

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

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

SKRIPSI

*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

HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI

**PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, SALDO LABA, DAN ALIRAN KAS
OPERASI TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI
(Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)**

Nama : Rahmi Octavia
NIM/BP : 16117/2010
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan
Fakultas : Ekonomi

Padang, Januari 2014

Disetujui Oleh :

Pembimbing I



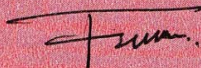
Nelvirita, SE, M.Si, Ak
NIP. 19740706 199903 2 002

Pembimbing II



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

Mengetahui,
Ketua Program Studi Akuntansi



Fefri Indra Arza, SE, M.Sc, Ak
NIP. 19730213 199903 1 003

HALAMAN PENGESAHAN LULUS UJIAN SKRIPSI

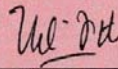
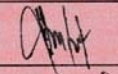
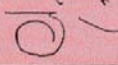
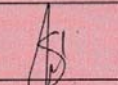
*Dinyatakan Lulus Setelah Dipertahankan di depan Tim Penguji Skripsi
Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Padang*

PENGARUH PERTUMBUHAN PERUSAHAAN, SALDO LABA, DAN ALIRAN KAS
OPERASI TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI
(Studi Empiris Pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI)

Nama : Rahmi Octavia
NIM/BP : 16117/2010
Program Studi : Akuntansi
Keahlian : Akuntansi Keuangan
Fakultas : Ekonomi

Padang, Januari 2014

Tim Penguji

	Nama	Tanda Tangan
1. Ketua	: Nelvirita, SE, M.Si, Ak	
2. Sekretaris	: Mayar Afriyenti, SE, M.Sc	
3. Anggota	: Dr. H. Efrizal Syofyan SE, M.Si, Ak	
4. Anggota	: Salma Taqwa, SE, M.Si	

ABSTRAK

Rahmi Octavia, 2010/16117. Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, dan Aliran Kas Operasi Terhadap Peringkat Obligasi pada Perusahaan Penerbit Obligasi yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Pembimbing : 1. Nelvirita SE, M.Si, Ak

2. Mayar Afriyenti SE, M.Sc

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh pertumbuhan perusahaan yang diprosisikan dengan rasio *market to book value of assets*, saldo laba yang diukur berdasarkan perbandingan laba ditahan dengan total aset, dan aliran kas operasi yang dihitung dengan membandingkan arus kas dari aktivitas operasi dengan total aset terhadap peringkat obligasi perusahaan yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Penelitian ini tergolong penelitian kausatif. 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 tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dengan koefisien β sebesar 2,851 dan nilai signifikansi $0,553 > 0,05$. Saldo laba yang diukur dengan membandingkan laba ditahan dengan total aset menunjukkan pengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi dengan koefisien β bernilai positif sebesar 15,790 dan nilai signifikansi $0,034 < 0,05$. Selanjutnya, hasil uji analisis regresi logistik menunjukkan bahwa aliran kas operasi juga tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dengan nilai signifikansi $0,613 > 0,05$ dan juga dapat dilihat dari koefisien β yang menunjukkan arah negatif dengan nilai -5,656.

Berdasarkan hasil penelitian diatas, disarankan: 1) Untuk penelitian yang sama, sebaiknya menambah periode penelitian, mengganti objek penelitian pada sektor atau indeks tertentu, dan mengganti proksi yang digunakan. 2) Melakukan penelitian dengan menambah variabel yang akan diteliti, seperti ukuran perusahaan, reputasi KAP, dan laba operasi.

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

KATA PENGANTAR



Puji dan syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT atas segala rahmat dan karunia-Nya yang telah memberikan kemudahan pada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul **“Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, dan Aliran Kas Operasi terhadap Peringkat Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”**. Skripsi ini merupakan salah satu syarat guna menyelesaikan pendidikan program S-1 dan untuk memperoleh gelar Sarjana Ekonomi pada Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.

Ucapan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada Ibu Nelvirita, SE, M.Si, Ak selaku pembimbing I dan juga kepada Ibu Mayar Afriyenti, SE, M.Sc selaku pembimbing II, yang telah membimbing penulis dalam penyelesaian skripsi ini. Terima kasih yang sebesar-besarnya atas bantuan dan dorongan berbagai pihak dalam rangka penyusunan skripsi ini, yaitu:

1. Dekan dan Pembantu Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
2. Ketua dan Sekretaris Program Studi Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
3. Kepada Dosen penguji, Bapak Dr. H. Efrizal Syofyan, SE, M.Si, Ak dan Ibu Salma Taqwa, SE, M.Si telah memberikan masukan yang sangat bermanfaat dalam pembuatan skripsi ini.
4. Bapak dan Ibu Staf Pengajar Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang, khususnya Program Studi Akuntansi serta karyawan yang telah membantu

penulis selama menuntut ilmu di kampus ini serta yang telah mengarahkan dan membantu penulis dalam mendapatkan data selama penelitian ini.

5. Pegawai perpustakaan Fakultas Ekonomi Universitas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
6. Teristimewa kepada Ayahanda dan Ibunda tercinta, serta keluarga besar penulis yang telah memberikan motivasi, semangat dan do'a dalam menyelesaikan skripsi ini.
7. Seluruh teman-teman seperjuangan mahasiswa Program Studi Akuntansi BP 2010 Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Padang.
8. Dan semua pihak yang telah membantu penyelesaian skripsi ini, yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu.

Penulis menyadari bahwa masih terdapat kekurangan dan ketidaksempurnaan dalam skripsi ini sehingga kritik dan saran sangat diharapkan untuk perbaikan tulisan ini. Semoga karya ini dapat memberikan manfaat bagi kita semua.

Padang, Februari 2014

Penulis

DAFTAR ISI

	Halaman
ABSTRAK	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iv
DAFTAR TABEL	vii
DAFTAR GAMBAR	viii
DAFTAR LAMPIRAN	ix
 BAB I PENDAHULUAN	
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah.....	11
C. Tujuan Penelitian	11
D. Manfaat Penelitian.....	11
 BAB II KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, HIPOTESIS	
A. Kajian Teori	
1. Teori Sinyal	13
2. Obligasi	14
a. Pengertian Obligasi	14
b. Karakteristik Utama Obligasi.....	16
c. Kelebihan dan Kelemahan Obligasi.....	18
3. Peringkat Obligasi	21
4. Proses Pemeringkatan Obligasi.....	26

5. Pertumbuhan Perusahaan	30
6. Saldo Laba.....	34
7. Aliran Kas Operasi.....	36
8. Penelitian Terdahulu	38
9. Hubungan Antar Variabel	41
B. Kerangka Konseptual	45
C. Hipotesis	47

BAB III METODE PENELITIAN

A. Jenis Penelitian	48
B. Populasi dan Sampel.....	48
C. Jenis Data, Sumber Data, dan Teknik Pengumpulan Data	50
D. Variabel Penelitian dan Pengukuran Variabel	52
E. Teknik Analisis Data	54
1. Analisis Regresi Logistik	54
2. Uji Hipotesis (Uji <i>t</i>)	56
F. Definisi Operasional.....	56

BAB IV HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Obligasi Perusahaan yang Beredar di BEI	58
B. Deskripsi Variabel Penelitian	60
C. Statistik Deskriptif	72
D. Analisis Data	73
E. Pembahasan	81

