

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERINGKAT OBLIGASI

Ratih Umroh Mahfudhoh
Nur Cahyonowati¹

Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro

ABSTRACT

Bond rating is something that should be considered for investors and issuers before making a decision on bond investment. Bond rating provides an informative statement and signals about the probability of failur of a company's debt.

The purpose of this research is to providing emipical evidance on any factors that possibly affect bond rating prediction. This study examines the role of accounting data and non accounting data in predicting the accurance of bond rating. The accounting data consist of firm size, liquidity, profitability, leverage, productivity, retained earning, and growth. The non accounting data consist of secure and maturity.

This research has 74 firms that are listed in PT PEFINDO from 2009 to 2012 except Bank and Financial Institution. Research hypothesis tested by Logistic Regression. The finding of this research: 1) liquidity, profitability, leverage, productivity, growth, secure and maturity are insignificant variable to determine bond rating, and 2) firm size and retained earning are significant variable to determined bond rating.

Keywords: Bond rating, Accounting Factors, Non-accounting Factors, Logistic Regression

PENDAHULUAN

Seiring dengan pertumbuhan ekonomi, pasar modal menjadi pilihan bagi kalangan masyarakat yang memiliki keinginan untuk berinvestasi dengan harapan mendapatkan keuntungan di masa mendatang. Investasi pada sektor keuangan memiliki risiko yang lebih tinggi sesuai perubahan kondisi, tapi memiliki keuntungan yang tinggi pula.

Ada berbagai macam jenis investasi sektor keuangan yang ditawarkan oleh pasar modal, salah satunya adalah obligasi. Menurut Bursa Efek Indonesia (2010) pengertian obligasi adalah 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 pada pihak pembeli obligasi tersebut. Dari pengertian tersebut maka obligasi bisa dikatakan sebagai produk pasar modal yang dapat memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*).

Meskipun obligasi memiliki keunggulan dibandingkan saham, obligasi juga memiliki beberapa risiko salah satunya adalah gagalnya suatu perusahaan dalam memenuhi kewajibannya (*default risk*). Jika pemerintah yang menjadi penerbit obligasi, maka biasanya rating obligasi tersebut sudah merupakan investment grade (level A), karena pemerintah akan memiliki kemampuan untuk melunasi kupon dan pokok hutang (*principal*) ketika obligasi tersebut mengalami jatuh tempo (Manurung dkk. 2008). Namun hal tersebut berbeda dengan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan swasta. Obligasi dari perusahaan swasta memiliki kecenderungan untuk lebih berisiko yang bergantung pada kesehatan keuangan perusahaan emiten. Oleh sebab itu, investor yang berniat untuk membeli obligasi harus memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat obligasi.

¹ Corresponding author

Meskipun peringkat obligasi yang diterbitkan oleh suatu lembaga independen dapat menjadi acuan bagi investor untuk memilih suatu obligasi, namun hal tersebut tidak menjadi sesuatu yang absolut. Ada suatu keraguan dalam peringkat obligasi ketika suatu perusahaan yang menyandang *investment grade* kemudian gagal bayar (*default risk*). Pada tahun 2009 PT Mobile-8 Telecom Tbk. yang menerbitkan *Bond 1 Year 2007* telah mengalami gagal bayar sebanyak dua kali yaitu untuk kupon 15 Maret 2009 dan 15 Juni 2009 dengan obligasi senilai RP 675 Miliar yang jatuh tempo Maret 2012 (Kompas, 9 Februari 2010). Per Juni 2008 dan 2009, peringkat obligasi PT Mobile-8 Telecom Tbk. pada *Indonesia Bond Market Directory* adalah *id*BBB+. Per Juni 2010, peringkatnya diturunkan menjadi *id*D. Menurut Chan dan Jagadeesh (1999), salah satu alasan mengapa peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias adalah karena agen pemeringkat tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan perubahan peringkat sehingga menyebabkan para pelaku pasar lebih memperhatikan informasi yang dimiliki perusahaan secara langsung sebagai dasar keputusan investasi.

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang yaitu: PT PEFINDO (Pemeringkat Obligasi Indonesia) dan PT Kasnic *Rating* Indonesia. Pada tahun 2007 PT Kasnic *Rating* Indonesia telah berubah nama menjadi Moody's Indonesia setelah 90 persen sahamnya diambil alih. Namun, dikarenakan adanya dampak krisis global pada Juni 2009, Moody's Corporation menutup cabangnya di Indonesia dan menarik peringkat secara nasional. Oleh karena itu, dalam penelitian ini digunakan data pemeringkat obligasi dari PT PEFINDO.

