertama akan diuji menggunakan uji *Mann-Whitney Test* jika data berdistribusi tidak normal dan uji *Independent Sample Test* jika data berdistribusi normal. Pengujian ini digunakan untuk menguji dua sampel yang tidak berhubungan (independen) antara perusahaan yang *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dan *non investment grade* (BB, B, CCC dan D). Dasar pengambilan keputusan dalam pengujian ini adalah jika probabilitas $> 0,05$ maka berarti tidak ada perbedaan, sebaliknya jika probabilitas $< 0,05$ berarti ada perbedaan antara kedua sampel tersebut. Oleh karena itu sebelumnya perlu dilakukan uji normalitas data dengan menggunakan *one-sample Kolmogorov Smirnov test*. Hipotesis kedua akan diuji dengan alat statistik, yaitu analisis diskriminan untuk melihat kekuatan prediksinya. Sebelum hipotesis 2 diuji, dilakukan seleksi terhadap variabel independen yang signifikan dengan menggunakan teknik prosedur *Stepwise*. Metoda ini dimaksudkan untuk menentukan rasio keuangan yang sangat efisien dalam membedakan kategori peringkat obligasi perusahaan. Analisis data dilakukan dengan menggunakan bantuan SPSS 11.00 for windows (Ghozali, 2001).

Model Fungsi Diskriminan	
$Z = W_1X_1 + W_2X_2 + W_3X_3 + \dots + W_nX_n$	
Notasi:	
Z	: Discriminant Score
W_n	: Discriminant weights for independent variables n
$X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$: Rasio-rasio keuangan

Untuk memutuskan hipotesis 2 diterima atau ditolak, kriteria yang paling penting adalah nilai dari *overall percentage correct*, karena dari nilai ini diketahui variabel dependen mana yang probabilitasnya paling besar dan dari nilai ini diperoleh peringkat yang diharapkan sesuai dengan peringkat yang dikeluarkan oleh agen peringkat obligasi.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Uji Normalitas Data

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

Ringkasan hasil *One Simple Kolmogrov Smirnov Test*

No	Variabel Independen	Asymp. Sig (2-tailed)	Distribusi Data
1	LEVLTLTA	0,295	Normal
2	LIKCACL	0,071	Normal
3	SOLCFOTL	0,128	Normal
4	PROFOIS	0,087	Normal
5	PRODSTA	0,262	Normal

Sumber: olahan data sekunder

Hasil Pengujian Hipotesis

- Analisis dan hasil pengujian rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang mampu membedakan antara perusahaan yang termasuk *investment grade* dan *non investment grade*

Hasil dari uji normalitas dengan menggunakan *One Simple Kolmogrov Smirnov Test* dijadikan sebagai pedoman dalam menentukan pengujian hipotesis pertama. Hipotesis pertama (H1) diuji dengan alat *Independent Sample t Test* karena data memiliki distribusi normal. Hasil uji adalah sebagai berikut:

Ringkasan hasil Uji *Independent Sample t Test*

Rasio	Proxy	Asymp. Sig	Keterangan	Kesimpulan (H1)
Leverage	LTL/TA	0,022	Berbeda	Diterima
Liquiditas	CA/CL	0,014	Berbeda	Diterima
Solvabilitas	CFO/TL	0,004	Berbeda	Diterima
Profitabilitas	O/S	0,011	Berbeda	Diterima
Produktivitas	S/TA	0,000	Berbeda	Diterima

Pengambilan keputusan dilakukan dengan melihat nilai *Asymp. Sig (2-tailed)*. Jika nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* < 0,05 berarti terdapat perbedaan. Hasil uji *Independent Sample t Test* menunjukkan bahwa kelima rasio keuangan tersebut berbeda antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non investment grade*. Hal itu dibuktikan dengan nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* < 0,05, yaitu untuk rasio leverage dengan proksi *Long Term Liabilities/Total Asset* menunjukkan nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* =

0,022; rasio likuiditas (*Current Asset/Current Liabilities*) dengan nilai 0,014; rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*) dengan nilai 0,011; dan yang terakhir yaitu rasio produktivitas (*Sales/ Total Asset*) dengan nilai 0,000. Dengan melihat hasil pengujian secara keseluruhan maka **hipotesis pertama (H1) diterima**.

Rasio leverage merupakan rasio keuangan yang digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Pada penelitian ini *leverage* dengan proksi *Long Term Liabilities/Total Asset* menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade* dalam memanfaatkan utang untuk membiayai investasinya. Semakin besar rasio leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton & Hardwick, 1998 dalam (Purnomo, 2005)). Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Pinches and Mingo (1973), Chan and Jagadeesh (1999) dan Sari (2004).

