

## **PREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI DENGAN PERSISTENSI LABA, FREE CASH FLOW, DAN RISIKO LITIGASI**

**Zurohtun**

Fakultas Ekonomi UPN Veteran Yogyakarta, Indonesia  
e-mail: yodaud12@yahoo.co.id

### **ABSTRAK**

Studi ini meneliti tentang kegunaan informasi akuntansi (yakni persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi) untuk memprediksi peringkat obligasi. Sampel terdiri dari 32 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2005-2007 dan diperingkat oleh PEFINDO. Regresi *binary logistic* digunakan untuk menguji hipotesis. Hipotesis dalam studi ini didukung, bahwa persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi berguna dalam memprediksi peringkat obligasi. Semakin tinggi persistensi laba akan meningkatkan peringkat obligasi. Semakin tinggi *free cash flow* akan meningkatkan peringkat obligasi. Studi ini tidak menemukan bukti bahwa risiko litigasi yang tinggi akan menurunkan peringkat obligasi.

**Kata kunci:** *free cash flow, peringkat obligasi, persistensi laba, risiko litigasi*

### **ABSTRACT**

This study investigated the usefulness of accounting information (e.g. earnings persistence, free cash flow, and litigation risk) to predict bond rating. Samples consisted of 32 manufacturing firms listed on Indonesian Stock Exchange over 2005-2007 period and rated by PEFINDO. Binary logistic regression was used to test the hypothesis. The hypothesis in this study was supported, whereas earnings persistence, free cash flow, and litigation risk were useful to predict bond rating. Higher earnings persistence would increase bond rating. Higher free cash flow would increase bond rating. This study could not find evidence that higher litigation risk would decrease bond rating.

**Keywords:** *bond rating, earnings persistence, free cash flow, litigation risk*

### **PENDAHULUAN**

Krisis ekonomi global yang terjadi pada tahun 2000-an berdampak pula pada kondisi pasar modal di Indonesia. Tekanan paling berat yang dirasakan oleh pasar modal di Indonesia adalah hengkangnya sejumlah investor asing asal Amerika Serikat karena kebutuhan likuiditas. Hal ini menimbulkan kepanikan bagi investor di Bursa Efek Indonesia (BEI) lainnya, dan kepanikan yang terlalu berlebihan telah mendorong kenaikan harga saham secara irasional dan berlebihan, lalu terkoreksi secara tak terduga dan berkepanjangan sehingga terjadi kejatuhan harga saham. Hal ini mengindikasikan bahwa kondisi pasar saham sangat sulit diprediksi. Faerber (2000) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham. Investor menghadapi

masalah informasi yang disebabkan beragamnya karakteristik dari penerbit obligasi. Peringkat (*rating*) obligasi yang diterbitkan oleh lembaga independen membantu mengurangi masalah informasi tersebut.

Peringkat obligasi yang pada umumnya dikeluarkan oleh agen pemeringkat sudah seharusnya sangat diperhatikan oleh pemodal yang berminat membeli obligasi, karena peringkat tersebut memberikan pernyataan informatif dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan. Beberapa penelitian telah menemukan bukti bahwa terdapat kemampuan data akuntansi yaitu rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi. Penelitian ini dimotivasi karena menurut beberapa literatur dinyatakan bahwa peringkat yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tidak selalu akurat bahkan bias, karena agen pemeringkat tersebut condong lebih subyektif dan tidak independen. Sari (2004) membuktikan bahwa model prediksi dengan menggunakan rasio-rasio keuangan ternyata lebih baik dan dapat menggantikan basis pemeringkatan obligasi

yang dilakukan oleh agen pemeringkat seperti PEFINDO. Sedangkan Satyapurnama (2005) menggunakan informasi akuntansi dan non akuntansi untuk memprediksi peringkat obligasi dan yield obligasi. Informasi non akuntansi yang digunakan adalah implementasi *corporate governance* pada perusahaan.