Dari kasus tersebut maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai faktor-faktor apa saja dari perusahaan yang dapat mempengaruhi peringkat obligasi. Berdasarkan referensi penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Magreta & Nurmayanti (2009), peneliti ingin menilai faktor-faktor yang dapat mempengaruhi peringkat obligasi melalui faktor-faktor akuntansi dan non akuntansi. Dalam penelitian ini peneliti juga menambahkan rasio-rasio lain yang belum diteliti pada penelitian sebelumnya yang juga mampu memprediksi peringkat obligasi yaitu laba ditahan (*retained earning*) dan menghapus faktor non keuangan reputasi auditor karena menurut peneliti faktor tersebut kurang dapat memprediksi peringkat obligasi, reputasi yang buruk belum tentu menjadikan perusahaan tidak dapat membayar kewajibannya. Selain itu kebanyakan faktor-faktor keuangan yang diukur merupakan faktor-faktor yang telah terjadi pada tahun tersebut dan dirasa kurang dapat memprediksi kondisi perusahaan di tahun berikutnya. Oleh karena itu peneliti menambahkan satu rasio yang dapat melengkapi penelitian tersebut yaitu rasio pertumbuhan perusahaan (*growth*).

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut; pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, tujuan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, menguraikan teori dan hasil penelitian sebelumnya sebagai dasar pengembangan hipotesis. Ketiga, metode penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel. Keempat, hasil penelitian yang berisi hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Kelima, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS DAN PERUMUSAN HIPOTESIS

Peringkat Obligasi

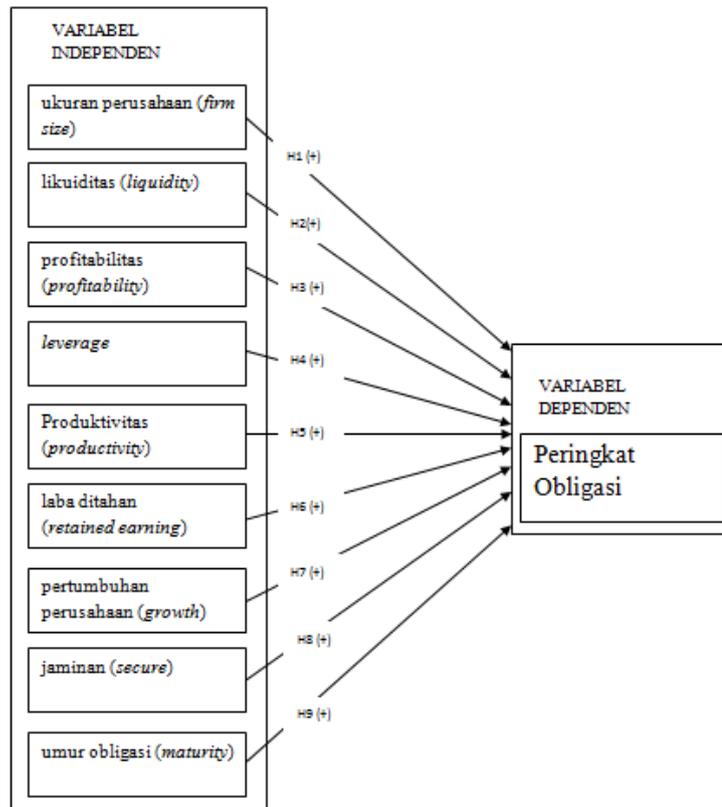
Investor yang ingin berinvestasi dalam obligasi sebaiknya perlu untuk memperhatikan peringkat obligasi dari perusahaan yang akan diberikan pinjaman. Peringkat obligasi yang dilakukan oleh lembaga yang independen memberikan sekala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan dan dapat menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kondisi keuangan perusahaan yang juga dapat digunakan untuk mengukur kemampuan mereka dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Penentuan tingkat sekala tersebut memperhitungkan beberapa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi seperti profil keuangan, pertumbuhan industri dan stabilitas, struktur permodalan, dsb.

Dari sisi perusahaannya agen pemeringkat obligasi dapat membantu perusahaan untuk memberikan sinyal kepada investor bahwa perusahaannya layak untuk berinvestasi. Peringkat obligasi merupakan indikator *default* yang berpengaruh langsung dan terukur terhadap tingkat bunga obligasi serta biaya modal perusahaan. Sebagian obligasi tidak hanya dibeli oleh investor individu, tetapi juga investor lembaga sehingga obligasi yang berada di level bawah dapat menjadi petunjuk bahwa obligasi belum dapat diberikan.

