

KEMAMPUAN RASIO KEUANGAN DALAM MEMPREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI PADA PERUSAHAAN SEKTOR NON KEUANGAN

I Made Bana Partha¹
Gerianta Wirawan Yasa²

¹Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
e-mail: banapartha@gmail.com / telp: +6285738599048

²Fakultas Ekonomi Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia

ABSTRAK

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui apakah rasio keuangan (profitabilitas, *leverage*, likuiditas, solvabilitas dan produktivitas) memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi oleh Pefindo pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2010-2014. Untuk memecahkan masalah dalam penelitian ini digunakan teknik analisis diskriminan karena variabel terikat yang bersifat kategorikal (*dummy*). Pada pengujian diskriminan, menunjukkan bahwa profitabilitas, *leverage*, solvabilitas dan produktivitas memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan oleh Pefindo yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014. Sedangkan variabel likuiditas tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan oleh Pefindo yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2010-2014.

Kata Kunci: peringkat obligasi, rasio keuangan, diskriminan

ABSTRACT

This research aims to examine the ability of financial ratios (profitability, leverage, liquidity, solvability and productivity) to predict Pefindo's bond ratings on company that listed in Indonesia Stock Exchange from 2010 until 2014. To solve the problems in this research, be used discriminant analysis because the dependent variable is a dummy. In discriminant analysis, show that profitability, leverage, solvability and productivity have ability to predict Pefindo's bond ratings on company that listed in Indonesia Stock Exchange from 2010 until 2014. While the liquidity has not ability to predict the bond ratings on company that listed in Indonesia Stock Exchange from 2010 until 2014.

Keywords: bond ratings, financial ratios, discriminant

PENDAHULUAN

Obligasi merupakan salah satu jenis aset finansial dan instrumen modal (utang) yang tergolong Surat Berharga Pasar Modal dengan pendapatan tetap yang diperjualbelikan dalam pasar modal (Sunarjanto, 2013). Obligasi menyediakan sebuah mekanisme penting dimana perusahaan memperoleh dana baru untuk membiayai proyek baru dan atau melanjutkan kegiatan dan proyek (Chikolwa,

2008). Secara sederhana, obligasi merupakan suatu surat berharga yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) kepada investor (*bondholder*), dimana penerbit akan memberikan suatu imbal hasil (*return*) berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut mengalami jatuh tempo (Adler dkk., 2000 dalam Ariwangsa, 2013). Investasi yang bersifat tetap ini juga memiliki risiko yaitu ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi obligasinya kepada investor.

Risiko dari obligasi ini menyebabkan perlunya setiap obligasi untuk diperingkat agar para investor dapat menilai mampu tidaknya emiten obligasi dalam melunasi kewajiban obligasinya. Fauziah (2014) menyatakan bahwa kemampuan perusahaan untuk melunasi pokok pinjaman dan membayar bunga menunjukkan keamanan obligasi sehingga jasa agen pemeringkat obligasi dibutuhkan oleh pemodal untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Hal ini membuktikan bahwa investor memerlukan peringkat obligasi ini untuk meningkatkan kemampuan mereka dalam membuat keputusan yang tepat (Al-khawaldeh, 2013). Bagi investor peringkat obligasi berfungsi sebagai ukuran ringkasan risiko yang selanjutnya membantu mereka dalam penentuan harga sekuritas di pasar, sedangkan bagi penerbit peringkat obligasi memberikan indikasi biaya modal mereka dan penilaian eksternal kualitas perusahaan (Christina & Rao, 1993). Perubahan signifikan dari kinerja keuangan dan bisnis perusahaan akan memperbaharui peringkat obligasi secara regular (Magreta dan Poppy, 2009). Acuan investor ketika akan memutuskan membeli obligasi adalah peringkat obligasi (Manurung dkk., 2011).

Fenomena dalam peringkat obligasi yang dipublikasikan oleh www.lipsus.kompas.com dapat dilihat pada kasus salah satu emiten yaitu mobile 8 Telekom, Tbk sebagai pemilik merek dagang Fren. Tanggal 3 Desember 2008, peringkat obligasi rupiah Fren turun dari BBB- menjadi CCC. Peringkat tersebut diturunkan oleh Pefindo karena perusahaan operator telekomunikasi ini gagal memenuhi tenggat waktu pembelian kembali (*buy back*) obligasi senilai 100 juta dollar AS. Klausul yang dicantumkan pada dokumen penerbitan obligasi rupiah Fren pada Maret 2007 mewajibkan Fren menambah jaminan menjadi 130 persen dari pokok obligasi jika peringkat obligasi itu turun hingga di bawah BBB. Fren harus menambah nilai jaminan sebanyak Rp 135 miliar dari pokok obligasi senilai Rp 675 miliar atau setara 20 persen karena klausul tersebut.

OJK (Otoritas Jasa Keuangan) menyatakan setiap obligasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia wajib diperingkat oleh lembaga pemeringkat. Lembaga pemeringkat merupakan lembaga dengan fungsi khusus yaitu menilai ketepatan waktu pembayaran oleh penerbit pada kewajiban finansialnya (Kaur dan Kaur, 2011). Lembaga pemeringkat memainkan peran yang sangat penting dalam pasar keuangan dengan memberikan pendapat tentang kualitas atau *creditworthiness* dari instrumen utang tertentu kepada investor (Sehgal dan Mahthur, 2013). Lembaga pemeringkat menggunakan suatu sistem dalam menulis kelas huruf yang menentukan kualitas dari obligasi perusahaan (Kim dan Gu, 2004). Pefindo merupakan salah satu lembaga pemeringkat obligasi di Indonesia. Peringkat obligasi dapat dibagi menjadi dua kategori yaitu *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dan *non investment grade* (BB, B,

CCC dan D). *Investment grade* merupakan kategori peringkat suatu perusahaan atau negara yang dianggap mampu untuk melunasi kewajiban utangnya. *Non investment grade* adalah kategori perusahaan yang dianggap memiliki kemampuan meragukan dalam melunasi kewajiban utangnya. Pefindo menganalisis faktor-faktor makro ekonomi dan industri di mana perusahaan berada, risiko spesifik dari bisnis dan finansial perusahaan serta manajemen perusahaan dan melakukan analisis induk/pemegang saham utama perusahaan. Faktor-faktor yang dipertimbangkan dalam analisis risiko finansial perusahaan pada umumnya difokuskan pada kebijakan keuangan, struktur permodalan, proteksi arus kas, likuiditas dan fleksibilitas keuangan perusahaan. Rasio keuangan yang digunakan antara lain adalah rasio utang terhadap laba operasi, rasio utang terhadap modal dan rasio laba operasi terhadap biaya bunga dan biaya keuangan.

