

**PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, SALDO LABA,
DAN ALIRAN KAS OPERASI TERHADAP PERINGKAT
OBLIGASI**

(Studi Empiris Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di BEI Periode 2009-2012)

ARTIKEL

*Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi pada
Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang*



Oleh :

RAHMI OCTAVIA

2010/16117

**PROGRAM STUDI AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS NEGERI PADANG**

2014

PERSETUJUAN PEMBIMBING
PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, SALDO LABA, DAN
ALIRAN KAS OPERASI TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI

(Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)

Oleh :

RAHMI OCTAVIA
16117/2010

Artikel ini disusun berdasarkan skripsi untuk persyaratan wisuda periode Maret 2014
dan telah diperiksa/disetujui oleh kedua pembimbing

Padang, Januari 2014

Pembimbing I



Nelvirita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19740706 199903 2 002

Pembimbing II



Mayar Afriventi, SE, M.Sc
NIP. 19840113 200912 2 005

PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, SALDO LABA, DAN ALIRAN KAS OPERASI TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI

(Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI Periode 2009-2012)

Rahmi Octavia

Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang
Jl. Prof. Dr. Hamka Kampus Air Tawar Padang

Email: rahmioctavia1810@yahoo.co.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI tahun 2009 sampai 2012. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan metode *purposive sampling* sehingga diperoleh 16 perusahaan yang akan dijadikan sampel. Metode analisis yang digunakan adalah analisis regresi logistik. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan dan aliran kas operasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan saldo laba berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

Kata Kunci : Peringkat Obligasi, Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, Aliran Kas Operasi

Abstract

The goal of this research is to find out the effect of company growth, retained earnings, and operating cash flow on bond rating in Indonesian Stock Exchange. Population in this research is the entire bond firms listed in Indonesian Stock Exchange from 2009 until 2012. The data collection method used in this research is purposive sampling which consist of 16 companies. Logit regression is used to test the hypothesis. The results shows that company growth and operating cash flows had no significant effect to the bond rating on bond firms listed in Indonesian Stock Exchange. Meanwhile, retained earnings had positive significant to the bond rating.

Keywords: Bond Rating, Company Growth, Retained Earnings, Operating Cash Flow

1. PENDAHULUAN

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta. Obligasi merupakan salah satu jenis surat hutang yang diperjualbelikan dalam pasar modal. Bursa Efek Indonesia (2013) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Dengan demikian obligasi dapat dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*) bagi pemegang obligasi.

Seorang investor yang akan membeli obligasi hendaknya tetap memperhatikan risiko gagal bayar (*default risk*), yaitu peluang dimana emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya. Salah satu cara yang dapat digunakan untuk mengetahui risiko gagal bayar adalah peringkat obligasi. Obligasi-obligasi sebelum ditawarkan, harus diperingkat oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*) yang menerbitkan peringkat obligasi. Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.

Kualitas suatu obligasi dapat dimonitor dari informasi peringkatnya. Sejak tahun 1995,

surat utang khususnya yang diterbitkan melalui penawaran umum wajib untuk diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang terdaftar di BAPEPAM. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang, yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Credit Rating Indonesia. Perbedaan kedua agen tersebut adalah dalam hal objek penilaian. Objek PEFINDO hanya memperingkat efek utang dan perusahaan. Sedangkan PT. Kasnic memberikan jasa pelayanan pemeringkatan *bond, commercial paper, collateralized bonds*, dan *general obligation*.

Perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia lebih banyak menggunakan jasa PEFINDO dalam memperingkat obligasi yang akan diterbitkan. Oleh karena itu, penelitian lebih mengacu pada hasil yang diberikan oleh PT PEFINDO dimana faktor-faktor relevan yang dipertimbangkan dalam pemeringkatan obligasi adalah *returns, volatility*, dan *asset size* (PEFINDO Mutual Fund Services, 2013).

Dengan adanya perkembangan penelitian tentang peringkat obligasi, faktor-faktor lain yang dapat dipertimbangkan dalam pemeringkatan obligasi adalah faktor keuangan dan faktor non keuangan. Faktor keuangan seperti profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, aliran kas operasi, laba ditahan, laba operasi, serta rasio keuangan lainnya dapat dipertimbangkan dalam pemeringkatan obligasi. Selain itu, faktor non keuangan seperti umur dan jaminan obligasi dapat

digunakan agen pemeringkat dalam menentukan peringkat obligasi. Dalam penelitian ini, faktor-faktor relevan yang akan diuji terkait dengan peringkat obligasi adalah pertumbuhan perusahaan, laba ditahan, dan aliran kas operasi.

Pertumbuhan perusahaan didefinisikan sebagai seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama (Machfoedz, 1996 dalam Nurullia, 2012). Pertumbuhan perusahaan diproksikan dengan komponen *Investment Opportunity Set* (IOS). Pottier dan Sommer (1999) dalam Almilia dan Devi (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan (*growth*) perusahaan yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Pada umumnya dengan pertumbuhan perusahaan yang baik akan memberikan peringkat obligasi yang *investment grade*. Investor didalam memilih investasi terhadap obligasi akan melihat pengaruh *growth* atau pertumbuhan perusahaan apabila perusahaan dinilai baik maka perusahaan penerbit obligasi akan memiliki peringkat obligasi *investment grade*.

Laba ditahan (saldo laba) merupakan modal yang dihasilkan sebuah perusahaan. Akun laba ditahan atau yang lebih dikenal dengan saldo laba mencerminkan akumulasi laba atau rugi yang tidak dibagikan sejak berdirinya perusahaan. Siegel dan Shim dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba ditahan (*retained earnings*) merupakan akumulasi penghasilan sebuah

perusahaan setelah dikurangi dividen. Laba ditahan atau saldo laba merupakan salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai kemampuan kinerja perusahaan di masa depan. Pada penelitian ini, rasio laba ditahan diukur dengan membandingkan laba ditahan akhir periode dengan *total assets* akhir periode sebelum pemeringkatan obligasi. Saldo laba perusahaan yang tinggi dinilai mampu mendukung peningkatan investasi dan kinerja perusahaan di masa depan. Kinerja perusahaan yang baik akan memberikan peringkat *investment grade* terhadap obligasi sehingga investor tertarik terhadap obligasi perusahaan tersebut.

Aliran (arus) kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Menurut Kieso (2008) arus kas operasi meliputi pengaruh kas dari transaksi yang digunakan untuk menentukan laba bersih. Dibandingkan dengan arus kas investasi dan pendanaan, arus kas dari aktivitas operasi mencerminkan aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan, sedangkan arus kas investasi menggambarkan tentang perolehan dan pelepasan aktiva jangka panjang serta investasi yang tidak termasuk kedalam kas (Harahap, 2001 dalam Mega, 2011), dan arus kas pendanaan merupakan aktivitas perusahaan yang paling banyak berhubungan dengan pemilik perusahaan dan pihak luar perusahaan yaitu kreditur. Rasio arus kas operasi ini diukur dengan membandingkan arus kas operasi akhir periode dengan *total assets* akhir periode sebelum

pemeringkatan obligasi. Burton et al. (2000) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa aliran kas operasi berhubungan dengan tingkat likuiditas yang tinggi yang akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi peningkatan prediksi peringkat obligasi.

Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi berhasil dikumpulkan, dengan menggunakan variabel pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi sebagai indikatornya. Immaculatta dan Restuti (2008) dan Adhisyahfitri dkk (2012) menguji tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi. Penelitian Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa (2012) dan Yasa (2010) menguji tentang pengaruh laba ditahan, laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi, dan jaminan terhadap peringkat obligasi.

Berdasarkan latar belakang di atas dan keperluan memahami faktor-faktor fundamental dalam menganalisis peringkat obligasi, penulis tertarik untuk meneliti mengenai **“Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, dan Aliran Kas Operasi Terhadap Peringkat Obligasi Pada Perusahaan yang Terdaftar Di Bursa Efek Indonesia (BEI)”**.

Dari latar belakang tersebut, maka permasalahan dalam penelitian yang akan dilakukan adalah:

1. Seauhmana pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi?

2. Seauhmana saldo laba berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
3. Seauhmana pengaruh aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi?

Adapun tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk mengetahui:

1. Pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi.
2. Pengaruh saldo laba terhadap peringkat obligasi.
3. Pengaruh aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi.

Penelitian ini diharapkan memberikan manfaat:

1. Bagi penulis, untuk menambah wawasan dan pengetahuan mengenai pengaruh pertumbuhan perusahaan, saldo laba, terhadap peringkat obligasi pada perusahaan yang terdaftar di BEI tahun 2009-2012.
2. Bagi pengembangan ilmu pengetahuan khususnya pada konsentrasi akuntansi keuangan mengenai peringkat obligasi dan faktor fundamental yang mempengaruhinya.
3. Bagi investor, untuk menambah informasi mengenai faktor fundamental dalam mempertimbangkan pengambilan keputusan investasi yang optimal dengan melihat aspek pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi.

4. Bagi peneliti selanjutnya, dapat dijadikan sebagai referensi yang dapat memberikan informasi teoritis dan empiris pada pihak-pihak yang akan melakukan penelitian lebih lanjut mengenai permasalahan ini.

2. TELAAH LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Sinyal

Teori sinyal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan pada pihak eksternal. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dan pihak luar. Tearney (2000) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyebutkan bahwa teori pensinyalan menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan informasi tertentu. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal. Informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang dilakukan secara sukarela oleh manajemen perusahaan.

Obligasi

Obligasi adalah efek pendapatan tetap yang diperdagangkan di masyarakat

dimana penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada jatuh tempo. Obligasi pada dasarnya merupakan surat pengakuan hutang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat pemodal. Jangka waktu obligasi telah ditetapkan dan disertai dengan pemberian imbalan bunga yang jumlah dan saat pembayarannya telah ditetapkan dalam perjanjian (Sunariyah, 2010).

Peringkat Obligasi

Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi (*credit ratings*). Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan dari kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Peringkat obligasi juga merupakan opini dari lembaga pemeringkat serta sumber informatif bagi peodal atas risiko obligasi yang diperdagangkan (Berdasarkan Keputusan BAPEMAN dan Lembaga Keuangan Kep-151/BL/2009). Informasi peringkat tersebut diharapkan dapat membantu investor dalam mengambil keputusan investasi. Dengan demikian investor dapat mengambil keputusan dengan tepat.

Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor 135/BL/2006 Tentang "Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang" menyatakan bahwa

emiten yang akan menerbitkan obligasi wajib memperoleh hasil pemeringkatan obligasi. Hasil pemeringkatan tersebut diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang telah mendapat izin usaha sebagai lembaga pemeringkat dari Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. Pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh dua lembaga, yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT Kasnic Credit Rating. Dalam penelitian ini, peringkat obligasi akan didasarkan pada peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO. Defini peringkat berdasarkan PT. PEFINDO dapat dilihat pada **Tabel 1. Definisi Peringkat PT. PEFINDO (lampiran).**

Pertumbuhan Perusahaan

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Menurut Helfert (1997) dalam Nurullia (2012) pertumbuhan adalah dampak atas arus dana perusahaan dari perubahan operasional yang disebabkan oleh pertumbuhan atau penurunan volume usaha. Pertumbuhan juga didefinisikan sebagai seberapa jauh perusahaan menempatkan diri dalam sistem ekonomi secara keseluruhan atau sistem ekonomi untuk industri yang sama (Machfoedz, 1996 dalam Nurullia, 2012).

Saldo Laba

Secara umum, saldo laba (laba ditahan) merupakan laba bersih yang tidak dibayarkan sebagai dividen tetapi diakumulasikan selama masa usaha perusahaan dan

dilaporkan pada bagian kekayaan bersih atau ekuitas di dalam laporan posisi keuangan. Kieso, Weygandt, dan Warfield (2008) mendefinisikan laba ditahan sebagai modal yang diperoleh perusahaan. Siegel dan Shim dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa laba ditahan (*retained earnings*) merupakan akumulasi penghasilan sebuah perusahaan setelah dikurangi dengan dividen. Akun laba ditahan mencerminkan akumulasi laba atau rugi yang tidak dibagikan sejak berdirinya perusahaan.

Aliran Kas Operasi

Aliran kas operasi atau yang lebih dikenal dengan arus kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Menurut Kieso (2008) arus kas operasi meliputi pengaruh kas dari transaksi yang digunakan untuk menentukan laba bersih. Aktivitas operasi (*operating activities*) merupakan aktivitas perusahaan yang terkait dengan laba (Subramanyam, 2010). Harnanto (2003) dalam Mustika (2011) menyatakan bahwa informasi tentang arus kas operasi akan membantu para pemodal dan kreditur untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas bersih yang positif dan memenuhi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya, termasuk kemampuan untuk membayar dividen di masa yang akan datang.

Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi berhasil dikumpulkan. Penelitian Ni Made Estiyanti dan Gerianta

Wirawan Yasa (2012) dalam penelitiannya mengenai faktor keuangan dan faktor non keuangan pada peringkat obligasi perusahaan non keuangan yang beredar di BEI. Jumlah sampel pada penelitian ini adalah 20 perusahaan dengan 144 obligasi. Teknik analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah model *ordinal logistic regression*. Hasil penelitian menyatakan bahwa laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi, dan jaminan tidak berpengaruh pada peringkat obligasi di BEI.

Gerianta Wirawan Yasa (2010) melakukan penelitian terhadap manajemen laba sebelum pemeringkatan obligasi perdana pada perusahaan manufaktur yang beredar di BEI. Jumlah sampel penelitian adalah 30 perusahaan. Teknik analisa yang digunakan dalam penelitian adalah analisis diskriminan. Hasil penelitian menyatakan bahwa laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, dan likuiditas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi pada perusahaan yang beredar di Bursa Efek Indonesia. Sedangkan total assets dan leverage tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada perusahaan yang beredar di BEI.

Luciana Spica Almilia dan Vieka Devi (2007) melakukan penelitian tentang faktor-faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta periode 2001-2005, dengan jumlah

sampel sebanyak 119 perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan dan likuiditas berpengaruh dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI. Variabel lainnya seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, jaminan, umur obligasi, dan reputasi auditor dinyatakan tidak berpengaruh dalam peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI.