Kerangka Pemikiran

Dari beberapa penelitian terdahulu dan landasan teori, maka penelitian ini akan menggunakan faktor-faktor akuntansi dan non akuntansi seperti ukuran perusahaan (*firm size*), likuiditas (*liquidity*), profitabilitas (*profitability*), *leverage*, produktivitas (*productivity*), laba ditahan (*retained earning*), pertumbuhan perusahaan (*growth*), jaminan (*secure*), dan umur obligasi (*maturity*) sebagai variabel independen. Sedangkan peringkat obligasi sebagai variabel dependen.

Gambar 1
Kerangka Pemikiran



Pengembangan Hipotesis

Hubungan Rasio Ukuran Perusahaan (*Firm Size*) Terhadap Peringkat Obligasi

Ukuran perusahaan merupakan salah satu variabel akuntansi yang mempengaruhi peringkat obligasi. Menurut Magreta dan Nurmayanti (2009) semakin besar perusahaan, potensi mendiversikan risiko nonsistematis juga semakin besar sehingga membuat risiko obligasi perusahaan tersebut menurun.

Dengan begitu rasio ukuran perusahaan dapat memberikan sinyal kepada investor bahwa semakin besarnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap semakin tingginya peringkat obligasi, semakin kecilnya ukuran perusahaan akan berpengaruh pada semakin rendahnya peringkat obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_1 : Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

Hubungan Rasio Likuiditas (*Liquidity*) Terhadap Peringkat Obligasi

Perusahaan yang likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar dibandingkan hutang lancarnya maka akan mampu dengan baik memenuhi kewajiban keuangannya tepat waktu. Burton dan Hardwick (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara keuangan akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Menurut penelitian Almilia dan Devi (2007) menyatakan bahwa likuiditas berpengaruh pada peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar pada perusahaan Bursa Efek Jakarta. Hasil penelitian tersebut juga sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Burton dan Hardwick (2000) yang menunjukkan bahwa variabel likuiditas yang diukur dengan rasio lancar (*current ratio*) mempunyai pengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan begitu terdapat kemungkinan bahwa likuiditas dapat memberikan sinyal kepada investor apakah perusahaan tersebut mampu untuk membayar kewajibannya. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_2 : Likuiditas (*liquidity*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

Hubungan Rasio Profitabilitas (*Profitability*) Terhadap Peringkat Obligasi

Profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan seberapa kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas perusahaan, karena berapapun besarnya profit yang mampu dihasilkan oleh perusahaan, pemegang obligasi tetap menerima sebesar tingkat bunga yang telah ditentukan. Akan tetapi para analis tetap tertarik terhadap profitabilitas perusahaan karena hal ini merupakan satu-satunya indikator yang paling baik mengenai kesehatan keuangan perusahaan (Almilia dan Devi, 2007).

Menurut penelitian yang dilakukan oleh Margreta dan Nurmayanti (2009) menemukan bahwa variabel profitabilitas berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi yang berarti bahwa profitabilitas dapat memberikan sinyal kepada investor mengenai peringkat obligasi pada suatu perusahaan. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_3 : Profitabilitas (*profitability*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

Hubungan Rasio *Leverage* Terhadap Peringkat Obligasi

Rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Rendahnya nilai rasio *leverage* dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aktiva didanai dengan hutang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendahnya *leverage* maka semakin baik peringkat obligasi perusahaan tersebut (Burton, Adams & Hardwick, 1998). Hal tersebut membuktikan bahwa *leverage* dapat memberikan sinyal mengenai kondisi investasi obligasi pada perusahaan tersebut. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H₄* : *Leverage* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi**

Hubungan Rasio Produktivitas (*Productivity*) Terhadap Peringkat Obligasi

Rasio produktivitas mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber-sumber dana perusahaan. Rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi tingkat produktivitas maka semakin baik pula peringkat yang diberikan pada perusahaan (Raharja dan Sari, 2008).

