

2-11-2011

Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur

GRACE PUTRI SEJATI
PT e-Trading Securities

Follow this and additional works at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jbb>

Recommended Citation

SEJATI, GRACE PUTRI (2011) "Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur," *BISNIS & BIROKRASI: Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*. Vol. 17 : No. 1 , Article 7.

DOI: 10.20476/jbb.v17i1.628

Available at: <https://scholarhub.ui.ac.id/jbb/vol17/iss1/7>

This Article is brought to you for free and open access by the Faculty of Administrative Science at UI Scholars Hub. It has been accepted for inclusion in *BISNIS & BIROKRASI: Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi* by an authorized editor of UI Scholars Hub.

Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur

GRACE PUTRI SEJATI^{1*}

¹PT e-Trading Securities

Abstract. The research aims to explain the influence of accounting and non-accounting factors in predicting the bonds level. This research uses quantitative approach and takes samples by using purposive sampling technique, that is bonds of manufacture companies listed in Jakarta Stock Exchange (Now is known as Indonesian Stock Exchange, after merged with Surabaya Stock Exchange) and listed in the level of bonds issued by Pefindo in the period of 2003 to 2008. The result of the research shows that the accounting factor that affects the prediction of bonds level is growth, while the non-accounting level that does not affect the prediction of bonds level is auditor reputation.

Keywords: *bonds, auditor reputation, Indonesia Stock Exchange*

PENDAHULUAN

Menempatkan dana pada satu aktiva yang diharapkan dapat meningkatkan nilainya di masa depan disebut sebagai kegiatan investasi. Secara umum investasi dapat digolongkan menjadi dua kategori yaitu, *pertama* investasi pada *real assets* seperti tanah, emas, benda seni, dan *kedua*, investasi pada *financial assets* dengan memperjualbelikan aset-aset pada pasar keuangan.

Pasar keuangan adalah transfer dana dari pihak yang mempunyai dana yang lebih kepada pihak yang kekurangan dana dan digunakan untuk menyalurkan dana dari pihak yang tidak mempunyai kesempatan investasi secara produktif kepada pihak yang mempunyai efisiensi ekonomi lebih besar. Pasar keuangan dapat dibagi menjadi pasar saham, pasar hutang atau pasar obligasi dan tingkat bunga, serta pasar mata uang luar negeri (Manurung dkk., 2003).

Di antara pasar keuangan yang ada, saat ini investasi dalam pasar obligasi mengalami perkembangan yang cukup baik dari tahun ke tahun, walaupun perkembangannya masih cukup lamban jika dibandingkan dengan saham. Perkembangan yang lamban tersebut salah satu kendalanya adalah kondisi pasar obligasi yang tersedia belum dioptimalkan oleh pelaku pasar modal dan pemahaman mengenai instrumen obligasi di kalangan masyarakat umum yang masih terbatas (Raharjo, 2004). Pada laporan tahunan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) tahun 2002 menunjukkan bahwa nilai emisi obligasi perusahaan lebih besar dibandingkan dengan emisi saham. Penyebab emisi obligasi lebih besar dibandingkan emisi saham, antara lain (1) penurunan suku bunga sejak tahun 1999, (2) pengetatan peluncuran kredit perbankan nasional, dan (3) berkurangnya kepercayaan modal

asing pada perusahaan Indonesia (Gaol, 2005).

Pada tabel 1, terlihat pada pasar obligasi korporasi, nilai kapitalisasi pasarnya hampir tiap tahun meningkat, hanya pada tahun 2001 yang mengalami penurunan dari tahun sebelumnya. Kapitalisasi mengalami peningkatan di tahun 2003. Hal yang sama terjadi pada pasar obligasi pemerintah, penurunan kapitalisasi pasar juga hampir jarang terjadi kecuali di tahun 2003. Kenaikan kapitalisasi terbesar terjadi pada tahun 2002.

Terdapat sejumlah pendapat yang menjelaskan alasan perusahaan menerbitkan obligasi. Keuntungan dari perusahaan apabila menerbitkan obligasi dibandingkan menerbitkan saham antara lain tidak adanya campur tangan pemilik dana terhadap perusahaan dan tidak ada *controlling interest* oleh pemilik obligasi terhadap perusahaan seperti halnya perusahaan yang menerbitkan saham (Suta, 2000). Menurut Keown (2005), obligasi merupakan sekuritas yang sangat disukai karena biaya untuk menerbitkannya cukup murah dibandingkan dengan mengeluarkan saham, selain itu obligasi juga mempunyai efek *tax shield* bagi perusahaan. Rahardjo (2004) menyatakan obligasi merupakan sumber pendanaan yang lebih disukai perusahaan dibanding pinjaman di lembaga perbankan karena adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan sehingga pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis mulai melirik instrumen obligasi sebagai salah satu alternatif penggalangan dana. Selain itu, penerbitan obligasi saat ini menghasilkan *cost of fund* yang lebih rendah dibandingkan dengan pinjaman kredit dari perbankan yang bunga kreditnya mencapai 17-18%, sedangkan tingkat bunga obligasi yang harus dibayarkan hanya sekitar 13% dan emiten obligasi juga tidak diharuskan menyediakan jaminan kredit sebagaimana diisyaratkan jika perusahaan mengajukan pinjaman ke bank.

