

BAB III

GAMBARAN UMUM OBLIGASI PERUSAHAAN MANUFAKTUR

Obligasi merupakan sekuritas yang mewajibkan penerbit obligasi untuk melakukan pembayaran spesifik kepada pemegang obligasi. Obligasi perusahaan adalah surat utang yang dikeluarkan suatu perusahaan, baik yang berbentuk Badan Usaha Milik Negara (BUMN) atau swasta. Obligasi perusahaan umumnya memiliki tingkat risiko kegagalan lebih besar daripada obligasi pemerintah, karena itulah obligasi perusahaan menawarkan *yield* yang lebih tinggi.

Manufaktur adalah suatu cabang industri yang mengaplikasikan peralatan dan suatu medium proses untuk mentransformasi (merubah) bahan mentah menjadi barang jadi untuk dijual. Upaya ini melibatkan semua proses antara yang dibutuhkan untuk produksi dan integrasi komponen-komponen suatu produk. Beberapa industri, seperti produsen semikonduktor dan baja, juga menggunakan istilah pabrikasi. Sektor manufaktur sangat erat terkait dengan rekayasa atau teknik.

Sampel pada penelitian ini adalah obligasi perusahaan yang diterbitkan perusahaan manufaktur. Sektor manufaktur di Bursa Efek Indonesia dikategorikan menjadi 19 (sembilan belas) kelas industri, yaitu :

1. Makanan dan minuman

Yaitu industri yang bergerak di bidang penghasil berbagai jenis makanan dan minuman. Terdiri dari 19 (sembilan belas) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Ades Waters Indonesia Tbk, Aqua Golden Mississippi Tbk, Cahaya Kalbar Tbk, Davomas Abadi Tbk, Delta Djakarta

Tbk, Fast Food Indonesia Tbk, Indofood Sukses Makmur Tbk, Mayora Indah Tbk, Multi Bintang Indonesia Tbk, Pioneerindo Gourmet International (d/h Putra Sejahtera Pioneerindo) Tbk, Prasadha Aneka Niaga Tbk, Sekar Laut Tbk, Siantar TOP Tbk Sierad Produce Tbk, SMART Tbk, Suba Indah Tbk, Tiga Pilar Sejahtera Food (d/h Asia Intiselera) Tbk, Tunas Baru Lampung Tbk dan Ultra Jaya Milk Tbk

2. Industri tembakau

Yaitu industri yang menghasilkan rokok atau kretek (hasil olahan tembakau). Terdiri dari 4 (empat) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu BAT Indonesia Tbk, Bentoel International Investama Tbk, Gudang Garam Tbk dan HM Sampoerna Tbk

3. Industri tekstil dan pemintalan kapas

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil produk tekstil dan pemintalan. Terdiri dari 9 (sembilan) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Argo Pantes Tbk, Century Textile Industry (Centex) Tbk, Eratex Djaja Tbk, Panasia Filament Inti Tbk, Panasia Indosyntec Tbk, Roda Vivatex Tbk, Sunson Textile Manufacture Tbk, Textile Manufacturing Company Jaya (Texmaco Jaya) Tbk dan TIFICO Tbk.

4. Industri pakaian dan produk tekstil lainnya

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil pakaian atau kain dan segala produk tekstil lainnya. Terdiri dari 13 (tiga belas) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu APAC Citra Centertex Tbk, Delta Dunia Petroindo Tbk, Ever Shine Textile Industry Tbk, Fortune Mate Indonesia Tbk, Hanson International Tbk, Indo Acidatama (d/h Sarasa Nugraha) Tbk, Indorama Syntetics Tbk, Karwell Indonesia Tbk, Pan

Brothers Tex Tbk, Primarindo Asia Infrastructure Tbk, Ricky Putra Globalindo Tbk, Sepatu Bata Tbk dan Surya Intrindo Makmur Tbk.

5. Industri kayu dan produk kayu

Yaitu industri yang bergerak sebagai pemasok kayu dan menghasilkan berbagai produk kayu. Terdiri dari 5 (lima) perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia, yaitu Barito Pacific Timber Tbk, Daya Sakti Unggul Corporation Tbk, Sumalindo Lestari Jaya Tbk, Surya Dumai Industri Tbk dan Tirta Mahakam Resources Tbk

6. Industri kertas dan produk lain yang berkaitan

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil kertas dan produk lain yang berkaitan. Terdiri dari 5 (lima) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Fajar Surya Wisesa Tbk, Indah Kiat Pulp & Paper Tbk, Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk, Suparma Tbk dan Surabaya Agung Industry Pulp Tbk

7. industri kimia dan produk yang berkaitan

yaitu industri yang bergerak di sektor kimia dan menghasilkan produk yang berkaitan. Terdiri dari 8 (delapan) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu AKR Corporindo Tbk, Budi Acid Jaya Tbk, Colorpak Indonesia Tbk, Eterindo Wahanatama Tbk, Lautan Luas Tbk, Polysindo Eka Perkasa Tbk, Sorini Agro Asia Corporindo (d/h Sorini Corporation) Tbk dan Unggul Indah Cahaya Tbk

8. industri bahan perekat

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil bahan perekat (lem). Terdiri dari 4 (empat) perusahaan yang terdaftar di bursa Efek Indonesia, yaitu Duta Pertiwi Nusantara Tbk, Ekadharma International Tbk,

Intanwijaya Internasional Tbk dan Resource Alam Indonesia (d/h Kurnia Kapuas Utama Glue Industries) Tbk

9. Industri plastik dan produk kaca

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil plastik dan produk kaca. Terdiri dari 12 (dua belas) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Aneka Kemasindo Utama Tbk, Argha Karya Prima Industry Tbk, Asahimas Flat Glass Tbk, Asiaplast Industries Tbk, Berlina Tbk, Dynaplast Tbk, Fatrapolindo Nusa Industri Tbk, Kageo Igar Jaya (d/h Igarjaya) Tbk, Langgeng Makmur Plastik Industry Ltd Tbk, Lapindo International Tbk, Siwani Makmur Tbk dan Trias Sentosa Tbk

10. Industri semen

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil semen. Terdiri dari 3 (tiga) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Holcim Indonesia Tbk, Indocement Tunggul Prakarsa Tbk dan Semen Gresik (Persero) Tbk

11. Industri logam dan produk yang berkaitan

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil besi. Terdiri dari 11 (sebelas) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Alumindo Light Metal Industry Tbk, Betonjaya Manunggal Tbk, Citra Tubindo Tbk, Indal Aluminium Industry Tbk, Jakarta Kyoei Steel Works Tbk, Jaya Pari Steel Tbk, Lion, Mesh Prima Tbk, Lion Metal Works Tbk, Pelangi Indah Canindo Tbk, Tembaga Mulia Semanan Tbk dan Tira Austenite Tbk.

12. Industri logam buatan

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil logam buatan. Terdiri dari 2 (dua) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Kedaung Indah Can Tbk dan Kedawung Setia Industrial Tbk.

13. Industri batu, tanah liat, kaca dan produk dasar

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil produk dasar yang berasal dari batu, tanah liat dan kaca. Terdiri dari 4 (empat) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Arwana Citramulia Tbk, Intikeramik Alamasri Industry Tbk, Mulia Industrindo Tbk dan Surya Toto Indonesia Tbk.

14. Industri kabel

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil kabel. Terdiri dari 6 (enam) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu GT Kabel Indonesia Tbk, Jembo Cable Company Tbk, Kabelindo Murni Tbk, Sucaco Tbk, Sumi Indo Kabel Tbk dan Voksel Electric Tbk.