Dari hasil penelitian yang dilakukan oleh Magreta dan Nurmayanti (2009) menyatakan bahwa produktivitas berpengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi. Hal itu membuktikan bahwa rasio produktivitas dapat memberikan sinyal kepada investor mengenai peringkat obligasi pada suatu perusahaan. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H₅* : Produktivitas (*productivity*) berpengaruh positif terhadap peringkat**

obligasi

Hubungan Rasio Laba Ditahan (*Retained Earning*) Terhadap Peringkat Obligasi

Laba ditahan (*retained earning*) merupakan akumulasi penghasilan sebuah perusahaan setelah dikurang dengan dividen. Laba ditahan (*retained earning*) merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan sehingga dapat dijadikan indikator bagi perusahaan untuk membeikan sinyal kepada investor mengenai kemampuannya dalam membayar kewajibannya. Estiyanti dan Yasa (2012) menemukan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H₆* : Laba ditahan (*retained earning*) berpengaruh positif terhadap peringkat**

obligasi

Hubungan Rasio Pertumbuhan Perusahaan (*Growth*) Terhadap Peringkat Obligasi

Growth pada dasarnya mencerminkan produktivitas perusahaan dan merupakan suatu harapan yang diinginkan oleh pihak internal perusahaan (manajemen) maupun pihak eksternal (investor dan kreditor) (Huang, 2005). Jadi dengan adanya pertumbuhan perusahaan yang tinggi akan memberikan sinyal bagi para investor bahwa perusahaan tersebut memiliki obligasi yang baik untuk dijadikan pilihan berinvestasi. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

***H₇*: Pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap**

peringkat obligasi

Hubungan Jaminan (*Secure*) Terhadap Peringkat Obligasi

Tingkat risiko yang terkandung dalam sebuah obligasi dipengaruhi oleh jaminan. Bristier *et al* (1994) menyatakan bahwa investor akan menyukai obligasi yang dijamin dibanding dengan obligasi yang tidak dijamin. Widya Andry (2005) menyatakan bahwa aset yang dijamin untuk obligasi maka *rating* pun akan membaik sehingga obligasi tersebut aman untuk diinvestasikan. Jaminan dapat menjadi suatu sinyal bagi investor bahwa berinvestasi pada perusahaannya merupakan suatu hal yang aman. Dari penelitian Magreta dan Nurmawati (2009) menyatakan bahwa jaminan (*secure*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_8 : Jaminan (*secure*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

Hubungan Umur Obligasi (*Maturity*) Terhadap Peringkat Obligasi

Jatuh tempo (*maturity*) adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Mark dan David (1996) menemukan dukungan yang kuat untuk prediksi atas hubungan signifikan antara *debt maturity* dan *bond rating*; perusahaan yang peringkat obligasinya tinggi menggunakan *term debt* yang lebih pendek sedangkan perusahaan lain menggunakan *term debt* yang lebih lama. *Investor* cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Obligasi dengan umur obligasi yang lebih pendek mempunyai risiko yang lebih kecil (Andry, 2005). Umur obligasi yang pendek ternyata dapat memberikan sinyal peringkat obligasi yang *investment grade* (Magreta dan Nurmawati, 2009). Berdasarkan analisis dan temuan diatas, maka hipotesis penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

H_9 : Umur Obligasi (*maturity*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi

METODE PENELITIAN

Data Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market*, database laporan keuangan yang tersedia di Pojok BEI Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang juga tersedia secara online pada situs www.idx.co.id dan juga database peringkat obligasi perusahaan yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat PT PEFINDO. Sampel dalam penelitian ini dipilih menggunakan penyampelan bersasaran (*purposive sampling*). Adapun kriteria yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak termasuk dalam industri keuangan, perbankan dan asuransi karena industri tersebut memiliki risiko default yang lebih rendah sebab mendapatkan jaminan dari pemerintah.
2. Obligasi yang terdaftar pada *Indonesia Bond Market* dan beredar selama periode pengamatan.
3. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2009 hingga 31 Desember 2012 dan menerbitkan laporan keuangan.

Obligasi yang perusahaan penerbitnya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO selama kurun waktu pengamatan.

Variabel Penelitian

Variabel Dependen (Y): Peringkat Obligasi

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi. Peringkat obligasi termasuk dalam skala ordinal karena tidak hanya dikategorikan tetapi juga dilakukan pemeringkatan terhadap kategori tersebut. Variabel dependen penelitian ini merupakan variabel *dummy*. Peringkat obligasi secara umum dibagi menjadi dua kategori yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC, D). Variabel dependen dalam penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena pada penelitian ini peneliti memakai kriteria kategori peringkat obligasi yang *high Investment grade* dan *low investment grade*. Dalam menentukan kategori peringkat obligasi adalah dengan memberikan simbol dalam peringkat obligasi akan diberi nilai kemudian ditotal sehingga mendapatkan hasil sebesar 468. Kemudian 468 dibagi dengan total sampel yaitu 74 sehingga didapatkan dinilai rata-ratanya yaitu sebesar 6,324 seperti yang tertera pada tabel 3.1 untuk menentukan mana obligasi yang *high investment* dan *low investment*. Metode tersebut dilakukan dikarenakan sampel peringkat obligasi yang didominasi dengan peringkat AAA, AA, dan A sebanyak 66 sampel sedangkan peringkat lain (BBB, BB, B, CCC, D) hanya berjumlah 8. Setelah dilakukan perhitungan maka diambil kesimpulan bahwa kategori *high investment* adalah AAA, AA yang akan diberi nilai 1 karena berada di atas nilai rata-rata dan *low investment* adalah A, BBB, BB, B, CCC, D yang akan diberi nilai 0 karena berada di bawah nilai rata-rata. Berikut adalah perhitungan dari peringkat obligasi:

Tabel 1
Perhitungan Peringkat Obligasi

Simbol	Jumlah Simbol	Proyeksi Angka	Total Simbol X Proyeksi Angka
AAA	3	8	24
AA	34	7	238
A	29	6	174
BBB	6	5	30
BB	0	4	0
B	0	3	0
CCC	0	2	0
D	2	1	2
TOTAL			468
RATA-RATA			6,324

Hasil dari pengukuran kategori peringkat obligasi ini sesuai dengan kategori peringkat obligasi dalam situs resmi mengenai obligasi PEFINDO dan www.bonds-online.com bahwa peringkat obligasi dengan simbol AAA dan AA merupakan peringkat obligasi yang kuat dan tidak mudah untuk mengalami perubahan sehingga jauh dari kemungkinan adanya gagal bayar.

Variabel Independen (X)

Variabel Independen (X1): Ukuran Perusahaan (*Firm Size*)

Ukuran perusahaan menunjukkan tingkat besar atau kecilnya suatu perusahaan yang dapat didasarkan pada total aktiva, penjualan, atau ekuitas. Hasil logaritma dari aktiva, penjualan, atau ekuitas tersebut mencerminkan ukuran suatu perusahaan (Miswanto & Husnan, 1999). Proksi *size* yang digunakan dalam penelitian ini berdasarkan pada total aktiva karena lebih mencerminkan kekayaan perusahaan secara menyeluruh. Secara sistematis ukuran perusahaan (*firm size*) dirumuskan sebagai berikut:

$$Size = \log TA$$

Variabel Independen (X2): Likuiditas (*Liquidity*)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban jangka pendek perusahaan. Variabel likuiditas dalam penelitian ini diproksikan dengan *current ratio* (CR). Menurut Almilia & Devi (2007) perusahaan yang mampu melunasi kewajiban tepat waktu adalah perusahaan yang likuid dan mempunyai aktiva lancar lebih besar daripada utang lancar. *Current ratio* (CR) merupakan perbandingan antara aset lancar dan utang lancar. Secara sistematis rasio ini ditulis sebagai berikut:

$$CR = \frac{\text{Aset Lancar}}{\text{Liabilitas Jangka Pendek}}$$

Variabel Independen (X3): Profitabilitas (*Profitability*)

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dalam hubungannya dengan penjualan, aset dan modal sendiri. Variabel profitabilitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Return on Asset* (ROA). Kamstra (2001) menyatakan bahwa pengukuran ROA memiliki pengaruh positif terhadap pertumbuhan laba karena pengukuran ROA berdasarkan pada tingkat aset tertentu. ROA merupakan perbandingan antara laba bersih dengan total aset perusahaan. Secara sistematis ROA dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$ROA = \frac{\text{Laba Setelah Pajak}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen (X4): *Leverage*

Leverage menunjukkan proporsi utang yang digunakan untuk membiayai kegiatan investasi perusahaan. Proksi leverage yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Long Term to Total Aset* (LTTA). Rasio ini membandingkan antara utang jangka panjang dengan total aset. Tingkat LTTA yang rendah menunjukkan hanya sebagian kecil aktiva yang didanai dengan utang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan (Raharja & Sari, 2008). Secara sistematis leverage dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$LTTA = \frac{\text{Liabilitas Jangka Panjang}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen (X5): Produktivitas (*Productivity*)

Rasio produktivitas mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber daya yang dimilikinya. Perusahaan yang rasio produktivitasnya tinggi memperlihatkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang rasio produktivitasnya lebih rendah.

$$Productivity = \frac{\text{Pendapatan}}{\text{Total Aset}}$$

Variabel Independen (X6): Laba Ditahan (*Retained Earning*)