Selain perusahaan penerbit (emiten), pasar obligasi

* Korespondensi: +628568005187; grace@etrading.co.id

Tabel 1. Jumlah Emiten Obligasi dan Kapitalisasi Pasar Obligasi di Indonesia

Periode	Jumlah Emiten Obligasi Korporasi	Kapitalisasi Obligasi (Rp Miliar)		Total Kapitalisasi
		Obligasi Korporasi	Obligasi Pemerintah	
2000	259.621,00	19.891,41	31.634,88	311.147,29
2001	239.271,20	19.236,59	64.654,28	323.162,07
2002	268.776,60	20.205,28	397.967,17	686.949,05
2003	460.366,00	45.465,01	390.482,24	896.313,25
2004	679.949,10	61.300,20	399.304,20	1.140.553,50
2005	801.252,70	62.891,34	399.859,31	1.264.003,35
2006	1.249.074,50	67.805,54	418.751,20	1.735.631,24
2007	1.988.326,20	84.653,03	475.577,78	2.548.557,01

Sumber: www.bapepamlk.depkeu.go.id, 2007

juga mulai disukai oleh para investor. Haryanti (2003) berpendapat bahwa perkembangan obligasi yang pesat ini antara lain dikarenakan rendahnya tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan tingkat suku bunga deposito sehingga investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya di obligasi. Faerber (2000) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*). Selain itu, menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006), pemegang obligasi akan menerima pendapatan berupa bunga secara rutin selama berlakunya obligasi dan para investor juga dapat menghasilkan pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi ke harga premium di pasar sekunder.

Setiap investor selalu mengharapkan suatu hasil atau keuntungan dari kegiatan investasi yang dilakukannya. Namun, dalam dunia investasi selalu terdapat kemungkinan dimana harapan investor tidak sesuai dengan kenyataan, atau selalu terdapat risiko. Investor yang menanamkan dana di pasar obligasi harus mewaspadai adanya risiko perusahaan penerbit obligasi tidak mampu memenuhi janji yang telah ditentukan, yaitu risiko perusahaan tidak mampu membayar kupon maupun mengembalikan pokok obligasi (*risiko default* atau risiko gagal bayar). Agar investor memiliki gambaran tingkat risiko ketidakmampuan perusahaan dalam membayar, maka di dalam dunia surat hutang atau obligasi dikenal suatu tingkat yang menggambarkan kemampuan bayar perusahaan penerbit obligasi. Tingkat kemampuan membayar kewajiban tersebut dikenal dengan istilah peringkat obligasi.

Ketersediaan kredit atau pinjaman dikaitkan dengan kondisi ekonomi sehingga kontraksi pinjaman secara khusus menimbulkan resesi. Implikasinya perusahaan-perusahaan kecil menjadi sangat sensitif terhadap variasi kondisi pasar obligasi (Saragih,

2005). Peringkat obligasi mencerminkan kelayakan kredit perusahaan untuk bisa membayar kewajibannya terkait dengan suatu surat hutang tertentu, secara umum peringkat obligasi dibagi menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, dan BBB) dan *non investment grade* (BB, B, CCC, dan D). Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Agen pemeringkat (*rating agency*) adalah lembaga independen yang menerbitkan peringkat dan memberikan informasi mengenai risiko kredit untuk berbagai surat hutang (*bond rating* atau peringkat obligasi) maupun peringkat untuk perusahaan itu sendiri (*general bond rating*) sebagai petunjuk tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Terdapat beberapa lembaga pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia yang tercantum dalam Lampiran Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 7/8/DPNP tanggal 31 Maret 2005, antara lain Standard and Poor's Ratings, Moody's Indonesia, Fitch Ratings, Kasnic Credit Rating Indonesia, dan Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) (Lampiran Surat Edaran Bank Indonesia Nomor 7/8/DPNP, 2005). PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) dipilih untuk digunakan sebagai agen pemeringkat utama dalam penelitian ini karena hingga saat ini Pefindo telah melakukan pemeringkatan terhadap lebih dari 400 perusahaan nasional dan multinasional dari berbagai sektor industri. Tingkat kepercayaan yang tinggi terhadap peringkat yang dikeluarkan oleh Pefindo juga tercermin dari dominasi Pefindo yang mencapai hampir 95% dari total peringkat surat hutang korporasi yang tercatat di Indonesia. Selain itu, Pefindo merupakan satu-satunya lembaga pemeringkat di Indonesia yang memiliki *default data* dan *default study*, yang dipakai oleh berbagai lembaga dan institusi termasuk oleh Bank Indonesia.

Para agen pemeringkat menggunakan berbagai faktor untuk menilai dan memberikan peringkat kepada obligasi perusahaan. Salah satu faktor yang digunakan oleh agen pemeringkat adalah informasi

akuntansi yang tersedia. Informasi ini diberikan dalam bentuk laporan keuangan perusahaan. Bagian dari laporan keuangan yang mendapatkan perhatian paling besar untuk digunakan dalam memprediksi peringkat obligasi adalah profitabilitas, likuiditas, *size* perusahaan, dan *growth* perusahaan (Altman, 1977)

Rasio profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Menurut Kamstra dkk. (2001), rasio profitabilitas yang diukur dengan *return on assets* (ROA) mempunyai pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan laba karena rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat aset tertentu. Ketika laba perusahaan tinggi maka akan memberikan peringkat obligasi yang tinggi pula.

