

Ketepatan Pemeringkatan Obligasi Antara Model Prediksi Dan Agen Pemeringkat

Appropriateness of Bond Rating Between Prediction Model and Rating Agents

MAYLIA PRAMONO SARI

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Semarang
Gedung C6 Kampus Sekaran, Gunungpati, Semarang 50229
Tel. 024.8508015, e-mail maylia_1010@yahoo.com

Diterima 31 Agustus 2008; Disetujui 28 Oktober 2008

Abstract : Bond rating which is generally released by rating agency has to be paid attention by enthusiastic investors who buy the obligation, because the rating gives the informative statement and gives the signal about probability failure owned by company. Research target is to evaluate and give the empirical evidence so meet the accuracy of bond rating by agent PEFINDO, by testing ability prediction model using accounting information that is finance ratio. By using sample as much 36 companies of non finance or 168 observation since year 2000 until 2002, the result from analysis of Multiple Discriminant Analysis (MDA) by statistic give chapter and verse that fifth of finance ratio raised by a researcher that is ratio leverage (LEVLTTLTA), liquidity (LIKCAICL), solvency (SOLCFOTL), profitability (PROFOIS) and productivity (PRODSFA) own the ability in forming model for the prediction of bond rating. Meanwhile the result of analysis of Chi Square gives chapter and verse that bond rating with the prediction model of based on finance ratio by statistic differ and better than bond rating conducted by agent PEFINDO. Thereby prediction model conducted by a the researcher can replace the rating conducted by agent PEFINDO.

Keywords : bond rating, leverage, liquidity, solvency, profitability, productivity

PENDAHULUAN

Keputusan permodalan merupakan salah satu keputusan penting yang harus diambil oleh seorang manajer karena menyangkut masalah investasi yang harus dilakukan oleh perusahaan baik untuk meningkatkan keunggulan kompetitif perusahaan di masa yang akan datang, maupun untuk melakukan perluasan usaha. Salah satu alternatif yang dapat digunakan manajer untuk membiayai investasinya adalah dengan menerbitkan obligasi.

Obligasi adalah surat berharga yang berisi

kontrak antara pemberi pinjaman (investor) dengan yang diberi pinjaman (emiten). Pemodal yang berminat membeli obligasi, sudah seharusnya memperhatikan peringkat obligasi karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan signal probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan.

Agen pemeringkat obligasi adalah lembaga independen yang memberi informasi pemeringkatan skala risiko utang (obligasi) sebagai petunjuk seberapa aman suatu obligasi bagi investor yang ditunjukkan oleh kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan melunasi

pokok pinjaman. Pemodal bisa menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi tersebut untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang, yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia (Rahardjo, 2003).

Pemilihan variabel yang diduga dapat mempengaruhi peringkat obligasi mengacu pada beberapa model penelitian terdahulu. Penelitian yang menggunakan rasio keuangan di antaranya Horrigan (1966); Pinches & Mingo (1973; 1975); Kaplan & Urwitz (1979); Chan & Jagadeesh (2003); Nurhasanah (2003) dan Kesumawati (2003). Proksi yang digunakan dalam penelitian mengacu pada pernyataan Standar & Poor's (1994) dalam Sulistyastuti (2002) dan didukung oleh hasil penelitian empiris yang dilakukan oleh beberapa penelitian tersebut.

Sejumlah penelitian terdahulu telah mengkaji ulang hasil peringkat obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat obligasi dengan angka-angka perhitungan alternatif, di antaranya dengan menguji perbedaan model statistik untuk memprediksi peringkat obligasi. Namun penelitian ini menggunakan peringkat yang dikeluarkan agen PEFINDO sebagai *benchmark* untuk menilai model. Peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian ini karena ditemukan pernyataan dan bukti bahwa peringkat yang dikeluarkan oleh agen tidak selalu akurat. Menurut Pinches & Mingo (1973 & 1975), negosiasi lebih lanjut antara agen pemeringkat dan pihak eksekutif perusahaan mengindikasikan bahwa terdapat keraguan akan independensi agen pemeringkat. Menurut Chan & Jagadeesh (2003), salah satu alasan biasanya peringkat yang dikeluarkan agen karena agen Moody's dan S&P's tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan dari hari ke hari. Sementara itu menurut Kerwer (1999), setelah proses penetapan peringkat yang dilakukan oleh agen dan ternyata hasil tersebut tidak disetujui oleh pihak eksekutif perusahaan maka pihak eksekutif perusahaan tersebut menyediakan informasi tambahan untuk meminta agen agar merevisi kembali keputusan pemeringkatan semula. Dalam hal ini peneliti hanya menggunakan agen

PEFINDO karena lembaga pemeringkat Kasnic masih terhitung baru dalam memberikan pelayanan pemeringkatan obligasi.