Maria Immaculatta dan Dwi Restuti (2008) menguji tentang pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat dan *yield* obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya. Jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 115 obligasi. Teknik analisa yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis *logistic regression*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

Adhisyahfitri, M Nur Yahya dan Saidaturrahmi (2012) melakukan penelitian tentang peringkat obligasi dan faktor yang mempengaruhinya. Penelitian dilakukan pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2005-2008 dengan jumlah sampel dalam penelitian adalah 22 perusahaan. Data dianalisis dengan menggunakan metode regresi *logistic*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan, umur obligasi dan reputasi KAP tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi

Hubungan Antar Variabel

a. Hubungan pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi

Perusahaan yang bertumbuh memerlukan dana untuk investasinya. Dana bisa bersumber dari internal perusahaan, misalnya laba, namun seringkali investasi yang besar memerlukan banyak biaya sehingga pendanaan yang bersifat internal bisa jadi tidak mencukupi biaya investasinya.

Burton et al (1998) dalam Almilia dan Devi (2007) menyatakan bahwa pertumbuhan yang positif dalam *annual surplus* dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi financial. Para pemegang obligasi yang memiliki pertumbuhan yang tinggi dari tahun ke tahun dalam bisnis adalah lebih besar kemungkinan secara sukarela untuk kredit rating daripada *insurer* yang memiliki pertumbuhan lebih rendah. Dengan kata lain, *insurer* yang mempunyai pengalaman *growth* dalam pelaporan *annual surplus* akan mendapat resiko penjaminan yang lebih tinggi. Menurut Pottier dan Sommer (1997) dalam Adhisyahfity dkk (2012) pertumbuhan perusahaan yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi, karena pertumbuhan mengindikasikan prospek kinerja *cash flow* masa mendatang dan meningkatkan nilai ekonomi. Oleh karena itu

investor dalam memilih investasi khususnya pada obligasi akan melihat pertumbuhan perusahaan, apabila pertumbuhan perusahaan dinilai baik maka perusahaan penerbit obligasi akan memiliki peringkat obligasi *investment grade*.

Maria Immaculatta dan Dwi Restuti (2008) menyimpulkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hal ini berarti bahwa perusahaan bertumbuh mempunyai harapan untuk berkembang dan menghasilkan laba sehingga bisa digunakan untuk membayar pokok dan bunga obligasi dengan lancar karena jatuh tempo obligasi dalam jangka waktu yang lama. Dengan adanya perkembangan perusahaan ini kreditur akan merasa aman karena perusahaan menghasilkan laba yang digunakan untuk membayar pokok dan bunga obligasi dengan lancar.

b. Hubungan laba ditahan (saldo laba) terhadap peringkat obligasi

Laba ditahan (*retained earnings*) adalah laba bersih yang tidak dibayarkan sebagai dividen tetapi diakumulasikan selama masa usaha perusahaan dan dilaporkan pada bagian kekayaan bersih atau ekuitas dalam laporan posisi keuangan. Laba ditahan digunakan untuk investasi kembali dalam bisnis atau untuk melunasi kewajiban keuangan dan bisa bersaldo negatif jika terjadi kerugian.

Laba ditahan juga didefinisikan sebagai salah satu sumber pendanaan penting untuk membiayai kinerja perusahaan (Riyanto, 2011). Dengan demikian, kenaikan laba ditahan dapat memicu investor untuk menilai peringkat obligasi suatu perusahaan diakibatkan oleh kinerja perusahaan yang meningkat.

Laba ditahan merupakan akun laba rugi perusahaan yang tidak dibagikan. Dalam hal mendukung peningkatan perusahaan, maka laba ditahan merupakan salah satu kategori dari modal internal perusahaan. Melalui laba ditahan, investor dapat melihat modal yang digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan perusahaan, tanpa memandang adanya bantuan dana dari pihak eksternal. Laba ditahan atau saldo laba merupakan acuan bagi investor untuk melihat ketersediaan dana yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat menjadi gambaran dari prospek masa depan perusahaan. Saldo laba yang tinggi dapat mendukung kinerja dan peningkatan perusahaan, sehingga dapat dijadikan sebagai indikator yang mempengaruhi peringkat obligasi,

Gerianta Wirawan Yasa (2010) dalam penelitiannya mengenai pemeringkatan obligasi sebagai pemicu manajemen laba menyimpulkan bahwa laba ditahan memiliki kemampuan dalam membedakan peringkat obligasi perusahaan, baik itu obligasi dengan

peringkat *investment grade* dan *non investment grade*. Artinya, kenaikan laba ditahan akan menaikkan probabilitas peringkat obligasi. Hal ini membuktikan bahwa laba ditahan berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

c. Hubungan aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi

Aliran kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Aktivitas operasi (*operating activities*) merupakan aktivitas perusahaan yang terkait dengan laba (Subramanyan, 2010). Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator utama untuk menentukan apakah operasi entitas dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi entitas, membayar dividen, dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar.

Informasi tentang arus kas operasi akan membantu para pemodal untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas bersih yang positif dan memenuhi kewajiban jangka pendek dan jangka panjangnya, termasuk kemampuan untuk membayar dividen dan bunga di masa yang akan datang. Oleh karena itu, indikator arus kas operasi dapat digunakan dalam pemeringkatan obligasi. Arus kas operasi menjadi salah satu acuan bagi investor dalam memilih obligasi,

karena arus kas operasi menggambarkan kemampuan perusahaan menghasilkan kas dari aktivitas operasinya.

Burton et al. (2000) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa arus kas operasi berhubungan dengan tingkat likuiditas yang tinggi yang akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Gerianta Wirawan Yasa (2010) menyimpulkan bahwa aliran kas operasi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

Kerangka Konseptual

Seorang investor yang akan berinvestasi dalam obligasi tentunya harus memperhatikan *credit rating* atau peringkat obligasi (*bond rating*). *Bond rating* merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan seberapa aman obligasi bagi si pemodal. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Terdapat beberapa indikator yang dapat digunakan oleh investor dan agen pemeringkat dalam menilai suatu obligasi, yaitu faktor keuangan dan faktor non keuangan. Namun, faktor-faktor relevan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertumbuhan perusahaan, laba ditahan, dan aliran kas operasi.

Perusahaan yang bertumbuh pasti memerlukan dana untuk mendukung investasi mereka. Perusahaan yang bertumbuh akan

menggunakan aliran kasnya untuk investasi, penguasaan teknologi dan mengembangkan produk, sehingga bila perusahaan menggunakan obligasi sebagai aliran pendanaannya, maka ada kemungkinan perusahaan tidak bisa membayar bunga dan pokok obligasi sehingga risikonya tinggi yang berakibat pada rendahnya peringkat. Jadi, dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan mengalami kenaikan pertumbuhan, maka peringkat obligasi perusahaan tersebut juga akan meningkat.

Laba ditahan (saldo laba) didefinisikan sebagai bagian dari laba bersih yang tidak dibayarkan kepada investor namun diakumulasikan selama operasi perusahaan dan dilaporkan didalam laporan posisi keuangan perusahaan. Selain itu laba ditahan merupakan unsur utama yang paling penting dalam membiayai kinerja perusahaan di masa depan, sehingga kinerja operasi perusahaan dapat ditingkatkan melalui pendanaan dari laba ditahan. Laba ditahan yang bernilai positif dapat digunakan sebagai indikator dalam menilai bagaimana perusahaan mampu mengelola operasinya. Sehingga, apabila laba ditahan perusahaan meningkat, maka *rating* dan *grade* obligasi juga akan meningkat.

Aliran kas operasi yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Dengan demikian, tingkat arus kas operasi perusahaan yang meningkat dapat digunakan sebagai indikator dalam menilai peringkat obligasi.