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Burton, dkk. (1998) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Di samping itu, menurut Elton and Gruber (1995), *size* (ukuran perusahaan) juga dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Pada penelitian yang dilakukan oleh Horrigan (1966), *size* perusahaan diproyeksikan dengan *total assets*. Perusahaan-perusahaan besar kurang berisiko dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil karena perusahaan kecil memiliki risiko yang lebih besar. Perusahaan-perusahaan yang mempunyai aset lebih besar cenderung memiliki kemampuan bersaing yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan-perusahaan yang memiliki aset kecil.

Menurut Burton, dkk., (1998), *growth* (pertumbuhan perusahaan) merupakan faktor akuntansi yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi karena *growth* yang positif dalam *annual surplus* dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi *financial*. Para peneliti tersebut memprediksi bahwa perusahaan penerbit obligasi yang memiliki *growth* tinggi dari tahun ke tahun pada bisnisnya, memiliki kemungkinan lebih besar untuk memperoleh peringkat obligasi yang tinggi daripada perusahaan penerbit obligasi yang memiliki pertumbuhan yang rendah.

Hasil penelitian Kamstra dkk. (2001) menunjukkan bahwa faktor-faktor kuantitatif hanya dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi secara tepat sekitar 78%. Oleh karena itu, selain faktor-faktor akuntansi, terdapat faktor-faktor non akuntansi yang turut dipertimbangkan mengenai keterangan tentang obligasi yang terdapat dalam prospektus, seperti re-putasi auditor (*auditor's reputation*) yang juga dapat digunakan untuk mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Argumentasi yang mendasari dimasukkannya reputasi auditor adalah semakin tinggi reputasi auditor maka akan memberikan hasil audit yang dapat dipercaya sehingga semakin kecil kemungkinan

perusahaan mengalami kegagalan. Pada tahun 1979, awalnya dikenal “Delapan Besar” atau *big 8* perusahaan jasa profesional dan akuntansi internasional yang menangani mayoritas pekerjaan audit, kemudian berkurang menjadi “Lima Besar” melalui serangkaian *merger*. “Lima Besar” menjadi “Empat Besar” atau *big 4* setelah keruntuhan kantor auditor Arthur Andersen pada tahun 2002 karena keterlibatan dalam Skandal Enron. Auditor *big 4* tersebut adalah Pricewaterhouse Coopers, Deloitte Touche Tohmatsu, Ernst&Young, dan KPMG. Pengguna informasi keuangan merasa bahwa auditor *big 8* menjamin kualitas laporan keuangan yang lebih baik untuk perusahaan dan pemerintah daerah (Allen, 1994). Sementara di Indonesia, emiten yang diaudit oleh *the big 4* akan mempunyai obligasi yang termasuk dalam *investment grade* karena semakin baik reputasi auditor maka akan mempengaruhi peringkat obligasi.

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, penulis tertarik untuk melakukan penelitian mengenai obligasi faktor-faktor apa saja (baik akuntansi dan non akuntansi) yang mempengaruhi dalam memprediksi peringkat obligasi di pasar obligasi Indonesia. Penelitian mengenai obligasi masih jarang dilakukan di Indonesia dan penelitian ini berbeda dengan penelitian-penelitian di Indonesia lainnya karena penelitian ini berusaha melihat penggabungan antara faktor akuntansi dan faktor non akuntansi yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur di Indonesia.

METODE PENELITIAN

Analisis dilakukan untuk menentukan pengaruh variabel bebas (profitabilitas, likuiditas, *growth*, *size*, dan reputasi auditor) terhadap variabel terikat yaitu peringkat obligasi perusahaan manufaktur tahun 2003-2008. Pengujian menggunakan regresi logistik karena variabel terikatnya merupakan variabel *dummy* yaitu variabel yang memiliki dua alternatif. Modelnya sebagai berikut (Kamstra dkk., 2001).

$$RATING = \beta_0 + \beta_1 Auditor + \beta_2 CR + \beta_3 Growth + \beta_4 ROA + \beta_5 Size + eit.....(1)$$

Keterangan:

RATING : peringkat obligasi

Y=1, jika peringkat obligasi termasuk *investment grade*

Y=0, jika peringkat obligasi termasuk *non investment grade*

β_0 : *intercept*

Auditor : variabel kategorikal, 1 jika obligasi diaudit oleh *big 4*, 0 jika obligasi diaudit oleh selain *big 4*

CR : *current ratio* (ukuran dari likuiditas)

Growth : diukur dengan *book to market ratio*

Tabel 3. Uji Wald

		Variable in the Equation					
		B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)
Step	Auditor	-23,707	9556,139	,000	1	,998	,000
1 ^a	CR	,116	,402	,083	1	,774	1,123
	Growth	-11,175	4,089	7,469	1	,006	,000
	ROA	18,110	19,933	,825	1	,364	7E+007
	Size	,042	,116	,131	1	,717	1,043
	Constant	26,222	9556,140	,000	1	,998	2E+011

a. Variable(s) entered on step 1: Auditor, CR, Growth, ROA, Size.