Penelitian ini akan menganalisis sejauh mana variabel rasio-rasio keuangan dapat membentuk model dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Selain itu, penelitian ini akan menjajaki proyeksi basis pemeringkatan obligasi yang digunakan oleh agen PEFINDO diganti dengan model prediksi yang menggunakan informasi akuntansi yaitu rasio keuangan.

Terdapat dua hal yang membedakan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya. *Pertama*, penelitian ini mengevaluasi ketepatan pemeringkatan obligasi oleh agen dengan model yang menggunakan rasio keuangan untuk memprediksi peringkat obligasi. Penelitian ini membuat suatu cara pengukuran alternatif dengan menggunakan beberapa asumsi untuk menentukan tingkatan peringkat obligasi. Peringkat obligasi dibagi menjadi dua, yaitu : *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) dan *speculative grade* (BB, B, CCC, D). Namun penelitian ini membagi peringkat obligasi ke dalam tiga kelompok, yaitu *investment grade/tinggi* (AAA, AA, A), *speculative grade/sedang* (BBB, BB, B), dan *default grade/rendah* (CCC, D), mengacu pada penelitian Cantor & Packer (1994) dan Kerwer (1999) yang menyatakan bahwa peringkat AAA, AA dan A memiliki jaminan aset yang tinggi terhadap risiko kegagalan. Selain itu ditemukan bukti bahwa batasan peringkat obligasi menurut agen tersebut dilanggar. Jadi kelak kemungkinan *default* antara peringkat AAA, AA dan A sangat berbeda dengan peringkat BBB, BB dan B. Sementara itu menurut S&P's (1994) dalam Sulistyastuti (2002), peringkat obligasi BBB sesungguhnya lebih memiliki karakter spekulasi daripada investasi. *Kedua*, penelitian sebelumnya hanya menggunakan faktor akuntansi rasio keuangan dari neraca dan laporan laba rugi, sedangkan penelitian ini ditambah rasio arus kas.

Penelitian ini bertujuan mengevaluasi dan memberikan bukti empiris mengenai ketepatan pemeringkatan obligasi oleh agen PEFINDO. Hal ini dilakukan dengan cara menguji kemampuan model prediksi yang menggunakan

informasi akuntansi yaitu rasio keuangan. Berdasarkan teori dan beberapa penelitian empiris terdahulu, peneliti berasumsi bahwa model prediksi yang diajukan lebih baik dan diharapkan dapat menggantikan basis pemerinkatan obligasi yang dilakukan oleh agen PEFINDO.

METODE

Teori Signal. Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen

perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut sehingga sangat sulit bagi investor dan kreditur untuk membedakan 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.

Tabel 1
Ringkasan Penelitian Terdahulu

Peneliti	Variabel Independen	Tipe Analisis	Variabel Independen Terbaik
Horrigan (1966)	Rasio keuangan dan subordination	<i>Multiple Regression</i>	<i>Subordination; TA; WCI/sales; net worth/TL; sales/net worth; and net operating profits/sales.</i>
Pinches & Mingo (1973 & 1975)	Rasio keuangan dan subordination	<i>Multiple Discriminant Analysis (MDA)</i>	<i>Subordination; issue size; net income+ interest/interest; years of consecutive dividends; LTL/TA; net income/TA.</i>
Kaplan & Urwitz (1979)	Rasio keuangan	<i>Ordinary Least Squares regression analysis (OLS)</i>	<i>Subordination status; size; earnings stability; leverage; earning coverage of interest; and profitability.</i>
Nurhasanah (2003)	Rasio Keuangan	<i>MDA & Logistik</i>	<i>LTL/TA; NW/TA; CA/CL; NW/FA; COGS/NS.</i>
Kesumawati (2003)	Rasio Keuangan	<i>Multiple Discriminant Analysis (MDA)</i>	<i>TL/TA (DEBT); NIAT/TA (ROA); RE/TA; AR (S/365); S/FA.</i>
Chan & Jagadeesh (2003)	Rasio keuangan	<i>MDA, MDA cross validation procedure, ordered probit (Probit), and Probit with stepwise variabel selection (probit-S)</i>	<i>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; assets turnover; receivable turnover; current ratio; quick ratio; size of bonds; and dividend/ interest.</i>