BAB V PENUTUP

A. Kesimpulan	86
B. Keterbatasan Penelitian	87
C. Saran	87
DAFTAR PUSTAKA	89
LAMPIRAN	92

DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1. Data Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, dan Aliran Kas Operasi	6
2. Definisi Peringkat PT. PEFINDO	30
3. Kajian Penelitian Terdahulu	40
4. Kriteria Pengambilan Sampel	49
5. Daftar Sampel Perusahaan	50
6. Daftar Peringkat Obligasi	60
7. Daftar Perusahaan Penerbit Obligasi	62
8. Data Pertumbuhan Perusahaan.....	64
9. Data Rasio Saldo Laba	67
10. Data Rasio Aliran Kas Operasi	70
11. Statistik Deskriptif Variabel Penelitian	73
12. Hasil Uji <i>Hosmer-Lemeshow Test</i>	74
13. Hasil Uji <i>-2 Log Likelihood</i>	75
14. Hasil Uji <i>-2 Log Likelihood</i>	76
15. Hasil Uji Koefisien Determinasi.....	77
16. Hasil Uji Analisis Regresi Logistik	78

DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
1. Proses <i>Rating</i> Pefindo	29
2. Kerangka Konseptual	47

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran	Halaman
1. Tabulasi Pemilihan Sampel	92
2. Daftar Peringkat Obligasi	95
3. Perhitungan Pertumbuhan Perusahaan	96
4. Perhitungan Saldo Laba	100
5. Perhitungan Aliran Kas Operasi	104
6. Hasil Olahan Statistik	108

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

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 (Suad, 2009). Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (investor) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*) sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (Darmadji, 2006).

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. Menurut Manurung dkk. (2008), obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, biasanya mendapatkan peringkat obligasi *investment grade* (level A), dikarenakan pemerintah dianggap mampu untuk melunasi kupon dan pokok hutang saat obligasi jatuh tempo. Namun obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan (*corporate bonds*), terdapat *default risk*, yang bergantung pada kesehatan keuangan perusahaan emiten. Untuk menghindari risiko tersebut, investor harus memperhatikan beberapa hal, salah satunya adalah peringkat obligasi perusahaan emiten.

Fenomena obligasi gagal bayar (*default risk*) banyak terjadi pada perusahaan yang cukup populer bagi masyarakat. Tahun 2009, PT. Mobile-8 Telecom Tbk, perusahaan telekomunikasi pencipta FREN, yang menerbitkan Bond I Year 2007, telah 2 kali gagal membayar kupon periode 15 Maret 2009 dan 15 Juni 2009 dengan obligasi senilai Rp 675 miliar yang jatuh tempo Maret 2012.

Selain Rupiah, anak usaha emiten ini, Mobile-8 Telecom Finance Company BV, juga dinyatakan gagal bayar oleh wali amanat obligasi Dollar-nya yang diterbitkan Agustus 2007 dan jatuh tempo Maret 2013 senilai US\$ 100 juta, DB Trustees, tanggal 16 Desember 2008 akibat pelanggaran klausul obligasi mengenai pengalihan saham PT. Global Mediacom Tbk. kepada Jerash Investment September 2008 dari 59% menjadi 19%. PT. Davomas Abadi Tbk, produsen kakao dan bubuk coklat terbesar di Indonesia, gagal membayar kupon obligasi bernama *Guaranteed Senior Secured Notes* periode 8 Mei 2009 sebesar 13,09 juta dolar yang jatuh tempo 2011 sebesar 238 juta dolar (Kompasiana, 8 Februari 2010).

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. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen. Peraturan di Bursa Efek Indonesia menyebutkan bahwa emiten yang akan melakukan pencatatan efek dari lembaga pemeringkat efek yang terdaftar di BAPEPAM sekurang-kurangnya BBB- atau *investment grade* (Estiyanti dan Yasa, 2012).

Peringkat obligasi penting karena memberikan pernyataan yang *informative* dan memberikan sinyal tentang probabilitas *default* hutang perusahaan. Peringkat hutang juga berfungsi membantu kebijakan publik untuk

membatasi investasi spekulatif para investor institusional seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun.

Peringkat obligasi yang diumumkan ke publik dapat mengurangi asimetri informasi antara perusahaan penerbit obligasi dan investor. Penerbit obligasi ingin mengurangi asimetri informasi mengenai *creditworthiness* sekuritas hutangnya, akan tetapi tidak ingin mengungkapkan informasi privat ke publik. Oleh karena itu, penerbit obligasi dapat menggunakan agen pemeringkat sebagai pemberi sertifikasi independen (Baridwan dan Zuhrotun, 2005).

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*. Dalam penelitian ini, peringkat obligasi yang akan digunakan adalah peringkat dari PT. PEFINDO.

Terdapat kejadian yang menyatakan pemeringkatan yang dilakukan oleh agen pemeringkatan obligasi tidak selalu akurat. Salah satunya pada peringkat obligasi Bank Global tahun 2004, dimana peringkat obligasi dinilai oleh agen pemeringkat Kasnic dengan A-, kemudian dengan adanya pengumuman BI bahwa

izin Bank Global dibekukan, peringkat obligasi diturunkan menjadi D (*default*). Menurut Chan dan Jegadeesh (1999) dalam Estiyanti dan Yasa (2012), salah satu alasan mengapa peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen pemeringkat tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan perubahan peringkat sehingga menyebabkan para pelaku pasar lebih memperhatikan informasi yang dimiliki perusahaan secara langsung sebagai dasar keputusan investasi obligasi.

Seorang investor yang berminat membeli obligasi, sudah seharusnya memperhatikan peringkat obligasi karena peringkat tersebut memberikan informasi dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Untuk melakukan investasi pada obligasi, selain diperlukan dana yang cukup, pemilik modal juga memerlukan pengetahuan yang cukup tentang obligasi serta diikuti dengan naluri bisnis yang baik untuk bisa menganalisis atau memperkirakan faktor-faktor yang bisa mempengaruhi investasi pada obligasi (Almilia dan Devi, 2007).

Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat dipergunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu sekuritas. Penelitian terhadap rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sejumlah penelitian yang meneliti peringkat obligasi di Indonesia masih relatif jarang

dilakukan. Hal ini disebabkan karena adanya keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor terhadap obligasi.

Selain rasio keuangan, 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. Pada tabel berikut dapat dilihat hubungan pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi.

Tabel 1

Data Pertumbuhan Perusahaan, Saldo Laba, Aliran Kas Operasi dan Peringkat Obligasi PT Adhi Karya Tbk, PT Arpeni Pratama Ocean Line, dan PT Bank Permata Tbk

Kode	Tahun	Peringkat	Pertumbuhan	Saldo Laba	Arus Kas Operasi
ADHI	2009	A-	1.35	7.50	-0.65
	2010	A-	1.00	9.39	-26.79
	2011	A-	1.15	13.56	-0.01
APOL	2009	CCC	0.87	7.31	0.06
	2010	D	0.96	-2.02	0.04
	2011	D	1.23	-32.21	0.01
BNLI	2009	A	0,99	-5.13	0.07
	2010	A	1.02	-4.09	-0.08
	2011	AA-	1.08	-1.59	0.06

Saldo Laba PT. Arpeni Pratama Ocean Tbk (APOL) yang semakin rendah berdampak terhadap turunnya peringkat obligasi perusahaan. Namun pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan arus kas operasi PT Adhi Karya Tbk (ADHI) dari tahun ke tahun yang semakin membaik tidak berdampak terhadap peningkatan peringkat obligasi perusahaan. Sementara itu, pertumbuhan perusahaan, saldo laba dan aliran kas operasi PT Bank Permata Tbk (BNLI) yang berfluktuasi juga tidak berdampak terhadap naiknya peringkat obligasi.