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

Tabel 2. Uji Keseluruhan Model Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	Df	Sig.
1	12,521	8	,129

Sumber: Pengolahan Data Penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

ROA : return on assets (ukuran dari profitabilitas)

Size : diprosikan dengan total assets

eit : error term

Hipotesis penelitian merupakan anggapan sementara yang masih harus dibuktikan kebenarannya.

Hipotesis yang diterapkan dalam penelitian ini adalah:

H₀₁ = faktor akuntansi tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

H₁₁ = faktor akuntansi mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

H₀₂ = faktor non akuntansi tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

H₁₂ = faktor non akuntansi mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

H₀₃ = faktor akuntansi dan faktor non akuntansi secara bersamaan tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

H₁₃ = faktor akuntansi dan faktor non akuntansi secara bersamaan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi

Pendekatan penelitian yang digunakan adalah kuantitatif, Pickard (2007). Teknik *existing statistics* yang didapat dari laporan keuangan perusahaan, berupa publikasi baik berbentuk bahan tertulis maupun *softcopy* dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Populasi dalam penelitian ini adalah obligasi perusahaan dari manufaktur yang terdaftar di BEI tahun 2003-2008. Sedangkan teknik pengambilan sampel dilakukan dengan metode *purposive sampling*. Adapun kriteria dalam pengambilan sampel adalah sebagai berikut: (1) obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI periode 2003-2008; (2) perusahaan manufaktur tidak *delisting* dari BEI selama periode 2003-2008; (3) obligasi perusahaan manufaktur telah memperoleh

peringkat dari Pefindo; (4) perusahaan menerbitkan data-data keuangan yang lengkap selama tahun 2003-2008 dan dapat diandalkan. Berdasarkan kriteria-kriteria tersebut, terpilihlah 10 sampel obligasi perusahaan manufaktur yang akan diteliti dan dilihat laporan keuangannya per kuartal.

Terakhir, melakukan pengujian normalitas. Uji normalitas dilakukan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal atau tidak. Pengujian normalitas ini dapat dilakukan dengan menggunakan *One Sample Kolmogorov-Smirnov Test* pada program SPSS dan melihat apakah nilai *Asymp.Sig.(2-tailed)* > 0,05 sehingga menghasilkan kesimpulan bahwa nilai residual mengikuti distribusi normal.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Pada proses analisis data untuk model logit, langkah pertama yang harus dilakukan adalah menguji apakah model logit sesuai dengan data (*fit*). Untuk melakukan pengujian tersebut, dapat dilakukan dengan menggunakan "*Hosmer and Lemeshow Test*".

Tabel 2 menunjukkan nilai signifikansi *Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 0,129 sehingga model regresi ini layak digunakan. Jadi, dengan tingkat signifikansi di atas 0,05, dapat dikatakan bahwa terdapat perbedaan antara *observed* dan *predicted value* untuk variabel terikat, artinya model logit dapat digunakan untuk memprediksi.

Setelah melakukan pengujian model secara keseluruhan, langkah berikutnya adalah melakukan pengujian terhadap masing-masing variabel bebas, yaitu variabel reputasi auditor, *current ratio*, *growth*, *ROA*, dan *size*. Hal ini perlu dilakukan karena mungkin saja ada variabel bebas yang tidak signifikan secara statistik atau tidak mempengaruhi variabel terikat. Pengujian ini dilakukan dengan menggunakan Uji *Wald* (tabel 3):

Pada Uji *Wald* tabel 3, terlihat bahwa variabel reputasi auditor tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0,998. Nilai tersebut lebih

Tabel 4. Uji Kelayakan

<i>Model Summary</i>			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	41,480 ^a	,480	,649

a. Estimation terminated at iteration number 20 because maximum iterations has been reached. Final solution cannot be found.

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

besar dari taraf signifikansi 5%. Variabel CR juga tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi karena nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0,774, lebih besar dari taraf signifikansi 5%.

Variabel *growth* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0,006. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5%.

Variabel ROA tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0,364. Nilai ini lebih besar dari taraf signifikansi 5%. Kemudian variabel *size* tidak memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0,717. Nilai ini lebih besar dari taraf signifikansi 5%.

Selanjutnya dapat disimpulkan, berdasarkan *output* tabel 2 bahwa variabel bebas yang signifikan pada penelitian ini hanya variabel *growth*. Namun, meskipun hanya ada satu variabel independen yang signifikan tetap harus mengikutsertakan semua variabel independen dalam model logit berikut:

$$\text{RATING} = 26,222 - 23,707\text{Auditor} + 0,116\text{CR} - 11,175\text{Growth} + 18,110\text{ROA} + 0,042\text{Size}$$

Dengan demikian, dalam penelitian ini dapat diketahui bahwa terdapat variabel bebas yang dominan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia adalah variabel *growth* yang diukur dengan *book to market value of common equity* dengan nilai signifikan sebesar 0,006 persen.