15. Industri elektronik dan perlengkapan kantor

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil alat elektronik dan perlengkapan kantor. Terdiri dari 3 (tiga) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Astra Graphia Tbk, Metrodata Electronics Tbk dan Multipolar Corporation Tbk.

16. Industri automotif dan produk yang berkaitan

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil kendaraan otomotif dan segala perlengkapannya. Terdiri dari 19 (sembilan belas) perusahaan yaitu Astra International Tbk, Astra Otoparts Tbk, Branta Mulia Tbk, Gajah Tunggal Tbk, Goodyear Indonesia Tbk, Hexindo Adiperkasa Tbk,

Indomobil Sukses, Internasional Tbk, Indospring Tbk, Intraco Penta Tbk, Multi Prima Sejahtera Tbk, Multistrada Arah Sarana Tbk, Nipress Tbk, Polychem Indonesia (d/h GT Petrochem Industries) Tbk, Prima Alloy Steel Tbk, Sanex, Qianjiang Motor International Tbk, Selamat Sempurna Tbk, Sugi Samapersada Tbk, Tunas Ridean Tbk dan United Tractors Tbk

17. Industri perlengkapan fotografi

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil atau penyedia alat-alat perlengkapan fotografi. Terdiri dari 3 (tiga) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia , yaitu Inter Delta Tbk, MoLeverage ration Photo Film Company Tbk dan Perdana Bangun Pusaka Tbk.

18. Industri farmasi

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil farmasi atau obat-obatan. Terdiri dari 9 (sembilan) perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, yaitu Bristol-Myers Squibb Indonesia Tbk, Darya-Varia Laboratoria Tbk, Indofarma Tbk, Kalbe Farma Tbk, Kimia Farma Tbk, Merck Tbk, Pyridam Farma Tbk, Schering Plough Indonesia Tbk dan Tempo Scan Pacific Tbk.

19. Industri barang konsumsi

Yaitu industri yang bergerak sebagai penghasil barang konsumsi. Terdiri dari 3 (tiga) perusahaan yang terdaftar di Bursa efek Indonesia, yaitu Mandom Indonesia Tbk, Mustika Ratu Tbk dan Unilever Indonesia Tbk.

Berdasarkan data 142 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004-2006 diatas, hanya 16 perusahaan manufaktur menerbitkan obligasi yang terdaftar dan memiliki peringkat di PT.Pefindo selama tiga tahun periode observasi. Empat perusahaan diantaranya adalah perusahaan

yang bergerak di sektor makanan dan minuman, yaitu Indofood Sukses Makmur Tbk (INDF), Mayora Indah Tbk (MYOR), Tunas Baru Lampung Tbk (TBLA) dan Ultra Jaya Milk Tbk (ULTJ). Satu perusahaan bergerak di sektor manufaktur tembakau atau rokok, yaitu HM Sampoerna Tbk (HMSP). Tiga perusahaan bergerak di sektor kimia dan produk terkait, yaitu Budi Acid Jaya Tbk (BUDI), Lautan Luas Tbk (LTLS) dan Unggul Indah Cahaya Tbk (UNIC). Satu bergerak di sektor semen, yaitu Semen Gresik (Persero) Tbk (SMGR). Dua perusahaan bergerak di sektor elektronik dan perlengkapan kantor, yaitu Astra Graphia Tbk (ASGR) dan Metrodata Electronics Tbk (MTDL). 4 (empat) bergerak di sektoromotif dan produk terkait, yaitu Astra International Tbk (ASII), Branta Mulia Tbk (BRAM), Gajah Tunggal Tbk (GJTL), dan Selamat Sempurna Tbk (SMSM) serta satu perusahaan bergerak di sektor farmasi, yaitu Kalbe Farma Tbk (KLBF).

INDF bergerak sebagai perusahaan pengolah makanan. INDF memegang kendali atas 90% pasar mie instan di Indonesia. Pada tahun 1994, Global Mark International Limited, salah satu pemegang saham memperoleh hasil dari bunga mengambang sebesar US\$ 500 juta dalam 3 tahun kepemilikan Obligasi Tukar Mandatory (EMB) di Bursa Efek Luxemburg. Obligasi MEB dapat ditukar dengan 139 juta saham Global Mark. Setelah obligasi ditukarkan, saham Global Mark akan menurun menjadi 215 juta atau 28% dari total ekuitas perusahaan. INDF juga merupakan salah satu perusahaan grup Salim.

MYOR bergerak sebagai perusahaan pembuat gula-gula. Pada tahun 1990, MYOR mengambil alih PT. Unita Branindo yang merupakan pabrik coklat dan wafer serta masih dimiliki pemilik MYOR. Telah aktif dalam industri makanan sejak 1948 dan menjadi cabang dari grup Inbisco.

TBLA bergerak sebagai perusahaan penghasil minyak sayur dan produk turunan lain dari minyak sayur. Merupakan anggota dari grup Sungai Budi yang menjadi salah satu industri agrikultural pertama di Indonesia. TBLA mulai beroperasi di Lampung pada awal 1970 dan menjadi salah satu penghasil minyak sayur terbesar dengan biaya termurah.

ULTJ bergerak sebagai perusahaan penghasil susu dan jus. Berawal pada tahun 1975 sebagai perusahaan yang bergerak dalam bidang penyeterilan susu yang dinamakan Ultra high Temperature (UHT). Pada tahun 1981, ULTJ mendiversifikasi usahanya pada bisnis lain seperti jus buah dan teh dalam karton dibawah lisensi merk keju Kraft.

HMSB bergerak sebagai industri kretek, kini menjadi perusahaan rokok ketiga terbesar di Indonesia dengan 19.4% pangsa pasar pada tahun 2004. Aktivitas utamanya adalah memproduksi dan menjual rokok , yang mana kreteknya terbuat dar tembakau dan cengkeh.

BUDI bergerak di bidang pembuatan bahan makanan dan kimia. Memiliki 12 (dua belas) pabrik tapioka juga pabrik sulfur. Cuka sulfur digunakan dalam pembuatan cuka Citric, dan cuka Citric merupakan yang paling banyak dipakai dalam pengawetan dan perasa makanan. Sedangkan tepung tapioka sangat penting dalam produksi makanan, kertas dan industri tekstil.

LTLS bergerak di bidang distribusi produk kimia dan menjadi perusahaan yang memimpin dalam distribusi. Pada tahun 2000, menerbitkan obligasi 5 dengan jangka waktu 5 tahun yang digunakan untuk menguatkan modak kerja perusahaan, untuk lebih memajukan aktivitas distribusi dan jaringannya, serta untuk membangun pabrik baru dan usaha lainnya.

UNIC merupakan perusahaan petrokimia. Merupakan bagian dari 2 perusahaan konglomerasi Salim an Sinar Mas grup. Hampir seluruh alkil menjadi bahan dasar utama deterjen dan terjual di pasar domestik.

SMGR bergerak sebagai perusahaan penghasil semen. Berdiri tahun 1953 di bawah peraturan Pemerintah tahun Nomor 132. Kini memiliki industri pelengkap yang mendukung pabriknya yang ada di Tuban.

ASGR bergerak sebagai distributor perlengkapan elektronik dan barang konsumsi. Berawal sebagai divisi atau bagian dari Xerox dari PT.Astra International membuat ASGR memiliki layanan pemasaran dan layanan purna jual eksklusif pada mesin fotokopi di Indonesia.