Sumber : penelitian terdahulu, diolah

Peringkat obligasi. Peringkat merupakan pernyataan 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 pada kondisi tidak mampu memenuhi kewajibannya (Foster, 1986). Peringkat obligasi perusahaan diharapkan dapat memberikan petunjuk bagi investor tentang kualitas investasi obligasi yang mereka minati.

Penelitian terdahulu. Tabel 1 menunjukkan rangkuman penelitian terdahulu yang menjadi acuan pemilihan variabel independen yang mampu memprediksi peringkat obligasi.

Pengembangan hipotesis. Wakerman (1981) dalam Watts & Zimmerman (1986) menentukan tiga poin yang menunjukkan bahwa agen pemeringkat menggunakan data akuntansi untuk memberi peringkat obligasi perusahaan yaitu penjelasan agen, pemilihan waktu perubahan peringkat, dan penelitian yang meneliti peringkat dan perubahannya. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1 : Seperangkat rasio keuangan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Rasio *leverage* adalah perbandingan antara dana yang berasal dari pemilik dengan dana yang berasal dari kreditur. Rasio ini mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang atau proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan maka semakin kecil risiko kegagalan perusahaan sehingga semakin baik peringkat perusahaan tersebut (Burton, Adam & Hardwick, 1998). Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1a : Rasio keuangan aspek *leverage* perusahaan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban terhadap utang jangka pendek. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzoita & Young (1998) dalam Burton, Adam & Hardwick (1998) menemukan hubungan antara likuiditas dengan peringkat utang. Semakin tinggi likuiditas berarti semakin

baik peringkat perusahaan tersebut. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1b : Rasio keuangan aspek likuiditas perusahaan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Rasio solvensi cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966). Solvensi merupakan rasio kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo. 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 solvensi perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1c : Rasio keuangan aspek solvensi perusahaan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Rasio profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, aset maupun laba bagi modal sendiri. Menurut Brotman (1998) dan Bouzoita & Young (1998) dalam Burton, Adam & Hardwick (1998), semakin tinggi tingkat profitabilitas semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau *default*, sehingga semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1d : Rasio keuangan aspek profitabilitas perusahaan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Rasio produktifitas/aktifitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966). Rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan menggunakan sumber-sumber dana yang ada di perusahaan. Semakin tinggi produktivitas perusahaan maka semakin baik pula peringkat perusahaan tersebut. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H1e : Rasio keuangan aspek aktivitas/ produktivitas perusahaan mempunyai kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Penelitian ini berasumsi bahwa pemeringkatan yang dilakukan agen PEFINDO tidak

selalu akurat. Hal tersebut didukung oleh pernyataan Pinches & Mingo (1973 & 1975); Kerwer (1999) dan Chan & Jagadeesh (2003). Dengan tidak adanya konflik kepentingan serta analisis tajam terhadap kualitas utang perusahaan, diharapkan hasil penilaian pemeringkatan obligasi ini lebih akurat, independen dan objektif. Berdasarkan hal tersebut, dirumuskan hipotesis berikut :

H2 : Pemeringkatan obligasi dengan model rasio keuangan berbeda dan lebih baik daripada pemeringkatan obligasi oleh agen PEFINDO.

Sumber data. Data yang digunakan adalah *database* laporan keuangan PPA (Pusat Pengembangan Akuntansi) UGM, *Indonesian Capital Market Directory (ICMD)*; *database* peringkat obligasi perusahaan agen PEFINDO (www.pefindo.com). Sampel dipilih dari populasi perusahaan yang obligasinya terdaftar di agen PEFINDO dan diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Sampel dipilih dengan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh sampel representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Tabel 2 menyajikan prosedur pemilihan sampel.

Variabel dependen dan independen. Variabel dependen mengukur peringkat obligasi perusahaan dengan memberi nilai pada masing-masing peringkat dengan asumsi bahwa semakin baik rasio keuangan maka semakin baik pula peringkat obligasi suatu perusahaan. Dalam hal ini kategori terbagi menjadi tiga yaitu *investment grade*/peringkat tinggi (AAA, AA, A), *speculative grade*/medium (BBB, BB, B) dan *default grade*/peringkat rendah (CCC, D).