Setelah taksiran model logit diperoleh, selanjutnya adalah menguji apakah model logit tersebut memang baik digunakan untuk menjelaskan data atau tidak. Untuk mengetahui bahwa model logit dapat menjelaskan data, dapat dilihat melalui nilai *pseudo R-square*. *Output* yang menampilkan nilai *pseudo R-square* model:

Berdasarkan tabel 4 terlihat nilai *Cox & Snell R Square* sebesar 0,480 dan nilai *Nagelkerke R Square*

Tabel 5. Classification Table^a

Observed	Predicted			Percentage Correct
	Rating 0	1		
Step 1 Rating	0			
	1	19	5	79,2
Overall Percentage		2	34	88,3

a. The cut value is ,500

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

sebesar 0,649, artinya 64,9% variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat sehingga prediksi peringkat obligasi yang dipengaruhi oleh faktor akuntansi dan non akuntansi, maupun tidak dipengaruhi oleh faktor akuntansi dan non akuntansi dapat diterangkan oleh variabel bebasnya dan sisanya sebesar 35,1% prediksi peringkat obligasi dipengaruhi oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan bahwa model sudah cukup bagus.

Selain melalui nilai *pseudo R-square*, pengujian lain untuk menilai apakah model logit yang diperoleh sudah bagus atau tidak dapat dilihat melalui tabel klasifikasi. Tabel klasifikasi menunjukkan seberapa besar atau seberapa kuatkah model logit dapat memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur berada pada tingkatan *investment grade* atau *non investment grade*. Berikut ini adalah *output* tabel klasifikasi.

Berdasarkan hasil dalam tabel 5, menunjukkan bahwa 79,2% model logit dapat memprediksi dengan benar prediksi peringkat untuk obligasi perusahaan manufaktur yang *non investment grade* (nilai 0), sedangkan 94,4% model logit dapat memprediksi dengan benar prediksi peringkat untuk obligasi perusahaan manufaktur yang *investment grade* (nilai 1). Secara keseluruhan, model logit dapat memprediksi dengan benar sebesar 88,3%.

Selain itu, kesalahan model logit dalam memprediksi cukup kecil. Pada obligasi-obligasi perusahaan manufaktur yang sebenarnya memiliki peringkat *non investment grade* namun diprediksi memiliki peringkat *investment grade* adalah sebesar $(100 - 79,2)\% = 20,8\%$. Lalu, kesalahan berikutnya yang merupakan kesalahan yang besar, yaitu obligasi-obligasi perusahaan manufaktur yang sebenarnya memiliki peringkat *investment grade* namun diprediksi memiliki peringkat *non investment grade* adalah sebesar $(100 - 94,4)\% = 5,6\%$. Dari tabel 5, karena persentase bahwa model logit dapat memprediksi dengan benar sudah besar dan persentase kesalahan dalam memprediksi yang cukup kecil, maka dapat dikatakan bahwa model logit yang didapatkan sudah cukup baik.

Dari pembahasan sebelumnya, diketahui bahwa variabel independen yang signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur adalah *growth*. Selanjutnya akan diuji, apakah variabel independen lain yang tidak signifikan (*auditor, current*

Tabel 6. Model Penuh

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	41,480 ^a	,480	,649

a. Estimation terminated at iteration number 20 because maximum iterations has been reached. Final solution cannot be found.

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

Tabel 7. Model Reduksi

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	64,981 ^a	,231	,313

a. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

ratio, ROA, dan size) selain variabel *growth* tersebut dapat dikeluarkan dari model. Untuk mengujinya, yang perlu diperhatikan adalah nilai *Log Likelihood* model penuh (yang mengandung semua variabel terikatnya) dan *Log Likelihood* model reduksi (model yang variabel terikatnya hanya *growth*).

Pada tabel 6 terlihat bahwa model penuh penelitian ini memiliki nilai untuk -2 Log likelihood atau $\ln L_p = 41,480$. Sedangkan nilai Cox & Snell R Square sebesar 0,480 dan nilai Nagelkerke R Square sebesar 0,649.

Berdasarkan tabel 7, dapat dilihat bahwa nilai untuk -2 *Log likelihood* model residual atau $\ln L_R = -64,981$ dan nilai untuk -2 *Log likelihood* model penuh atau $\ln L_P = -41,480$ dan selanjutnya dilanjutkan dengan menghitung uji G:

Karena nilai $G = 23,501 > 9,48773 = X^2_{0,05,4}$, maka H_0 ditolak, artinya dari uji statistik *G* tersebut

$$G = -2 \ln \frac{L_R}{L_P} = -2(\ln L_R - \ln L_P) = -2 \ln L_R + 2 \ln L_P = 64,981 - 41,480 = 23,501$$

dapat disimpulkan bahwa dengan tingkat signifikansi 5%, model penuh lebih baik.

Berdasarkan uji *One Sample-Kolmogorov Smirnov Test*, yaitu uji normalitas yang bertujuan untuk mengetahui apakah variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal, analisis uji normalitas nilai residual data disajikan pada tabel 8 berikut.

Berdasarkan tabel 8 terlihat bahwa Asymp.Sig. (2-tailed) memiliki nilai 0,073 atau sign. $p > 0,05$ sehingga diputuskan bahwa data residual memiliki distribusi yang normal atau H_0 diterima dan menolak H_a .