Berdasarkan uraian di atas, maka dapat digambarkan kerangka konseptual seperti pada **Gambar 1. Kerangka Konseptual (lampiran).**

Hipotesis

Berdasarkan teori dan latar belakang permasalahan yang telah dikemukakan sebelumnya maka dapat dibuat beberapa hipotesis terhadap permasalahan sebagai berikut:

- H₁ : Semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori peringkat *investment grade*.
- H₂ : Semakin tinggi saldo laba maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori peringkat *investment grade*.
- H₃ : Semakin tinggi aliran kas operasi maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori *investment grade*.

3. METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah dan tujuan yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, maka penelitian ini tergolong penelitian kausatif (*causative*). Penelitian kausatif merupakan tipe penelitian untuk menganalisis pengaruh beberapa variabel terhadap variabel lainnya. Dimana penelitian ini bertujuan untuk melihat seberapa

besar variabel bebas mempengaruhi variabel terikat. Penelitian ini berusaha menjelaskan pengaruh pertumbuhan perusahaan (X₁), saldo laba (X₂) dan aliran kas operasi (X₃) sebagai variabel independen terhadap peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai variabel dependen.

Populasi dan Sampel

Populasi merupakan keseluruhan objek yang memenuhi syarat-syarat tertentu dan berkaitan dengan masalah yang diteliti. Populasi yang akan diamati dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di BEI dan yang menerbitkan obligasi dan terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO selama tahun pengamatan yaitu dari tahun 2009 sampai 2012.

Pemilihan sampel dilakukan dengan teknik *purposive sampling*, yaitu pemilihan sampel yang didasarkan pada kriteria tertentu. Kriteria yang akan digunakan adalah:

1. Perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2009 sampai dengan 2012 dan diperingkatkan oleh lembaga pemeringkat obligasi PT PEFINDO selama 4 tahun berturut-turut.
2. Perusahaan-perusahaan tersebut menerbitkan dan mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara lengkap per 31 Desember dari tahun 2009 hingga tahun 2012.

3. Menggunakan mata uang rupiah dalam penyajian laporan keuangan perusahaan.
4. Perusahaan penerbit obligasi yang tercatat memiliki informasi yang lengkap yang berhubungan dengan penelitian.

Berdasarkan pada **Tabel 2. Kriteria Pemilihan Sampel (lampiran)**, maka perusahaan yang memenuhi kriteria dan dijadikan sampel dalam penelitian ini berjumlah 16 perusahaan yang ditunjukkan dalam **Tabel 3. Daftar Perusahaan Sampel (lampiran)**.

Jenis Data dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data dokumenter yang diperoleh dari seluruh perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI periode 2009-2012. Sumber data adalah data sekunder yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory*, data dari pojok BEI FE UNP, situs resmi BEI dan situs-situs lain yang diperlukan.

Teknik Pengumpulan Data

Untuk memperoleh data yang diperlukan dalam penelitian ini, penulis menggunakan teknik dokumentasi. Dari data-data yang dipublikasikan oleh perusahaan mengenai neraca dan laporan laba rugi perusahaan dari Bursa Efek Indonesia melalui situs resmi BEI :www.idx.co.id, dari *Indonesian Capital Market Directory*, dan data peringkat obligasi dari PT. PEFINDO.

Variabel Penelitian dan Pengukurannya

Variabel Dependen (Y)

Variabel dependen adalah variabel yang menjadi perhatian utama dalam penelitian (Kuncoro, 2003). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi (Y). Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi. Peringkat obligasi diukur dengan menggunakan variabel *dummy*. Peringkat obligasi dibagi menjadi dua kategori yaitu kategori *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) yang diberi nilai 1 dan *non investment grade* (BB, B, CCC, D) yang diberi nilai 0.

Variabel Independen (X)

Pertumbuhan Perusahaan (X₁)

Pertumbuhan perusahaan merupakan kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *size*. Pertumbuhan perusahaan diukur dengan menggunakan proksi *Investment Opportunity Set (IOS)*, yaitu rasio *Market to Book Value of Assets*, dengan alasan bahwa rasio ini lebih menjelaskan investasi perusahaan di masa depan diakibatkan pengelolaan asset.

$$\frac{MVA}{BVA} = \frac{(\text{Total Aktiva} - \text{Total Ekuitas Biasa}) + (\text{Saham Beredar} \times \text{Harga Penutupan Saham})}{\text{Total Aktiva}}$$

Saldo Laba (Laba Ditahan) (X₂)

Laba ditahan (*retained earning*) juga didefinisikan sebagai salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai pertumbuhan perusahaan. Laba ditahan dalam penelitian ini diukur dengan membandingkan laba ditahan akhir periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dengan *total assets* awal periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

$$\text{Rasio Laba Ditahan} = \frac{\text{Laba Ditahan Akhir Periode}}{\text{Total Asset}}$$

Aliran Kas Operasi (X₃)

Aliran kas operasi merupakan arus kas yang berasal dari aktivitas operasi perusahaan. Aliran kas operasi dalam penelitian ini diukur dengan rasio aliran kas operasi akhir periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* awal periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

$$\text{Rasio Aliran Kas Operasi} = \frac{\text{Aliran Kas Operasi}}{\text{Total Asset}}$$

Teknik Analisis Data

Dalam penelitian ini metode analisis data yang digunakan adalah *logistic regression* dengan pengolahan data melalui software SPSS (*Statistical Package for Social Science*). Model ini digunakan karena variabel dependen yang digunakan berupa variabel *dummy* (peringkat obligasi kategori *investment grade* = satu dan peringkat obligasi kategori *non investment grade* = nol). Dalam teknik analisis ini tidak memerlukan lagi uji normalitas dan uji asumsi klasik pada variabel bebasnya (Ghozali, 2012). Karena pada regresi logistik mengabaikan *heteroscedasity*, artinya variabel dependen tidak memerlukan *hemoscedascy* untuk masing-masing variabel independennya. Dengan demikian model analisis dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{P}{(1-P)} = \alpha + \beta_1 \text{GROWTH}_{it} + \beta_2 \text{LDit} + \beta_3 \text{AKO}_{it} + e$$

Keterangan :

$$\text{Ln} \frac{P}{(1-P)} = 1, \text{ jika peringkat obligasi termasuk } \textit{investment grade} \text{ (memiliki peringkat AAA, AA, A, BBB)}$$

$$\text{Ln} \frac{P}{(1-P)} = 0, \text{ jika peringkat obligasi termasuk } \textit{non investment grade} \text{ (memiliki peringkat BB, B, CCC, D)}$$

α	: Konstanta
β_{1-3}	: Koefisien regresi
GROWTH:	Pertumbuhan perusahaan
LD	: Laba ditahan
AKO	: Aliran (arus) kas operasi
E_i	: Standard Error

Langkah-langkah analisis:

- a. Menilai Kelayakan Model Regresi
 Dasar pengambilan keputusan adalah jika nilai *goodness of fit test* yang diukur dengan nilai *chi-square* pada bagian bawah uji *Hosmer and Lameshow* harus menunjukkan angka $> 0,05$. Artinya, tidak ada perbedaan yang nyata antara klasifikasi yang diprediksi dengan klasifikasi yang diamati. Jika nilai *goodness of fit test* $> 0,05$ berarti model *regresi logistik* mampu memprediksi nilai observasinya atau model dapat diterima dan layak dipakai untuk analisis selanjutnya.
- b. Menilai Keseluruhan Model (*Overall Model Fit*)
 Untuk menilai keseluruhan model diperhatikan angka $-2 \text{ Log Likelihood (LL)}$ pada awal (blok *number* = 0) dan angka $-2 \text{ Log Likelihood}$ pada blok *number* = 1. Jika terjadi penurunan angka 2 Log Likelihood (blok *number* 0 – blok *number* 1) menunjukkan model regresi yang baik.
- c. Uji Koefisien Determinasi
 Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variasi

variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai koefisien determinasi dapat dilihat pada nilai *nagelkerke R Square*.