Faktor-faktor yang mampu memprediksi peringkat obligasi menjadi penting untuk diteliti karena dapat membantu pihak yang ingin menjual atau membeli obligasi dalam memprediksi peringkat yang akan dikeluarkan oleh pemeringkat obligasi. Penelitian Lestari (2014) menemukan bahwa profitabilitas yang diproksikan dengan ROA tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal tersebut bertolak belakang dengan penelitian Sunarjanto (2013) yang menemukan bahwa ROA, *total asset turnover* (TAT) dan *current ratio* merupakan variabel yang mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan. Penelitian Amalia (2013) menemukan bahwa *leverage* yang diproksikan dengan DER berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi dan profitabilitas yang diproksikan dengan

ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Penelitian Pertiwi (2013) menemukan bahwa *leverage* yang diproksikan dengan DER dan solvabilitas yang diproksikan dengan *Cash Flow from Operating / Total Liabilities* (CFOTL) berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Penelitian Magreta (2009) menemukan bahwa produktivitas yang diproksikan dengan *total asset turnover* (TAT) berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan Maharti (2011) yang menemukan bahwa profitabilitas dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Penelitian Pandutama (2012) juga menemukan bahwa profitabilitas, *leverage*, ukuran perusahaan, umur obligasi, *growth* dan reputasi auditor tidak berpengaruh secara signifikan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Ketidakkonsistenan rasio-rasio keuangan yang mempengaruhi peringkat obligasi serta untuk menguji kekonsistenan rasio-rasio keuangan yang telah sesuai dengan teori dan hipotesis mendorong peneliti untuk melakukan penelitian ulang mengenai rasio keuangan yang memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi dengan memperbaiki metodologi penelitian sebelumnya. Peneliti menggunakan rentang periode yang lebih lama daripada penelitian sebelumnya yaitu 5 tahun dan menggunakan kategori peringkat yang lebih spesifik dari penelitian sebelumnya yaitu sebanyak 7 kategori. Sektor non keuangan dipilih sebagai sampel dalam penelitian ini karena jumlah perusahaan sektor non keuangan yang obligasinya diperingkat oleh Pefindo lebih banyak daripada perusahaan sektor keuangan sehingga diharapkan sampel dari penelitian ini dapat lebih representatif. Penelitian Fauziah (2014) menemukan bahwa

leverage berpengaruh signifikan positif terhadap peringkat obligasi. Hasil ini berbeda dengan hipotesis yang telah dirumuskan, sehingga dalam penelitian tersebut peneliti menyarankan kepada penelitian selanjutnya untuk memperbaiki metodologinya yaitu dengan memisahkan antara sektor keuangan dan non keuangan. Periode dalam penelitian ini menggunakan peringkat obligasi pada tahun (t) yang akan diprediksi dengan rasio keuangan berdasarkan laporan keuangan pada tahun (t-1) karena peringkat obligasi yang dipublikasikan oleh lembaga pemeringkat menggunakan acuan laporan keuangan pada periode sebelumnya. Perbaikan metodologi ini diharapkan dapat memberikan hasil yang sesuai dengan teori dan hipotesis. Pemilihan variabel-variabel yang diduga dapat memprediksi peringkat obligasi mengacu pada beberapa model penelitian terdahulu yang tidak konsisten. Berdasarkan paparan diatas, dapat diangkat suatu penelitian mengenai kemampuan rasio keuangandalam memprediksi peringkat obligasi.

Rumusan masalah yang dapat dirumuskan yaitu: 1) Apakah profitabilitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo? 2) Apakah *leverage* perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo? 3) Apakah likuiditas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo? 4) Apakah solvabilitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo? 5) Apakah produktivitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo?

Tujuan dari penelitian ini yaitu untuk mengetahui kemampuan rasio keuangan (profitabilitas, *leverage*, likuiditas, solvabilitas dan produktivitas) perusahaan dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh Pefindo. Kegunaan teoritis dan kegunaan praktis merupakan kegunaan dalam penelitian ini. Teori utama yang digunakan dalam penelitian ini adalah teori sinyal. Menurut Saidi (2004, 44), suatu tindakan manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan disebut sinyal. Adanya hubungan asimetri informasi perusahaan antara manajemen dengan berbagai pihak disebut teori sinyal (Raharja dan Sari, 2008). Salah satu hal yang didasari oleh teori sinyal adalah pada saat melakukan peringkat obligasi, dimana perusahaan mengungkapkan informasi tentang laporan keuangannya sehingga memberikan sinyal kepada Pefindo bahwa perusahaan tersebut memiliki kemampuan dalam melunasi utang-utang obligasinya. Pefindo akan memberikan peringkat berdasarkan laporan keuangan tersebut dan mempublikasikannya kepada pihak investor sehingga informasi yang dimiliki oleh perusahaan dimiliki juga secara umum oleh pihak investor.

Profitabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk mendapatkan *revenue* atau *profit* pada jangka waktu tertentu dengan menggunakan tenaga kerja, *assets* dan modal (Seiford, 1999). Menurut Akinlo (2011) efisien baru dapat diketahui dengan membandingkan laba yang diperoleh dengan modal atau kekayaan yang digunakan untuk menghasilkan laba tersebut, atau dengan kata lain ialah menghitung profitabilitas. Untuk mendapatkan *profit* yang maksimal dan berkelanjutan, perusahaan harus menjaga tingkat optimalisasi modal kerjanya

(Saghir *et al.*, 2013). Karaduman *et al.* (2010) mendefinisikan profitabilitas sebagai kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva, maupun modal sendiri. Ketika laba perusahaan tinggi akan memberikan peringkat obligasi yang tinggi pula karena laba yang diperoleh dapat digunakan untuk melunasi kewajibannya.