Tabel 8. Uji Normalitas One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Difference between observed and predicted probabilities
N		60
Normal Parameters ^{a,b}	Mean	,0000000
	Std. Deviation	,32824823
Most Extreme Differences	Absolute	,166
	Positive	,100
	Negative	-,166
Kolmogorov-Smirnov Z		1,286
Asymp. Sig. (2-tailed)		,073

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber: Pengolahan data penelitian dari Bursa Efek Indonesia, 2009

Berdasarkan hasil pengolahan data dengan regresi logit, penelitian ini menyimpulkan bahwa reputasi auditor tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Istilah pengorbanan emiten untuk memakai auditor yang berkualitas akan diinterpretasikan oleh investor bahwa emiten mempunyai informasi yang tidak menyesatkan mengenai prospeknya pada masa mendatang serta mengurangi ketidakpastian ternyata tidak sesuai dalam penelitian ini. Perusahaan yang diaudit oleh *big 4* atau tidak diaudit oleh *big 4* ternyata tidak mempunyai pengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi, karena perusahaan penerbit yang diaudit oleh *big 4* belum tentu obligasi yang diterbitkannya memperoleh peringkat *investment grade* dan perusahaan yang tidak diaudit oleh *big 4* belum tentu obligasi yang diterbitkannya memperoleh peringkat *non investment grade*.

Hal ini tidak sesuai dengan penelitian Allen (1994) yang mengindikasikan bahwa pengguna informasi keuangan merasa bahwa auditor *big 8* menyediakan kualitas audit yang lebih baik untuk perusahaan dan pemerintah daerah. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dimana auditor seharusnya mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat peringkat obligasi sehingga berarti para investor di pasar sekunder tidak perlu mempertimbangkan informasi reputasi auditor yang digunakan perusahaan penerbit dalam mengambil keputusan membeli, menjual, atau menyimpan obligasi yang dimilikinya. Hasil penelitian ini juga tidak sesuai dengan pendapat dari Holland and Horton (1993) yang menyatakan bahwa *adviser* yang profesional (auditor dan *underwriter* yang mempunyai reputasi tinggi) dapat digunakan sebagai tanda atau petunjuk terhadap kualitas perusahaan emiten. Oleh karena itu, hendaknya menjadikan perhatian, baik bagi auditor maupun lembaga yang terkait untuk meningkatkan kemampuan dan kualitas pengauditan sehingga benar-benar bermanfaat terhadap investor dan calon emiten dalam mengambil keputusan berinvestasi dan bisnis.

Temuan yang menyatakan bahwa CR tidak dapat menjadi prediktor dalam menentukan peringkat obligasi

sesuai dengan hipotesis yang disebutkan dalam penelitian Horrigan (1966). Pada penelitian tersebut, Horrigan menyatakan bahwa rasio likuiditas jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan Burton (1998) yang menunjukkan bahwa variabel likuiditas yang diukur dengan rasio lancar mempunyai pengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, CR itu seharusnya mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat peringkat obligasi. Oleh karena itu, hendaknya pihak manajemen perusahaan penerbit obligasi untuk meningkatkan kemampuan dan kualitas operasional perusahaan sehingga informasi CR yang ada pada laporan keuangan perusahaan penerbit obligasi benar-benar bermanfaat untuk investor dan agen pemeringkat dalam mengambil keputusan berinvestasi dan memberikan peringkat obligasi.

Pada penelitian ini, *growth* perusahaan ternyata mempunyai pengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Pottier dan Sommer (1999) mengenai industri asuransi di Amerika Serikat. Penelitian ini menemukan bukti bahwa *growth* bisnis yang kuat berhubungan positif dengan keputusan pemeringkatan dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Pada umumnya dengan *growth* perusahaan yang baik akan memberikan peringkat yang *investment grade*. Investor dalam memilih investasi pada obligasi sebaiknya melihat pengaruh *growth* perusahaan karena apabila *growth* perusahaan dinilai baik maka perusahaan penerbit obligasi akan memiliki peringkat obligasi *investment grade*.

Profitabilitas yang diukur dengan ROA ternyata tidak berpengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi, apakah obligasi tersebut mempunyai peringkat *investment grade* atau *non investment grade*. Hasil penelitian ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kamstra (2001) dan Burton (1998) yang menunjukkan bahwa variabel profitabilitas yang diukur dengan ROA mempunyai pengaruh untuk prediksi peringkat obligasi. Hal ini dimungkinkan karena adanya perbedaan pengukuran dari ROA. Penelitian yang dilakukan oleh Kamstra (2001) dan Burton (1998) untuk mengukur ROA diperoleh dari perbandingan *operating profit* dengan *total assets*, sedangkan pada penelitian ROA diperoleh dari perbandingan *net income* dengan *total assets*. Oleh karena itu, investor tidak disarankan untuk memilih perusahaan penerbit obligasi yang mempunyai profitabilitas perusahaan yang baik.