MTDL bergerak sebagai perusahaan distributor dan perakit produk komuter (Teknologi Informasi). Mulai terdaftar di Bursa Efek Jakarta dan Surabaya pada tahun 1990 untuk meningkatkan dana guna investasi dan modal kerja sebagai partisipasi publik dalam pengembangan dan pertumbuhannya. MTDL merupakan salah satu perusahaan yang menjadi pemimpin dalam industri sejenis di Indonesia.

KLBF merupakan perusahaan yang bergerak di bidang farmasi. KLBF berdiri tahun 1966 dan sekaligus memulai operasi komersial. Saat ini terikat dalam produksi dan pengembangan produk farmasi (bagi kesehatan manusia dan binatang).

ASII merupakan perusahaan automotif, keuangan, perlengkapan berat, agribisnis, teknologi informasi dan infrastruktur. Mulai terdaftar di Bursa Efek Jakarta pada tahun 1990. ASII telah mendiversifikasi dasar pemegang sahamnya yang termasuk pemegang saham asing dengan kepemilikan substansial.

BRAM bergerak di bidang pembuatan ban dan kawat. Merupakan salah satu produsen kawat utama di Asia Selatan, serta memiliki catatan yang baik dalam pembuatan Nylon 66 Premium.

GJTL bergerak di bidang pembuatan ban yang meluaskan usaha pembuatan ban untuk kendaraan bermotor, bus, truk dan kendaraan peralatan berat lainnya. Terakhir kali mengenalkan produk baru Champiro HPZ-40, yang membuat kendaraan aman dikendarai dalam kecepatan tinggi. Merupakan produk pertama ASEAN yang menggunakan teknologi.

SMSM merupakan perusahaan pembuat bagian kendaraan bermotor (*automotive parts*). Pada tahun 2000 menerbitkan obligasi I dengan nilai Rp 100 milyar dan menetapkan kupon tetap sebesar 16.625% per tahun, dengan jangka waktu 5 tahun.

BAB IV

ANALISIS FAKTOR AKUNTANSI DAN FAKTOR NON AKUNTANSI

TERHADAP PREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI

Setelah melalui beberapa tahap kegiatan penelitian, pada bab IV ini akan diuraikan hasil analisis penelitian yang terbagi dalam beberapa sub bab, yaitu : deskripsi data penelitian, pengujian hipotesis dan pembahasan dari hasil penelitian.

A. Deskripsi Data Penelitian

Data yang dijadikan dasar deskripsi hasil penelitian adalah *leverage ratio* (X1), *Current ratio* (X2), *Size* (X3), *Growth* (X4), *Maturity* (X5) dan prediksi peringkat obligasi (Y). Data yang berhasil dikumpulkan diolah dengan menggunakan statistika frekuensi yang meliputi perhitungan skor terendah, skor tertinggi, rata-rata (*mean*), nilai tengah (*median*), dan standar deviasi. Tabel IV.1 berikut adalah tabel statistik deskriptif yang dapat menjelaskan variabel-variabel diatas :

Tabel IV.1
DESKRIPSI STATISTIK

| | | cr | size | growth | leverage |
|----------------|---------|---------|---------|--------|----------|
| N | Valid | 114 | 114 | 114 | 114 |
| | Missing | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Mean | | 2.1498 | 11.9550 | .8682 | .5203 |
| Median | | 1.7000 | 11.9750 | .8000 | .5400 |
| Std. Deviation | | 1.18018 | 2.07630 | .52606 | .13916 |
| Range | | 4.37 | 13.44 | 1.85 | .53 |
| Minimum | | .74 | .36 | .12 | .23 |
| Maximum | | 5.11 | 13.80 | 1.97 | .76 |

a. Multiple modes exist. The smallest value is shown

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Berdasarkan tabel di atas dapat dijelaskan statistik frekuensi variabel-variabel lepas yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Berikut adalah penjelasan frekuensi statistik masing-masing variabel.

1. *Leverage ratio*

Pada tabel IV.1 terlihat bahwa nilai terendah *leverage ratio* adalah 0.23 dan nilai tertinggi adalah 0.76. hal ini menunjukkan bahwa terdapat jarak (*range*) sebesar 0.53. *Mean* atau rata-rata variabel *leverage ratio* obligasi perusahaan manufaktur adalah 0.5203. *Median* atau yang seringkali disebut dengan nilai tengah, pada variabel *leverage ratio* menunjukkan nilai 0.54. Standar deviasi digunakan untuk mengukur tingkat penyimpangan suatu data, pada variabel *leverage ratio* adalah 0.13916. Hal ini berarti terdapat penyimpangan sebesar 0.13916 di atas rata-rata hitungnya

Kemampuan perusahaan menyelesaikan kewajibannya dapat didefinisikan dengan saat dimana cadangan perusahaan tersebut terpakai (habis), dimana perusahaan tersebut tidak akan mampu membayar kewajibannya pada saat jatuh tempo, hal inilah yang dikatakan *failure* atau kegagalan. Sehingga dapat dikatakan bahwa, nilai *leverage ratio* yang semakin kecil menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin mampu menyelesaikan kewajiban jangka panjangnya. Hal tersebut secara langsung mempengaruhi prediksi peringkat obligasi yang akan diterima perusahaan, karena kemampuan pengembalian yang tepat waktu merupakan salah satu fokus utama dalam penentuan peringkat obligasi yang dilakukan perusahaan pemeringkat efek.

2. *Current ratio* (CR)

Pada tabel IV.1 terlihat bahwa nilai terendah *Current Ratio* adalah 0.74 dan nilai tertinggi adalah 5.11. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat jarak (*range*) sebesar 4.37 pada variabel CR. *Mean* atau rata-rata CR obligasi perusahaan manufaktur adalah 2.1498. Median atau nilai tengah variabel CR adalah 1.7. Standar deviasi pada variabel CR adalah 1.18018. Hal ini berarti terdapat penyimpangan sebesar 1.18018 di atas rata-rata hitungnya.

Nilai CR yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin likuid dalam menyelesaikan kewajiban jangka pendeknya. Hal tersebut disebabkan karena semakin besar CR menunjukkan bahwa aset lancar yang dimiliki untuk membayar kewajiban jangka pendeknya lebih banyak.

3. *Size* atau ukuran perusahaan

Pada tabel IV.1 terlihat bahwa nilai terendah *Size* adalah 0.36 dan nilai tertinggi adalah 13.80. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat jarak (*range*) sebesar 13.44 pada variabel *Size*. *Mean* atau rata-rata *size* obligasi perusahaan manufaktur adalah 11.9550. Nilai tengah atau median variabel *Size* adalah 11.9750.

Nilai *size* yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut mempunyai kemampuan yang semakin besar dalam mendiversifikasi risikonya, sehingga menurunkan tingkat kegagalannya yang membuat membaiknya peringkat obligasi yang diberikan. Standar deviasi pada variabel *size* adalah 2.07630. Hal ini berarti terdapat penyimpangan sebesar 2.07630 di atas rata-rata hitungnya.

4. *Growth* atau potensi pertumbuhan

Pada tabel IV.1 terlihat bahwa nilai terendah *Growth* adalah 0.12 dan nilai tertinggi adalah 1.97. Hal ini menunjukkan bahwa terdapat jarak (*range*) sebesar 1.85 pada variabel *Growth*. *Mean* atau rata-rata *growth* obligasi perusahaan manufaktur adalah 0.8682, nilai tengah atau median variabel *growth* adalah 0.8000.