Uji Hipotesis

Uji ini bertujuan untuk menguji pengaruh secara parsial antara variabel bebas terhadap variabel terikat dengan mengasumsikan variabel lain adalah konstan. Hal ini diperoleh dengan rumus :

$$t = \frac{\beta_n}{S\beta_n}$$

Keterangan:

- β_n = Koefisien regresi masing-masing variabel
- $S\beta_n$ = Standar error dari masing-masing variable

Hasil pengujian terhadap *t*-statistik dengan standar signifikansi $\alpha = 5\%$ adalah:

1. Jika $\text{sig.} < \alpha$, maka H_0 ditolak dan H_a diterima. Ini berarti bahwa ada pengaruh secara parsial antara variabel bebas terhadap variabel terikat.
2. Jika $\text{sig.} \geq \alpha$, maka H_0 diterima dan H_a ditolak. Ini berarti bahwa tidak ada pengaruh secara parsial antara variabel bebas dengan variabel terikat.

4. TEMUAN PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Gambaran Umum Obligasi Perusahaan yang Beredar di BEI

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi)

maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta. Obligasi merupakan salah satu jenis surat hutang yang diperjualbelikan dalam pasar modal. Obligasi dapat dikatakan sebagai salah satu instrumen pasar modal yang memberikan pendapatan tetap (*fixed-income securities*) bagi pemegang obligasi. Dalam menerbitkan obligasi di pasar modal, perusahaan yang akan menerbitkan obligasi akan membutuhkan profesi penunjang pasar modal, seperti notaris, konsultan hukum, akuntan, dan jasa penilai dalam memenuhi regulasi pasar modal.

Statistik Deskriptif

Untuk lebih mempermudah dalam melihat gambaran mengenai variabel yang diteliti dan setelah melalui proses pengolahan dengan menggunakan program SPSS, variabel tersebut dapat dijelaskan secara statistik seperti yang tergambar pada **Tabel 4. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian (lampiran)**.

Berdasarkan tabel 4 tersebut terlihat bahwa sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 64 data selama rentang tahun penelitian 2009-2012. Variabel terikat yaitu peringkat obligasi dikategorikan menjadi dua yaitu bernilai 1 untuk kategori *investment grade* dan bernilai 0 untuk kategori *non investment grade*. Variabel pertumbuhan perusahaan memiliki *mean* senilai 1,1719 dengan nilai maksimum sebesar 2,53 dan nilai minimum sebesar 0,71. Variabel saldo laba yang dinyatakan dalam

satuan persen menunjukkan *mean* sebesar 14,06% dengan nilai maksimum yang mencapai 59% dan nilai minimum yang menunjukkan angka -90%. Variabel yang terakhir yaitu aliran kas operasi menyatakan *mean* sebesar -0,3972 dengan nilai maksimum yang mencapai 0,59 dan nilai minimum senilai -26,70.

Analisis Data

1. Uji Kelayakan Model

Dalam menilai kelayakan suatu model regresi logistik dilakukan dengan menggunakan uji *Hosmer-Lemeshow Goodness of Fit*. Apabila nilai uji *Hosmer-Lemeshow Goodness of Fit* sama dengan atau kurang dari 0,05, maka model yang diregresikan tidak fit dengan data. Sebaliknya, apabila nilai *Hosmer-Lemeshow Goodness of Fit* lebih besar dari 0,05, maka dapat diambil kesimpulan bahwa model yang diregresikan *fit* dengan data. Hasil uji *Hosmer-Lemeshow Test* dapat dilihat pada **Tabel 5. Hasil Uji Hosmer-Lemeshow Test (lampiran)**.

Berdasarkan tabel 6 terlihat bahwa nilai statistic *Hosmer and Lemeshow Test* sebesar 3,087 dengan probabilitas signifikan 0,929 yang nilainya diatas 0,05. Hal ini menandakan bahwa model *Logistic Regression* layak dipakai untuk analisis selanjutnya dan mampu memprediksi nilai observasi.

2. Uji Keseluruhan Model

Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan nilai antara $-2 \log \text{likelihood}$ (-2LL)

pada awal (*block number* = 0) dengan nilai *-2 log likelihood* (-2LL) pada akhir block (*block number* = 1). Adanya pengurangan nilai antara -2LL awal dengan -2LL langkah berikutnya menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan fit dengan data. Hasil uji keseluruhan model dilihat berdasarkan nilai -2LL **Tabel 6 dan Tabel 7. Hasil Uji -2 Log Likelihood (lampiran).**

Berdasarkan tabel 6 diatas dapat dilihat bahwa model yang hanya menggunakan konstanta saja tanpa menggunakan variabel bebas menghasilkan nilai *-2 log likelihood* 29,925, sedangkan jika variabel pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi dimasukkan kedalam model, maka nilai *-2 log likelihood* turun menjadi 15,012 yang berarti model dengan variabel pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi lebih baik dibandingkan hanya model dengan konstanta saja. Jadi dapat disimpulkan bahwa model fit.

3. Uji Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi digunakan untuk mengetahui seberapa besar variasi variabel independen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen. Nilai koefisien determinasi dapat dilihat pada nilai *Nagelkerke R Square*. Hasil pengujian koefisien determinasi (*Nagelkerke R Square*) dapat dilihat pada **Tabel 8. Hasil Uji**

Koefisien Determinasi (lampiran).

Berdasarkan tabel hasil uji koefisien determinasi diatas terlihat bahwa nilai *Cox & Snell R Square* sebesar 0,208 dan nilai *Nagelkerke R Square* adalah 0,557 yang berarti bahwa variabilitas yang terjadi pada variabel terikat yaitu peringkat obligasi yang dibedakan menjadi *investment grade* dan *non investment grade* dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel bebasnya yaitu pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi sebesar 55,7%, sedangkan sisanya sebesar 44,3% dijelaskan oleh variasi variabel lainnya diluar model.