Pembagian tiga kategori peringkat ini mengacu pada Kerwer (1999), Cantor & Packer (1994) dan (*Standar & Poor's*, 1994) dalam Sulistyastuti (2002).

Dalam penelitian ini dibentuk model dengan beberapa asumsi untuk mengklasifikasikan perusahaan dalam peringkat yang berbeda. Proksi yang digunakan untuk masing-masing rasio keuangan mengacu pada *Standar & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002). Selanjutnya akan diuji apakah proksi yang digunakan oleh S&P's sesuai dengan kondisi di Indonesia.

Asumsi pertama mengenai rasio *leverage*, jika rasio ini rendah mengandung arti bahwa hanya sebagian kecil aset didanai dengan utang sehingga semakin kecil pula risiko kegagalan perusahaan. Dengan kata lain semakin rendah *leverage* perusahaan maka semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton, Adam & Hardwick, 1998). Dalam hal ini peneliti menggunakan rasio LEVLT/LTA sebagai proksi dari rasio *leverage* karena rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan dibiayai oleh utang jangka panjang atau dengan kata lain rasio ini menunjukkan proporsi atas penggunaan utang jangka panjang untuk membiayai investasi perusahaan. Selain mengacu pada kriteria yang digunakan oleh *Standard & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002), rasio tersebut secara statistik signifikan pada penelitian Kaplan & Urwitz (1979); Chan & Jagadeesh (2003); Pinches & Mingo (1973; 1975); dan Nurhasanah (2003).

Asumsi yang kedua mengenai rasio likuiditas, semakin tinggi tingkat rasio suatu

Tabel 2
Prosedur Pemilihan Sampel

Klasifikasi	Jumlah
Obligasi perusahaan yang terdaftar di PEFINDO tahun 1995-2002	456
Obligasi perusahaan yang termasuk sektor perbankan dan keuangan	162
Obligasi perusahaan yang termasuk sektor non-keuangan dan perbankan	294
Obligasi perusahaan tidak memiliki laporan keuangan lengkap	102
Obligasi perusahaan tidak memiliki data dalam rupiah	24
Obligasi perusahaan yang memenuhi kriteria	168

Sumber : www.pefindo.com

perusahaan maka semakin tinggi posisi likuiditas perusahaan tersebut sehingga semakin baik pula peringkat perusahaan tersebut. Dalam hal ini peneliti menggunakan rasio LIKCAICL sebagai proksi rasio likuiditas karena rasio ini benar-benar mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka pendeknya melalui aktiva yang benar-benar likuid. Selain mengacu pada kriteria yang digunakan oleh *Standard & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002), rasio tersebut secara statistik signifikan pada penelitian Chan & Jagadeesh (2003), tetapi tidak signifikan pada penelitian Horrigan (1966); Kesumawati (2003) dan Nurhasanah (2003).

Asumsi ketiga mengenai rasio solvensi, rasio ini cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966). Semakin tinggi tingkat rasio solvensi maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam menentukan peringkat obligasi sebaiknya tidak hanya menggunakan rasio keuangan yang berasal dari neraca dan laporan laba rugi tetapi juga menggunakan rasio dari arus kas. Bryan & Hassan (1997) menemukan hasil bahwa arus kas bersih dari operasi dan total akrual mempengaruhi peringkat obligasi. Sedangkan arus kas bersih dari aktivitas investasi dan keuangan tidak mempunyai hubungan dengan peringkat obligasi. Dalam hal ini peneliti menggunakan variabel rasio arus kas yaitu rasio SOLCFOTL dengan alasan rasio tersebut mengindikasikan kemampuan perusahaan membayar seluruh utangnya dengan kas yang berasal dari aktivitas operasi, dengan asumsi seluruh arus kas neto dari aktivitas operasi digunakan untuk membayar utang-utangnya (Astami, 1999). Semakin kecil angka rasio ini maka semakin kecil fleksibilitas keuangan perusahaan dan semakin besar kemungkinan perusahaan menghadapi masalah keuangan di masa yang akan datang. Selain mengacu pada *Standard & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002), rasio tersebut secara statistik signifikan pada penelitian Kaplan & Urwitz (1979) dan Chan & Jagadeesh (2003).