H₁: Profitabilitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi.

Tingkat *leverage* yang tinggi menunjukkan tingkat utang yang dimiliki perusahaan tersebut tinggi. Penggunaan utang yang lebih sedikit dapat mencegah penurunan peringkat obligasi dan mendorong peningkatan peringkat obligasi tersebut (Kisgen, 2006). Tingkat utang yang tinggi dapat memberikan risiko ketidakmampuan perusahaan dalam melunasi utang yang dimilikinya, maka peringkat obligasi perusahaan menjadi kurang baik.

H₂: *Leverage* perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi.

Likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya (Putri, 2010). Burton *et al.* (1998) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi akan menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan sehingga secara keuangan akan mampu mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Perusahaan yang likuid adalah perusahaan yang mampu melunasi semua kewajibannya tepat pada waktunya. Hal tersebut dikarenakan aktiva lancar yang dimiliki oleh perusahaan mampu melunasi kewajiban jangka pendeknya. Kemampuan pelunasan kewajiban jangka pendek ini secara tidak langsung akan berpengaruh terhadap pelunasan kewajiban

jangka panjang perusahaan (obligasi). Penelitian Fridson dan Garman (dalam Choundhry, 2009) juga menyatakan bahwa di pasar obligasi, peringkat obligasi berdampak kepada likuiditas obligasi tersebut.

H₃: Likuiditas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi.

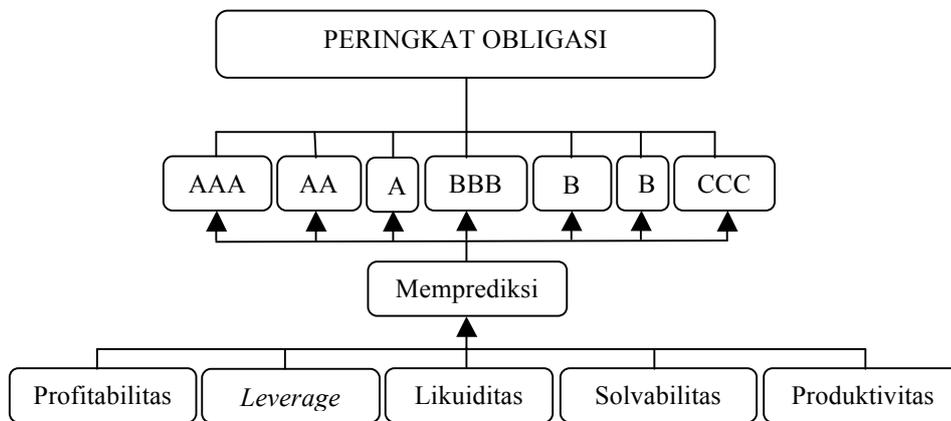
Ketika solvabilitas tinggi dapat menyebabkan peringkat obligasi masuk pada kategori *investment grade*, karena hal tersebut dapat menunjukkan perusahaan mampu melunasi semua kewajibannya tepat pada waktunya. Hal ini sesuai dengan penelitian Horrigan (dalam Raharja dan Sari, 2008) yang menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

H₄: Solvabilitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi.

Ketika produktivitas tinggi dapat menyebabkan peringkat obligasi perusahaan masuk pada kategori *investment grade*, karena dengan produktivitas yang tinggi menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan menghasilkan laba yang tinggi sehingga perusahaan dapat memenuhi segala kewajiban utangnya.

H₅: Produktivitas perusahaan mampu memprediksi peringkat obligasi.

Berdasarkan uraian diatas, maka dibuatlah kerangka model penelitian dengan tujuan untuk memberikan gambaran secara ringkas mengenai penelitian ini. Kerangka model penelitian ditunjukkan pada Gambar 1 berikut ini.



Gambar 1. Kerangka Model Penelitian

METODE PENELITIAN

Ruang lingkup pada penelitian ini adalah perusahaan sektor non keuangan penerbit obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2009-2013 dan diperingkat oleh Pefindo periode 2010-2014. Jasa Pefindo lebih banyak digunakan oleh perusahaan dibandingkan dengan lembaga pemeringkat lainnya sehingga peringkat obligasi yang diterbitkan oleh Pefindo digunakan dalam penelitian ini. Obyek dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi perusahaan yang dikeluarkan oleh Pefindo. Variabel yang akan diteliti dalam penelitian ini adalah variabel terikat yaitu peringkat obligasi dan variabel bebas yaitu profitabilitas, *leverage*, likuiditas, solvabilitas dan produktivitas.

Variabel peringkat obligasi diukur dengan membagi peringkat obligasi ke dalam 7 kategori yaitu nilai 6 untuk obligasi yang memiliki peringkat AAA(AAA+, AAA, AAA-), 5 untuk obligasi yang memiliki peringkat AA (AA+, AA, AA-), 4 untuk obligasi yang memiliki peringkat A (A+, A, A-) 3 untuk obligasi yang memiliki peringkat BBB (BBB+, BBB, BBB-), 2 untuk obligasi

yang memiliki peringkat BB (BB+, BB, BBB-), 1 untuk obligasi yang memiliki peringkat B (B+, B, B-) dan 0 untuk obligasi yang memiliki peringkat CCC (CCC+, CCC, CCC-). Variabel profitabilitas diukur melalui proksi *Return on Asset* (ROA). ROA mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari total aktiva yang digunakan. Variabel *leverage* diukur dengan proksi *Debt to Equity Ratio* (DER). DER merupakan rasio yang digunakan untuk membandingkan besarnya utang terhadap ekuitas. Variabel likuiditas diukur dengan proksi *Current Ratio*. *Current Ratio* mengukur kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban yang segera jatuh tempo dengan kas yang dimiliki. Menurut Pottier (1998), *Current Ratio* mencerminkan jaminan kemampuan untuk memenuhi kewajiban obligasi yang harus segera dipenuhi bila terjadi klaim. Variabel solvabilitas diukur dengan proksi *Cash Flow from Operating / Total Liabilities* (CFOTL). Proksi ini membandingkan antara aliran kas operasi dengan total utang yang dimiliki perusahaan. Rasio produktivitas diukur dengan proksi *Total Asset Turnover* (TAT). Variabel produktivitas diukur dengan membandingkan antara jumlah penjualan dengan total aset yang dimiliki oleh perusahaan.