4. Uji Analisis Regresi Logistik

Hasil pengujian dengan menggunakan analisis regresi logistic disajikan pada **Tabel 9. Hasil Uji Analisis Regresi Logistik (lampiran).**

Berdasarkan tabel 9 diatas dapat dirumuskan persamaan regresi logistic sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Ln} (P/1-P) = & -0,396 + \\ & 2,851\text{GROWTH} \\ & + 15,790\text{LD} - \\ & 5,656\text{AKO} \end{aligned}$$

Angka yang dihasilkan dari pengujian tersebut dijelaskan sebagai berikut:

a. Konstanta (α)

Nilai konstanta yang diperoleh sebesar -0,396. Hal ini berarti jika variabel independen yaitu pertumbuhan perusahaan,

saldo laba, dan aliran kas operasi tidak ada, maka probabilitas peringkat obligasi turun sebesar 0,396.

b. Koefisien Regresi (β) X_1

Nilai koefisien regresi variabel pertumbuhan perusahaan yang diukur dengan rasio *market to book value of assets* adalah sebesar 2,851. Hal ini menunjukkan bahwa setiap kenaikan satu satuan pertumbuhan perusahaan akan mengakibatkan kenaikan peringkat obligasi sebesar 2,766.

c. Koefisien Regresi (β) X_2

Nilai koefisien regresi variabel saldo laba (X_2) sebesar 15,790. Hal ini menandakan setiap kenaikan satu satuan saldo laba yang dimiliki perusahaan akan mengakibatkan kenaikan peringkat obligasi sebesar 15,790.

d. Koefisien Regresi (β) X_3

Nilai koefisien regresi aliran kas operasi sebesar -5,656. Hal ini menggambarkan bahwa setiap kenaikan satu satuan aliran kas operasi yang dimiliki perusahaan akan mengakibatkan penurunan peringkat obligasi sebesar 5,656.

5. Uji Hipotesis

Uji t dilakukan untuk mencari pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikat dalam persamaan regresi logistik secara parsial dengan mengasumsikan variabel lain dianggap konstan. Pengujian dilakukan dengan tingkat signifikansi (α) 0,05.

Berdasarkan hasil olahan data statistik pada Tabel 9, maka dapat dilihat pengaruh antara variabel independen terhadap variabel dependen secara parsial adalah sebagai berikut:

1. Hipotesis pertama dalam penelitian ini adalah semakin tinggi pertumbuhan perusahaan maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori peringkat *investment grade*. Berdasarkan Tabel 9 diketahui bahwa koefisien β pertumbuhan perusahaan (growth) bernilai positif sebesar 2,851 dengan nilai signifikansi $0,553 > 0,05$. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap pemeringkatan obligasi perusahaan. Dengan demikian **hipotesis pertama (H_1) ditolak**.
2. Hipotesis kedua dalam penelitian ini adalah semakin tinggi saldo laba maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori *investment grade*. Pada Tabel 9 diketahui bahwa koefisien β saldo laba bernilai positif sebesar 15,790 dengan signifikansi $0,034 < 0,05$. Hal ini menandakan bahwa saldo laba berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI. Dengan

demikian **hipotesis kedua (H₂) diterima.**

3. Hipotesis ketiga dalam penelitian ini adalah semakin tinggi aliran kas operasi maka semakin besar kemungkinan obligasi perusahaan dikelompokkan pada kategori *investment grade*. Dapat dilihat pada Tabel 9 bahwa koefisien β aliran kas operasi bernilai negatif sebesar 5,656 dengan signifikansi 0,613 > 0,05. Hal ini berarti bahwa aliran kas operasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Dengan demikian **hipotesis ketiga (H₃) ditolak.**

PEMBAHASAN

Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi

Berdasarkan hasil olah data statistik dapat dilihat bahwa pertumbuhan perusahaan secara statistik tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dengan nilai signifikansi 0,553 > 0,05 dan koefisien β sebesar 2,851. Hal ini menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan (X_1) yang diprosikan dengan rasio *market to book value of assets* tidak berpengaruh terhadap pemeringkatan obligasi perusahaan. Maka hipotesis yang telah dirumuskan tidak sesuai dengan hasil penelitian, sehingga H_1 ditolak.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori yang dikemukakan oleh Pottier dan

Sommer (1999) dalam Almilia dan Devi (2007) yang menyatakan bahwa pertumbuhan (*growth*) perusahaan yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Pada umumnya dengan pertumbuhan perusahaan yang baik akan memberikan peringkat obligasi yang *investment grade*.

Secara teoritis, pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan rasio *market to book value of assets* tidak dapat dijadikan sebagai salah satu indikator yang digunakan dalam pemeringkatan obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan faktor-faktor yang digunakan oleh PT. Pefindo dalam menilai obligasi perusahaan, salah satunya adalah persaingan industri, prospek & pangsa pasar industri, dan tidak menilai pertumbuhan perusahaan berdasarkan kemampuan investasi perusahaan terkait pengelolaan aset.

Perjanjian dalam surat utang obligasi menyatakan bahwa emiten akan membayar sejumlah bunga atau sering juga disebut sebagai *coupon* secara berkala dan kemudian pada tanggal jatuh tempo (*maturity*) utang pokoknya akan dikembalikan kepada pemegang obligasi tersebut (Zalmi Zubir, 2012). Perjanjian ini menunjukkan bahwa jika di masa depan ada kemungkinan perusahaan akan mengalami penurunan pertumbuhan perusahaan, perusahaan yang menerbitkan obligasi tetap harus membayar bunga dan menepati pembayaran utang pokok pada saat tanggal jatuh tempo. Meskipun di masa depan ada kemungkinan perusahaan penerbit obligasi akan dilikuidasi, perusahaan tersebut harus

membayar utangnya kepada kreditur terlebih dahulu, termasuk pemegang obligasi (bunga, cicilan, dan pokok pinjaman) sebelum membayarkan dividen kepada pemegang sahamnya. Hal inilah yang menjadi keuntungan bagi para pemegang obligasi, yaitu kepentingan mereka akan lebih didahulukan dibandingkan dengan pemegang saham, yaitu jaminan atas atas pengembalian pinjaman kepada perusahaan.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Adhisyahfitri Evalina Ikhsan, M. Nur Yahya dan Saidaturrahmi (2012) dan menentang hasil penelitian Almilia dan Devi (2007) serta penelitian Immaculatta dan Dwi Restuti (2008) yang mendapatkan bahwa variabel pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Saldo Laba terhadap Peringkat Obligasi

Berdasarkan hasil olah data statistik dapat dilihat bahwa saldo laba secara statistik berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi dengan nilai signifikansi $0,034 < 0,05$ dan juga dapat dilihat β sebesar 15,790 dengan arah positif. Hal ini menunjukkan bahwa saldo laba (X_2) yang dihitung berdasarkan laba ditahan dibandingkan total aktiva perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, sehingga hipotesis yang telah dirumuskan sesuai dengan hasil penelitian bahwa H_2 diterima.

Hasil penelitian ini sesuai dengan teori yang ada yang menyatakan bahwa laba ditahan

(*retained earnings*) merupakan salah satu sumber dana yang paling penting untuk membiayai kinerja perusahaan (Riyanto, 2011 dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Makin besar laba ditahan sebuah perusahaan, makin baik kualitas obligasi perusahaan tersebut, dalam artian probabilitas gagal bayarnya rendah.

Penelitian ini konsisten dengan penelitian Yasa (2007) dan penelitian Estiyanti dan Yasa (2012) yang menemukan bahwa saldo laba atau laba ditahan berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Aliran Kas Operasi terhadap Peringkat Obligasi

Tabel hasil uji regresi logistik memperlihatkan bahwa secara statistik aliran kas operasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi yang ditunjukkan dengan nilai signifikansi $0,613 > 0,05$ dan juga dapat dilihat dari koefisien β yang menunjukkan arah negatif dengan nilai -5,656. Hal ini menandakan bahwa aliran kas operasi (X_3) yang dihitung berdasarkan arus kas dari aktivitas operasi dibandingkan dengan total aset tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi, sehingga hipotesis yang telah dirumuskan tidak sesuai dengan hasil penelitian, dengan demikian H_3 ditolak.