Nilai *growth* yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut semakin mampu berkembang, dilihat dari rasio nilai buku terhadap nilai pasarnya, dengan kata lain perusahaan yang memiliki pengalaman dengan nilai *Growth* dalam pelaporan annual surplus akan mendapatkan level risiko penjaminan yang lebih tinggi. Standar deviasi pada variabel *growth* adalah 0.52606. Hal ini berarti terdapat penyimpangan sebesar 0.52606 diatas rata-rata hitungannya.

5. *Maturity* atau umur obligasi

Variabel *maturity* adalah variabel independen *dummy* (boneka) yang ditambahkan pada penelitian ini. Nilai modus variabel *maturity* adalah sebesar 1, hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel memiliki umur obligasi sampai dengan 5 tahun, karena nilai 1 merupakan nilai yang diberikan apabila obligasi tersebut berumur 5 tahun ke bawah.

Nilai *maturity* sebelum dikategorikan dalam suatu variabel *dummy* menunjukkan bahwa, nilai *maturity* yang semakin kecil menunjukkan bahwa semakin baik prediksi risiko yang dapat dilakukan sehingga tingkat risiko yang dihasilkanpun menurun. Perusahaan dengan *maturity* obligasi

lebih pendek umumnya memiliki peringkat yang lebih baik daripada perusahaan dengan *maturity* obligasi lebih panjang.

B. Regresi Logistik dengan variabel independen asal

Langkah pertama dalam analisis data ini adalah dengan melakukan regresi logistik dengan variabel independen asal, yaitu *leverage ratio*, *current ratio*, *size*, *growth* dan *maturity*. Analisis dilakukan untuk setiap variabel secara terpisah (analisis bivariat) untuk melihat kemampuan masing-masing variabel dalam mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Diasumsikan bahwa kategori variabel dependen Y diberi kode 0 dan 1:

- Obligasi dengan peringkat investment grade = 1
- Obligasi dengan peringkat non investment grade = 0

B.1 Analisis bivariat

1. Size terhadap Prediksi peringkat obligasi

Tabel IV.2
REGRESI LOGISTIK (SIZE – RATING)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|--------------------------|-------|-------|------|----|------|--------|
| Step 1 ^a size | .121 | .129 | .880 | 1 | .348 | 1.129 |
| Constant | 1.481 | 1.513 | .959 | 1 | .328 | 4.399 |

a. Variable(s) entered on step 1: size.

Sumber : hasil olahan SPSS 16,tahun 2008

Variabel *size* tidak dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan oleh nilai signifikansi dari variabel tersebut yang menunjukkan nilai 0.348. Nilai ini lebih besar dari taraf signifikan 5% dan nilai 10%. Berdasarkan hasil ini disimpulkan bahwa ukuran perusahaan (*size*) yang diproksikan dengan log *market value of common equity*, tidak dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Andry, yang mengemukakan penolakan tentang hubungan *size* dengan prediksi peringkat obligasi. Alasan yang dapat diberikan adalah karena pada umumnya untuk melihat peringkat obligasi, hal yang diperhatikan adalah segala sesuatu dari segi kewajiban atau utang perusahaan. Sehingga, seberapa pun besar dari nilai pasar perusahaan atau ekuitas perusahaan tersebut tidak akan mempengaruhi peringkat obligasi.

2. Leverage Terhadap prediksi peringkat obligasi

Tabel IV.3
REGRESI LOGISTIK (*LEVERAGE-RATING*)

| | | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|---------------------|----------|---------|--------|-------|----|------|----------|
| Step 1 ^a | leverage | -79.274 | 30.580 | 6.720 | 1 | .010 | .000 |
| | Constant | 57.363 | 21.941 | 6.835 | 1 | .009 | 8.177E24 |

a. Variable(s) entered on step 1: leverage.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Variabel *Leverage ratio* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *rating*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.010. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *leverage ratio* yang diprosikan dengan *debt to total assets* dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Seperti telah disebutkan sebelumnya bahwa hal yang menjadi perhatian perusahaan pemeringkat efek adalah segala sesuatu yang berhubungan dengan sisi kewajiban atau utang. *Leverage ratio* yang merupakan cerminan proporsi utang terhadap total aset perusahaan, karena itulah menjadi variabel yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

3. *Growth* terhadap prediksi peringkat obligasi

Tabel IV.4
REGRESI LOGISTIK (*GROWTH-RATING*)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|----------------------------|--------|-------|--------|----|------|---------|
| Step 1 ^a growth | -2.888 | 1.113 | 6.733 | 1 | .009 | .056 |
| Constant | 6.367 | 1.698 | 14.060 | 1 | .000 | 582.447 |

a. Variable(s) entered on step 1: growth.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Variabel *growth* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *rating*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.009. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *Growth* yang diprosikan dengan *book to market value equity* dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Temuan ini sesuai dengan hasil penelitian Pottier dan Sommer dalam Andry yang menemukan bukti bahwa pertumbuhan bisnis yang kuat berhubungan positif dengan keputusan *rating* dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Pada umumnya pertumbuhan akan sejalan dengan peringkat yang diberikan, dengan kata lain pertumbuhan yang baik akan memberikan peringkat obligasi yang baik pula.

4. *Current Ratio* terhadap prediksi peringkat obligasi

Tabel IV.5
REGRESI LOGISTIK (*CURRENT RATIO-RATING*)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|------------------------|--------|-------|-------|----|------|--------|
| Step 1 ^a cr | 3.341 | 1.462 | 5.220 | 1 | .022 | 28.247 |
| Constant | -1.932 | 1.819 | 1.128 | 1 | .288 | .145 |

a. Variable(s) entered on step 1: cr.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Variabel *current ratio* memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *rating*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.022. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga

dapat disimpulkan bahwa variabel *current ratio* yang diproksikan dengan *current assets to current liabilities* dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Current ratio merupakan salah satu rasio keuangan yang menunjukkan kemampuan perusahaan melunasi kewajiban jangka pendeknya. Hal ini sesuai dengan salah satu perhatian perusahaan pemeringkat efek yang melihat kinerja keuangan suatu perusahaan berdasarkan rasio keuangan yang mencerminkan kualitas aktivitya.⁴²

5. *maturity* terhadap prediksi peringkat obligasi

**Tabel IV.6
REGRESI LOGISTIK (*MATURITY-RATING*)**

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|------------------------------|---------|---------|------|----|------|---------|
| Step 1 ^a maturity | -18.600 | 7.735E3 | .000 | 1 | .998 | .000 |
| Constant | 21.203 | 7.735E3 | .000 | 1 | .998 | 1.615E9 |

a. Variable(s) entered on step 1: maturity.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Variabel *maturity* tidak dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap *rating*. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.998. Nilai tersebut lebih besar dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *maturity* tidak mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Temuan ini menolak pernyataan Diamonds dalam Andry yang menyatakan bahwa terdapat hubungan non monotonik antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit suatu perusahaan. Alasan yang mungkin adalah bahwa data yang diperoleh dalam penelitian kurang beragam, terlepas dari kategori *dummy* dengan nilai 0 dan 1. Data umur obligasi perusahaan yang

⁴² Sapto Raharjo, *Op Cit*, hal 102

diterbitkan perusahaan manufaktur di Indonesia pada periode penelitian 2004-2006 hampir homogen.