Hal ini yang memotivasi peneliti untuk melakukan penelitian mengenai pemeringkatan obligasi dengan menggunakan pertumbuhan perusahaan, saldo laba, dan aliran kas operasi pada laporan keuangan perusahaan yang menggambarkan kondisi perusahaan. 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 dapat juga menjadi indikator dari profitabilitas dan keberhasilan perusahaan. 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.

Penelitian sebelumnya telah dilakukan oleh beberapa peneliti. Penelitian Immaculatta dan Restuti (2008) menunjukkan bahwa pertumbuhan perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi. Berbeda dengan penelitian yang dilakukan oleh Adhisyahfitri dkk (2012), ditemukan bahwa pertumbuhan perusahaan, umur obligasi, dan reputasi KAP tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini dikarenakan kedua penelitian menggunakan sampel perusahaan dan periode pengamatan yang berbeda.

Penelitian Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa (2012) membuktikan bahwa laba ditahan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, *total assets*, *leverage*, umur obligasi, dan jaminan tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini disebabkan karena sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah perusahaan non keuangan yang menerbitkan obligasi dan beredar di Bursa Efek Indonesia dengan jumlah sampel yang sedikit. Sedangkan pada penelitian Yasa (2010)

membuktikan bahwa laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, dan likuiditas berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi.

Alasan peneliti melakukan penelitian terhadap pertumbuhan perusahaan, aliran kas operasi, dan laba ditahan sebagai variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi adalah sebagai berikut : pertama, semakin berkembangnya pasar modal di Indonesia menuju ke arah yang efisien dimana semua informasi yang relevan bisa dipakai sebagai masukan untuk menilai peringkat obligasi dan kecenderungan investor untuk menolak risiko (*risk averse*), sehingga aspek informasi tersebut dapat dijadikan sebagai dasar dalam pengambilan keputusan.

Kedua, karena selama ini investor dan agen pemeringkat hanya berfokus kepada variabel rasio keuangan yang dijadikan pertimbangan dalam pemeringkatan obligasi, penelitian ini akan berfokus pada variabel lain yang mungkin dapat dijadikan pertimbangan dalam menentukan peringkat obligasi. Ketiga, karena penulis banyak menemukan perbedaan hasil penelitian mengenai pengaruh antar variabel tersebut, maka penulis tertarik untuk meneliti kembali hubungan antar variabel tersebut.

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)”**.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah diuraikan diatas, maka penulis merumuskan masalah yang menjadi pokok masalah dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Sejauhmana pengaruh pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi?
2. Sejauhmana saldo laba berpengaruh terhadap peringkat obligasi?
3. Sejauhmana pengaruh aliran kas operasi terhadap peringkat obligasi?

C. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas maka tujuan dalam 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.

D. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah sebagai berikut :

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.

BAB II

KAJIAN TEORI, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

A. KAJIAN TEORI

1. Teori Sinyal (*Signalling Theory*)

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.

Asimetri informasi terjadi dikarenakan salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik dibanding dengan pihak lainnya. Perusahaan mengetahui lebih banyak mengenai perusahaan dan prospek yang akan datang daripada pihak luar. Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan, dengan mengurangi informasi asimetri. Salah satu cara untuk mengurangi informasi asimetri adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar.

Signalling theory menekankan kepada pentingnya informasi yang dikeluarkan oleh perusahaan terhadap keputusan investasi pihak di luar perusahaan. Informasi merupakan unsur penting bagi investor dan pelaku bisnis karena informasi pada hakekatnya menyajikan keterangan, catatan atau gambaran baik untuk keadaan masa lalu, saat ini maupun keadaan masa yang akan datang bagi kelangsungan hidup suatu perusahaan dan bagaimana pasaran efeknya. Informasi yang lengkap, relevan, akurat dan tepat waktu sangat diperlukan oleh investor di pasar modal sebagai alat analisis untuk mengambil keputusan investasi.

Teori pensinyalan dalam penelitian ini menjelaskan bahwa manajemen perusahaan sebagai pihak yang memberikan sinyal berupa laporan keuangan perusahaan dan informasi non keuangan kepada lembaga pemeringkat. Lembaga pemeringkat obligasi ini melakukan proses pemeringkatan sehingga dapat menerbitkan peringkat obligasi bagi perusahaan penerbit obligasi ini. Peringkat obligasi ini memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan.

2. Obligasi

a. Pengertian Obligasi

Dewasa ini obligasi sebagai salah satu modal hutang yang diperdagangkan mulai banyak diminati perusahaan sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan. 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).

Bursa Efek Indonesia (2013) mendefinisikan 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. Sedangkan menurut Arifin (2009) obligasi adalah instrumen hutang jangka panjang yang digunakan oleh perusahaan atau negara untuk mendapatkan sejumlah dana dari berbagai kelompok pemberi pinjaman. Kebanyakan obligasi membayar bunga setiap semester pada tingkat *coupon* tertentu dan memiliki jatuh tempo antara 5 sampai dengan 30 tahun dimana saat itu pemegang obligasi akan menerima pelunasan sesuai dengan nilai par.

Menurut Warsono (1997) dalam Linandarini (2010) emisi obligasi dapat ditinjau dari dua sisi, yaitu dari emiten maupun dari sisi investornya. Dari sisi emitennya, emisi obligasi merupakan salah satu alternatif pendanaan selain pinjaman ataupun kredit bank. Salah satu tujuan utama perusahaan emiten menerbitkan obligasi adalah untuk memperbesar nilai perusahaan, karena biaya relatif murah dibanding dengan emisi saham baru, dengan konsekuensi risiko keuangan (*financial risk*) yang semakin besar. Dari sisi

investornya, emisi obligasi merupakan alternatif investasi yang aman. Karena obligasi memberikan pendapatan tetap berupa kupon bunga yang dibayar secara reguler dengan tingkat bunga yang kompetitif serta pokok utang yang dibayar secara tepat waktu pada saat jatuh tempo yang telah ditentukan.

b. Karakteristik Utama Obligasi

Suad Husnan (2009) menyebutkan karakteristik utama obligasi adalah sebagai berikut:

a. Nilai Nominal

Nilai nominal (nilai pari) adalah nilai nominal/pokok obligasi yang ditetapkan oleh emiten pada saat obligasi tersebut ditawarkan emiten oleh emiten kepada investor.

b. Nilai Intrinsik

Nilai intrinsik adalah merupakan nilai teoritis dari suatu obligasi. Diperoleh dari hasil estimasi nilai saat ini (*Present Value*) dari semua aliran kas obligasi dimasa yang akan datang. Nilai intrinsik obligasi dipengaruhi oleh tingkat kupon yang diberikan, waktu jatuh tempo, dan nilai parinya.