Berbeda dengan penelitian sebelumnya, penelitian ini menggunakan informasi akuntansi berupa persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi untuk memprediksi tingkat obligasi. Semakin persisten laba suatu perusahaan, menunjukkan perusahaan mempunyai kelebihan dana yang bisa digunakan untuk investasi, sehingga meningkatkan kemampuan perusahaan. Semakin tinggi risiko litigasi maka risiko *default* perusahaan akan semakin tinggi pula. Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris mengenai kemampuan informasi akuntansi seperti persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi dalam memprediksi peringkat obligasi.

Hasil dari penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi perkembangan ilmu akuntansi terutama mengenai kebermanfaatan dan informasi akuntansi dalam pengambilan keputusan (*decision usefulness*). Hasil dari penelitian ini juga diharapkan dapat digunakan sebagai dasar bagi investor untuk menilai risiko investasi pada obligasi selain informasi peringkat dari agen pemeringkat obligasi dan membuktikan bahwa informasi akuntansi masih relevan untuk pengambilan keputusan dan mempunyai keunggulan dibanding sumber informasi lain.

Sloan (1996) menguji sifat kandungan informasi komponen *accruals* dan komponen arus kas, informasi tersebut terefleksi dalam harga saham. Hasil menunjukkan bahwa kinerja *earnings* yang teratribut pada komponen *accruals* menggambarkan persistensi yang lebih rendah daripada kinerja *earnings* yang teratribut pada komponen arus kas. Sloan (1996) juga menunjukkan bahwa harga saham bereaksi jika investor “*fixate*” (percaya) pada *earnings*, gagal membedakan antara *properties* komponen *accruals* dan komponen arus kas. Akibatnya, perusahaan-perusahaan yang level akrualnya relatif tinggi (rendah) mengalami *abnormal return* masa datang yang negatif (positif) di sekitar pengumuman *earnings* masa datang. Sloan (1996) berpendapat bahwa hasil penelitian ini konsisten dengan fiksasi *earnings* oleh sebagian kecil partisipan pasar terhadap jumlah total *earnings* yang dilaporkan tanpa memperhatikan besarnya komponen *accruals* dan komponen arus kas.

Kormedi dan Lipe (1987) menguji hubungan antara inovasi *earnings* dan persistensi laba dengan *return* saham. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa koefisien respon laba berkolerasi positif dengan

persistensi laba dan tidak menunjukkan sensitivitas yang berlebihan, sehingga besarnya reaksi *return* saham perusahaan pada *earnings* harus dihubungkan dengan pengaruh inovasi *earnings* pada ekspektasi manfaat masa yang akan datang yang didapat pemegang saham. Jadi dapat disimpulkan bahwa besarnya hubungan antara *return* saham dan *earnings* tergantung pada persistensi laba.

Finger (1994) menguji kemampuan *earnings* dan arus kas dalam memprediksi *earnings* dan arus kas masa depan. Sampel terdiri dari 50 perusahaan untuk periode 1935-1987. Data akuntansi diperoleh dari *Compustat Annual Industrial File* dari 1968-1987, ditambah dengan informasi laporan tahunan dari 1935-1967. Finger (1994) juga menguji asersi FASB dengan dasar tahun 1935 sampai dengan 1987, menggunakan *univariate* dan *simple multivariate time-series prediction models*. Atas dasar *mean-square error*, Finger (1994) menemukan bukti dalam jangka pendek (1-2 tahun ke depan), arus kas menyediakan informasi yang lebih baik daripada *earnings* dalam menaksir arus kas mendatang, sementara untuk jangka panjang (4-8 tahun), arus kas dan *earnings* sama baiknya untuk memprediksi. Hasil ini tidak konsisten dengan asersi FASB. Hasil dari *multivariate model* menunjukkan bahwa *earnings* menambah informasi untuk menaksir arus kas mendatang, tetapi kinerjanya tidak lebih baik daripada arus kas.