Asumsi keempat mengenai rasio profitabilitas. Menurut Brotman (1998) dan Bouzoita & Young (1998) dalam Burton, Adam

& Hardwick (1998) semakin tinggi tingkat profitabilitas maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau *default*, dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Dalam hal ini peneliti menggunakan rasio PROFOIS (*Operating Profit Margin*) sebagai proksi rasio profitabilitas karena rasio ini mengukur seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan relatif perusahaan terhadap penjualan yang berhasil dicapai perusahaan. Selain mengacu pada *Standard & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002), rasio tersebut secara statistik signifikan pada penelitian Horrigan (1966) tetapi tidak signifikan pada penelitian Nurhasanah (2003).

Asumsi kelima mengenai rasio aktivitas/ produktivitas, di mana rasio ini secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horrigan, 1966). Semakin tinggi rasio produktivitas, maka semakin baik peringkat yang dimiliki perusahaan tersebut. Dalam hal ini peneliti menggunakan rasio PRODSFA (*Fixed Asset Turnover*) sebagai proksi dari rasio aktivitas karena rasio perputaran aktiva tetap tersebut mengukur efektivitas perusahaan dalam menghasilkan penjualan dari aktiva tetap yang dimilikinya. Rasio yang tinggi biasanya menunjukkan bahwa semakin efektif perusahaan tersebut menggunakan aktiva tetapnya. Rasio tersebut mengacu pada *Standar & Poor's* (1994) dalam Sulistyastuti (2002) dan Kesumawati (2003) tetapi secara statistik tidak signifikan pada penelitian Horrigan (1966).

Dalam hal ini ada dua kriteria untuk masing-masing rasio keuangan yang digunakan dalam model yaitu rasio yang baik (1) dan rasio yang tidak baik (0). Rasio likuiditas (LIKCAICL), solvensi (SOLCFOTL), profitabilitas (PROFOIS), dan produktivitas (PRODSFA) karena berhubungan positif dengan peringkat obligasi maka rasio keuangan tersebut dikatakan baik jika berada di atas median dan dikatakan tidak baik jika berada di bawah median. Sementara itu rasio *leverage* (LEVLTLTA) karena berhubungan negatif dengan peringkat obligasi maka rasio keuangan tersebut dikatakan baik jika di bawah median dan

dikatakan tidak baik jika di atas median. Pengklasifikasian berdasar median mengacu pada pengklasifikasian S&P's (1994) dalam Sulistyastuti (2002). Berdasarkan kelima asumsi tersebut, digunakan tolok ukur sebagai berikut :

1. Jika perusahaan memenuhi lima (semua) atau empat dari asumsi di atas maka perusahaan tersebut digolongkan peringkat tinggi (*investment grade*).
2. Jika perusahaan memenuhi tiga atau dua dari asumsi di atas maka perusahaan tersebut digolongkan peringkat sedang (*speculative grade*).
3. Jika perusahaan hanya memenuhi satu atau tidak memenuhi satupun dari asumsi di atas maka perusahaan tersebut digolongkan peringkat rendah (*default grade*).

Adapun variabel independen dalam penelitian ini adalah rasio keuangan yang pernah diuji oleh beberapa peneliti terdahulu dan disesuaikan dengan data yang tersedia, yaitu diambil dari laporan keuangan yang dipublikasikan. Penelitian ini menggunakan beberapa rasio dari laporan neraca, laba rugi dan arus kas yang merupakan proksi dari *leverage*, likuiditas, solvensi, profitabilitas dan aktivitas/produktivitas.

Multiple Discriminant Analysis (MDA). *Multiple Discriminant Analisis* (MDA) digunakan untuk menguji prediksi peringkat obligasi (Hipotesis 1) mengacu pada penelitian Pinches & Mingo (1973 & 1975); Chan & Jagadeesh (2003); Nurhasanah (2003) dan Kesumawati (2003). Dari analisis *Multiple Discriminant Analisis* (MDA), dapat ditentukan rasio keuangan yang secara signifikan dapat

dijadikan faktor pembeda antar kelompok *investment grade*, *speculative grade* dan *default grade* sehingga akan diperoleh skor pembeda (*Z-score*). Persamaan yang dibentuk dari *Multiple Discriminant Analysis (MDA)* adalah:

$$Z = w_1 X_1 + w_2 X_2 + \dots + w_n X_n$$

Chi-Square. *Chi-Square* digunakan untuk menguji ketepatan pemeringkatan agen (Hipotesis 2) yaitu uji kecocokan dengan membandingkan antara frekuensi hasil yang sebenarnya diamati (*actual*) dengan frekuensi yang diharapkan berdasarkan model yang diandaikan (*expected*).