Data kuantitatif yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan Pefindo merupakan jenis data dalam penelitian ini. Sumber data dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia dan Pefindo. Peneliti mengambil data perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan obligasinya diperingkat di Pefindo. Populasi dalam penelitian ini adalah obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *sampling purposive*. Kriteria yang ditetapkan

agar perusahaan dapat dimasukkan ke dalam sampel adalah 1) Obligasi perusahaan sektor non keuangan 2) Obligasi diperingkat oleh Pefindo 3) Obligasi yang diperingkat selama periode 2010 hingga 2014 4) Perusahaan yang tercatat di BEI dan memiliki laporan keuangan yang lengkap selama periode 2009 hingga 2013.

Metode pengumpulan data dalam penelitian ini adalah metode observasi nonpartisipan. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah analisis diskriminan. Sebelum melakukan teknik analisis diskriminan, dilakukan pencarian statistik deskriptif dan dua uji yaitu uji normalitas dan uji box's M.

Statistik deskriptif untuk mendeskripsikan data dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata dan deviasi standar. Nilai minimum adalah nilai yang paling rendah dari suatu distribusi data, sedangkan nilai maksimum adalah nilai tertinggi dari suatu distribusi data. Pengukuran rata-rata merupakan pengukuran nilai sentral dari suatu distribusi data yang paling umum digunakan. Deviasi standar (simpangan baku) merupakan rata-rata penyimpangan nilai data yang diteliti dari nilai rata-ratanya. Uji normalitas data ini bertujuan untuk mengetahui normal tidaknya distribusi penelitian masing-masing variabel (Ghozali, 2009). Dalam penelitian ini, pengujian dilakukan dengan uji Kolmogorov-Smirnov. Apabila nilai signifikansi dari variabelnya lebih besar dari $\alpha = 0,05$, hal tersebut menunjukkan bahwa data berdistribusi normal.

Penelitian ini menggunakan analisis *multivariate* menggunakan *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) untuk menguji hipotesisnya. Teknik ini dipilih karena dalam penelitian ini menggunakan variabel dependen yang bersifat

kategorikal (*dummy*). Teknik analisis memerlukan uji normalitas pada variabel bebasnya (Ghozali, 2013). Model diskriminan yang digunakan adalah sebagai berikut:

$$Z = b_0 + b_1ROA + b_2DER + b_3CR + b_4CFOTL + b_5TAT \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- Z = skor diskriminan
- b_1 - b_5 = koefisien diskriminan atau bobot
- ROA = Profitabilitas yang diukur dengan *Return On Asset*
- CR = Likuiditas yang diukur dengan *Current Ratio*
- DER = *Leverage* yang diukur dengan *Debt to Equity Ratio*
- CFOTL = Solvabilitas yang diukur dengan *Cash Flow from Operating / Total Liabilities*
- TAT = Produktivitas yang diukur dengan *Sales / Total Asset*

Nilai signifikansi dibandingkan dengan $\alpha = 0,05$ untuk pengujian hipotesisnya. Nilai signifikansi pada analisis diskriminan dapat dilihat pada uji statistik Wilk's Lambda. Nilai signifikansi $> 0,05$ berarti H_a ditolak (rasio keuangan tidak mampu memprediksi peringkat obligasi), sedangkan jika nilai signifikansi $< 0,05$ berarti H_a diterima (rasio keuangan mampu memprediksi peringkat obligasi).

Signifikannya suatu model diskriminan dilihat dari nilai signifikan Wilk's Lambda dari masing-masing model diskriminannya. Suatu model diskriminan akan dianggap signifikan dan layak digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi apabila memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari 0,05.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Sesuai dengan kriteria pada *purposive sampling*, Jumlah perusahaan yang memenuhi kriteria dapat dilihat pada Tabel 1.

Tabel 1.
Proses Seleksi Sampel

Kriteria Sampel	Jumlah
Perusahaan yang obligasinya diperingkat oleh Pefindo periode 2010-2014	210
Perusahaan sektor keuangan yang obligasinya diperingkat oleh Pefindo periode 2010-2014	(86)
Perusahaan sektor non keuangan yang tidak terdaftar di BEI periode 2009-2013	(53)
Jumlah Sampel	71

Sumber : Lampiran 1, 2015

Perusahaan yang obligasinya diperingkat oleh Pefindo dari tahun 2010 sampai 2014 berjumlah 210 perusahaan. Perusahaan sektor keuangan yang obligasinya diperingkat oleh Pefindo periode 2010 sampai 2014 berjumlah 86 perusahaan serta yang tidak terdaftar di BEI berjumlah 53 perusahaan, sehingga diperoleh sampel dalam penelitian ini sebanyak 71 perusahaan dengan jumlah pemeringkatan obligasinya sebanyak 136 pemeringkatan.

Berdasarkan pengolahan data dengan menggunakan program *Statistical Package for Social Sciences (SPSS) for Windows*, diperoleh statistik deskriptif awal dari variabel independen. Hasil dari statistik deskriptif tersebut dapat dilihat pada Tabel 2.

Pengujian normalitas dilakukan terlebih dahulu sebelum melakukan uji hipotesis. Pada uji normalitas data awal dengan menggunakan uji Kolmogorov-Smirnov menunjukkan semua variabel mempunyai nilai *Asymp. Sig. (2-tailed)* dibawah 0,05 kecuali variabel TAT. Hal ini menunjukkan bahwa data selain variabel TAT tersebut tidak berdistribusi normal. Hasil dari uji ini dapat dilihat pada Tabel 3.

Tabel 2.
Hasil Statistik Deskriptif Variabel Independen Sebelum Uji Normalitas

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
ROA	136	0,01	0,31	0,08	0,06
DER	136	0,26	7,25	1,72	1,34
CR	136	0,33	10,64	1,74	1,07
CFOTL	136	0,01	1,33	0,23	0,22
TAT	136	0,12	3,18	0,88	0,58
<i>Valid N (listwise)</i>	136				

Sumber : Lampiran 2, 2015

Tabel 3.
Hasil Uji Normalitas Variabel Independen

	ROA	DER	CR	CFOTL	TAT
N	136	136	136	136	136
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,021	0,001	0,004	0,000	0,106

Sumber : Lampiran 3, 2015

Data yang tidak berdistribusi normal kemudian ditransformasi dengan *logaritma natural* (ln). Setelah ditransformasi, diperoleh hasil statistik deskriptif seperti yang terlihat pada Tabel 4.