Penelitian yang dilakukan Parawiyati dan Baridwan (1998) menguji hubungan laba dan arus kas dalam memprediksi laba dan arus kas masa mendatang. Populasi yang diteliti adalah laporan keuangan perusahaan *go-public* selama enam periode mulai tahun 1989-1994. Data penelitian yang digunakan adalah data sekunder dari Bapepam, dengan sampel laporan yang diambil secara *purposive random sampling* sebesar 288 laporan keuangan dari 48 perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Pengujian hipotesis dilakukan dengan menguji variabel tanpa faktor *deflator*, dan menguji variabel setelah dilakukan penyesuaian dengan faktor deflator. Dengan menggunakan model regresi yang berbeda, hasil pengujiannya menunjukkan sebaliknya yaitu laba merupakan prediktor yang lebih baik daripada arus kas dalam memprediksi laba dan arus kas.

Cheng, *et al* (1996) melakukan penelitian untuk menguji apakah nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi meningkat ketika *earnings* bersifat *transitory*. Sampel yang digunakan sebanyak 1.479 perusahaan yang terdaftar di NYSE dan ASE dengan jumlah observasi total sebanyak 5.120. Data *earnings*, arus kas operasi, dan data harga saham untuk tahun

1988-1992 diambil dari CRSP. Secara umum, hasilnya menunjukkan bahwa laba *transitory* mempunyai dampak marjinal yang kecil terhadap *return* saham dan nilai tambah kandungan informasi arus kas operasi menunjukkan peningkatan ketika sifat persistensi laba menurun.

Meythi (2006) melakukan penelitian untuk membuktikan secara empiris bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap harga saham dengan persistensi laba sebagai variabel *intervening*. Sampel penelitian adalah perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEJ tahun 1999-2002, dengan total sampel 100 perusahaan. Arus kas yang digunakan adalah arus kas operasi dengan metode langsung. Persistensi laba diukur dengan koefisien regresi antara laba saat ini dan laba berikutnya. Akan tetapi hasil tidak mendukung hipotesis bahwa arus kas operasi berpengaruh terhadap harga saham dengan persistensi laba sebagai variabel *intervening*.

Risiko adanya tuntutan hukum (litigasi) oleh kreditor dan pemegang saham kepada manajer dapat mendorong penyelenggaraan akuntansi konservatif. Penelitian *disclosure* telah memodelkan biaya litigasi sebagai insentif untuk mengungkapkan berita buruk (Trueman, 1997; Evans dan Sridahr, 1999). Watts (2003) menyebut berita buruk itu sebagai berita buruk asimetrik, pernyataan yang berlebihan dari aset bersih cenderung menghasilkan biaya litigasi yang lebih besar dibanding pernyataan aset bersih yang lebih rendah. Konservatisme akuntansi dengan menyatakan aset bersih yang lebih rendah dapat mengurangi risiko litigasi. Kellog (1984) menemukan bahwa pernyataan laba atau aset yang berlebihan lebih cenderung menyebabkan tuntutan hukum daripada pernyataan laba atau aset yang lebih rendah. Penelitian empiris yang konsisten dengan penjelasan risiko litigasi terhadap konservatisme adalah Basu (1997), Ball, et al (2000), dan Holthausen dan Watts (2001). Beaver (1993) dan Watts (2003) menyatakan bahwa litigasi menurut Undang-Undang Pasar Modal mendorong konservatisme. Alasannya adalah bahwa litigasi cenderung lebih banyak dihasilkan oleh pernyataan yang berlebihan dibanding pernyataan yang lebih rendah dari laba dan aset bersih. Karena biaya litigasi ekspektasian dari pernyataan yang berlebihan lebih tinggi daripada pernyataan yang lebih rendah, maka manajemen dan auditor mempunyai insentif untuk menyatakan lebih rendah laba dan aset bersih. Studi empiris dalam literatur *disclosure* menemukan bahwa biaya litigasi ekspektasian yang asimetrik menciptakan insentif bagi manajer untuk mengungkapkan berita buruk secepatnya (Skinner, 1994; Kaznik dan Lev, 1995; Skinner, 1997).