HASIL DAN PEMBAHASAN

Deskripsi Data. Deskripsi data sekunder yang diolah berdasarkan metodologi penelitian dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel 3.

Uji hipotesis pertama. Metode analisis diskriminan ini menggunakan metoda bertahap (*stepwise method*) untuk memastikan variabel yang signifikan memiliki kemampuan dalam membedakan ketiga kelompok peringkat obligasi. Tujuan analisis ini adalah memastikan bahwa kelima rasio yang digunakan untuk membentuk model prediksi, terbukti memiliki kemampuan dalam membedakan ketiga kelompok peringkat obligasi. Model tersebut kemudian dapat digunakan untuk mencari skor pembeda (*Z-Score*) dan analisis data dilakukan dengan menggunakan bantuan program SPSS 11.00 for windows.

Hasil *stepwise statistic* yang ditunjukkan pada Tabel 4 menunjukkan bahwa kelima variabel tersebut signifikan untuk ketiga

Tabel 3
Statistik Deskriptif Sampel Penelitian

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
LEVLT/LTA	168	.00	.82	.2747	.17500
LIKCA/ICL	168	.01	5.22	1.2646	1.16497
SOLCF/OTL	168	-.51	1.09	.1279	.17485
PROFO/IS	168	-1.37	.53	.1709	.21081
PRODS/FA	168	.03	18.40	2.7535	3.62198
Valid N (listwise)	168				

Sumber : data diolah

kelompok diskriminan. Dengan demikian, perbedaan peringkat obligasi suatu perusahaan dipengaruhi oleh rasio *leverage* (LEVLTLTA), likuiditas (LIKCAICL), solvensi (SOLCFOTL), profitabilitas (PROFOIS) dan produktivitas (PRODSFA). Hasil analisis tersebut sekaligus menjawab hipotesis pertama bahwa terdapat kemampuan seperangkat rasio keuangan dalam

memprediksi peringkat obligasi. Berdasarkan hasil tersebut maka hipotesis 1 diterima karena rasio keuangan ternyata dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Uji hipotesis kedua. Tabel 5 merupakan hasil tabulasi silang antara frekuensi emiten obligasi yang peringkatnya diberikan agen PEFINDO dan model prediksi yang diajukan

Tabel 4
Hasil Uji Hipotesis 1

Variables Entered/Removed^{a,b,c,d}

Step	Entered	Wilks' Lambda							
		Statistic	df1	df2	df3	Exact F			
						Statistic	df1	df2	Sig.
1	SOLCFO TL	756	1	2	165.000	26.570	2	165.000	.000
2	PRODSF A	632	2	2	165.000	21.127	4	328.000	.000
3	PROFOIS	588	3	2	165.000	16.549	6	326.000	.000
4	LEVLTL A	538	4	2	165.000	14.713	8	324.000	.000
5	LIKCAICL	488	5	2	165.000	13.904	10	322.000	.000

At each step, the variable that minimizes the overall Wilks' Lambda is entered.

a. Maximum number of steps is 10.

b. Maximum significance of F to enter is .05.

c. Minimum significance of F to remove is .10.

d. F level, tolerance, or VN insufficient for further computation.

Sumber : data diolah

Tabel 5
Hasil Uji Crosstab

MODEL *PEFINDO Crosstabulation

			PEFINDO			Total
			RENDAH	SEDANG	TINGGI	
MODEL	RENDAH	Count	11	21	6	38
		Expected Count	8.8	10.6	18.5	38.0
		% within MODEL	28.9%	55.3%	15.8%	100.0%
		% within PEFINDO	28.2%	44.7%	7.3%	22.6%
		% of Total	6.5%	12.5%	3.6%	22.6%
	SEDANG	Count	28	14	41	83
		Expected Count	19.3	23.2	40.5	83.0
		% within MODEL	33.7%	16.9%	49.4%	100.0%
		% within PEFINDO	71.8%	29.8%	50.0%	49.4%
		% of Total	16.7%	8.3%	24.4%	49.4%
	TINGGI	Count	0	12	35	47
		Expected Count	10.9	13.1	22.9	47.0
		% within MODEL	.0%	25.5%	74.5%	100.0%
		% within PEFINDO	.0%	25.5%	42.7%	28.0%
		% of Total	.0%	7.1%	20.8%	28.0%
Total		Count	39	47	82	168
		Expected Count	39.0	47.0	82.0	168.0
		% within MODEL	23.2%	28.0%	48.8%	100.0%
		% within PEFINDO	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
		% of Total	23.2%	28.0%	48.8%	100.0%