Tabel 4.
Hasil Statistik Deskriptif Variabel Independen Setelah Tranformasi

	N	Minimum	Maksimum	Rata-Rata	Deviasi Standar
Ln_ROA	136	-6,44	-1,18	-2,79	0,85
Ln_DER	136	-1,35	1,98	0,29	0,69
Ln_CR	136	-1,10	2,36	0,44	0,47
Ln_CFOTL	136	-4,61	0,29	-1,97	1,08
TAT	136	0,12	3,18	0,88	0,58
<i>Valid N (listwise)</i>	136				

Sumber : Lampiran 2, 2015

Tabel 4 menunjukkan bahwa jumlah masing-masing data rasio keuangan yang diuji dalam penelitian ini sebanyak 136 data. Hasil statistik deskriptif variabel independen, nilai minimumnya Ln_ROA sebesar -6,44 dan nilai maksimumnya sebesar -1,18. Rata-rata Ln_ROA sebesar -2,7947 menunjukkan bahwa secara umum Ln_ROA dari perusahaan sampel cukup tinggi karena mendekati nilai maksimum dari Ln_ROA tersebut. Deviasi standar Ln_ROA sebesar 0,85102 yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa persebaran data Ln_ROA belum merata dan juga menunjukkan bahwa selisih data satu sama lain masih tergolong tinggi. Nilai minimum Ln_DER sebesar -1,35 dan nilai maksimumnya sebesar 1,98. Rata-rata Ln_DER sebesar 0,2943 menunjukkan bahwa secara umum Ln_DER dari perusahaan sampel cukup rendah karena mendekati nilai minimum dari Ln_DER tersebut. Deviasi standar Ln_DER sebesar 0,69124 yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa persebaran data Ln_DER belum merata dan juga menunjukkan bahwa selisih data satu sama lain masih tergolong tinggi. Nilai minimum Ln_CR sebesar -1,10 dan nilai maksimumnya sebesar 2,36. Rata-rata Ln_CR sebesar 0,4359 menunjukkan bahwa secara umum Ln_CR dari perusahaan sampel cukup rendah karena mendekati nilai minimum dari Ln_CR tersebut. Deviasi standar Ln_CR sebesar 0,47138 yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa persebaran data Ln_CR belum merata dan juga menunjukkan bahwa selisih data satu sama lain masih tergolong tinggi. Nilai minimum Ln_CFOTL sebesar -4,61 dan nilai maksimumnya sebesar 0,29. Rata-rata Ln_CFOTL sebesar -1,9679 menunjukkan bahwa secara umum Ln_CFOTL dari perusahaan sampel cukup tinggi karena

mendekati nilai maksimum dari Ln_CFOTL tersebut. Deviasi standar Ln_CFOTL sebesar 1,07643 yang lebih besar dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa persebaran data Ln_CFOTL belum merata dan juga menunjukkan bahwa selisih data satu sama lain masih tergolong tinggi. Nilai minimum TAT sebesar 0,12 dan nilai maksimumnya sebesar 3,18. Rata-rata TAT sebesar 0,8761 menunjukkan bahwa secara umum TAT dari perusahaan sampel cukup rendah karena mendekati nilai minimum dari TAT tersebut. Deviasi standar TAT sebesar 0,57890 yang lebih kecil dari nilai rata-rata menunjukkan bahwa persebaran data TAT sudah merata dan juga menunjukkan bahwa selisih data satu sama lain tidak tergolong tinggi.

Setelah memperoleh hasil statistik deskriptif, data yang sudah ditransformasi tersebut diuji normalitas kembali dengan hasil yang dapat dilihat pada Tabel 5.

Tabel 5.
Hasil Uji Normalitas Transformasi Variabel Independen

	Ln_ROA	Ln_DER	Ln_CR	Ln_CFOTL	TAT
N	136	136	136	136	136
<i>Asymp. Sig. (2-tailed)</i>	0,732	0,780	0,861	0,121	0,106

Sumber : Lampiran 3, 2015

Tabel 5 di atas menunjukkan bahwa nilai *Asymp. Sig.(2-tailed)* untuk setiap variabel bebasnya lebih besar dari α (0,05). Angka signifikansi yang lebih besar dari nilai α tersebut menunjukkan bahwa data dari semua variabel independennya telah berdistribusi normal sehingga data tersebut dapat diuji lebih lanjut dengan uji diskriminan.

Nilai signifikansi dari hasil uji Box's M yaitu 0,00 yang lebih kecil dari 0,05 membuktikan adanya perbedaan *covariance matrix* antar group dan ini menyalahi asumsi analisis diskriminan. Namun demikian, analisis diskriminan masih dapat dilakukan walaupun asumsi homogenitas *variance* tidak terpenuhi (Ghozali, 2013). Hasil uji Box's M dapat dilihat pada Tabel 6.

Tabel 6.
Hasil Uji Box's M

Box's M	200,853
Sig.	0,000

Sumber : Lampiran 5, 2015

Pengujian hipotesis menggunakan analisis MDA dengan 7 kategori. Variabel independen yang akan diuji kemampuannya dalam memprediksi peringkat obligasi dalam analisis ini sebanyak 5 variabel independen. Hasil dari pengujian ini dapat dilihat pada Tabel 7.

Tabel 7.
Hasil Uji Statistik Wilk's Lambda

	Wilk's Lambda	F	Sig.
Ln_ROA	0,802	8,063	0,000
Ln_DER	0,831	6,666	0,000
Ln_CR	0,946	1,875	0,119
Ln_CFOTL	0,694	14,464	0,000
TAT	0,902	3,564	0,009

Sumber : Lampiran 4, 2015

Tabel 7 di atas menunjukkan bahwa Ln_ROA, Ln_DER, Ln_CFOTL dan TAT memiliki nilai signifikansi yang lebih kecil dari nilai α (0,05). Nilai signifikansi tersebut menunjukkan bahwa Ln_ROA, Ln_DER, Ln_CFOTL dan

TAT memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi. Sedangkan Ln_CR memiliki nilai signifikansi yang lebih besar dari nilai α (0,05) yang menunjukkan bahwa Ln_CR tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi.