Variabel laba ditahan adalah rasio laba ditahan terhadap total aset. Rasio ini dihitung dari laba ditahan akhir periode satu tahun sebelum penerbitan obligasi dibagi dengan total aset awal periode satu tahun sebelum penerbitan obligasi.

$$RE = \frac{\text{Retained Earning}_{t-1}}{\text{Total Aset}_{t-1}}$$

Variabel Independen (X7): Pertumbuhan Perusahaan (*Investment Growth*)

Pertumbuhan perusahaan suatu perusahaan dapat mempengaruhi peringkat obligasi. Tinggi tingkat pertumbuhan perusahaan menunjukkan bahwa kinerja perusahaan tersebut baik. Pertumbuhan perusahaan dihitung dengan menggunakan indikator perubahan penjualan.

$$\text{SalesGrowth} = \frac{S_t - S_{t-1}}{S_{t-1}} \times 100\%$$

Variabel Independen (X8): Jaminan (*Secure*)

Obligasi atas dasar jaminan dibagi menjadi obligasi dengan jaminan dan obligasi tanpa jaminan. Variabel jaminan dalam penelitian ini menggunakan variabel dummy. Kode 0 menunjukkan obligasi tanpa jaminan, sedangkan kode 1 menunjukkan obligasi dengan jaminan.

Variabel Independen (X9): Umur Obligasi (*Maturity*)

Umur obligasi (*maturity*) adalah jangka waktu sejak diterbitkannya obligasi sampai dengan tanggal jatuh tempo obligasi. Umur obligasi yang pendek menunjukkan peringkat obligasi *investment grade*. Fabozzi (2010) dalam bukunya menyatakan bahwa obligasi dengan umur jatuh tempo antara satu sampai lima tahun dikategorikan sebagai *short-term*, umur jatuh tempo antara lima hingga dua belas tahun dipandang sebagai *intermediate-term* dan umur obligasi lebih dari dua belas tahun adalah *long-term*. Variabel ini merupakan variabel *dummy*, kode 0 jika obligasi memiliki umur dalam kategori *intermediate* hingga *long-term* dan kode 1 jika obligasi memiliki umur dalam kategori *short-term*.

Metoda Analisis Data

Analisis data untuk pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi logistik. Dalam regresi logit tidak perlu asumsi normalitas data pada variabel bebasnya. Jadi, regresi logit umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi (Ghozali, 2009):

$$\text{RATING}_{it} = a_0 + a_1 \text{SIZE}_{it} + a_2 \text{LIQ}_{it} + a_3 \text{PROFIT}_{it} + a_4 \text{LEV}_{it} + a_5 \text{PROD}_{it} + a_6 \text{RE}_{it} + a_7 \text{GROWTH}_{it} + a_8 \text{SCRE}_{it} + a_9 \text{MTRTY}_{it} + \varepsilon$$

Keterangan :

RATING_{it}: Peringkat obligasi perusahaan yang diterbitkan oleh PT PEFINDO. Variabel ini merupakan dummy dengan 0 adalah *low investment* dan 1 adalah *high investment*.

SIZE : log total aset.

LIQ : tingkat likuiditas yang diukur dengan menggunakan *Current ratio*

PROFIT : tingkat profitabilitas yang diukur dengan menggunakan *Return On Asset*

LEV : tingkat leverage yang diukur dengan menggunakan *long term to total asset*.

PROD : produktivitas yang dihitung dengan rumus: penjualan/total aset

RE : laba ditahan adalah rasio laba ditahm terhadap total aset

GROWTH : merupakan pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan perubahan penjualan

SCRE : jaminan merupakan variabel dummy dengan kode 0 menunjukkan obligasi tanpa jaminan dan kode 1 menunjukkan obligasi dengan jaminan.

MTRTY : umur obligasi merupakan variabel dummy dengan kode 0 jika obligasi memiliki umur lebih dari 5 tahun dan kode 1 jika obligasi memiliki umur antara 1-5 tahun.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Hasil uji hipotesis dengan *logistic regression* menunjukkan nilai dari Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test sebesar 11,706 dengan probabilitas signifikansi 0,165 yang nilainya jauh diatas 0,05. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model dapat diterima. Hasil dari uji Hosmer dan Lemeshow dapat ditunjukkan pada tabel 2 berikut ini.

Tabel 2
Uji Hosmer dan Lemeshow

Chi-square	df	Sig.
11,706	8	0,165

Nilai Cox Snell's R Square sebesar 0,408 dan nilai Nagelkerke R^2 adalah 0,544 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 54,4%. Sedangkan sisanya 45,6% dijelaskan oleh variabel-variabel lainnya di luar model.