Hasil penelitian ini bertentangan dengan teori yang dikemukakan Burton et al. (2000) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) yang menyatakan bahwa aliran kas operasi mencerminkan likuiditas

perusahaan dimana tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Arus kas operasi juga dapat memberikan informasi mengenai besarnya arus kas bebas yang mencerminkan keleluasaan suatu perusahaan untuk melakukan investasi tambahan, melunasi hutang, menambah likuiditas, sehingga arus kas bebas yang tinggi dapat mencerminkan kinerja.

Penelitian ini menunjukkan bahwa aliran kas operasi tidak dapat dijadikan indikator dalam penilaian obligasi. Aliran kas operasi menunjukkan kinerja perusahaan memperoleh kas selama periode berjalan dan tidak menggambarkan kemampuan aliran kas untuk jangka panjang. Hal ini menggambarkan bahwa aliran kas operasi yang tinggi pada periode berjalan belum tentu menjamin bahwa perusahaan akan memperoleh kas yang lebih tinggi lagi di masa depan. Aliran kas operasi hanya memperlihatkan satu sisi dari aktivitas operasi perusahaan dan belum mencakup aktivitas pendanaan maupun investasi. Hal inilah yang mendasarkan penilaian pemeringkatan obligasi bukan dari aliran kas operasi tetapi dengan melihat laporan aliran kas secara keseluruhan.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Estiyanti dan Yasa (2012) dan bertentangan dengan penelitian Yasa (2007) yang menemukan bahwa aliran kas operasi berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

5. PENUTUP

Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah pertumbuhan perusahaan yang diprosikan dengan *market to book value of assets*, saldo laba, dan aliran kas operasi dapat mempengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2012. Berdasarkan pendahuluan, kajian teori dan pengolahan data serta pembahasan yang telah dilakukan pada bab terdahulu, ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Pertumbuhan perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2012.
2. Saldo laba atau laba ditahan berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2012.
3. Aliran kas operasi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) pada tahun 2009-2012.

Keterbatasan Penelitian

Keterbatasan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Penelitian ini hanya mempergunakan data laporan keuangan auditan

- terakhir dimana kemungkinan lembaga pemeringkat menggunakan laporan keuangan terbaru seperti laporan keuangan triwulan sebagai dasar penilaian peringkat obligasi.
2. Dalam penelitian ini, pengambilan proksi untuk variabel pertumbuhan perusahaan menggunakan proksi *Investment Opportunity Set* (IOS) dengan rasio *market to book value of assets* yang tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Kemungkinan agen pemeringkatan obligasi tidak memandang investasi yang dihasilkan oleh aset dalam menilai obligasi.
 3. Periode penelitian ini hanya mencakup selama 4 tahun sehingga data yang diambil kemungkinan kurang mencerminkan kondisi perusahaan.

Saran

Berdasarkan hasil penelitian yang telah dikemukakan maka dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi peneliti selanjutnya, dengan penelitian ini diharapkan peneliti selanjutnya dapat melakukan penelitian yang lebih lanjut berkaitan dengan peringkat obligasi perusahaan. Dengan menambah periode penelitian, mengganti objek penelitian pada sektor atau indeks tertentu, mengganti

proksi yang digunakan, dan menambah variabel penelitian seperti ukuran perusahaan, reputasi KAP dan laba operasi.

2. Bagi investor, sebaiknya investor membeli obligasi yang memiliki peringkat *investment grade* karena memiliki tingkat keamanan yang tinggi. Untuk menentukan pilihan obligasi yang lebih tepat diantara obligasi yang memiliki peringkat *investment grade*, sebaiknya investor memperhatikan saldo laba perusahaan penerbit obligasi sebab berdasarkan hasil penelitian ini saldo laba memiliki pengaruh besar terhadap perubahan peringkat dan saldo laba juga menggambarkan pertumbuhan perusahaan dimasa depan.

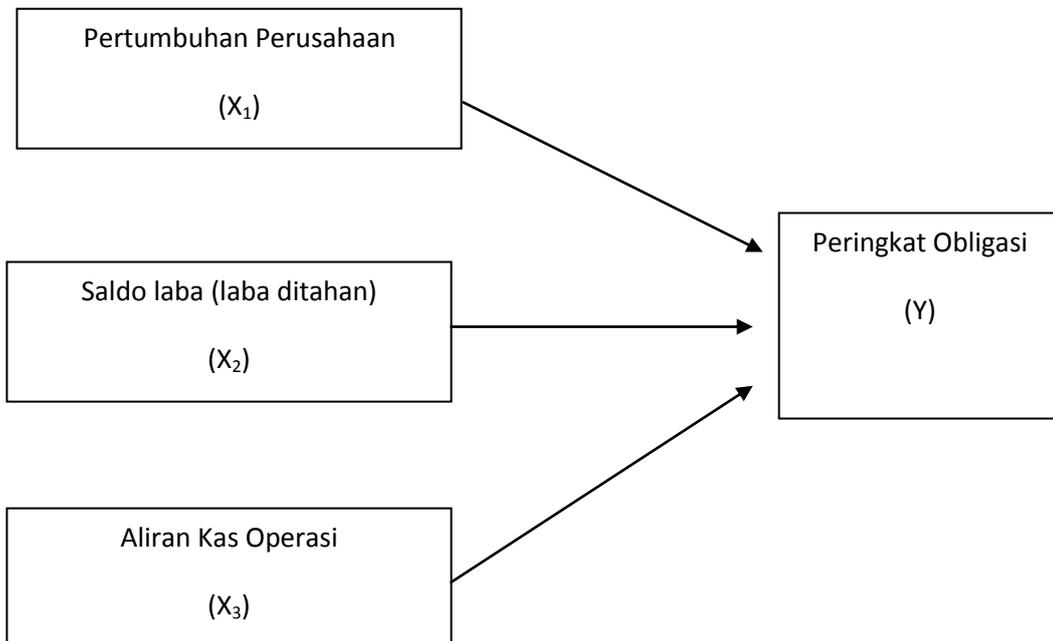
DAFTAR PUSTAKA

- Adhisyahfitri, dkk. 2012. *Peringkat Obligasi dan Faktor yang Mempengaruhinya*. Pekbis Jurnal Vol. 4 No. 2
- Almilia, Luciana Spica dan Vieka Devi. 2007. *Faktor-Faktor Yang Mempengaruh Prediksi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta*. Jurnal Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART: Universitas Kristen Maranatha Bandung.