c. Suku Bunga Kupon

Suku bunga kupon merupakan suku bunga tahunan yang ditetapkan atas obligasi.

d. Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi adalah skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Agen pemeringkat akan memberikan

penilaian atas obligasi emiten dengan dua kategori yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*

e. Suku Bunga Mengambang

Suku bunga mengambang merupakan suku bunga yang ditentukan selama periode tertentu (6 bulan), setelah itu disesuaikan setiap 6 bulan berdasarkan suku bunga pasar.

f. Suku Bunga Nol

Suku bunga nol merupakan obligasi yang tidak membayar bunga tahunan.

g. Tanggal Jatuh Tempo

Tanggal jatuh tempo merupakan umur obligasi dimana nilai nominal obligasi harus dibayar. Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo atau berakhirnya masa pinjaman (*maturity*). Secara umum masa jatuh tempo obligasi adalah 5 tahun. Ada yang 1 tahun, adapula yang 10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena dianggap risikonya kecil.

h. Provisi Penarikan

Provisi penarikan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang memberikan hak kepada penerbit untuk menebus obligasi pada jangka waktu tertentu sebelum tanggal jatuh tempo normal. Besarnya provisi penarikan lebih tinggi dari nilai nominalnya, selisihnya disebut premi penarikan. Besarnya premi penarikan sama dengan bunga satu tahun jika obligasi ditarik selama tahun pertama. Besarnya premi akan

menurun pada tingkat yang konstan sebesar INT/N setiap tahun sesudahnya.

i. Dana Pelunasan

Premi dana pelunasan merupakan provisi dalam kontrak obligasi yang mengharuskan penerbit untuk menarik sebagian dari obligasi setiap tahun.

j. *Indenture*

Indenture adalah dokumen legal yang memuat hak-hak pemegang obligasi dan emiten obligasi. Dokumen tersebut mencakup spesifikasi tertentu seperti waktu jatuh tempo obligasi, waktu pembayaran bunga dan lain sebagainya.

k. Tingkat Penghasilan Sekarang

Tingkat penghasilan sekarang merupakan rasio pembayaran tahunan terhadap harga obligasi di pasar.

c. Kelebihan dan Kelemahan Obligasi

Investor mempunyai pilihan atas masing-masing sekuritas yang akan dipilih dalam melakukan investasi di pasar modal, salah satunya adalah obligasi. Berikut yang dapat dipertimbangkan dari kelebihan investasi obligasi:

a. Pendapatan Tetap

Pendapatan tetap yang diterima dari investasi obligasi adalah berupa kupon dan pokok obligasi. Bunga/kupon obligasi merupakan kewajiban perusahaan yang diberikan kepada investor atas pinjaman yang telah

diberikan. Bagi investor kupon obligasi memberikan keuntungan atas dana yang telah diinvestasikan. Dibandingkan dengan bunga deposito, bunga yang ditawarkan obligasi pada umumnya relatif lebih tinggi (Fakhrudin, 2008). Hal tersebut merupakan salah satu faktor yang menarik minat investor untuk berinvestasi pada obligasi.

b. Hak Klaim Pertama

Obligasi memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan saham. Apabila emiten atau penerbit obligasi mengalami likuidasi atau bangkrut maka pemegang obligasi sebagai kreditur memiliki hak klaim pertama atas aktiva perusahaan. Hal tersebut dikarenakan emiten telah terikat kontrak atas kewajiban pelunasan terhadap pihak pemegang obligasi. Pemegang saham mendapat bagian atas aset perusahaan jika obligasi sudah terbayar semua. Namun tidak menutup kemungkinan aset perusahaan tidak mampu melunasi semua obligasi yang beredar. Oleh karena itu, investasi obligasi dan saham juga memiliki risiko tetapi risiko obligasi relatif lebih kecil dibanding saham.

c. Konversi Saham

Keuntungan lain dari obligasi yaitu obligasi dapat dikonversi menjadi saham. Konversi ini hanya dapat dilakukan pada jenis obligasi tertentu yaitu *convertible bond*. Investor yang telah mengkonversi obligasi ke saham pada harga tertentu telah sepenuhnya memiliki manfaat atas saham tersebut.

Keuntungan yang ditawarkan obligasi sangat menarik bagi investor. Meskipun demikian, obligasi juga memiliki risiko. Menurut Sunariyah (2010) beberapa kelemahan dari obligasi adalah sebagai berikut:

- a. Tingkat bunga. Meskipun tingkat bunga konstan, harga obligasi sangat berfluktuasi. Harga obligasi sangat tergantung kepada kebijakan pemerintah atau bank sentral. Tingkat bunga pasar keuangan dengan harga obligasi mempunyai hubungan negatif, apabila harga obligasi naik maka tingkat bunga akan turun, demikian sebaliknya. Oleh karena itu, pemodal harus memperhatikan pergerakan harga obligasi agar dapat mempertimbangkan waktu beli yang menguntungkan.
- b. Obligasi merupakan instrumen keuangan yang sangat konservatif, sehingga menghasilkan *yield* yang cukup baik, dengan risiko rendah. Misalnya, obligasi yang diterbitkan pemerintah lebih menguntungkan dibandingkan dengan obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta. Risiko obligasi pemerintah relatif sangat rendah dibandingkan dengan obligasi perusahaan swasta. Dalam kasus tersebut, pemodal yang ingin mengoptimalkan keuntungan lebih baik melakukan investasi dalam instrumen ini, meskipun risiko cukup tinggi.
- c. Tingkat likuidasi obligasi rendah. Hal ini dikarenakan pergerakan harga obligasi, khususnya apabila harga obligasi menurun. Dalam kasus tersebut pemegang obligasi akan menahan obligasinya, dan

berspekulasi bahwa masa yang akan datang obligasi akan naik kembali.

- d. Risiko penarikan. Apabila dalam kontrak perjanjian obligasi ada persyaratan penarikan obligasi, perusahaan dapat menarik obligasi sebelum jatuh tempo dengan membayar sejumlah premiun. Hal ini kelihatannya menguntungkan pemegang obligasi, tetapi biasanya obligasi yang diambil dijual kembali dengan tingkat bunga yang lebih rendah oleh penerbit obligasi (yang disebut *refunding*). Sebagai akibatnya, pemegang obligasi belum siap untuk reinvestasi, atau dinamakan *reinvestment risk*.
- e. Risiko kecurangan. Apabila perusahaan penerbit mempunyai masalah likuiditas dan tidak mampu melunasi kewajibannya ataupun mengalami kebangkrutan maka pemegang obligasi akan menderita kerugian, karena perusahaan akhirnya tidak dapat menepati janjinya. Dalam hal perusahaan penerbit bangkrut, maka obligasi menjadi sesuatu hal yang tidak mempunyai nilai.

3. 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.

Penentuan tingkat skala risiko obligasi memperhitungkan beberapa variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi. Investor dapat menggunakan jasa agen pemeringkat yang memberikan jasa penilaian terhadap obligasi yang beredar untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi, yang merupakan petunjuk tentang kualitas investasi obligasi yang diminati. Peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan penghutang dan kemungkinan apa yang dapat dan akan dilakukan sehubungan hutang yang dimiliki, sehingga dapat dikatakan bahwa peringkat mencoba mengukur risiko *default*, emiten akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (gagal bayar).