Bursa Efek Surabaya (2001) mengartikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut. Obligasi merupakan surat berharga yang memberikan pendapatan tetap kepada pemiliknya selama jangka waktu berlakunya surat utang tersebut. Hal ini disebabkan pendapatan yang diterima pemilik obligasi (pokok dan bunga) tidak terpengaruh oleh perubahan harga sekuritas utang yang bersangkutan. Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatan waktu pembayaran pokok dan bunga utang obligasi. Selain itu, peringkat obligasi mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu. Semakin tinggi peringkat semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default*.

Peringkat obligasi diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang independen. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang, yaitu PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan Kasnic *Credit Rating* Indonesia. Lembaga pemeringkat tersebut membantu investor dalam memberikan informasi investasi mengenai kemampuan ekonomi dan finansial penerbit (*issuer*) obligasi. Peringkat obligasi yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat memberikan gambaran tentang kredibilitas (*credit worthiness*) dan mempengaruhi penjualan obligasi tersebut (Fabozzi, 2000). Peringkat obligasi menunjukkan kualitas kredit perusahaan penerbit. Semakin tinggi peringkat yang diperoleh, semakin baik kualitas kredit. Rizzi (1994), mengelompokkan peringkat obligasi menjadi dua, yaitu *investment grade* (AAA-BBB- [S&P]) dan *non investment grade speculative grade* (BB+-D [S&P]). *Investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat tinggi (*high grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang rendah (*high creditworthiness*). *Non investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat rendah (*low grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang tinggi (*low creditworthiness*).

Sari (2004) mengevaluasi dan memberikan bukti empiris mengenai ketepatan pemeringkatan obligasi oleh agen PEFINDO, dengan cara menguji kemampuan model bahwa model prediksi yang diajukan lebih baik dan diharapkan dapat menggantikan basis pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh agen PEFINDO. Meski secara umum

peringkat obligasi terbagi menjadi dua namun dalam penelitian ini peringkat obligasi dibagi menjadi tiga, dengan alasan mengacu pada beberapa pernyataan bahwa batasan peringkat obligasi menurut agen tersebut tidak tepat. Dengan menggunakan sampel sebanyak 36 perusahaan non keuangan atau 168 observasi sejak tahun 2000-2002, hasil dari analisis *Multiple Discriminant Analysis* (MDA) secara statis menunjukkan bukti bahwa kelima rasio keuangan yang diajukan peneliti yaitu leverage (LEVLT/LTA), likuiditas (LIKCA/ICL), solvensi (SOLCF/OTL), profitabilitas (PROFO/IS) dan produktivitas (PRODS/FTA) memiliki kemampuan dalam membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi. Sementara itu hasil analisis *Chi Square* menunjukkan bukti bahwa pemeringkatan obligasi dengan model prediksi berdasar rasio keuangan secara statis berbeda dan lebih baik daripada pemeringkatan obligasi yang dilakukan oleh agen PEFINDO. Dengan demikian model prediksi yang dilakukan peneliti tersebut dapat menggantikan pemeringkatan yang dilakukan oleh agen PEFINDO.

Setyapurnama (2005) menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *rating* obligasi dan *yield*. Proksi dari *corporate governance* adalah kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, dan kepemilikan manajerial. Penelitian ini menggunakan sampel obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya dan diperingkat oleh PEFINDO tahun 2001-2003. Hasil penelitian ini membuktikan bahwa implementasi *corporate governance* mempengaruhi peringkat dan *yield* obligasi. Keberadaan komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat dan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Semakin bagus implementasi *corporate governance* maka akan meningkatkan peringkat obligasi dan menurunkan *yield*. Keberadaan komite audit berpengaruh negatif terhadap *yield*. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan komite audit akan mempengaruhi *judgement* investor.

Berdasarkan landasan teori dan hasil penelitian di atas, maka diduga semakin persisten laba perusahaan pada satu periode akan meningkatkan peringkat obligasi, hal ini dikarenakan perusahaan memiliki stabilitas arus kas ekspektasian di masa depan, sehingga menurunkan risiko gagal bayar.