Pembentukan model diskriminan pada penelitian ini dapat digunakan untuk membantu dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat. Pembentukan model diskriminan ini dapat dilihat pada Tabel 8.

Tabel 8.
Canonical Discriminant Function Coefficients

	Fungsi			
	1	2	3	4
Ln_ROA	-0,139	1,302	-0,375	0,756
Ln_DER	1,000	0,425	-0,376	0,540
Ln_CR	1,405	-0,960	0,689	1,835
Ln_CFOTL	-0,731	-0,513	-0,144	0,033
TAT	-0,589	0,203	1,726	-0,803
Konstanta	-2,219	2,745	-3,033	1,921

Sumber : Lampiran 7, 2015

Jumlah fungsi diskriminan yang akan dihitung adalah $g-1$ (jumlah grup pada variabel dependen minus 1) (Ghozali, 2013). Pada Tabel 8 tersebut dapat dilihat bahwa dalam penelitian ini dapat dibentuk 4 model diskriminan. Hal ini dikarenakan terdapat 5 jumlah grup pada variabel dependen yang masuk dalam sampel yaitu grup 2,3,4,5 dan 6 sedangkan grup 0 dan 1 tidak masuk dalam sampel. Empat fungsi yang dapat dibentuk tersebut antara lain:

$$\text{Fungsi 1 } Z_1 = -2,219 - 0,139\text{Ln_ROA} + 1,000\text{Ln_DER} + 1,405\text{Ln_CR} - 0,731\text{Ln_CFOTL} - 0,589\text{TAT}$$

$$\text{Fungsi 2 } Z_2 = 2,745 + 1,302\text{Ln_ROA} + 0,425\text{Ln_DER} - 0,960\text{Ln_CR} - 0,513\text{Ln_CFOTL} + 0,203\text{TAT}$$

$$\text{Fungsi 3 } Z_3 = -3,033 - 0,375 \text{Ln_ROA} - 0,376 \text{Ln_DER} + 0,689 \text{Ln_CR} \\ - 0,144 \text{Ln_CFOTL} + 1,726 \text{TAT}$$

$$\text{Fungsi 4 } Z_4 = 1,921 + 0,756 \text{Ln_ROA} + 0,540 \text{Ln_DER} + 1,835 \text{Ln_CR} \\ + 0,033 \text{Ln_CFOTL} - 0,803 \text{TAT}$$

Keempat persamaan diatas digunakan untuk memperoleh skor diskriminan dari suatu laporan keuangan. Setelah memperoleh skor diskriminan, maka skor tersebut akan diklasifikasikan ke dalam kelompok peringkat obligasi yang sesuai. Pengklasifikasian kelompok peringkat obligasi berdasarkan skor diskriminan ditentukan oleh nilai *cut off*. Nilai *cut off* akan memberikan nilai batas yang memisahkan antara kelompok peringkat obligasi yang satu dengan yang lainnya. Nilai dari *cut off* dapat ditentukan berdasarkan Tabel 9.

Tabel 9.
Nilai Sentroid

Peringkat Obligasi	Fungsi			
	1	2	3	4
2	0,276	-1,719	0,226	-0,877
3	0,566	-1,226	-0,317	0,054
4	0,596	0,370	-0,026	-0,007
5	-0,748	-0,142	0,264	0,016
6	-2,250	0,590	-0,970	-0,045

Sumber : Lampiran 8, 2015

Berdasarkan Tabel 9, nilai *cut off* dapat diperoleh dengan cara membagi nilai sentroid dengan jumlah kategori peringkat obligasi pada sampel. Nilai *cut off* yang memisahkan kategori peringkat obligasi 2 dan 3 diperoleh dengan cara membagi nilai sentroid kategori peringkat obligasi 2 dan 3 pada fungsi 1 dengan jumlah kategori peringkat obligasi 2 dan 3 pada sampel. Nilai *cut off* yang memisahkan kategori peringkat obligasi 3 dan 4 diperoleh dengan cara membagi nilai sentroid kategori peringkat obligasi 3 dan 4 pada fungsi 2 dengan jumlah

kategori peringkat obligasi 3 dan 4 pada sampel. Nilai *cut off* yang memisahkan kategori peringkat obligasi 4 dan 5 diperoleh dengan cara membagi nilai sentroid kategori peringkat obligasi 4 dan 5 pada fungsi 3 dengan jumlah kategori peringkat obligasi 4 dan 5 pada sampel. Nilai *cut off* yang memisahkan kategori peringkat obligasi 5 dan 6 diperoleh dengan cara membagi nilai sentroid kategori peringkat obligasi 5 dan 6 pada fungsi 4 dengan jumlah kategori peringkat obligasi 5 dan 6 pada sampel. Sehingga diperoleh nilai *cut off* yang memisahkan kategori peringkat obligasi 2 dengan 3 sebesar 0,549, kategori peringkat obligasi 3 dengan 4 sebesar 0,059, kategori peringkat obligasi 4 dengan 5 sebesar 0,095 dan kategori peringkat obligasi 5 dan 6 sebesar 0,009.

Tabel 10.
Hasil Uji Model Diskriminan

Uji Fungsi	Wilk's Lambda	Chi-square	Sig.
1	0,429	110,057	0,000
2	0,708	44,902	0,000
3	0,919	10,969	0,089
4	0,994	0,834	0,659

Sumber : Lampiran 6, 2015

Tabel 10 diatas menunjukkan bahwa model diskriminan 1 dan 2 signifikan secara statistik karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05. Sedangkan model diskriminan 3 dan 4 tidak signifikan secara statistik karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05. Tidak signifikannya model 3 dan 4 ini dapat disebabkan oleh beberapa kategori obligasi dengan jumlah yang sedikit dalam sampel.

Penelitian ini menemukan hasil bahwa profitabilitas mampu memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh Pefindo. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pemeringkat cenderung memperhatikan profitabilitas sebagai

variabel yang dapat mempengaruhi besar kecilnya peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI.

