

ANALISIS PREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI SYARIAH



TESIS

Diajukan untuk memenuhi sebagian dari syarat-syarat guna mencapai gelar Magister
Management

Mahmud Syarif

71130226

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN
UNIVERSITAS BINA SARANA INFORMATIKA BANDUNG
JAKARTA
2015**

SURAT PERNYATAAN KEASLIAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini :

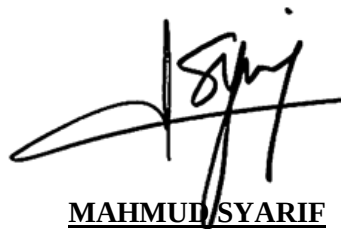
Nama : Mahmud Syarif
NIM : 71130226
Perguruan Tinggi : Pascasarjana Universitas BSI

Dengan ini menyatakan bahwa tesis yang saya buat dengan judul “Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah”, adalah asli (orisinil) atau tidak plagiat (menjiplak) dan belum pernah diterbitkan/dipublikasikan dimanapun dan dlm bentuk apapun.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya tanpa ada paksaan dari pihak manapun juga. Apabila dikemudian hari ternyata saya memberikan keterangan palsu dan ada atau pihak lain yang mengklaim bahwa tesis yang telah saya buat adalah hasil karya milik seseorang atau badan tertentu, saya bersedia diproses baik secara pidana maupun perdata dan kelulusan saya dari Pascasarjana Universitas Bina Sarana Informatika dicabut/dibatalkan.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Jakarta
Pada tanggal : 10 Desember 2015
Yang menyatakan,



MAHMUD SYARIF

HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :

Nama : Mahmud Syarif

NIM : 71130226

Program Studi : Magister Manajemen

Jenjang : Strata dua (S2)

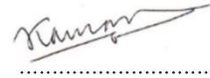
Judul Tesis : **Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah**

Telah berhasil dipertahankan dihadapan dewan penguji dan diterima sebagai persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Manajemen (MM) pada program Pascasarjana Strata Dua (S2) Program Studi Pascasarjana di Universitas BSI

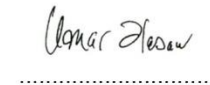
Jakarta, 30 Nopember 2015

DEWAN PENGUJI

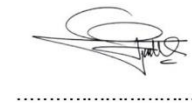
Dosen Penguji I : Prof. Dr. Ir. Kaman Nainggolan, MS


.....

Dosen Penguji II : Dr. Umar Hasan, SE, MM


.....

Dosen Penguji III : Dr. Mochamad Wahyudi, MM, M.Kom, M.Pd


.....



LEMBAR KONSULTASI BIMBINGAN TESIS

UNIVERSITAS BSI BANDUNG

- NIM : 71130226
- Nama Lengkap : Mahmud Syarif
- Dosen Pembimbing : Dr. Mochamad Wahyudi MM, M.Kom, M.Pd
- Judul Tesis : ANALISIS PREDIKSI PERINGKAT OBLIGASI SYARIAH

No	Tanggal Bimbingan	Pokok Bahasan	Paraf Dosen Pembimbing
1	26 Okt '15	Bimbingan Perdana & pengajuan Bab I	
2	02 Nop '15	Pengajuan Bab II	
3	09 Nop '15	Pengajuan Bab III	
4	25 Nop '15	Pengajuan Bab IV	
5	27 Nop '15	Pengajuan Bab V	
6	30 Nop '15	Periksa keseluruhan & Acc Ujian Sidang	
7	11 Des '15	Acc revisi sidang	

Catatan untuk Dosen Pembimbing

Bimbingan Tesis

- Dimulai pada tanggal : 26 Oktober 2015
- Diakhiri pada tanggal : 11 Desember 2015
- Jumlah pertemuan bimbingan : 7 Kali Bimbingan

Disetujui oleh,
Dosen Pembimbing



(Dr. Mochamad Wahyudi MM, M.Kom, M.Pd)

KATA PENGANTAR

Puji syukur alhamdulillah, penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan karunia-Nya, sehingga pada akhirnya penulis dapat menyelesaikan tesis ini tepat pada waktunya. Dimana tesis ini penulis sajikan dalam bentuk buku yang sederhana. Adapun judul tesis, yang penulis ambil sebagai berikut “Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah”.

Tujuan penulisan tesis ini dibuat sebagai salah satu syarat untuk mendapatkan gelar Magister Manajemen (MM) pada Program Strata Dua (S2) Program Studi pasca Sarjana di Universitas BSI

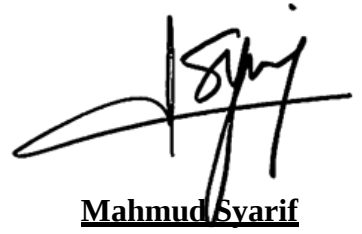
Penulis menyadari bahwa tanpa bimbingan dan dukungan dari semua pihak dalam pembuatan tesis ini, maka penulis tidak dapat menyelesaikan tesis ini tepat pada waktunya. Untuk itu ijinilah penulis pada kesempatan ini untuk mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Dr. Mochamad Wahyudi, MM, M.Kom, M.Pd, selaku pembimbing tesis yang telah menyediakan waktu, pikiran dan tenaga dalam membimbing penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
2. Bapak Dr. Umar Hasan, SE, MM selaku Direktur Pascasarjana Magister Manajemen Universitas BSI.
3. Orang tua dan adik tercinta serta seluruh keluarga yang telah memberikan dukungan material dan moral kepada penulis.