Semakin tinggi *free cash flow* (FCF) mengindikasikan bahwa perusahaan mempunyai kelebihan arus kas yang bisa direinvestasikan, sehingga risiko gagal bayar di masa depan rendah. Oleh karena itu diduga semakin tinggi FCF maka peringkat obligasi semakin tinggi. Semakin tinggi risiko litigasi suatu perusahaan, maka akan meningkatkan risiko gagal

bayar perusahaan, karena berisiko menghadapi tuntutan hukum sehingga diduga akan menurunkan peringkat obligasi. Berdasarkan hal tersebut maka hipotesis penelitian ini adalah:

Ha: persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi mampu memprediksi peringkat obligasi.

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan penelitian dengan pendekatan positif, yaitu menggunakan pengujian empiris untuk menjelaskan dan memprediksi fenomena dunia nyata.

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2004-2007. Pemilihan sampel menggunakan metode *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut : perusahaan manufaktur yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di BEI dari tahun 2004 sampai dengan 2007, obligasi perusahaan tersebut diperingkat oleh PEFINDO pada tahun 2004-2007, obligasi perusahaan tersebut diperdagangkan secara aktif di BEI pada tahun 2004-2007, dan data laporan keuangan tersedia secara lengkap.

Data dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data laporan keuangan tahunan diperoleh dari website BEI dan Perpustakaan pusat UPN "Veteran" Yogyakarta. Data peringkat obligasi diperoleh dari PEFINDO.

Variabel peringkat (RATING) ditentukan dengan menggolongkan peringkat sesuai kategori peringkatnya. Variabel peringkat dikelompokkan menjadi dua kategori, yaitu (1) kategori *low investment grade* (BBB-B), (2) *high investment grade* (AAA-A). Variabel ini dinyatakan dengan *dummy*, yaitu 0 jika masuk dalam kategori *low investment grade* (BBB-B) dan 1 jika masuk kategori *high investment grade* (AAA-A).

Variabel independen pertama dalam penelitian ini adalah persistensi laba. Persistensi laba adalah properti laba yang menjelaskan kemampuan perusahaan untuk mempertahankan jumlah laba yang diperoleh saat ini sampai masa mendatang. Lipe (1990) dan Sloan (1996) menggunakan koefisien regresi dan hasil regresi antara laba periode sekarang dengan periode yang akan datang sebagai proksi persistensi laba.

$$\text{Earnings}_{t+1} = \alpha + \beta \text{Earnings}_t + \varepsilon_{t+1} \quad (1)$$

Catatan:  $\beta$ = koefisien regresi sebagai proksi dari persistensi laba.

Laba yang digunakan adalah laba operasi. Laba operasi memiliki tingkat persistensi yang tinggi karena merupakan pendapatan yang berasal dari kegiatan utama perusahaan (Sugiri, 2003).

Variabel independen kedua adalah *free cash flow*. Sesuai teori keagenan, apabila perusahaan mempunyai aliran arus kas bebas, manajer perusahaan mendapat tekanan dari pemegang saham untuk membagikannya dalam bentuk dividen. Hal ini dilakukan untuk mencegah pihak manajemen menggunakan *free cash flow* untuk hal-hal yang tidak sesuai dengan tujuan perusahaan dan cenderung merugikan para pemegang saham. Oleh karena itu, pihak manajemen membagikan *free cash flow* agar dapat menekan biaya agensi atau *agency cost*. Beberapa penelitian terdahulu menemukan bahwa *free cash flow* berpengaruh signifikan terhadap kebijakan dividen. Sedangkan pada masa krisis ekonomi, perusahaan cenderung untuk menahan *free cash flow* untuk bertahan dalam menghadapi krisis dan tidak membagikannya dalam bentuk dividen (Handoko, 2002). *Free cash flow* diukur dengan rumus sebagai berikut:

$$FCF = (\text{ arus kas operasi} - \text{dividen}) / \text{Total aktiva} \quad (2)$$