Dipandang dari sisi investornya, adanya agen pemeringkat akan membantu dalam memberikan informasi investasi mengenai kemampuan emiten dilihat dari aspek ekonomi dan keuangan. Peringkat dari tiap obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat memberikan gambaran tentang kredibilitas (*creditworthiness*) dan mempengaruhi penjualan obligasi yang bersangkutan.

Secara umum, emiten atau perusahaan penerbit mendapatkan manfaat dari pemeringkatan obligasi, dikarenakan peringkat obligasi merupakan

indikator *default*, mempunyai pengaruh langsung dan terukur terhadap tingkat bunga obligasi dan biaya modal perusahaan dan sebagian obligasi dibeli oleh investor lembaga bukan individual, maka obligasi yang berada di level bawah merupakan petunjuk bahwa obligasi baru belum dapat diterbitkan.

Foster (1986) dalam Linandarini (2010) mengemukakan ada beberapa fungsi peringkat obligasi, yaitu sebagai:

- a. Sumber informasi atas kemampuan perusahaan, pemerintah daerah atau pemerintah dalam menaati ketepatan waktu pembayaran kembali pokok utang dan tingkat bunga yang dipinjam. Superioritas ini muncul dari kemampuan untuk menganalisis informasi umum atau mengakses informasi rahasia.
- b. Sumber informasi dengan biaya rendah bagi keluasan informasi kredit yang terkait dengan *cross section* antar perusahaan, pemerintah daerah, dan pemerintah. Biaya yang dibutuhkan untuk mengumpulkan informasi sejumlah perusahaan swasta, perusahaan pemerintah daerah, dan perusahaan pemerintah, sangat mahal. Bagi investor, akan sangat efektif jika ada agen yang mengumpulkan, memproses, dan meringkas informasi tersebut dalam suatu format yang dapat diinterpretasikan dengan mudah (misalnya dalam bentuk skala peringkat).
- c. Sumber *legal insurance* untuk pengawas investasi. Membatasi investasi pada sekuritas utang yang memiliki peringkat tinggi (misalnya peringkat BBB ke atas).

- d. Sumber informasi tambahan terhadap keuangan dan representasi manajemen lainnya. Ketika peringkat utang perusahaan ditetapkan, hal itu merupakan reputasi perusahaan yang berupa risiko. Peringkat merupakan insentif bagi perusahaan yang bersangkutan, mengenai kelengkapan dan ketepatan waktu laporan keuangan dan data lain yang mendasari penentuan peringkat.
- e. Sarana pengawasan terhadap aktivitas manajemen.
- f. Sarana untuk memfasilitasi kebijakan umum yang melarang investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun.

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. PEFINDO mempublikasi peringkat obligasi setiap bulan, sedangkan Kasnic tidak. Selain itu, jumlah perusahaan yang menggunakan jasa pemeringkatan obligasi PEFINDO jauh lebih banyak dibandingkan yang menggunakan jasa pemeringkatan Kasnic. PT Kasnic Credit Rating Indonesia telah berganti nama menjadi Moody’s Indonesia pada tahun 2007. Moody's beroperasi di Indonesia

sejak Januari 2007 setelah membeli 90 persen saham PT Kasnic Credit Rating Indonesia dari pemegang saham mayoritas PT HT Capital dan saham individu. Namun, dikarenakan adanya dampak dari krisis global, pada Juni 2009, Moody's Corporation telah menutup kantor cabang yang ada di Indonesia dan menarik peringkat secara nasional sehingga pemeringkatan oleh Moodys Indonesia sudah tidak dilakukan lagi.

Proses pemeringkatan obligasi dilakukan dengan menunjuk salah satu lembaga pemeringkat. Setelah ada kesepakatan antara emiten dan lembaga *rating*, pihak manajemen menyerahkan data yang dibutuhkan untuk proses pemeringkatan. Kemudian survei dan wawancara akan dilakukan terhadap pihak manajemen. Lama pengumpulan data dan analisis memakan waktu lebih dari 1 bulan (Rahardjo, 2003).

Ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam analisis obligasi, yaitu (Rahardjo, 2003):

1. Kinerja Industri

Mencakup persaingan industri, prospek dan pangsa pasar, ketersediaan bahan baku, struktur industri, pengaruh kebijakan pemerintah, dan kebijakan ekonomi lainnya.

2. Kinerja Keuangan

Meliputi aspek kualitas aset, rasio profitabilitas, pengelolaan aset dan pasiva, rasio kecukupan modal, tingkat pengelolaan utang, dan rasio kecukupan pembayaran bunga.

3. Kinerja Non Keuangan

Terdiri dari aspek manajemen, reputasi perusahaan, serta perjanjian *indenture* (meliputi *sinking fund*, *debt test*, *dividend test*, *merger*, dan *sale of asset*).

4. Proses Pemeringkatan Obligasi (PT PEFINDO)

PT PEFINDO didirikan di Jakarta pada tanggal 21 Desember 1993 atas izin Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dan Bank Indonesia. Pada tanggal 13 Agustus 1994, PT PEFINDO memperoleh lisensi dari BAPEPAM (No.39/PM-PI/1994) dan menjadi salah satu institusi pendukung di pasar modal Indonesia. Lembaga ini berafiliasi dengan *Standard & Poor's*, yang merupakan agen pemeringkat internasional.

Jenis pemeringkatan dilakukan berdasarkan dua jenis yaitu pemeringkatan terhadap perusahaan atau emiten (*corporate rating*) dan pemeringkatan terhadap produk efek yang akan dikeluarkan perusahaan (*securities rating*). Tahapan pemeringkatan obligasi PT PEFINDO dapat dilihat pada gambar 2.1.

Proses pemeringkatan berawal dari permintaan resmi dari perusahaan yang membutuhkan rating. PEFINDO akan menjawab permintaan tersebut dengan mengirimkan draft kontrak dan daftar persyaratan yang harus dipenuhi. Persyaratan umum terdiri dari laporan keuangan yang diaudit 3-5 tahun, pertanyaan rinci beberapa data operasional yang tercantum dalam kuesioner standar PEFINDO, dan beberapa dokumen lainnya seperti prospektus, memo,

dll. Draft kontrak mengatur hak dan tanggung jawab kedua belah pihak, sedangkan pertanyaan kuesioner tergantung dari sektor perusahaan.

Proses peringkat akan resmi dilakukan setelah PEFINDO menerima kontrak yang ditandatangani dan semua persyaratan terpenuhi. Tugas peringkat tersebut akan selesai dalam 30 hari kerja setelah kontrak resmi kedua pihak. PEFINDO akan menetapkan tim analis yang biasanya terdiri dari 2 analis yang memiliki keahlian sesuai dengan industri atau sektor perusahaan. Selama proses analisis, analisis situs perusahaan diperlukan untuk mendapatkan pemahaman yang lebih baik tentang bisnis perusahaan. Selain itu, analis juga dimungkinkan melakukan pencarian data dan informasi dari sumber-sumber lain yang terpercaya.