Tingkat profitabilitas yang tinggi berhubungan dengan peringkat obligasi yang lebih tinggi karena menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba yang meningkat akan mendorong peningkatan peringkat obligasi perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Sunarjanto (2013) dan Amalia (2013).

Hasil penelitian ini menemukan bahwa *leverage* memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pemeringkat cenderung memperhatikan *leverage* sebagai variabel yang mempengaruhi besar kecilnya peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI.

Leverage menunjukkan seberapa banyak perusahaan didanai oleh utang atau pihak luar. Semakin tinggi rasio ini akan menunjukkan penggunaan utang yang semakin tinggi sehingga risiko ketidakmampuan melunasi utang yang ditimbulkan akan meningkat dan akan mendorong penurunan peringkat obligasi. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Amalia (2013) dan Pertiwi (2013).

Hasil penelitian ini menemukan bahwa likuiditas perusahaan tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan pada penelitian Horrigan (1966). Pada

penelitian tersebut, Horrigan menyatakan bahwa rasio likuiditas jangka pendek tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Hasil dalam penelitian ini tidak sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan dalam penelitian ini, likuiditas seharusnya mampu memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat karena likuiditas tersebut merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya dalam jangka pendek dengan dana lancar yang tersedia. Kemampuan pelunasan utang tersebut tentu akan berpengaruh terhadap ketepatan pembayaran utang yang dimiliki perusahaan tersebut termasuk utang obligasinya. Pelunasan utang obligasi yang tepat waktu akan mendorong peningkatan peringkat obligasi.

Hasil yang menunjukkan Ln_CR tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi dapat disebabkan karena pada laporan keuangan, total aktiva lancar tersebut tidak hanya berisi aset yang likuid, melainkan juga berisi aset-aset seperti pajak dibayar dimuka, biaya dibayar dimuka, persediaan yang tidak dapat digunakan untuk melunasi kewajiban perusahaan yang akan jatuh tempo sehingga kurang dapat mempresentasikan likuiditas suatu perusahaan yang merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban yang akan segera jatuh tempo.

Penelitian ini menemukan hasil bahwa solvabilitas mampu memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh Pefindo. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pemeringkat cenderung memperhatikan solvabilitas sebagai variabel yang dapat mempengaruhi besar kecilnya peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI.

Tingkat solvabilitas yang tinggi berhubungan dengan peringkat obligasi yang lebih tinggi karena menunjukkan kemampuan dalam melunasi semua kewajibannya, baik itu jangka panjang maupun jangka pendek. Kemampuan perusahaan yang baik dalam melunasi utang jangka panjang dan jangka pendeknya akan mendorong peningkatan peringkat obligasi perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Pertiwi (2013) dan Linandarini (2010).

Hasil penelitian ini menemukan bahwa produktivitas memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan pemeringkat cenderung memperhatikan produktivitas sebagai variabel yang mempengaruhi besar kecilnya peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI.

Produktivitas menunjukkan seberapa efektif manajemen menggunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Laba cenderung dapat dihasilkan oleh perusahaan dengan tingkat produktivitas yang tinggi ketimbang perusahaan dengan produktivitas yang rendah. Hal ini juga menunjukkan perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara lebih baik. Pelunasan kewajiban utang yang lebih baik terutama utang obligasi akan mendorong peningkatan peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Magreta (2009) dan Sunarjanto (2013).

Teori sinyal menunjukkan adanya hubungan asimetri antara manajemen dengan berbagai pihak yang berkepentingan terhadap informasi perusahaan (Raharja dan Sari, 2008). Asimetri informasi terjadi ketika salah satu pihak memiliki informasi yang lebih baik daripada pihak lainnya. Pihak yang memiliki informasi yang lebih baik akan berusaha memberikan sinyal kepada pihak yang lain tentang keadaan perusahaannya. Manajemen akan mempublikasikan laporan keuangannya yang menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah dikelola dengan baik. Laporan keuangan ini akan menjadi salah satu acuan yang digunakan oleh Pefindo dalam memberikan peringkat terhadap obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan tersebut. Pefindo akan memperhatikan beberapa rasio keuangan dalam laporan keuangan tersebut seperti yang telah terbukti secara statistik dalam penelitian ini yaitu profitabilitas, *leverage*, solvabilitas dan produktivitas.

Teori regulasi berpandangan bahwa ekonomi harus dibangun dalam sebuah konteks relasi sosial tertentu. Dalam pengertian ini, sistem ekonomi dibentuk oleh “*regularities*” dari berbagai institusi yang membentuk ritme atau sistem tertentu. Ritme tersebut akan membentuk suatu keteraturan yang membuat sistem tersebut tetap hidup. Relasi sosial yang ditunjukkan dalam penelitian ini adalah hubungan antara pihak perusahaan dengan lembaga pemeringkat. Teori regulasi ini juga menjadi dasar dalam proses pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh pemeringkat obligasi. Proses pemeringkatan obligasi yang melibatkan laporan keuangan sebagai salah satu acuan akan menciptakan keteraturan yaitu perusahaan akan memberikan laporan keuangannya setiap tahun secara teratur kepada lembaga pemeringkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data maka dapat ditarik kesimpulan yaitu profitabilitas, *leverage*, likuiditas, solvabilitas dan produktivitas mampu memprediksi peringkat obligasi perusahaan yang akan dikeluarkan oleh Pefindo pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI periode 2009-2013. Hasil tersebut membuktikan bahwa laba yang dihasilkan dari aset, pendanaan oleh pihak ketiga, arus kas dari aktivitas operasi untuk melunasi seluruh kewajiban perusahaan tersebut baik kewajiban jangka panjang maupun jangka pendek, dan keefektifan penggunaan sumber daya yang dimiliki perusahaan mampu mempengaruhi tinggi rendahnya peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh Pefindo.

Likuiditas perusahaan tidak memiliki kemampuan dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh Pefindo pada perusahaan penerbit obligasi yang terdaftar di BEI pada periode tahun 2009-2013. Penelitian ini memperoleh hasil yang tidak sesuai dengan hipotesis dapat disebabkan karena total aktiva lancar tersebut tidak hanya berisi aset yang likuid, sehingga kurang dapat mempresentasikan likuiditas suatu perusahaan yang merupakan kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban yang akan segera jatuh tempo.