Berdasarkan analisis bivariat antara masing-masing variabel independen diatas, diperoleh hasil bahwa dari 5 (lima) variabel independen yang dipilih untuk memprediksi peringkat obligasi, hanya 3 (tiga) variabel independen yang dapat memprediksi peringkat obligasi dengan signifikan. Ketiga variabel tersebut adalah *leverage ratio* yang mencerminkan tingkat solvabilitas, tingkat pertumbuhan (*growth*) perusahaan dan *current ratio* yang mencerminkan tingkat likuiditas. Ketiga variabel tersebut merupakan faktor akuntansi yang terbagi dalam rasio keuangan dan karakteristik perusahaan.

B.2 Analisis multivariat

Berdasarkan perolehan dari analisis bivariat diatas, dimana variabel *Leverage, Growth dan Current ratio* yang merupakan faktor akuntansi dinilai mampu memberikan pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Dilakukanlah analisis multivariat untuk melihat signifikansi ketiga variabel tersebut dalam mempengaruhi prediksi peringkat obligasi secara bersama-sama.

Tabel IV.7
REGRESI LOGISTIK

| | | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|---------------------|----------|----------|---------|-------|----|------|-----------|
| Step 1 ^a | leverage | -79.274 | 30.580 | 6.720 | 1 | .010 | .000 |
| | Constant | 57.363 | 21.941 | 6.835 | 1 | .009 | 8.177E24 |
| Step 2 ^b | CR | 355.365 | 5.072E3 | .005 | 1 | .944 | 2.154E154 |
| | leverage | -1.873E3 | 2.591E4 | .005 | 1 | .942 | .000 |
| | Constant | 873.921 | 1.200E4 | .005 | 1 | .942 | . |

a. Variable(s) entered on step 1: leverage.

b. Variable(s) entered on step 2: CR.

Sumber : hasil olahan SPSS 16,tahun 2008

RATING = 57.363 – 79.274 Leverage

Regresi logistik dengan menggunakan metode forward LR (*Likelihood Ratio*) menunjukkan dua langkah dimana pada langkah pertama hanya terdapat satu variabel independen yang dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi, yaitu variabel *Leverage ratio*. Pemilihan variabel *Leverage ratio* dalam langkah pertama adalah karena pada model awal, *Leverage ratio* memiliki nilai signifikansi yang paling baik. Pada model kedua ditambahkan variabel *Current ratio*, setelah ditambahkan variabel baru, kedua variabel menjadi tidak signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Temuan yang menyatakan bahwa current ratio tidak dapat menjadi prediktor dalam menentukan peringkat obligasi sesuai dengan hipotesis yang disebutkan dalam penelitian Horrigan.⁴³ Pada penelitian tersebut, Horrigan menyatakan bahwa rasio likuiditas jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Ternyata rasio likuiditas lebih cenderung mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar utang jangka pendek, namun hanya berperan sedikit (minor) dalam penentuan peringkat obligasi.

Berdasarkan analisis diatas terlihat bahwa hanya faktor akuntansi yang diwakili oleh *leverage ratio*, yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menyelesaikan kewajibannya yang dapat memprediksi peringkat obligasi dengan signifikan. Hal ini sesuai dengan penelitian William H Beaver yang menyebutkan bahwa tidak semua rasio dapat dengan sama memprediksi dengan baik dan bahwa rasio likuiditas mempunyai kemampuan memprediksi yang lebih lemah.

Sedangkan variabel *growth* yang mewakili karakteristik perusahaan tidak masuk dalam langkah kedua dalam model *stepwise Likelihood ratio* karena nilai

⁴³ James O Horrigan, *Op Cit*, hal 52

signifikansi *growth* pada daftar variabel yang tidak masuk dalam model menunjukkan nilai yang lebih besar dari taraf signifikansi. Berdasarkan analisis multivariat tersebut dapat disimpulkan bahwa faktor akuntansi yang dicerminkan melalui *leverage ratio*, *current ratio* dan *growth* menjadi tidak mempengaruhi secara signifikan apabila digunakan bersamaan, namun masih menjadi prediktor yang baik apabila digunakan secara terpisah (parsial). Hal tersebut diakibatkan karena pada laporan keuangan perusahaan manufaktur, aktiva lancar memang tidak terlalu banyak, sebagian besar aktiva berupa aktiva tetap. Sedangkan bagi variabel *growth* disebabkan pada tahun penelitian perusahaan manufaktur masih berada dalam kesulitan yang diakibatkan naiknya biaya operasionalnya.

Regresi logistik ini juga menunjukkan ketepatan prediksi faktor akuntansi yang diwakilkan dengan *leverage ratio* terhadap obligasi dengan peringkat *non investment grade* sebesar 66.7% dan obligasi dengan peringkat *investment grade* sebesar 98.1%. Secara keseluruhan, ketepatan prediksi faktor akuntansi dalam memperoleh peringkat obligasi adalah sebesar 96.5%.

C. Uji Korelasi

Berikut adalah Tabel IV.8 yang menggambarkan korelasi antara variabel bebas (independen), *leverage ratio*, *Current ratio*, *Size*, *Growth* dan *Maturity* terhadap variabel terikat (independen), yaitu prediksi peringkat obligasi.

**Tabel IV.8
KORELASI**

| | maturity | CR | size | growth | leverage | performance | |
|----------------|-------------------------|--------|---------|---------|----------|-------------|---------|
| Spearman's rho | Correlation Coefficient | 1.000 | .168 | .019 | -.052 | .334** | -.131 |
| | Sig. (2-tailed) | . | .074 | .845 | .580 | .000 | .164 |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| CR | Correlation Coefficient | .168 | 1.000 | -.010 | -.125 | -.649** | .288** |
| | Sig. (2-tailed) | .074 | . | .920 | .186 | .000 | .002 |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| size | Correlation Coefficient | .019 | -.010 | 1.000 | -.866** | -.093 | .351** |
| | Sig. (2-tailed) | .845 | .920 | . | .000 | .325 | .000 |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| growth | Correlation Coefficient | -.052 | -.125 | -.866** | 1.000 | .194* | -.296** |
| | Sig. (2-tailed) | .580 | .186 | .000 | . | .038 | .001 |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| leverage | Correlation Coefficient | .334** | -.649** | -.093 | .194* | 1.000 | -.381** |
| | Sig. (2-tailed) | .000 | .000 | .325 | .038 | . | .000 |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| performance | Correlation Coefficient | -.131 | .288** | .351** | -.296** | -.381** | 1.000 |
| | Sig. (2-tailed) | .164 | .002 | .000 | .001 | .000 | . |
| | N | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

* . Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Dari tabel IV.8 terlihat nilai koefisien korelasi *leverage ratio* yang mencerminkan tingkat solvabilitas perusahaan terhadap prediksi peringkat obligasi adalah sebesar -0.381 yang menunjukkan adanya hubungan linear dengan arah terbalik (negatif) yang signifikan pada tingkat 1%. Hal ini menggambarkan bahwa semakin tinggi nilai *leverage* suatu perusahaan, maka akan semakin rendah prediksi peringkat obligasi yang diberikan, karena tingginya nilai *leverage ratio* mengindikasikan rendahnya solvabilitas perusahaan dan sebaliknya.

Koefisien korelasi sebesar 0.288 antara variabel *Current Ratio* yang mencerminkan tingkat likuiditas perusahaan terhadap prediksi peringkat obligasi

menunjukkan adanya hubungan linear searah (positif) yang signifikan pada tingkat 1%. Hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi rasio lancar suatu perusahaan mengindikasikan besarnya aset lancar yang dapat digunakan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya, dengan kata lain, perusahaan dianggap likuid.