Tabel 3
Likelihood L Variabel Independen

-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
63,808 ^a	0,408	0,544

Hasil uji hipotesis dapat dilihat pada tabel 2 dibawah ini. Hasil uji hipotesis satu menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel ukuran perusahaan (*size*) sebesar 0,001 dimana nilai signifikan tersebut berada di bawah 0,05. Hal ini menunjukkan bahwa variabel ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh secara signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis pertama yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **diterima**.

Tabel 4
Analisis Regresi Logistik

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
SIZE	3,916	1,146	11,672	1,000	0,001**	50,224
LIQ	0,001	0,206	0,000	1,000	0,997	1,001
PROFIT	3,399	4,300	0,625	1,000	0,429	29,941
LEV	4,422	2,960	2,231	1,000	0,135	83,234
PROD	1,319	0,820	2,583	1,000	0,108	3,738
RE	9,660	3,754	6,622	1,000	0,010**	15672,530
GROWTH	-0,033	1,547	0,000	1,000	0,983	0,968
SCRE	0,897	0,921	0,948	1,000	0,330	2,453

MTRTY	0,823	0,877	0,881	1,000	0,348	2,278
Constant	-56,666	16,222	12,202	1,000	0,000	0,000

Sumber: Lampiran I, 2014

**secara statistik signifikan pada tingkat 5% (0,05)

Keterangan: SIZE : *Size* (Ukuran Perusahaan)
 LIQ : *Liquidity* (Likuiditas)
 PROFIT : *Profitability* (Profitabilitas)
 LEV : *Leverage*
 PROD : *Productivity* (Produktivitas)
 RE : *Retained Earning* (Laba Ditahan)
 GROWTH : *Growth* (Pertumbuhan Perusahaan)
 SCORE : *Secure* (Jaminan)
 MTRTY : *Maturity* (Jatuh Tempo)

Hasil uji hipotesis dua menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel likuiditas (*liquidity*) sebesar 0,997, dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel likuiditas (*liquidity*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis kedua yang menyatakan bahwa likuiditas (*liquidity*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis tiga menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel profitabilitas (*profitability*) sebesar 0,429 dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel profitabilitas (*profitability*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis ketiga yang menyatakan bahwa profitabilitas (*profitability*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis empat menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel leverage sebesar 0,135 dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel leverage terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis keempat yang menyatakan bahwa leverage berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis lima menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel produktifitas (*productivity*) sebesar 0,108 dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel produktifitas (*productivity*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis kelima yang menyatakan bahwa produktifitas (*productivity*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis enam menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel laba ditahan (*retained earning*) sebesar 0,010 dimana nilai signifikan tersebut berada di bawah 0,05 yang berarti bahwa laba ditahan dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa variabel laba ditahan (*retained earning*) berpengaruh secara signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis keenam yang menyatakan bahwa laba ditahan (*retained earning*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **diterima**.

Hasil uji hipotesis tujuh menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel pertumbuhan perusahaan (*growth*) sebesar 0,983 dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel pertumbuhan perusahaan (*growth*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis ketujuh yang menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan (*growth*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis delapan menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel jaminan (*secure*) sebesar 0,330 dimana nilai tersebut berada jauh diatas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel pertumbuhan jaminan (*secure*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis kedelapan yang menyatakan bahwa pertumbuhan jaminan (*secure*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

Hasil uji hipotesis sembilan menunjukkan bahwa nilai *sig* dari variabel umur obligasi (*maturity*) sebesar 0,348 dimana nilai tersebut berada jauh di atas 0,05. Maka dari itu, dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara variabel umur obligasi (*maturity*) terhadap prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, hipotesis kesembilan yang menyatakan bahwa umur obligasi (*maturity*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi **ditolak**.

KESIMPULAN

Penelitian ini menguji peran dari data akuntansi dan non-akuntansi dalam memprediksi ketepatan peringkat obligasi. Hasil pengujian dan pembahasan pada bagian sebelumnya dapat diringkas sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan (*firm size*) dan laba ditahan (*retained earning*) berpengaruh positif dalam memprediksi peringkat obligasi yang berarti bahwa faktor-faktor akuntansi tersebut dapat memberikan sinyal kepada investor maupun kreditor mengenai apakah suatu entitas bebas dari risiko gagal bayar dan mampu untuk mendapatkan peringkat obligasi yang *high investment*.
2. Likuiditas (*liquidity*), profitabilitas (*profitability*), *leverage*, produktivitas (*productivity*), pertumbuhan perusahaan (*growth*), jaminan (*secure*), dan umur obligasi (*maturity*) tidak memiliki pengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi yang berarti bahwa faktor-faktor akuntansi dan non-akuntansi tersebut tidak dapat memberikan sinyal kepada investor maupun kreditor mengenai apakah suatu entitas bebas dari risiko gagal bayar dan mampu untuk mendapatkan peringkat obligasi yang *high investment*.