- Amrullah, Karim. 2007. *Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat Untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur*. Universitas Negeri Semarang.
- Arifin, Zaenal. 2009. *Teori Keuangan dan Pasar Modal*. Jakarta: Ekonisia.
- Baridwan, Zaki dan Zuhrotun. 2005. *Pengaruh Pengumuman Peringkat Terhadap Kinerja Obligasi*. Simposium Nasional Akuntansi VIII.
- Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id)
- Darmadji, Tjiptono dan Hendi M. Fakhrudin. 2006. *Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab*. Jakarta: Salemba Empat.
- Estiyanti, Ni Made dan Gerianta W. Yasa. 2012. *Pengaruh Faktor Keuangan Dan Non Keuangan Pada Peringkat Obligasi Di Bursa Efek Indonesia*. sna.akuntansi.unik al.ac.id
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFU-UGM,
- Husnan, Suad. 2009. *Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Immaculatta, Maria. 2008. *Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Peringkat dan Yield Obligasi*. UPH Business School, Department of Accountancy.
- Jasa, Mustika. 2011. *Analisis Pengaruh Laba Akuntansi dan Arus Kas Operasi Terhadap Dividen Kas pada Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI*. Skripsi: FE UNP.
- Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor 135/BL/2006 Tentang *Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang*. Diakses melalui: www.google.co.id
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygant, Terry D Warfield. 2008. *Akuntansi Intermediate Jilid 1*. Jakarta: Erlangga
- Kuncoro, Mudrajad. 2003. *Metode Riset untuk Bisnis dan Ekonomi*. Jakarta: Erlangga
- Linandarini, Erni. 2010. *Kemampuan Rasio Keuangan Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia*. Skripsi: FE Undip.
- Maharti, Enny Dwi. 2011. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi*. Skripsi: FE UNDIP.
- Manurung, Adler., Silitonga, Desmon., dan Tobing, Wilson. 2008. *Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi*. www.google.com

- Muslim, Nurullia. 2012. *Pengaruh Leverage, Pertumbuhan Perusahaan, dan Profitabilitas terhadap Nilai Perusahaan pada Perusahaan Manufaktur di BEI*. Skripsi: FE UNP.
- Nicko, Adrian. 2011. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Skripsi: FE Undip.
- Nurmalasari, Mega. 2011. *Pengaruh Laba Akuntansi, Nilai Buku per Lembar Saham, Arus Kas Operasi, Arus Kas Investasi, Arus Kas Pendanaan Terhadap Harga Saham pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI*. Skripsi: FE UNP.
- PEFINDO. *Indonesian Rating Highlight*. (diakses melalui new.pefindo.com).
- Purwaningsih, Anna. 2008. *Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi*. KINERJA, Volume 12, No.1, Th. 2008: Hal. 85-99: Fakultas Ekonomi Universitas Atma Jaya Yogyakarta
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Subramanyam, dkk. 2005. *Analisis Laporan Keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sunariyah. 2010. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Suwardjono, 2005. *Teori Akuntansi : Perencanaan Pelaporan Keuangan*. Edisi 3, BPFE: Yogyakarta
- Tren Obligasi Gagal Bayar*, Februari 2010. Diakses melalui: kompasiana.com.
- Yasa, Gerianta Wirawan. 2010. *Pemeringkatan Obligasi Perdana Sebagai Pemicu Manajemen Laba : Bukti empiris dari Pasar Modal di Indonesia*. www.sna13purwekerto.com
- Zubir, Zalmi. 2012. *Portofolio Obligasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- www.idx.co.id
- www.google.com
- www.yahoo-finance.com

Gambar 1. Kerangka Konseptual



Tabel 1. Definisi Peringkat PT. PEFINDO

Simbol	Arti
AAA	Efek utang yang peringkatnya paling tinggi dan beresiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang superior relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian.
AA	Efek utang memiliki kualitas kredit sedikit dibawah peringkat tertinggi, didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian, relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya. Dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan.
A	Efek utang yang berisiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesias lainnya untuk memenuhi kewajiban financialnya sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.
BBB	Efek utang yang berisiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban financialnya sesuai dengan perjanjian. Namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
BB	Efek utang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.

B	Efek utang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah, walaupun obligor masih memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban financial jangka panjangnya. Namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban financialnya.
CCC	Efek utang yang tidak mampu lagi memebuhi kewajiban financialnya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
D	Efek utang yang macet atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Tabel 2. Kriteria Pemilihan Sampel

Keterangan	ΣEmiten
Perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI	91
Perusahaan penerbit obligasi yang tidak terdaftar di BEI tahun 2009-2012 dan tidak diperingkat oleh PEFINDO	(57)
Laporan keuangan perusahaan yang tidak tersedia	(0)
Laporan keuangan yang tidak disajikan dalam rupiah	(3)
Perusahaan yang tidak memiliki informasi lengkap	(15)
Obligasi perusahaan yang menjadi sampel penelitian	16

Tabel 3. Daftar Perusahaan Sampel

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN
1	ADHI	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
2	ADMF	PT Adira Dinamika Multifinance Tbk
3	APOL	PT Arpeni Pratama Ocean Line Tbk
4	BABP	PT Bank ICB Bumiputera Tbk
5	BBRI	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk
6	BMRI	PT Bank Mandiri (Persero) Tbk
7	BNLI	PT Bank Permata Tbk
8	INDF	PT Indofood Sukses Makmur Tbk
9	ISAT	PT Indosat TBK
10	JPFA	PT Japfa Comfeed Indonesia Tbk
11	MAPI	PT Mitra Adiperkasa Tbk
12	MPPA	PT Matahari Putra Prima Tbk
13	MYOR	PT Mayora Indah Tbk

14	NISP	PT Bank OCBC NISP Tbk
15	PJAA	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk
16	SMRA	PT Summarecon Agung Tbk

Tabel 4. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
RATING	64	.00	1.00	.9375	.24398
GROWTH	64	.71	2.53	1.1719	.36780
LD	64	-.90	.59	.1406	.20498
AKO	64	-26.70	.59	-.3972	3.34891
Valid N (listwise)	64				

Tabel 5. Hasil Uji Hosmer-Lemeshow Test

Step	Chi-square	Df	Sig.
1	3.087	8	.929

Tabel 6. Hasil Uji -2 Log Likelihood (Block Number = 0)

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients
		Constant
Step 0 1	34.509	1.750
2	30.244	2.428
3	29.929	2.677
4	29.925	2.708
5	29.925	2.708

a. Constant is included in the model.

- b. Initial -2 Log Likelihood: 29,925
- c. Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than ,001.

Tabel 7. Hasil Uji -2 Log Likelihood (Block Number = 1)

Iteration History^{a,b,c,d}

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients			
		Constant	GROWT H	LD	AKO
Step 1 1	28.297	1.721	-.297	2.649	-.011
2	19.748	2.199	-.259	5.125	-.026
3	16.789	1.992	.116	8.407	-.049
4	15.597	1.172	.968	12.008	-.079
5	15.286	-.097	2.294	14.132	-.122
6	15.251	-.602	2.847	14.747	-.211
7	15.199	-.574	2.839	14.848	-.809
8	15.025	-.257	2.629	15.296	-4.568
9	15.012	-.387	2.836	15.760	-5.613
10	15.012	-.396	2.850	15.790	-5.656
11	15.012	-.396	2.851	15.790	-5.656

- a. Method: Enter
- b. Constant is included in the model.
- c. Initial -2 Log Likelihood: 29,925
- d. Estimation terminated at iteration number 11 because parameter estimates changed by less than ,001.

Tabel 8. Hasil Uji Koefisien Determinasi

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square

1	15.012 ^a	.208	.557
---	---------------------	------	------

a. Estimation terminated at iteration number 11 because parameter estimates changed by less than ,001.

Tabel 9. Hasil Uji Analisis Regresi Logistik

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	Df	Sig.	Exp(B)	95,0% C.I.for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a GROWT H	2.851	4.808	.351	1	.553	17.297	.001	2.142E5
LD	15.790	7.443	4.501	1	.034	7.206E6	3.327	1.561E13
AKO	-5.656	11.181	.256	1	.613	.003	.000	1.150E7
Constant	-.396	4.701	.007	1	.933	.673		

a. Variable(s) entered on step 1: GROWTH, LD, AKO.