Setelah dilakukan analisis situs, tim analis akan mengatur “rapat manajemen” dengan manajemen perusahaan dan beberapa orang penting yang terkait untuk mendapatkan pandangan lebih baik tentang kebijakan dan rencana strategis perusahaan. Untuk pertemuan ini tim analis akan disertai oleh satu atau beberapa dewan direksi PEFINDO. Rapat manajemen dilakukan untuk memperoleh penilaian kualitatif terutama tentang pengetahuan manajemen, kompetensi, komitmen, dan kebijakan yang diberlakukan pada perusahaan.

Setelah proses analisis selesai, tim analis ditugaskan mengadakan “rapat komite rating” untuk menyajikan dan mengusulkan hasil penilaian pada anggota komite rating yang terdiri dari dewan direksi PEFINDO dan sebagian besar analis. Setiap anggota komite berhak untuk bertanya dan menentang tim

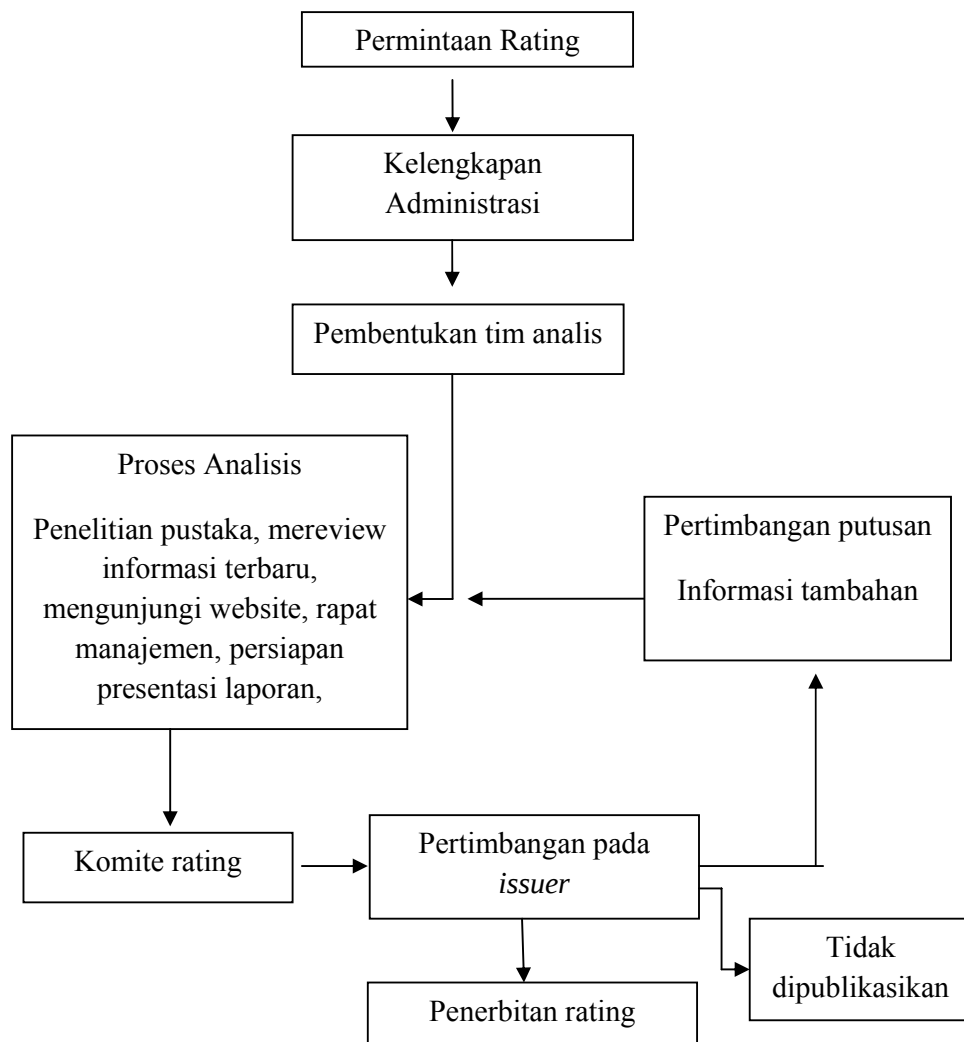
analisis sebelum memberikan suara *rating* yang diusulkan. Peringkat akhir yang diberikan perusahaan berdasarkan mayoritas suara anggota komite.

Hasil peringkat akan diberitahukan tim analisis kepada perusahaan (*issuer*). Peringkat yang dihasilkan dalam bentuk laporan yang berisi alasan pemberian peringkat (simbol). Simbol yang diberikan PEFINDO dapat dilihat pada tabel 2.1. Perusahaan dapat menyatakan ketidaksetujuan hasil peringkat pada PEFINDO dengan memberikan sejumlah data atau informasi. Peringkat dapat diubah jika perusahaan memberikan data tambahan yang mendukung. Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM dan Lembaga Keuangan Nomor: 135/BL/2006 Tentang “Pemeringkatan Atas Efek Bersifat Utang” menyatakan data diserahkan paling lambat 2 (dua) hari sejak adanya fakta baru. Namun tidak ada jaminan bahwa dengan informasi baru akan mengubah keputusan komite *rating* sebelumnya.

Peringkat akan dipublikasikan atau tidak tergantung dari perjanjian perusahaan dengan PEFINDO. Bagi perusahaan yang setuju, peringkat akan dipublikasikan pada *website* PEFINDO. Berdasarkan Keputusan Ketua BAPEPAM-LK Nomor: KEP-156/BL/2009 tentang “Publikasi oleh Perusahaan Pemeringkat Efek” menyebutkan bahwa Publikasi tersebut wajib diselesaikan paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah pemeringkatan berakhir.

PEFINDO selaku lembaga pemeringkat juga melakukan *monitoring* atas hasil peringkat yang telah dipublikasikan. Hal ini untuk menjaga agar informasi atas peringkat yang diberikan relevan dan akurat. Apabila selama

pemantauan berkala ternyata kinerja perusahaan memburuk maka agen pemeringkat dapat menurunkan *rating* tersebut. Begitu juga sebaliknya apabila kinerja perusahaan membaik maka lembaga pemeringkat dapat menaikkan *rating* perusahaan (Altman & Kao, 1991 dalam Maharti, 2011). Berikut ini merupakan alur dari proses *rating* PEFINDO.



Gambar 1. Proses Rating PEFINDO

Sumber : PEFINDO

Tabel 2. 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.

Sumber : PEFINDO

5. 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).

Pada umumnya, perusahaan yang bertumbuh dengan cepat akan memperoleh hasil positif dalam artian pementasan posisi di peta persaingan, menikmati penjualan yang meningkat secara signifikan dan diiringi oleh adanya peningkatan pangsa pasar. Pertumbuhan perusahaan sangat diharapkan oleh pihak internal maupun eksternal perusahaan. Dari sudut pandang investor, pertumbuhan suatu perusahaan merupakan tanda perusahaan memiliki aspek yang menguntungkan, dan investor pun akan mengharapkan tingkat pengembalian (*rate of return*) dari investasi yang dilakukan menunjukkan perkembangan yang baik (Safrida, 2008 dalam Nurullia, 2012). Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan potensial yang tinggi akan memiliki kecenderungan untuk menghasilkan arus kas yang tinggi di masa yang akan datang dan kapitalisasi pasar yang tinggi sehingga akan menarik minat investor untuk menanamkan modal.