Hasil ini tidak sesuai dengan yang diharapkan, dimana ROA seharusnya mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat peringkat obligasi karena profitabilitas merupakan informasi tingkat keuntungan yang dicapai perusahaan. Informasi ini akan memberikan informasi kepada pihak luar mengenai efektivitas operasional perusahaan. Hal ini hendaknya dijadikan

perhatian, baik bagi pihak manajemen perusahaan penerbit obligasi untuk meningkatkan kemampuan dan kualitas operasional perusahaan sehingga informasi ROA yang ada pada laporan keuangan perusahaan penerbit obligasi benar-benar bermanfaat terhadap investor dan agen pemeringkat dalam mengambil keputusan berinvestasi dan memberikan peringkat obligasi.

Terakhir, *size* perusahaan yang diproksikan dengan *total assets* tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Andry (2005), yang mengemukakan penolakan tentang hubungan *size* dengan prediksi peringkat obligasi. Alasan yang dapat diberikan adalah karena pada umumnya untuk melihat peringkat obligasi, hal yang diperhatikan adalah segala sesuatu dari segi kewajiban atau utang perusahaan. Sehingga sebarang besarnya jumlah harta perusahaan tersebut tidak akan mempengaruhi peringkat obligasi. Seharusnya *size* mempunyai hubungan yang positif dengan tingkat peringkat obligasi karena *size* perusahaan dinyatakan sebagai determinan dari kesuksesan perusahaan, dengan alasan *pertama*, ukuran perusahaan dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal. Perusahaan kecil umumnya kekurangan akses ke pasar modal yang terorganisir, baik untuk obligasi maupun saham. *Kedua*, ukuran perusahaan menentukan kekuatan tawar-menawar dalam kontrak keuangan. Perusahaan besar biasanya dapat memilih pendanaan dari berbagai bentuk hutang, termasuk penawaran spesial yang lebih menguntungkan dibandingkan yang ditawarkan perusahaan kecil. *Ketiga*, ada kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan *return* membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba.

Namun, hal tersebut tidak dapat dibuktikan pada penelitian ini karena hasilnya menyatakan *size* perusahaan tidak signifikan untuk menentukan prediksi peringkat obligasi. Oleh karena itu, para investor di pasar sekunder tidak perlu mempertimbangkan informasi *size* perusahaan yang ada pada laporan keuangan perusahaan penerbit untuk digunakan dalam mengambil keputusan membeli, menjual, menyimpan obligasi yang dimilikinya, maupun untuk memprediksi peringkat obligasi.

Seperti telah disebutkan sebelumnya bahwa terdapat beberapa hal yang harus diperhatikan dalam melakukan analisis obligasi, selain kinerja keuangan yang tercermin dari rasio keuangan, karakteristik perusahaan sebagai faktor internal yang mempengaruhi obligasi, terdapat faktor eksternal yang ikut mempengaruhi penilaian obligasi. Faktor eksternal tersebut dapat berupa kondisi pasar, kebijakan pemerintah dan faktor lainnya.

Menurut Susaptoyono (2007), kondisi pasar perusahaan manufaktur saat periode penelitian dapat dikatakan kurang baik. Selain karena tingginya harga minyak dunia yang mengakibatkan meningkatnya biaya operasional, industri manufaktur sendiri tengah mengalami penurunan kinerja ekspor. Kondisi

yang kurang baik ini secara tidak langsung ikut mempengaruhi penilaian obligasi perusahaan manufaktur yang mengikutsertakan kinerja industri dalam pertimbangan penilaiannya. Kondisi pasar juga menentukan prediksi peringkat obligasi perusahaan penerbit. Apabila barang-barang produksi perusahaan manufaktur sedang diminati oleh konsumen, maka pendapatan perusahaan meningkat dan dapat digunakan sebagai pertimbangan dalam memberikan peringkat obligasi. Apabila barang-barang produksi perusahaan manufaktur sedang mengalami penurunan pembelian atau kurang diminati oleh konsumen, maka peringkat obligasi dapat mengalami penurunan. Kebijakan moneter secara tidak langsung ikut mempengaruhi penilaian obligasi. Di bidang keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar dan harga saham disamping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha, penanaman dana pada saham, dan obligasi. Sementara itu di sektor riil, kebijakan moneter selanjutnya mempengaruhi kegiatan konsumsi, investasi dan produksi, ekspor dan impor, serta harga-harga barang dan jasa pada umumnya (Pohan, 2008).

Situasi politik juga berdampak terhadap perusahaan manufaktur, kondisi negara yang tidak kondusif seperti perang atau kerusuhan pasca pemilu membuat perusahaan dalam negeri tidak menarik perhatian investor asing untuk menanamkan modalnya pada perusahaan-perusahaan manufaktur tersebut. Hal tersebut dapat membuat perusahaan manufaktur yang sedang membutuhkan tambahan dana dari penerbitan obligasi memperoleh peringkat yang rendah karena kurang banyaknya peminat obligasi perusahaan tersebut.