Koefisien korelasi sebesar 0.351 antara variabel *size* yang diukur dengan proksi nilai pasar ekuitas terhadap prediksi peringkat obligasi menunjukkan adanya hubungan linear searah (positif) yang signifikan pada tingkat 1%. Hal ini berarti bahwa semakin besar *size* maka semakin baik pula prediksi peringkat obligasi yang diberikan, karena besarnya perusahaan ikut mempengaruhi kemampuan perusahaan untuk mendiversifikasikan risikonya sehingga menjadi lebih kecil.

Nilai -0.296 menunjukkan adanya hubungan linier tidak searah yang signifikan pada tingkat 1%. antara variabel *growth* dengan prediksi peringkat obligasi. Dimana semakin meninggi nilai *growth* yang diproksikan dengan rasio nilai buku pada nilai pasar, akan mengindikasikan penurunan prediksi peringkat obligasi.

Koefisien korelasi sebesar -0.131 menunjukkan adanya hubungan linear dengan arah terbalik (negatif) namun tidak signifikan Hal ini menggambarkan bahwa semakin tinggi nilai umur (*maturity*) suatu obligasi perusahaan, maka akan semakin rendah prediksi peringkat obligasi yang diberikan, karena tingginya umur atau semakin lamanya umur suatu obligasi mengindikasikan tingkat kesulitan yang lebih tinggi akan memprediksi aliran kas serta kegagalan suatu perusahaan penerbit dan sebaliknya.

Dalam setiap model regresi dikenal istilah multikolinearitas. Hal ini lazim terjadi pada penelitian sebelumnya, terutama yang berkenaan dengan rasio keuangan. Tidak tertutup kemungkinan bahwa diantara variabel independen terdapat korelasi yang cukup tinggi atau saling berinteraksi sehingga mengakibatkan model regresi logistik dikotomi ini tidak dapat diterapkan dengan baik pada kondisi yang langsung melibatkan variabel asal.

Oleh karena itu harus dilakukan analisis faktor terlebih dahulu sebelum melakukan analisis regresi logistik dikotomi. Analisis faktor membuat variabel-variabel yang saling berkorelasi akan membentuk faktor utama yang mampu merepresentasikan variabel-variabel tersebut secara konseptual.

D. Analisis Faktor

Pada analisis faktor, variabel-variabel yang mempunyai tingkat keterikatan yang tinggi dikelompokkan menjadi satu kelompok faktor. Masing-masing kelompok faktor dapat mengidentifikasi satu representasi tertentu secara konseptual.

Proses analisis faktor dimulai dengan mereduksi 5 variabel independen melalui rotasi komponen variabel. Dari sini terjadi pengelompokan variabel menjadi 3 faktor baru, yaitu F1, F2 dan F3 (berdasarkan eigenvalues diatas 1). Menurut hasil pengolahan SPSS, model ini dapat digunakan karena nilai *Bartlett's Test of sphericity*-nya signifikan.

Tabel IV.9
KOMPONEN MATRIKS

| | Component | | |
|----------|-----------|-------|-------|
| | 1 | 2 | 3 |
| maturity | .029 | -.002 | .983 |
| CR | -.904 | .072 | .212 |
| size | .328 | -.787 | -.103 |
| growth | .275 | .832 | -.086 |
| leverage | .884 | .069 | .339 |

Extraction Method: Principal Component Analysis.
Rotation Method: Varimax with Kaiser Normalization.
a. Rotation converged in 5 iterations.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Berdasarkan data pada tabel IV.9 terlihat bahwa terbentuk 3 faktor utama yang merepresentasikan suatu faktor yang dapat dijelaskan secara konseptual, yaitu :

- F1 mencerminkan faktor rasio keuangan, dalam hal ini adalah solvabilitas yang diwakili oleh *Leverage ratio*
- F2 mencerminkan faktor karakteristik perusahaan yang diwakili oleh *Growth* yang diproksikan dengan nilai buku pada nilai pasar.
- F3 mencerminkan faktor non akuntansi yang diwakili oleh *maturity* yang merupakan variabel kategorikal, dimana obligasi dengan umur sampai dengan 5 tahun memiliki nilai "1" dan "0" jika lainnya.

Sehingga analisis regresi logistik dikotomi akan dilanjutkan dengan melibatkan 3 faktor yang telah terbentuk dengan analisis faktor sebagai variabel independen baru.

E. Regresi Logistik dengan faktor baru

Sama dengan analisis regresi logistik sebelumnya hanya berbeda dalam hal variabel independen yang sekarang melibatkan faktor baru hasil analisis faktor sebelumnya. Variabel independen pada regresi logistik dikotomi ini adalah F1, F2 dan F3.

E.1 Analisis bivariat

1. Faktor 1 (F1)

Tabel IV.10
REGRESI LOGISTIK (FACTOR 1-RATING)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|----------------------------|---------|-------|-------|----|------|---------|
| Step 1 ^a FAC1_1 | -14.751 | 6.474 | 5.192 | 1 | .023 | .000 |
| Constant | 17.773 | 7.333 | 5.874 | 1 | .015 | 5.231E7 |

a. Variable(s) entered on step 1: FAC1_1.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Faktor 1 memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.023. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor 1 dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Faktor 1 mencerminkan *leverage ratio* yang menunjukkan kemampuan perusahaan menyelesaikan kewajibannya. Seperti pada hasil regresi logistik sebelumnya, baik dalam bentuk bivariat maupun multivariat, *leverage ratio* merupakan variabel yang mampu menjadi prediktor yang baik terhadap prediksi peringkat obligasi.

2.Faktor 2 (F2)

Tabel IV.11
REGRESI LOGISTIK (FACTOR 2-RATING)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|----------------------------|-------|------|--------|----|------|--------|
| Step 1 ^a FAC2_1 | -.929 | .379 | 6.021 | 1 | .014 | .395 |
| Constant | 3.306 | .549 | 36.224 | 1 | .000 | 27.269 |

a. Variable(s) entered on step 1: FAC2_1.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Faktor 2 memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut

sebesar 0.014. Nilai tersebut lebih kecil dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor 1 dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi.

Faktor 2 mencerminkan pertumbuhan perusahaan (*growth*) yang diproksikan dengan rasio nilai buku terhadap nilai pasar. Pada regresi logistik sebelumnya, *growth* dinilai mampu menjadi prediktor peringkat obligasi apabila dilakukan secara parsial (terpisah dari variabel lain), sedangkan apabila digabungkan dengan variabel lain, baik *growth* maupun variabel lain tersebut menjadi tidak signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi.

3.Faktor 3 (F3)

Tabel IV.12

REGRESI LOGISTIK (*FACTOR 3-RATING*)

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|----------------------------|--------|-------|-------|----|------|--------|
| Step 1 ^a FAC3_1 | -2.148 | 2.057 | 1.090 | 1 | .296 | .117 |
| Constant | 3.835 | 1.292 | 8.815 | 1 | .003 | 46.273 |

a. Variable(s) entered on step 1: FAC3_1.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Faktor 3 tidak dapat memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi dari variabel tersebut sebesar 0.296. Nilai tersebut lebih besar dari taraf signifikansi 5 % dan 10%. Sehingga dapat disimpulkan bahwa faktor 3 tidak dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi, namun jika dibandingkan dengan hasil regresi logistik sebelum analisis faktor, faktor 3 yang mencerminkan umur suatu obligasi perusahaan, pada regresi logistik setelah faktor analisis, faktor 3 mengalami peningkatan tingkat signifikansi dari 0.998 menjadi 0.296.