Pertumbuhan perusahaan pada dasarnya dipengaruhi oleh beberapa faktor, yaitu faktor eksternal, internal, dan pengaruh iklim industri lokal. Perusahaan yang bertumbuh memerlukan banyak dana untuk investasi. Dana tersebut bisa bersumber dari internal perusahaan, misalnya laba yang digunakan untuk investasi sehingga perusahaan bertumbuh biasanya tidak membagikan dividen. Karena investasi yang besar memerlukan banyak biaya,

pendanaan yang bersifat internal bisa jadi tidak mencukupi kebutuhan biaya investasinya, maka diperlukan suatu pembiayaan eksternal. Pembiayaan eksternal tersebut bisa berupa saham dan utang.

Menurut Deitiana (2011) dalam Nurullia (2012) pertumbuhan perusahaan akan menimbulkan konsekuensi pada peningkatan investasi atas aktiva perusahaan dan akhirnya membutuhkan penyediaan dana untuk membeli aktiva. Dengan kata lain, pertumbuhan perusahaan menimbulkan konsekuensi pada keputusan investasi dan keputusan pembiayaan. Secara keuangan, tingkat pertumbuhan dapat ditentukan dengan mendasarkan pada kemampuan keuangan perusahaan.

Berdasarkan teori siklus hidup perusahaan bahwa perusahaan akan mengalami evolusi. Evolusi ini melalui beberapa tahap. Anthony dan Ramesh (1992) dalam Immaculatta dan Restuti (2008) menggolongkannya menjadi tiga tahap yaitu *growth*, *mature* dan *stagnant*. Dalam setiap tahap hidup perusahaan ada aktivitas yang berbeda yang berpengaruh pada kegiatan pendanaan aktivitas perusahaan. Risiko obligasi pada tahap *growth* memperhatikan aliran kas yang terjadi di dalam perusahaan. Perusahaan banyak menggunakan dananya untuk investasi dalam mengembangkan dan mempertahankan pangsa pasar serta menguasai teknologi. Risiko *default* pada fase ini menjadi tinggi karena dikhawatirkan perusahaan tidak bisa membayar pokok dan bunganya dengan tepat waktu karena aliran kas yang ada digunakan untuk investasi. Risiko *default* ini tercermin dalam peringkat obligasi. Risiko yang tinggi menyebabkan peringkat obligasi menjadi rendah sehingga perusahaan yang

menerbitkan obligasi ketika perusahaan berada pada tahap *growth* akan memberikan *yield* yang tinggi.

Pertumbuhan diproksikan dengan komponen *Investment Opportunity Set* (IOS). Proksi IOS yang digunakan adalah *market value to book value* karena berdasarkan Kallapur dan Trombley (1999) dalam Immaculatta dan Restuti (2008) rasio ini paling mendekati realisasi pertumbuhan. Rasio yang digunakan yaitu:

1. Rasio *market to book value of equity* (MVE/BVE)

Rasio ini digunakan dengan dasar pemikiran MVE/BVE mencerminkan bahwa pasar menilai return atas investasi perusahaan pada masa depan akan lebih besar dari return yang diharapkan ekuitasnya. Rasio MVE/BVE dapat dihitung dengan cara berikut:

$$\frac{MVE}{BVE} = \frac{\text{Jumlah saham beredar X Harga Penutupan Saham}}{\text{Total ekuitas}}$$

2. Rasio *market value to book value of assets* (MVA/BVA)

Rasio ini menjelaskan gabungan antara aset di tempat dengan kesempatan investasi. Oleh karena itu, semakin tinggi rasio MVA/BVA, semakin tinggi kesempatan investasi yang dimiliki perusahaan tersebut yang berkaitan dengan aset di tempat. Rumus yang digunakan sebagai berikut:

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

Dari kedua rasio tersebut, rasio yang akan digunakan untuk menilai pertumbuhan perusahaan dalam penelitian ini adalah rasio *market to book value of assets*, karena rasio ini lebih menjelaskan pertumbuhan perusahaan yang ditimbulkan dari pengelolaan aset perusahaan.

6. Saldo Laba (Laba Ditahan)

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.

Laba ditahan merupakan bagian dari komponen struktur modal, yaitu bagian dari sumber dana internal perusahaan. Akun saldo laba (laba ditahan) berlawanan dengan saham modal dan tambahan modal disetor yang berasal dari setoran modal pemegang saham. Saldo laba merupakan sumber utama distribusi dividen.

Laba ditahan pada dasarnya adalah terbentuk dari akumulasi laba yang dipindahkan dari akun Ikhtisar Laba Rugi (*Income Summary*). Begitu saldo laba ditutup ke laba ditahan, sebenarnya saldo laba tersebut telah lebur menjadi elemen modal pemegang saham yang sah. Seperti juga modal setoran, laba

ditahan menunjukkan sejumlah hak atas seluruh jumlah rupiah aset bukan hak atas jenis aset tertentu (Soewardjono, 2005).

Dari segi administrasi keuangan, laba ditahan merupakan indikator daya melaba sehingga laba ditahan harus selalu dipisahkan dengan modal setoran meskipun jumlah akhirnya ditotal untuk membentuk ekuitas pemegang saham. Sedangkan secara yuridis, laba ditahan adalah jumlah rupiah yang secara yuridis dapat digunakan untuk pembagian dividen. Transaksi lain yang dapat mempengaruhi laba ditahan adalah transaksi yang tergolong dalam transaksi modal. Pengaruh dari transaksi tersebut langsung dimasukkan dalam laba ditahan dan tidak melalui statemen laba rugi periode terjadinya transaksi tersebut karena transaksi tersebut merupakan transaksi modal. Soewardjono (2005) menyebutkan beberapa hal berikut yang dapat menyebabkan laba ditahan dalam suatu periode berubah selain karena transaksi modal tetapi karena transaksi khusus yaitu:

1. Penyesuaian periode lalu (*prior period adjustments*)
2. Koreksi kesalahan dalam laporan keuangan sebelumnya
3. Pengaruh perubahan akuntansi (*accounting changes*)
4. Kuasi reorganisasi (*quasi reorganization*)

Bila komponen-komponen tertentu yang berasal dari transaksi operasi dilaporkan langsung ke laba ditahan, laba ditahan dapat disajikan dan dirinci atas dasar sumber (*by sources*). Terdapat pula kebiasaan bahwa laba ditahan disajikan dengan memerincinya atas dasar tujuan (*by purposes*) dengan cara yang disebut apropriasi (*appropriation*) dan pembatasan (*restriction*). Perincian

atas dasar sumber menyebabkan laba ditahan dapat dirinci menjadi laba ditahan yang berasal dari operasi normal atau rutin dan berasal dari laba luar biasa. Perincian atas dasar tujuan penggunaan menyebabkan adanya pos cadangan jaminan sosial, laba ditahan terbatas dan cadangan umum. Perincian ini sama saja dengan mengaitkan laba ditahan dengan aset tertentu.