Likuiditas perusahaan, menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek. Dalam hal ini semakin besar likuiditas perusahaan maka semakin baik pula peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio likuiditas (*Current Asset/Current Liabilities*) menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk dalam *investment grade* dan *non investment grade* dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Chan and Jagadeesh (1999).

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya pada saat perusahaan tersebut dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan untuk membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam hal ini semakin tinggi solvabilitas maka semakin baik peringkat obligasinya. Dalam penelitian ini rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*) menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade*. Hal ini konsisten dengan S&P (1994) dalam Sulistyastuti (2002) dan Sari (2004).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Pada penelitian ini rasio profitabilitas (*Operating Income/ Sales*) menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk kategori *investment grade* dan *non investment grade* dalam memperoleh laba usaha. Semakin tinggi profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar dan semakin baik pula peringkat obligasinya. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Horrigan (1966), S&P (1994) dalam Sulistyastuti (2002) tetapi berbeda hasil dengan penelitian Nurhasanah (2003).

Produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimiliki. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya cenderung tinggi maka cenderung mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi pula. Rasio produktivitas (*Sales/Total Asset*) dalam penelitian ini menunjukkan adanya perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk kategori *investment grade* dan *non-investment grade*. Hasil ini konsisten dengan penelitian Nurhasanah (2003) tetapi berbeda hasil dengan Horrigan (1966). Dari pembahasan diatas dapat disimpulkan bahwa rasio keuangan yaitu leverage (LTL/TA); likuiditas (CA/CL); solvabilitas (CFO/TL); profitabilitas (OI/S) dan produktivitas (S/TA) menunjukkan bahwa kelima rasio tersebut dapat digunakan untuk membedakan antara perusahaan yang obligasinya masuk kategori *investment grade* dan *non investment grade*.

2. Analisis dan hasil pengujian rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas dan produktivitas) yang mempunyai kemampuan membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi

Hipotesis kedua diuji dengan menggunakan analisis MDA (*Multiple Discriminant Analysis*) dengan dua kategori. Uji dilakukan dengan memasukkan variable dependen yang berupa kategori. Kategori 0 untuk *investment grade* dan kategori 1 untuk *investment grade*. Pengujian dilakukan dengan menggunakan metode analisis diskriminan secara bertahap (*Stepwise Method*). Tujuan analisis diskriminan untuk menentukan variable independen mana yang signifikan dapat digunakan membentuk satu 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 5 variabel independen. Dari hasil pengujian diperoleh 4 variabel independen yang mampu membedakan kategori peringkat obligasi. Keempat variabel tersebut adalah LEVLTSTA, SOLCFOTL, PROFOIS dan PRODSTA. Hasil pengujian secara ringkas disajikan dalam tabel berikut:

Variabel-variabel yang masuk dalam fungsi diskriminan

Step	Variabel	Wilk's Lamda
1	LEVLTSTA	0,678
2	SOLCFOTL	0,522
3	PRODSTA	0,438
4	PROFOIS	0,269

Sumber: Olahan data sekunder

Pada tabel diatas dapat dilihat wilk's lamda pada step 1 menunjukkan angka 0.678 yang berarti 67,8% varians tidak dapat dijelaskan oleh perbedaan dua kategori (*investment grade* dan *non investment grade*). Angka Wilk's Lamda pada step 2 sebesar 0,522; step 3 sebesar 0,438 dan yang terakhir 0,269. Penurunan angka wilk's lamda tentu baik dalam model diskriminan karena varian yang tidak dapat dijelaskan juga semakin kecil (dari 67,8% - 26,9%). Angka signifikan juga menunjukkan, bahwa keempat variabel tersebut semuanya signifikan secara statistic yang berarti keempat variabel tersebut memang berbeda untuk kategori *investment grade* dan *non investment grade*. Hasil fungsi diskriminan yang terbentuk dari analisis MDA disajikan pada tabel berikut:

Hasil Fungsi Diskriminan

	Function
	1
LEVLTLTA	-6.302
SOLCFOTL	-7.342
PROFOIS	19.582
PRODSTA	2.867
(constant)	-1.495

Berdasarkan tabel tersebut di atas maka diperoleh fungsi diskriminan sebagai berikut:

$$Z \text{ Score} = -1,495 - 6,302 \text{ LEVLTLTA} - 7,342 \text{ SOLCFOTL} + 19,582 \text{ PROFOIS} + 2,867 \text{ PRODSTA}$$