Selain itu, dampak krisis keuangan global juga berpengaruh terhadap keadaan perusahaan manufaktur. Kebangkrutan serta likuidasi yang melanda negara Amerika Serikat memberikan dampak yang cukup signifikan terhadap kondisi perekonomian terutama sektor industri di Indonesia. Perusahaan-perusahaan manufaktur Indonesia yang mempunyai hubungan kerja sama menjadi terganggu, anak-anak cabang perusahaan luar negeri yang ada di Indonesia melakukan pengurangan pegawai, serta omset penjualan yang menurun. Hal tersebut diatas dapat dijadikan bahan pertimbangan di luar faktor akuntansi dan non akuntansi internal yang dapat juga mempengaruhi prediksi peringkat obligasi atau pertimbangan agen pemeringkat memberikan peringkat obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan penerbit.

KESIMPULAN

Penelitian prediksi peringkat obligasi dengan menggunakan model regresi logit pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan Pefindo ini merupakan salah satu penelitian yang menggabungkan faktor akuntansi dan faktor

non akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi. Pada pengujian tentang faktor akuntansi yang berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi, hasil penelitian menyatakan bahwa faktor akuntansi dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi, karena *growth* merupakan bagian dari faktor akuntansi tersebut. Sedangkan untuk pengujian tentang faktor non akuntansi yang berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi, hasil penelitian menyatakan bahwa faktor non akuntansi, yaitu reputasi auditor tidak dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Terakhir untuk pengujian tentang faktor non akuntansi dan faktor non akuntansi yang secara bersamaan berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi, hasil penelitian menyatakan bahwa faktor akuntansi dan faktor non akuntansi tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi secara bersamaan.

PENGAKUAN

Tulisan penelitian ini adalah semata-mata hasil penelitian pribadi dan tidak mewakili sikap atau pendapat organisasi atau institusi/perusahaan yang berkaitan dengan saya langsung/tidak langsung.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, Arthur C. 1994. *The Effect of Large Firm Audits on Municipal Bond Rating Decisions. A Journal of Practice & Theory*, Vol.13.
- Altman, Edward I. 2000. Predicting Financial Distress of Companies & Revising The 2-score and zeta models.
- Andry, Wydia. 2005. "Analisis Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi." *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol.8, No.2, September.
- Burton, B., Mike Adams, and Philip Hardwick. 1998. *The Determinants of Credit Ratings in United Kingdom Insurance Industry. The Journal of Risk and Insurance*.
- Darmadji, Tjiptono., dan Hendy M. Fakhruddin. 2006. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- Elton, Edwin J., and Martin J Gruber. 1995. *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. (5th ed.). New York: John Willey & Sons. Inc.
- Faerber, Esme. 2000. *Fundamentals of The Bond Market*. New York: McGraw- Hill.
- Gaol, Marusaha Lumban. 2005. Determinan Premi Risiko Obligasi Perusahaan (Studi Empiris di Bursa Efek Surabaya). *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Bisnis&Birokrasi*, Vol. 13, No.1. (Januari).
- Haryanti, Sri. 2003. "Euforia Itu Belum Berlalu." *Investor*, edisi 85, 10-23 September.
- Holland, K., and Hoston, J. (1993). Initial Public Offering in The Inlisted securities Market; The Impact of Professional Advisers Accounting and Business Reserach. 24 (93).
- Horrigan, James O. 1966. *The Determination of Long-Term Credit Standing With Financial Ratios. Journal of Accounting Research*, Vol 4.

- Kamstra, Mark., Peter Kennedy, and Teck-Kin Suan. 2001. *Combining Bond Rating Forecasts Using Logit*. *The Financial Review*, May, pp.75-96.
- Keown, Arthur J., et al. 2005. *Financial Management*. (10th ed.). New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- Lampiran Surat Edaran Bank Indonesia No.7/8/DPNP tanggal 31 Maret 2005.
- Manurung, Jonni., Adler Haymans Manurung, Ferdinand D Saragih, dan Marusaha Lumban Gaol. 2003. *Pasar Keuangan dan Lembaga Keuangan Bank dan Bukan Bank*. Jakarta: PT. Adler Manurung Press.
- Pickard, Alison Jane. 2007. *Research Methods in Information*. London: Facet Publishing.
- Pohan, Aulia. 2008. *Kerangka Kebijakan Moneter dan Implementasinya di Indonesia*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Pottier, Steven W., and David W Sommer. 1997. *Agency Theory and Life Insurer Ownership Structure*. *The Journal of Risk and Insurance*, Vol.64, No.3.
- _____. 1999. *Capital Ratios and Property-Liability Insurer Insolvencies Working paper*. University of Georgia.
- Rahardjo, Sapto. 2004. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama.
- Saragih, Ferdinand D. 2005. Menjelaskan Perilaku Imbal Hasil Saham dari Perspektif Model Asset Pricing: Suatu Studi Literatur Bagi Peneliti di Bidang Keuangan dan Investasi. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Bisnis & Birokrasi*, Vol.13, No.3 (September).
- Susaptoyono, Yogyo. 2007. "Ekonomi Mikro (Sektor Riil dan Sektor Manufaktur) Belum Pulih." *Bisnis Indonesia*, edisi 26, 6 Juli.
- Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta: Yayasan Sad Satria Bhakti.
- Jumlah Emiten Obligasi dan Kapitalisasi Pasar Obligasi di Indonesia. 2007. www.bapepamlk.depkeu.go.id