Laba ditahan digunakan untuk investasi kembali dalam bisnis atau melunasi kewajiban keuangan dan bisa bersaldo negatif bila terjadi kerugian. Selain itu, laba ditahan (*retained earning*) juga didefinisikan sebagai salah satu dari sumber dana yang paling penting untuk membiayai kinerja perusahaan (Riyanto, 2011 dalam Estiyanti dan Yasa, 2012). Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan rasio laba ditahan dihitung berdasarkan total assets. Rasio ini dihitung dari laba ditahan akhir periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* akhir periode satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

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

7. Aliran (Arus) 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.

Arus kas operasi mencakup arus kas dari kegiatan mengadakan, membeli, dan menagih pokok pinjaman yang dicatat sebesar nilai pasar dan dimiliki hanya untuk beberapa waktu dengan tujuan untuk dijual kembali. Aktivitas operasi adalah aktivitas penghasil utama pendapatan perusahaan yang melibatkan transaksi-transaksi pembelian atau produksi barang-barang dan jasa serta penjualan dan distribusi kepada pelanggan. Aktivitas operasi menyebabkan kenaikan pada transaksi-transaksi dan kejadian-kejadian yang masuk kedalam perhitungan laba rugi.

Jumlah arus kas yang berasal dari aktivitas operasi merupakan indikator yang menentukan apakah dari operasi perusahaan dapat menghasilkan arus kas yang cukup untuk melunasi pinjaman, memelihara kemampuan operasi perusahaan, membayar dividen dan melakukan investasi baru tanpa mengandalkan sumber pendanaan dari luar. 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.

Arus kas operasi mencerminkan likuiditas perusahaan sebagai penentu kebijakan deviden perusahaan dibandingkan dengan laba. Burton *et al.* (2000) dalam Estiyanti dan Yasa (2012) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara finansial akan mempengaruhi peningkatan 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.

Estianti dan Yasa (2012) menyatakan aliran kas operasi diukur dengan rasio aliran kas operasi akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi dibagi dengan *total assets* akhir perioda satu tahun sebelum pemeringkatan obligasi.

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

8. Penelitian Terdahulu

Menurut 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.

Tabel 3. Kajian Penelitian Terdahulu

Peneliti	Sampel	Variabel Bebas	Variabel Terikat	Hasil
Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa (2012)	20 perusahaan non keuangan di BEI tahun 2008-2011	Laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, likuiditas, <i>total asset</i> , <i>leverage</i> , umur, dan jaminan obligasi	Peringkat obligasi	Laba ditahan berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Laba operasi, aliran kas operasi, likuiditas, <i>total assets</i> , <i>leverage</i> , umur obligasi, dan jaminan tidak berpengaruh pada peringkat obligasi.
Gerianta Wirawan Yasa (2010)	30 perusahaan non	Laba operasi, laba ditahan, aliran kas	Peringkat Obligasi	Laba operasi, laba ditahan, aliran kas operasi, dan likuiditas berpengaruh positif

	keuangan di BEI periode 1999-2006	operasi, likuiditas, <i>total assets</i> , <i>leverage</i> .		terhadap peringkat obligasi. <i>Total assets</i> dan <i>leverage</i> tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.
Luciana Spica Almlia dan Vieka Devi (2007)	119 perusahaan di BEI periode 2001-2005	Pertumbuhan perusahaan, <i>size</i> perusahaan, profitabilitas, likuiditas, jaminan, umur, dan reputasi auditor.	Peringkat Obligasi	Pertumbuhan perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. <i>Size</i> , profitabilitas, likuiditas, jaminan, umur, dan reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.
Maria Immaculatta dan Dwi Restuti (2008)	115 obligasi perusahaan di BEI periode 2000-2004	Pertumbuhan Perusahaan	Peringkat Obligasi	Pertumbuhan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi
Adhisyahfitri ,M Nur Yahya dan Saidaturrahmi (2012)	22 perusahaan non keuangan di BEI periode 2005-2008	Pertumbuhan perusahaan, umur obligasi, reputasi KAP	Peringkat Obligasi	Pertumbuhan perusahaan, umur obligasi, dan reputasi KAP tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

9. 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 Almlia 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.

B. 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.

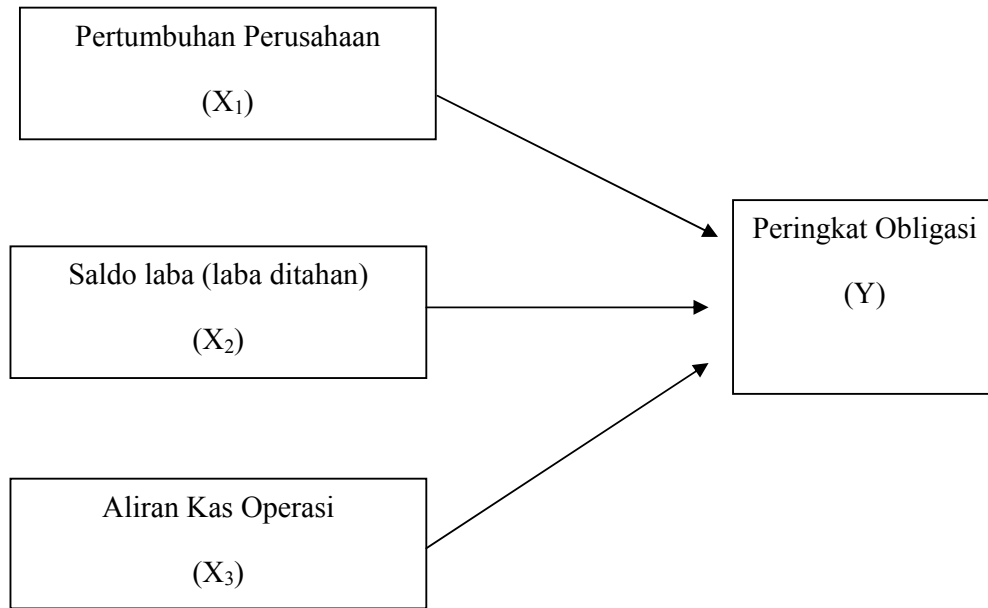
Perusahaan yang bertumbuh pasti memerlukan dana untuk mendukung investasi mereka. Perusahaan yang bertumbuh akan menggunakan aliran kasnya untuk investasi, penguasaan teknologi dan mengembangkan produk, sehingga bila perusahaan menggunakan obligasi sebagai aliran pendanaannya, maka ada kemungkinan perusahaan 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 dari penelitian sebagai berikut :



Gambar 2. Kerangka Konseptual

C. HIPOTESIS

Berdasarkan teori 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*.

BAB V

PENUTUP

A. Kesimpulan

Penelitian ini dilakukan untuk melihat apakah pertumbuhan perusahaan yang diproksikan 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.

B. 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.

C. Saran

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

1. Bagi peneliti selanjutnya:
 - a. 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.

- b. Untuk menilai pertumbuhan perusahaan, disarankan mengganti proksi yang digunakan dengan proksi menilai pertumbuhan perusahaan yang lain, seperti penjualan dan *book to market ratio*.
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. Fakhruhin. 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.unikal.ac.id
- Ghozali, Imam. 2012. *Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Hanafi, M.M. 2004. *Manajemen Keuangan*. Yogyakarta: BPFE-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