Variabel independen ketiga adalah risiko litigasi. Risiko Litigasi diprosikan dengan ukuran perusahaan yang dilihat dari *assets growth*. Pemilihan variabel ini didasarkan pada Watts (2003) bahwa pernyataan yang berlebihan dari aset bersih cenderung menghasilkan biaya litigasi yang lebih besar dibanding pernyataan aset bersih yang lebih rendah.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis *logistic regression (logit)*. *Logistic regression* adalah salah satu teknik analisis untuk model dengan variabel terikat merupakan variabel *dummy*. Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis adalah:

$$\text{RATING}_{it+1} = a_0 + a_1\text{PL}_{it} + a_2\text{FCF}_{it} + a_3\text{RL}_{it} + \varepsilon \quad (3)$$

Keterangan:

$\text{RATING}_{it+1}$  : variabel *dummy*, yaitu 0 jika masuk dalam kategori *low investment grade* (BBB-B) dan 1 jika masuk kategori *high investment grade* (AAA-A)

$\text{PL}_{it}$  : persistensi laba perusahaan i pada tahun ke t

$\text{FCF}_{it}$  : *free cash flow* perusahaan i pada tahun ke t

$\text{RL}_{it}$  : risiko litigasi perusahaan I pada tahun ke t

$\varepsilon$  : *error term*

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Berdasarkan pemilihan sampel dengan metoda *purposive sampling*, diperoleh sampel sebanyak 32. Hasil analisis data dengan regresi logistik, disajikan pada tabel berikut ini:

**Tabel 1.**  
**Hasil Analisis**

Variabel	Wald	p-value
PL	0,218	0,027
FCF	0,158	0,031
Litigasi	-0,146	0,112
-2 Log L (Block = 0)	826,690	-
-2 Log L (Block = 1)	805,299	-
Chi-Square	13,228	0,006
Homers and Lemeshow	26,172	0,15

Berdasarkan Tabel 1 di atas, nilai signifikansi *Chi-Square* adalah 0,006, oleh karena nilainya lebih kecil dari 0,05 maka model dalam penelitian ini adalah fit, artinya variabel persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi mampu memprediksi peringkat obligasi. Nilai signifikansi Homers and Lemeshow adalah 0,15, oleh karena nilainya lebih besar 0,05, maka tidak ada perbedaan yang signifikan antara *predicted value* dan *actual value* dalam model. Berdasarkan hal tersebut, maka hipotesis dalam penelitian ini didukung, artinya persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi mampu memprediksi peringkat obligasi. Hal ini membuktikan bahwa informasi akuntansi bermanfaat dalam membantu investor obligasi untuk menilai risiko obligasi sehingga memudahkan dalam pengambilan keputusan. Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa informasi akuntansi masih mempunyai keunggulan kompetitif dibanding sumber informasi yang lain, seperti informasi *rating* dari agen *rating*.

Berdasarkan pada Tabel 1 di atas, angka *Wald* untuk PL adalah 0,218 dengan nilai signifikansi 0,027. Oleh karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05, maka hal ini menunjukkan bahwa semakin persisten laba suatu perusahaan maka kinerja perusahaan makin stabil, sehingga risiko perusahaan semakin rendah. Oleh karena risikonya rendah maka kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dan pokok obligasi semakin tinggi.

Angka *Wald* untuk *free cash flow* adalah 0,158 dengan nilai signifikansi 0,031. Oleh karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05, maka hal ini menunjukkan bahwa semakin tinggi aliran kas yang ada dalam perusahaan maka perusahaan memiliki kas

lebih yang bisa didistribusikan kepada pemegang saham dan obligasi. Walaupun obligasi adalah *fixed claim* (artinya pemegang obligasi akan memperoleh haknya terlebih dahulu baru kemudian didistribusikan kepada pemegang saham), tetapi pemegang obligasi menginginkan kepastian arus kas di masa depan sampai dengan obligasinya jatuh tempo, sehingga semakin tinggi aliran kas bebas maka akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk membayar pokok dan bunga obligasi. Hal ini mengakibatkan risiko perusahaan untuk gagal bayar semakin rendah, sehingga meningkatkan peringkat obligasinya.