Faktor 3 mencerminkan umur obligasi (*maturity*), dimana baik pada regresi sebelum analisis faktor maupun pada regresi logistik setelah analisis

faktor masih tetap menjadi variabel yang dinilai tidak signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi.

E.2 Analisis multivariat

Berikut adalah tabel IV.13 yang menjelaskan nilai kecocokan model (*model fit*) :

Tabel IV.13
MODEL FIT

| | | |
|--------------------------|----------------------|--------|
| -2 LL block number | -2 LL block 0 | 47.012 |
| | -2 LL block 1 | 11.778 |
| Pseudo R-Square | Cox & Snell R Square | .266 |
| | Nagelkerke R Square | .787 |
| Hosmer and Lemeshow Test | Chi-square | .350 |
| | Sig. | 1.000 |

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Untuk menilai model fit adalah berdasarkan pada fungsi Likelihood. Likelihood L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesakan menggambarkan data input, pada pengujian L ditransformasikan menjadi -2LogL . Statistik -2LogL pada awal blok (block 0) dengan angka -2LogL pada blok 1 dapat juga digunakan untuk menentukan jika variabel bebas ditambahkan pada model apakah secara signifikan memperbaiki model fit, apabila terjadi penurunan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik.

Tabel IV.13 menunjukkan penurunan nilai -2LogL dari nilai -2LogL pada blok 0 sebesar 47.012 menjadi 11.778, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik. Jika dilihat dari nilai Cox & Snell R Square sebesar 0.266 dan nilai Nagelkerke R Square sebesar 0.787 dapat menggambarkan bahwa variabel terikat yang dijelaskan oleh variabel bebas sebesar 78.7 % sedangkan 21.3% sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. *Hosmer and Lemeshow of fit test* menguji bahwa data empiris cocok atau sesuai

dengan model, sehingga model dapat dikatakan fit. Dasar pengambilan keputusan tersebut jika nilai probabilitas *Hosmer and Lemeshow test* lebih besar dari tingkat signifikansi 0.05, disini nilai signifikansi menunjukkan nilai 1.000, sehingga model regresi ini layak digunakan.

Tabel IV.14
REGRESI LOGISTIK

| | B | S.E. | Wald | df | Sig. | Exp(B) |
|----------------------------|---------|-------|-------|----|------|---------|
| Step 1 ^a FAC1_1 | -14.751 | 6.474 | 5.192 | 1 | .023 | .000 |
| Constant | 17.773 | 7.333 | 5.874 | 1 | .015 | 5.231E7 |

a. Variable(s) entered on step 1: FAC1_1.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

$$\text{RATING} = 17.773 - 14.751 \text{ Faktor 1}$$

Pada analisis bivariat sebelumnya diketahui bahwa faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi secara signifikan adalah faktor 1 dan faktor 2, yang keduanya merupakan faktor akuntansi. Menggunakan metode Forward Likelihood ratio diketahui bahwa hanya terdapat satu faktor (faktor 1) yang dapat mempengaruhi prediksi peringkat obligasi, atau dengan kata lain, hanya faktor akuntansi yang diwakilkan dengan *leverage ratio* saja yang dapat dipergunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Faktor akuntansi yang diwakilkan *leverage ratio dan growth* meskipun dinilai dapat memprediksi peringkat obligasi dengan signifikan apabila dipergunakan secara terpisah, tidak dapat digunakan secara bersamaan.

Tabel IV.15
TABEL KLASIFIKASI

| Observed | | | Predicted | | Percentage Correct |
|--------------------|-------------|---|-------------|-----|--------------------|
| | | | performance | | |
| | | | 0 | 1 | |
| Step 1 | performance | 0 | 4 | 2 | 66.7 |
| | | 1 | 0 | 108 | 100.0 |
| Overall Percentage | | | | | 98.2 |

a. The cut value is ,500

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Berdasarkan hasil dalam tabel klasifikasi, menunjukkan bahwa ketepatan prediksi faktor akuntansi (terutama variabel *leverage ratio*) untuk obligasi dengan peringkat *non investment grade* (nilai 0) adalah sebesar 66.7% dan untuk obligasi dengan peringkat *investment grade* adalah sebesar 100%. Secara keseluruhan ketepatan prediksi faktor akuntansi yang diwakilkan *leverage ratio* dalam mengklasifikasikan peringkat obligasi adalah 98.2%.

F. Uji Beda

Berdasarkan uji *One Sample Kolmogorov Smirnov Test*, yaitu uji yang dilakukan untuk mengetahui alat uji analisis yang digunakan untuk melakukan uji beda (parametrik atau non parametrik). Analisis normalitas data disajikan pada tabel berikut :

Tabel IV.16
UJI NORMALITAS
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

| | | maturity | cr | size | growth | leverage |
|--------------------------------|----------------|----------|---------|---------|--------|----------|
| N | | 114 | 114 | 114 | 114 | 114 |
| Normal Parameters ^a | Mean | .76 | 2.1498 | 11.9550 | .8682 | .5203 |
| | Std. Deviation | .427 | 1.18018 | 2.07630 | .52606 | .13916 |
| Most Extreme Differences | Absolute | .474 | .229 | .307 | .096 | .135 |
| | Positive | .290 | .229 | .191 | .096 | .124 |
| | Negative | -.474 | -.141 | -.307 | -.081 | -.135 |
| Kolmogorov-Smirnov Z | | 5.057 | 2.448 | 3.277 | 1.023 | 1.445 |
| Asymp. Sig. (2-tailed) | | .000 | .000 | .000 | .246 | .031 |

a. Test distribution is Normal.

Sumber : hasil olahan SPSS 16, tahun 2008

Berdasarkan tabel IV.16, hanya faktor *growth* saja yang berdistribusi normal karena memiliki nilai signifikansi sebesar 0.246 yang lebih besar dari 0.05 sehingga untuk melihat ada atau tidaknya perbedaan yang signifikan pada variabel *growth* diantara peringkat *investment grade* dan peringkat *non investment grade*, digunakan alat uji beda parametrik *Independent Sample T-Test*. Sedangkan untuk 4 variabel lainnya yang tidak berdistribusi normal karena memiliki nilai signifikansi dibawah 0.05, digunakan uji beda non parametrik *Mann Whitney U*.

Berdasarkan uji beda parametrik *Independent Sample T-Test* diketahui nilai signifikansi variabel *growth* sebesar 0.061 yang berarti diatas nilai signifikansi 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak dapat perbedaan pada variabel *growth* antara obligasi berperingkat *non investment grade* dengan obligasi berperingkat *investment grade*.

Pada uji beda non parametrik *Mann Whitney U* diketahui nilai signifikansi variabel *current ratio*, *leverage ratio* dan *size* berada di bawah nilai signifikansi 0.05, sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat perbedaan pada variabel-variabel tersebut antara obligasi berperingkat *non investment grade* dengan

obligasi berperingkat *investment grade*. Namun, pada variabel *maturity* dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan *maturity* antara obligasi berperingkat *non investment grade* dengan obligasi berperingkat *investment grade* karena nilai signifikansinya di atas 0.05 yaitu 0.163.