Saran yang dapat diberikan berdasarkan hasil analisis data adalah perusahaan sebaiknya meningkatkan terus profitabilitas, *leverage*, solvabilitas dan produktivitas untuk mempertahankan atau meningkatkan peringkat obligasinya. Selain itu, penggunaan utang dari pihak luar sebagai modal perusahaan harus dioptimalisasi agar tidak menimbulkan risiko ketidakmampuan membayar utang

sehingga menurunkan peringkat obligasi dan akan menurunkan kepercayaan investor dalam menanamkan modal di perusahaan tersebut. Investor yang akan berinvestasi pada obligasi suatu perusahaan dapat mempertimbangkan beberapa rasio yaitu profitabilitas, *leverage*, solvabilitas dan produktivitas karena berdasarkan penelitian ini keempat rasio tersebut mampu memprediksi peringkat obligasi yang akan dikeluarkan oleh Pefindo. Bagi peneliti selanjutnya disarankan untuk menggunakan proksi likuiditas selain CR yaitu *Cash Ratio* agar lebih memfokuskan pada kas dan bank yang memang sangat likuid sehingga lebih dapat mewakili likuiditas perusahaan.

REFERENSI

- Akinlo, Olayinka. 2011. Factors Influencing the Profitability of Conventional Banks of Pakistan. *Journal University of the Punjab*, 3(1), p: 135-144
- Al-khawaldeh, A. 2013. Determinants and Impacts of Internal Credit Rating. *Internatinal Journal of Financial Research*, 4(1), p: 120-131.
- Amalia, Ninik. 2013. Pemingkatan Obligasi Pefindo : Berdasarkan Informasi Keuangan. *Accounting Analysis Journal*, 2(2), h: 139-147.
- Anonim. 2008. Fren Harus Tambah 20 Persen Jaminan Obligasi Rupiah. <http://lipsus.kompas.com/edukasi/read/2008/12/17/11161935/Fren.Harus.Tambah.20.Persen.Jaminan.Obligasi.Rupiah> (Diunduh tanggal 10, bulan April, tahun 2015).
- Ariwangsa, Kamyarta dan Nyoman Abudanti. 2013. The Effect of Corporate Governance Mechanism on Bond Ratings of Public Companies in Indonesia. *Jurnal Ilmiah Forum Manajemen*, 11(2), h: 133-145.
- Burton, B., Mike Adams, and Philip Hardwick. 1998. The Determinants of Credits Ratings in United Kingdom Insurance Industry. *The Journal of Risk and Insurance*, 2(1), p: 127-139
- Chikolwa, B. 2008. Determinants Of Australian Listed. *Pasific Rim Property Research Journal*, 14 (2). p: 123-149

- Choundhry, M. 2009. The Value of Introducing Structural Reform to Improve Bond Market Liquidity: Experience from the U.K. Gilt Market. *European Journal of Finance and Banking Research*, 2(2), p: 13-35.
- Christina, H., & Rao, R. 1993. Bond Ratings And Their Determinants in a Changing Environment. *Journal of Applied Business Research*, 9(1), p: 132-139
- Fauziah, Yossy. 2014. Pengaruh Likuiditas, *Leverage* dan Umur Obligasi terhadap Prediksi Peringkat Obligasi. *Journal Akuntansi Universitas Negeri Padang*, 2(1), h: 1-24.
- Ghozali, Imam. 2009. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS Edisi Keempat*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Ghozali, Imam. 2013. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Horrigan, James. 1966. The Determination of Long-Term Credit Standing With Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*, Vol 4.
- Karaduman, Hasan Agan, Akbas, Halil Emre, Ozsozgun, Arzu and Salih Durer .2010 Effect of Working Capital Manangement on Profitability: The Case for Selected Companies in The Istanbul Stock Exchange (2005-2008). *International Journal of Economic and Finance Studies*, 2(2), p: 47-54.
- Kaur, K., & Kaur, R. 2011. Credit rating in India: A study of Rating Methodology of Rating Agencies. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(12), p: 62-68.
- Kim, H., & Gu, Z. 2004. Financial Determinants of Corporate Bond Ratings: An Examination of Hotel and Casino Firms. *Journal of Hospitality & Tourism Research*, 28(1), h: 95-108.
- Kisgen, D. J. 2006. Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 61(3).
- Lestari, Yuni. 2014. Pengaruh Penerapan Corporate Governance dan Profitabilitas terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Periode 2002-2012. *Skripsi*. Program Sarjana Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana.
- Magreta dan Poppy Nurmayanti. 2009. Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi* 11(3), h: 143-154. Universitas Riau.

- Maharti, Enny. 2011. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi. *Skripsi*. Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro.
- Manurung, P., Silitoga, D., & Tobing, W. 2011. Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi. *Jurnal Buletin Ekonomi dan Perbankan*, h: 1-12.
- Pandutama, Arvian. 2012. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi Fakultas Bisnis Unika Widya Mandala*, 1(4).
- Pertiwi, Ayyu. 2013. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi. *Skripsi*. Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah Jakarta.
- Pottier, S. 1998. Life Insurer Financial Distress, Best's Ratings and Financial Ratios. *The Journal of Risk and Insurance*. p: 275-288
- Putri, Grace. 2010. Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur. *Bisnis dan Birokrasi, Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, h: 70-78.
- Raharja dan Sari. 2008. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*, 8(2), h: 212-232.
- Saghir, Ahsen, Rawalpindi, Faisal Mehmood Hashmi, Muhammad Nehal Hussain. 2013. Working Capital Management and Profitability Evidence from Pakistan Firms. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, 3(8).
- Saidi. 2004. Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal pada Perusahaan Manufaktur Go Public Di BEJ Tahun 1997-2002. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi*, 11(1).
- Sehgal, S., dan Mahthur, S. 2013. Cross-Sectional Variation in Stock Price Reaction to. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2), p: 47-74.
- Seiford, Lawrence M.,Zhu, Joe., 1999. Profitability and Marketability of the top 55 US Commercial Banks. *Management Science*, 45(9) p :1270-1288.
- Sunarjanto, Agus. 2013. Kemampuan Rasio Keuangan dan Corporate Governance Memprediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Consumer Goods. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 17(2), h: 230-242.