Sumber : data diolah

oleh peneliti. Dari hasil uji *Crosstab* dapat ditunjukkan bahwa terdapat perbedaan klasifikasi kelompok antara agen PEFINDO dan model yang diajukan oleh peneliti. Berdasarkan agen PEFINDO, jumlah emiten yang termasuk kategori peringkat tinggi 82 perusahaan (49%), peringkat sedang 47 perusahaan (28%) dan peringkat rendah 39 perusahaan (23%). Sementara itu berdasarkan model prediksi yang diajukan oleh peneliti, jumlah emiten yang termasuk kategori peringkat tinggi 47 perusahaan (28%), peringkat sedang 83 perusahaan (49%) dan peringkat tinggi 38 perusahaan (23%). Dari hasil tersebut dapat dilihat bahwa jumlah emiten terbanyak menurut agen PEFINDO adalah emiten yang mendapat peringkat tinggi, sedangkan menurut peneliti adalah emiten yang mendapat peringkat sedang.

Emiten obligasi yang mendapat peringkat tinggi menurut agen PEFINDO sejumlah 82 emiten, ternyata menurut model prediksi sebagian besar termasuk pada peringkat sedang (41). Sementara itu, emiten obligasi yang mendapat peringkat sedang menurut agen PEFINDO sejumlah 47 emiten, ternyata menurut model prediksi sebagian besar termasuk pada peringkat rendah (21).

Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model prediksi yang diajukan peneliti lebih konservatif dibandingkan model prediksi agen PEFINDO. Dengan kata lain agen PEFINDO lebih optimis dan lebih subjektif dalam memberikan peringkat dibandingkan dengan model prediksi. Oleh karena itu asumsi yang

dibentuk oleh peneliti berdasarkan teori yang ada dan beberapa penelitian empiris terdahulu ternyata didukung oleh hasil uji *Crosstab*. Hal ini berarti bahwa model prediksi yang diajukan oleh peneliti berbeda dan lebih baik daripada pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh agen PEFINDO.

Hipotesis 2 diuji menggunakan analisis *Chi-Square Test*. Berdasarkan perhitungan *Chi-Square* tabel untuk $\alpha = 5\%$ dan $df = 4$, didapat *Chi-Square* tabel sebesar 9.49. Oleh karena *Chi-Square* hitung $>$ *Chi-Square* tabel ($44.115 > 9.49$), maka terdapat perbedaan antara frekuensi model prediksi yang diajukan dan PEFINDO (keduanya tidak sebangun). Selain itu terlihat pada kolom *Asymp. Sig* adalah 0.00, atau probabilitas dibawah 0.05 ($0.00 < 0.05$), maka terbukti bahwa terdapat perbedaan antara frekuensi amatan dan harapan. Dengan demikian Hipotesis 2 diterima karena secara statistik terbukti bahwa pemeringkatan obligasi dengan model rasio keuangan berbeda dan lebih baik daripada pemeringkatan obligasi oleh agen PEFINDO.

SIMPULAN

Penelitian ini mengevaluasi ketepatan pemeringkatan obligasi oleh agen dengan menyajikan model yang menggunakan informasi akuntansi yaitu rasio keuangan untuk memprediksi peringkat obligasi. Dalam hal ini peneliti membuat suatu cara pengukuran alternatif dengan menggunakan beberapa asumsi

Tabel 6
Hasil Uji Chi Square

Chi-Square Tests

	Value	df	Asymp. Sig. (2-sided)
Pearson Chi-Square	44.115 ^a	4	.000
Likelihood Ratio	55.027	4	.000
Linear-by-Linear Association	25.527	1	.000
N of Valid Cases	168		

a. 0 cells (.0%) have expected count less than 5. The minimum expected count is 8.82.