Seperti halnya duatu penelitian empiris, hasil penelitian ini juga mengandung beberapa keterbatasan, antara lain:

1. Objek penelitian hanya menggunakan obligasi perusahaan non-keuangan yang terdaftar di BEI, *Indonesia Bond Market* dan dinilai PEFINDO pada tahun 2009-2012 saja.
2. Periode penelitian yang terbatas pada empat tahun saja, periode waktu yang terbatas dapat mempengaruhi hasil penelitian ini.
3. Penelitian ini hanya menggunakan sebagian dari faktor-faktor akuntansi atau pun non akuntansi

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

1. Penelitian selanjutnya dapat mempertimbangkan untuk menggunakan objek penelitian seluruh obligasi perusahaan keuangan yang terdaftar di *Indonesia Bond Market* dan dinilai PEFINDO dengan menggunakan metode pengukuran yang telah disesuaikan dengan sektor keuangan.
2. Periode penelitian selanjutnya dapat mengukur periode waktu yang berbeda dan lebih *up to date* dibandingkan dengan penelitian ini dikarenakan kondisi perekonomian yang dapat berkembang pesat.
3. Penelitain selanjutnya dapat meneliti menggunakan faktor-faktor akuntansi dan non akuntansi lainnya.

REFERENSI

- Amrullah, Karim. 2007. "Kemampuan Rasio Keuangan sebagai Alat untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur." www.google.com
- Nurmayanti, Popi., dan Magreta. 2009. "Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi." www.google.com
- F. Brigham, Eugene dan F. Houston, Joel. "Fundamentals of Financial Management, Dasar-dasar Manajemen Keuangan." Edisi 10. Salemba Empat, Jakarta. 2009.
- Chan, Jagadeesh, dan Warga A (1999). "Market Based Evaluation for Model to Predict Bond Ratings dan Corporate Bond Trading Strategy, *Working Paper*." www.google.com
- Manurung, Adler., Silitonga, Desmon., dan Tobing, Wilson. 2011. "Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi." www.google.com
http://id.wikipedia.org/wiki/Pemeringkat_Efek_Indonesia (diakses 18 Juli 2013)
http://www.bankmandiri.co.id/indonesia/company-info/consumer-banking/kata_kuci_reksadana/risiko.htm (diakses 19 Juli 2013)
- Sari, Maylia Pramono. 2007. "Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi (PT PEFINDO)." www.google.com
- Elton, Edwin, J dan Martin, J, Gruber. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Fifth Edition, John Willey & Sons, Inc., New York.
- Burton, B: Mike, A; dan Hardwick, P. 2000. *The Determinants of Credit Ratings in United Kingdom Insurance Industry*. www.google.com
- Raharja., dan Sari. 2008b. "Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating)." *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No.2, h. 212-232.
- Satoto, Shinta Heru. 2011. "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Bond Rating*." www.google.com
- Hardianto, Bram., dan Wijaya M. 2010. "Prediksi Kebijakan Utang, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran, dan Status Perusahaan Terhadap Kemungkinan Penentuan Peringkat Obligasi: Studi Empirik pada Perusahaan yang Menerbitkan Obligasi di Bursa Efek Indonesia." www.google.com
- Estiyanti, Ni Made., dan Yasa, Gerianta Wirawan. 2011. "Pengaruh Faktor Keuangan dan Non Keuangan pada Peringkat Obligasi di Bursa Efek Indonesia." www.google.com
- Almilia, Luciana Spica., dan Devi, Vieka. 2007. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta." www.google.com
- Sari, Winda Purnama., Taufik, Taufeni., dan Anisma, Yunieta. 2011. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia." www.google.com
- Maharti, Enny Dwi., dan Daljono. 2010. "Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi." www.google.com
- Hoven, Mark. S; MaueR, David. C. 1996. "*The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure*." *Journal Business*, Vol. 69, No. 3
- Andry, Wydia. 2005. Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi. *Jurnal Buletin Ekonomi dan Moneter dan Perbankan*.
- Fabozzi, Frank J. 2010. *Bond Market, Analysis and Strategies*. 10th edition. Prentice Hall International, Inc.
www.bonds-online.com
www.pefindo.com