Ringkasan hasil uji diskriminan

Kategori	Non investment grade (0) Investment grade (1)
N	52 observasi (40 investment grade dan 12 non investment grade)
Variabel yg signifikan	LEVLTLTA; SOLCFOTL; PRODSTA; PROFOIS
Chi-Square	64,635
Overall Percentage	96,2%
Functions at group centroids	-3,019 (Za), 0,906 (Zb)
Prior Probabilities for Groups	12 (Na); 40 (Nb)
Cut of Score	$Z_{cu} = \frac{(Na \cdot Zb) + (Nb \cdot Za)}{Na + Nb}$

Sumber: olahan data sekunder

Pengklasifikasian obligasi suatu perusahaan ke dalam kategori *investment grade* dan *non-investment grade* dilakukan dengan membandingkan nilai Z-score dan nilai Zcu sebagai *cut off score*. Apabila nilai Zscore > Zcu maka masuk kategori 1 (*investment grade*). Sebaliknya nilai Zscore < Zcu maka masuk kategori 0 (*non-investment grade*). Nilai Zcu yang merupakan *cut off score* dihitung terlebih dahulu dengan menggunakan rumus sebagai berikut:

$$\begin{aligned} Zcu &= \frac{(Na.Zb) + (Nb.Za)}{Na + Nb} \\ &= \frac{12(0,906) + 40(-3,019)}{12 + 40} \\ &= \frac{-10,872 + (-120,76)}{52} \\ &= -2,113 \end{aligned}$$

Hasil uji model diskriminan

No	Nama Perusahaan	Zcu	Zscore	Peringkat Aktual	Peringkat Prediksi
1	Astra Graphia	-2,113	0,913	Investment grade	Investment grade
2	Barito Pasifik	-2,113	-4,461	Non-investment grade	Non-investment grade
3	Berlina	-2,113	-0,256	Investment grade	Investment grade
4	Branta Mulia	-2,113	1,251	Investment grade	Investment grade
5	Duta Pertiwi	-2,113	1,445	Investment grade	Investment grade
6	Indah Kiat	-2,113	-3,404	Non-investment grade	Non-investment grade
7	Indofood Sukses	-2,113	1,165	Investment grade	Investment grade
8	Lautan Luas	-2,113	3,139	Investment grade	Investment grade
9	Mayora Indah	-2,113	-0,715	Investment grade	Investment grade
10	Tjwi Kimia	-2,113	-2,557	Non-investment grade	Non-investment grade
11	Ricky Putra	-2,113	-1,518	Non-investment grade	Investment grade
12	Ultra Jaya Milk	-2,113	0,331	Investment grade	Investment grade
13	Unggul Indah	-2,113	-0,078	Investment grade	Investment grade

Sumber: Olahan data sekunder

Hasil analisis fungsi diskriminan 2 kategori (*investment grade* dan *non investment grade*) dengan menggunakan sampel 13 obligasi menunjukkan 12 obligasi yang memiliki peringkat sama dengan peringkat yang dikeluarkan PT Kasnic *Credit Rating*. Nilai *Overall Percentage* yang diperoleh menunjukkan tingkat validitas 96,2%. 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 dalam memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan.

Dalam menentukan pemeringkatan suatu obligasi dipengaruhi beberapa kriteria, beberapa literatur menempatkan rasio keuangan pada urutan paling utama. Tingkat ketepatan rasio keuangan yang signifikan yaitu sebesar 96,2% dalam memperbaiki peringkat suatu obligasi sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah (2003) yaitu 97% dan Purnomo (2005) yaitu 96,6%. Oleh karena itu 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 maka akan diperoleh peringkat obligasi yang baik pula.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

Penelitian ini menguji apakah rasio keuangan mempunyai kemampuan untuk memprediksi peringkat obligasi dan apakah terdapat rasio keuangan (*leverage*, *likuiditas*, *solvabilitas*, *profitabilitas*, dan *produktivitas*) yang berbeda antara perusahaan yang memiliki peringkat obligasi *investment grade* dan *non-investment grade*. Dengan menggunakan 52 observasi yang dihasilkan dari 13 sampel penerbit obligasi perusahaan manufaktur periode 2005-2006, maka penelitian ini berhasil memberikan tambahan bukti empiris sebagai berikut:

1. Sebanyak 5 rasio keuangan (*leverage*, *likuiditas*, *solvabilitas*, *profitabilitas*, dan *produktivitas*) yang diuji, didapatkan hasil bahwa kelima rasio keuangan tersebut berbeda antara perusahaan yang peringkat obligasinya masuk *investment grade* dan *non-investment grade*. Dengan melihat hasil tersebut maka hipotesis pertama (H1) diterima.
2. Kemampuan rasio keuangan untuk memprediksi peringkat obligasi (*investment grade* dan *non-investment grade*) ditunjukkan oleh hasil pengujian dengan menggunakan MDA (*Multiple Discriminant Analysis*). Dari uji diskriminan tersebut terdapat 4 variabel rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi. Keempat variabel rasio keuangan tersebut berasal dari rasio *leverage* dengan proksi *Long Term Liabilities/Total Asset*; rasio *likuiditas* dengan proksi *Current Asset/Current Liabilities*; rasio *solvabilitas* dengan proksi *Cash Flow from Operating/Total Liabilities*; rasio *profitabilitas* dengan proksi *Operating Income/Sales*; dan rasio *produktivitas* dengan proksi *Sales/Total Aset*. Tingkat ketepatan yang diperoleh dalam memprediksi peringkat obligasi dengan dua kategori mencapai 96,2% dengan nilai *Zcu* sebesar 2,113. Dengan demikian model prediksi tersebut diatas dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi khususnya bagi perusahaan manufaktur di Indonesia.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasannya dapat maka ditemukan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi emiten hendaknya memperbaiki atau meningkatkan kinerja keuangannya, misalnya dengan cara menekan biaya-biaya perusahaan sehingga akan meningkatkan profit atau memaksimalkan sumber daya yang dimiliki sehingga dapat meningkatkan produktivitas. Dengan meningkatnya kinerja perusahaan maka akan mengakibatkan peringkat obligasi yang baik sehingga akan berdampak pada daya jual perusahaan yang tinggi pula.
2. Bagi para investor yang ingin menginvestasikan dananya dalam bentuk obligasi hendaknya memperhatikan peringkat obligasi perusahaan yang bersangkutan, karena peringkat tersebut menggambarkan kinerja perusahaan yang bersangkutan.
3. Bagi para akademisi atau peneliti, dapat meneliti kembali untuk periode yang lebih panjang, sektor usaha yang berbeda serta menambah variabel penelitian.

DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Edward I. 1968 "Financial ratio, Discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy". *The Journal of Finance*, 589-609.
- Aryanindita, Gabriel P. 2005. "Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi." *Thesis S-2*. Pascasarjana. UGM.
- Burton, B; Mike, A; and Hardwick, P. 1998. "The determinants of credit ratings in United Kingdom insurance industry". *Working paper*. www.google.com.
- Chan, K; Jagadeesh, N; and Warga, A. 1999. "Market based evaluation for model to predict bond ratings and corporate bond trading strategy". *Working Paper*. www.google.com.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice-hall International Inc.
- Ghozali, Imam. 2001. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Horrigan, J. 1966. "The determination of long term credit standing with financial ratios, empirical research in accounting: Selected Studies". *Supplement to Journal of Accounting Research*.
- Kaplan, R.S, and G. Urwitz. 1979. "Statistical models of bond rating: A Methodological Inquiry". *The Journal of Business*, April.
- Kesumawati, L. 2003. "Pengaruh peringkat hutang dan berbagai faktor yang turut mempengaruhi harga obligasi sebagai variabel kontrol terhadap yield Premium obligasi". *Thesis S-2*. Pascarsarjana, UGM.
- Ketz, Edward and Maher, John. 1990. "The relationship of asset flow measures to bond ratings". *ABER* Vol.21. No.2. Summer.
- Nurhasanah. 2003 "Kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur: Analisis Diskriminan dan Regresi Logistik". *Thesis S-2*. Pascasarjana, UGM.
- Pinches, G. F. and K. A. Mingo. 1973. "A Multivariate Analysis of Industrial Bond Ratings". *The Journal of Finance*. March.
- _____. 1975 "The role of subordination and industrial bond ratings. *The Journal of Finance*. March.

PT Kasnic Credit Rating. www.kasnic.com.

Purnomo, Herwidi. 2005. "Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur". Yogyakarta. Skripsi, UGM.

Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.

Sari, M. P. 2004. "Ketepatan Peringkat Obligasi Antara Model Prediksi dan Agen Pemeringkat. *Thesis S-2 Pascasarjana*. UGM.

Sartono, R.A. 1996. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Edisi 3. BPFE.

Sulistiyastuti, 2002. *Saham & Obligasi, Ringkasan Teori dan Soal Jawab*. Universitas Atma Jaya Yogyakarta..