Sumber : data diolah

untuk menentukan tingkatan peringkat obligasi. Model prediksi menunjukkan bahwa semakin baik rasio keuangan maka semakin baik pula peringkat obligasi dengan menentukan proksi untuk kelima rasio keuangan (*leverage*, likuiditas, solvensi, profitabilitas dan produktivitas) didasarkan pada teori dan penelitian empiris terdahulu.

Penelitian ini menggunakan alat analisis MDA dan uji *Chi Square*. Hasil analisis *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) menunjukkan bukti secara statistis bahwa hipotesis 1 diterima, karena kelima rasio keuangan yang diajukan peneliti yaitu rasio *leverage* (LEVLT/LTA), likuiditas (LIKCA/ICL), solvensi (SOLCF/OTL), profitabilitas (PROFO/IS) dan produktivitas (PRODS/FA) memiliki kemampuan dalam membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hasil analisis *Chi Square* menunjukkan bahwa distribusi populasi ternyata tidak seragam atau terdapat perbedaan kriteria dalam memprediksi peringkat obligasi antara model prediksi yang diajukan oleh peneliti dengan agen PEFINDO. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa hipotesis 2 diterima karena pemeringkatan obligasi dengan model berdasar rasio keuangan secara statistis berbeda dan lebih baik daripada pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh agen PEFINDO.

Beberapa keterbatasan yang perlu menjadi agenda penelitian selanjutnya adalah sebagai berikut :

1. Adanya perbedaan hasil analisis laporan keuangan antara industri keuangan dan perbankan dengan industri non-keuangan membatasi peneliti untuk melakukan analisis rasio keuangan hanya pada industri non-keuangan saja.
2. Pemilihan sampel hanya industri non-keuangan sehingga hasilnya belum dapat menggeneralisasi ketepatan klasifikasi peringkat pada semua emiten obligasi.
3. Pengujian belum dapat dilakukan dengan periode panjang. Hal itu disebabkan karena jumlah obligasi yang diperdagangkan sedikit dan tidak aktif sehingga menyebabkan keterbatasan jumlah observasi maupun

kualitas datanya.

Beberapa implikasi dari penelitian ini dan beberapa saran penelitian untuk dilakukan peneliti di masa mendatang antara lain :

1. Jumlah sampel dimungkinkan lebih representatif dengan periode yang lebih panjang, karena dengan digunakannya laporan keuangan tahunan selama lebih dari tiga tahun terakhir akan didapat jumlah sampel yang lebih besar dan dapat mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.
2. Penelitian pada masa mendatang perlu menambahkan variabel rasio-rasio keuangan lain yang sesuai dengan analisis rasio keuangan jenis industri keuangan dan perbankan yang tentu saja berbeda dengan analisis rasio keuangan seperti halnya pada industri non-keuangan sehingga bisa dilakukan perbandingan antara hasil peringkat dua jenis industri yang berbeda tersebut.
3. Pengujian mengenai ketepatan pemeringkatan oleh agen dapat dilanjutkan pada lembaga pemeringkatan utang lain, seperti lembaga pemeringkatan utang PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia. Dengan demikian dapat dilakukan perbandingan ketepatan pemeringkatan pada dua lembaga peringkat tersebut dengan model prediksi yang diajukan peneliti.

DAFTAR PUSTAKA

- Astami, EW. 1999. *Pemanfaatan laporan arus kas dengan analisa rasio*. Kompak No. 20 hal : 338-357.
- Bryan, David O dan Hassan, Tanweer. 1997. "The association of cash flow components with corporate bond returns". *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*. Vol. 1 No. 1.
- Burton, B; Mike, A; and Hardwick, P. 1998. "The determinants of credit ratings in United Kingdom insurance industry". Working paper. www.google.com.
- Cantor, R & Packer, F. 1994. The Credit rating Industry. *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review* 19. Summer Fall (p.1-26).
- Chan, K; Jagadeesh, N; and Warga, A. 1999. "Market based evaluation for model to predict

- 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.
- PEFINDO. 2002. Indonesian Rating Highlight. Pefindo Credit Rating, August. *Working paper*. www.pefindo.com.
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.
- Suistyastuti, DR., 2002. *Saham & Obligasi, Ringkasan Teori dan Soal Jawab*. Yogyakarta : Universitas Atma Jaya.
- Watts, Rose L and Jerold L Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International. Inc. USA.