Angka *Wald* untuk risiko litigasi adalah -0,146 dengan nilai signifikansi 0,112. Oleh karena nilai signifikansinya lebih besar dari 0,05, maka hal ini menunjukkan tidak diperoleh bukti bahwa semakin tinggi risiko litigasi perusahaan maka akan meningkatkan risiko gagal bayar yang dialami perusahaan, maka akan menurunkan peringkat obligasi perusahaan. Hal ini dikarenakan litigasi cenderung lebih banyak dihasilkan oleh pernyataan yang berlebihan dibanding pernyataan yang lebih rendah dari laba dan aset bersih. Karena biaya litigasi ekspektasian dari pernyataan yang berlebihan lebih tinggi daripada pernyataan yang lebih rendah, maka manajemen dan auditor mempunyai insentif untuk menyatakan lebih rendah laba dan aset bersih. Selain itu *law enforcement* di Indonesia masih sangat rendah sehingga risiko litigasi tidak dapat dijadikan sebagai faktor yang menentukan peringkat obligasi perusahaan di Indonesia.

## KESIMPULAN

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memberikan bukti empiris apakah persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi. Berdasarkan analisis data, hipotesis dalam penelitian ini didukung, artinya persistensi laba, *free cash flow*, dan risiko litigasi secara simultan mampu memprediksi peringkat obligasi. Semakin persisten laba suatu perusahaan, akan meningkatkan peringkat obligasi suatu perusahaan. Semakin tinggi *free cash flow* suatu perusahaan, akan meningkatkan peringkat obligasi tersebut.

Penelitian ini tidak menemukan bukti bahwa semakin tinggi risiko litigasi suatu perusahaan, akan menurunkan peringkat obligasi perusahaan tersebut. Hal ini karena *law enforcement* di Indonesia masih sangat rendah.

## DAFTAR REFERENSI

- Basu, S. 1995. Conservatism and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Working Paper*.
- Beaver, W.H. 1993. Conservatism. *Working Paper*, Stanford University.
- Bursa Efek Surabaya (BES). 2001. *Mengenal Obligasi: Over The Counter Fixed Income Service*. Bursa Efek Surabaya.
- Cheng, C.S.A, Chao-Shin liu, dan TF Schaefer. 1996. Earnings Permanence and The Incremental Information Content of Cash Flows from Operations. *Journal of Accounting Research*, 34 (1)
- Evans, J.H. dan Sridahr, S. 1999. Corporate Disclosure, Multiple Users, and Non Contractual, Stochastic Monitoring. *Working Paper*. University of Pittsburg.
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Bond Market, Analysis and Strategies*. Prentice-Hall, Inc. 4<sup>th</sup> Edition. 27
- Kaznik, R. dan Lev, B. 1995. To Warn or Not to Warn. *The Accounting Review* 10, 113-134.
- Kormendi, R. dan R. Lipe. 1987. Earnings Inovations, Earnings Persistence, and Stock Returns. *Journal of Business* 60 (3). Hal.23-42.
- Lipe, R.C. 1990. The Relation Between Stock Return, Accounting Earnings and Alternative Information. *The Accounting Review* (January): 23-42.
- Meythi. 2006. Pengaruh Arus kas Operasi terhadap Harga Saham dengan Persistensi Laba sebagai Variabel Intervening. *Proceeding SNA LX* Padang.
- Parawiyati dan Baridwan. 1998. Kemampuan Laba dan Arus Kas dalam Memprediksi Laba dan Arus Kas Perusahaan Go Publik di Indonesia. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*. Vol. 1 No. 1. Hal.1-11.
- Rizzi, Joseph V. 1994. Determining Debt Capacity. *Commercial Lending Review* (Spring) pp. 25-34.
- Sari, Maylia Purnama. 2004. Ketepatan Pemeringkatan Obligasi antara Model Prediksi dan Agen Pemeringkat. *Tesis*. UGM Yogyakarta.
- Setyapurnama, Yudi Santara. 2005. Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi. *Tesis*. UGM Yogyakarta.
- Sloan, R.G. 1996. Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71 (July). pp. 289-315
- Watts, Ross L. dan Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall International. Inc.