G. Implikasi

Berdasarkan hasil regresi dengan faktor baru yang terbentuk dari faktor analisis, dimana dari 5 (lima) variabel independen, hanya 3 (tiga) variabel yang dianggap valid, validitas instrumen harus mengandung dua hal, yaitu faktor ketepatan dan faktor kecermatan. Ketiga faktor baru tersebut yaitu F1 yang mencerminkan tingkat solvabilitas, F2 yang menunjukkan karakteristik perusahaan yang diwakilkan dengan pertumbuhan perusahaan dan F3 yang mencerminkan faktor non akuntansi, yang diwakilkan dengan umur obligasi.

Penelitian ini menyimpulkan bahwa *leverage ratio* (F1) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi. Hal ini sesuai dengan fokus lembaga pemeringkat dalam memberikan peringkat obligasi, yaitu dengan melihat kemampuan emiten memenuhi kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Sesuai juga dengan hasil penelitian Beaver⁴⁴ yang menyebutkan bahwa rasio solvabilitas dianggap rasio yang dengan baik memprediksi kegagalan, yang berarti dapat pula memprediksi peringkat obligasi.

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap prediksi peringkat obligasi apabila digunakan secara parsial. Hal ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Pottier dan Sommer dalam Andry⁴⁵, mengenai industri asuransi di Amerika Serikat, ditemukan bukti bahwa

⁴⁴ William H Beaver, *Op Cit*, hal 101

⁴⁵ Wydia Andry, *Op Cit*, hal 256

pertumbuhan (*growth*) bisnis yang kuat berhubungan positif dengan keputusan peringkat dan *grade* yang diberikan oleh pemeringkat obligasi. Pada umumnya dengan pertumbuhan perusahaan yang baik akan memberikan peringkat obligasi dalam kategori *investment grade*. Investor dalam memilih investasi terhadap obligasi akan melihat pengaruh *growth* atau pertumbuhan perusahaan.

Pada penelitian ini, *growth* tidak dapat digunakan sebagai prediktor peringkat obligasi apabila digunakan bersamaan dengan *leverage ratio*. Hal ini dimungkinkan karena pada penelitian ini, data pertumbuhan perusahaan manufaktur yang dijadikan sampel pada periode penelitian tidak ada perusahaan sampel yang menunjukkan pertumbuhan negatif, semuanya masih memperlihatkan pertumbuhan, meskipun hanya sedikit. Selain diakibatkan masih terpuruknya industri manufaktur setelah masa krisis ekonomi sampai awal tahun 2008 dan terbatasnya data juga dipengaruhi oleh waktu penelitian yang terlalu singkat.

Maturity pada penelitian ini tidak mempunyai pengaruh yang signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian sebelumnya oleh Wydia Andry yang mengemukakan bahwa terdapat hubungan nonmonotonik antara struktur umur obligasi dan kualitas kredit untuk perusahaan yang tercantum dalam peringkat obligasi. Idealnya, semakin pendek umur suatu obligasi, semakin baik peringkat obligasi yang diperolehnya. Hal ini dimungkinkan karena pada penelitian ini, data yang diperoleh menunjukkan mayoritas nilai tertentu dimana nilai modus pada variabel *maturity* adalah *dummy* 1, yang menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan sampel menerbitkan obligasi berumur sampai dengan 5 tahun atau dapat dikatakan bahwa data yang diperoleh hampir homogen.

Sehingga penelitian ini menyimpulkan bahwa Variabel yang mewakili faktor akuntansi yang dianggap paling baik adalah variabel *leverage ratio* dan *growth*. Variabel *leverage ratio* dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi secara signifikan, sampai pada analisis multivariat. Hal ini sesuai dengan salah satu poin yang menjadi pertimbangan dalam menganalisis obligasi yang dikemukakan Sapto Rahardjo, dimana *leverage ratio* menunjukkan kinerja keuangan suatu perusahaan penerbit, terutama dalam rangka pengelolaan utang.

Sedangkan variabel *growth* hanya mampu memprediksi peringkat obligasi apabila digunakan secara parsial atau terpisah. Variabel *maturity* yang mencerminkan faktor non akuntansi termasuk faktor yang cukup baik dalam memprediksi peringkat obligasi, namun tidak memiliki pengaruh signifikan. Hal ini bertolak belakang dengan penelitian yang dilakukan Mark dan David pada tahun 1996 yang menunjukkan perusahaan dengan rating yang tinggi adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi berumur pendek.

leverage ratio yang mencerminkan tingkat solvabilitas perusahaan merupakan satu-satunya variabel independen valid yang dapat dijadikan prediktor peringkat obligasi. Oleh karena itu, investor disarankan untuk mempertimbangkan nilai *leverage ratio* sebelum melakukan investasi terhadap obligasi. Hal ini disebabkan karena peringkat obligasi itu sendiri terkait langsung dengan kemampuan perusahaan melunasi kewajibannya. Penelitian ini juga menyimpulkan bahwa model logistik yang digunakan untuk memprediksi faktor akuntansi dan faktor non akuntansi terhadap peringkat obligasi merupakan model yang baik dan signifikan untuk digunakan.

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

Digambarkan dalam artikel Susaptoyono, kondisi makro ekonomi bagi perusahaan manufaktur saat periode penelitian dapat dikatakan kurang baik.⁴⁶ Selain karena tingginya harga minyak dunia yang mengakibatkan meningkatnya biaya operasional, industri manufaktur itu sendiri tengah mengalami penurunan kinerja ekspor. Kondisi yang kurang baik ini secara tidak langsung ikut mempengaruhi penilain obligasi perusahaan manufaktur yang mengikutsertakan kinerja industri dalam pertimbangan penilaiannya.

Kebijakan moneter secara tidak langsung ikut mempengaruhi penilaian obligasi. Bagaimana suatu kebijakan moneter menyentuh sektor riil merupakan suatu proses yang rumit karena uang berkaitan erat dengan hampir seluruh aspek kehidupan perekonomian. Di bidang keuangan, kebijakan moneter berpengaruh terhadap perkembangan suku bunga, nilai tukar dan harga saham disamping volume dana masyarakat yang disimpan di bank, kredit yang disalurkan bank kepada dunia usaha, penanaman dana pada saham dan obligasi. Sementara itu, di sektor riil, kebijakan moneter selanjutnya mempengaruhi kegiatan konsumsi, investasi dan produksi, ekspor dan impor, serta harga-harga barang dan jasa pada umumnya⁴⁷.

⁴⁶ Susaptoyono, *Loc Cit*

⁴⁷ Aulia Pohan, *Kerangka Kebijakan Moneter dan Implementasinya Di Indonesia*, (Jakarta; PT RajaGrafindo Persada,2008), hal 12-13

Kebijakan moneter menimbulkan interaksi di pasar modal sebagai akibat dari perubahan penanaman dana dalam suatu portofolio investasi yang terdiri dari surat-surat berharga. Perubahan suku bunga misalnya, apabila suku bunga di pasar uang naik, harga-harga saham dan obligasi di pasar modal akan cenderung menurun dan sebaliknya.

Selain itu, transmisi kebijakan moneter dilakukan melalui jalur neraca perusahaan. Perubahan kebijakan moneter (peningkatan suku bunga SBI) berbanding lurus dengan pergerakan suku bunga lainnya sehingga akan meningkatkan suku bunga kredit. Sebagai akibatnya, kondisi neraca perusahaan dapat terpengaruh, melalui penyesuaian rasio utang yang meningkat. Hal ini menyebabkan turunnya tingkat *credit worthy* dari peminjam dan semakin mahalnya dana pembiayaan yang berdampak pada akses kredit dan berkurangnya investasi.