Serta semua pihak yang terlalu banyak untuk penulis sebutkan satu persatu sehingga terwujudnya penulisan tesis ini. Penulis menyadari bahwa penulisan tesis ini masih jauh sekali dari sempurna, untuk itu penulis mohon kritik dan saran yang bersifat membangun demi kesempurnaan penulisan karya ilmiah yang penulis hasilkan untuk yang akan datang.

Akhir kata semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi penulis khususnya dan bagi para pembaca yang berminat pada umumnya.

Bandung, 10 Oktober 2015

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Mahmud Svarif', with a large, sweeping horizontal stroke underneath the name.

Mahmud Svarif

Penulis

SURAT PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama : Mahmud Syarif
NIM : 71130226
Program Studi : Magister Manajemen
Jenjang : Strata Dua (S2)
Jenis Karya : Tesis

Demi pengembangan ilmu pengetahuan, dengan ini menyetujui untuk memberikan ijin kepada pihak Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas BSI **Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif (*Non-exclusive Royalti-Free Right*)** atas karya ilmiah kami yang berjudul : “**Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah**” beserta perangkat yang diperlukan (apabila ada).

Dengan **Hak Bebas Royalti Non-Eksklusif** ini pihak Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas BSI berhak menyimpan, mengalih-media atau *bentuk*-kan, mengelolanya dalam pangkalan data (*database*), mendistribusikannya dan menampilkan atau mempublikasikannya di Internet atau media lain untuk kepentingan akademis tanpa perlu meminta ijin dari kami selama tetap mencantumkan nama kami sebagai penulis/pencipta karya ilmiah tersebut.

Saya bersedia untuk menanggung secara pribadi, tanpa melibatkan pihak Program Pascasarjana Magister Manajemen Universitas BSI, segala bentuk tuntutan hukum yang timbul atas pelanggaran Hak Cipta dalam karya ilmiah saya ini.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Jakarta, 10 Oktober 2015

Yang menyatakan,


METERAI
TEMPEL
PAJAK MEMBANGUN BANGSA
TGL 20
13324ABF76133742
ENAM RIBU RUPIAH
6000
DP
Mahmud Syarif

ABSTRAK

Nama : Mahmud Syarif
NIM : 71130226
Program Studi : Magister Manajemen
Jenjang : Strata Dua (S2)
Judul : “Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah”

Penelitian ini membahas tentang Analisis Prediksi Peringkat Obligasi Syariah, Di Indonesia ada dua lembaga pemeringkat sekuritas hutang yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), dan Kasnic Kredit Rating Indonesia. Konsep keuangan berbasis syari’ah saat ini sedang tumbuh secara cepat. Salah satu bentuk instrumen keuangan syari’ah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Pada penelitian ini digunakan lima rasio keuangan yaitu: *Leverage*, *Liquidity*, *Solvability*, *Profitability*, dan *Productivity*. Penelitian ini ingin menguji apakah kelima rasio dan proksi tersebut dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi. Berdasar dari kriteria yang ditetapkan, diperoleh sebanyak 34 pengamatan peringkat obligasi syariah sebagai sampel. Dari hasil pengamatan tersebut dapat di tarik kesimpulan. Hasil pengujian beda independen (uji t-test) menunjukkan bahwa secara statistik terbukti terdapat perbedaan antara rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas) perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya termasuk ke dalam strong dan adequate grade. Dengan melihat hasil tersebut maka hipotesis pertama (H1) diterima, dan Hasil pengujian analisis diskriminan (Multiple Discriminant Analysis) menunjukkan bahwa secara statistik rasio keuangan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi selama dua tahun pengamatan (2012 - 2014).

Kata kunci: Rasio Keuangan, Peringkat Obligasi, Obligasi Syariah

ABSTRACT

Name : Mahmud Syarif
NIM : 71130226
Study of Program : Magister Manajemen
Levels : Strata Dua (S2)
Titel : *"Sharia Bond Rating Prediction Analisis"*

This study discusses the Prediction Analysis Bond Rating Sharia, in Indonesia there are two debt securities rating agencies namely PT. PEFINDO (Securities Rating Indonesia), and Kasnic Credit Rating Indonesia. Shariah based financial concepts today are growing rapidly. One form of shariah financial instruments which have been widely published both by corporate and state is a sukuk. In this study used five financial ratios as follows: Leverage, Liquidity, Solvability, Profitability and Productivity. This study wanted to test whether the proxy fifth ratio and can form a bond rating prediction model. Based on the criteria defined, gained as much as 34 observations Islamic bond ratings as a sample. From the results of these observations can be deduced. Results of the independent testing of difference (t-test) demonstrated statistically proven that there is a difference between financial ratios (leverage, liquidity, solvency, profitability, productivity) companies that sharia bond ratings fall into the strong and adequate grade. By looking at these results, the first hypothesis (H1) is accepted, and the results of testing discriminant analysis (Multiple Discriminant Analysis) suggests that statistically financial ratios can form a bond rating prediction model two years of observation (2012-2014)

Keywords: *Financial Ratios, Ranking Bonds, Islamic Bonds*

DAFTAR ISI

HALAMAN SAMPUL	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINILITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	Error! Bookmark not defined.
LEMBAR KONSULTASI	iv
KATA PENGANTAR.....	iv
SURAT PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI KARYA ILMIAH.....	viii
ABSTRAK	viii
ABSTRACT	ixx
DAFTAR ISI	i
DAFTAR TABEL	ii
DAFTAR RUMUS.....	iii
BAB I	1
1.1. Latar Belakang Penelitian.....	1
1.2. Latar Belakang Masalah dan Rumusan Masalah.....	3
1.3. Tujuan Penelitian	3
1.4. Ruang Lingkup Penelitian	4
1.5. Sistematika Penulisan	4
BAB II	5
2.1. Tinjauan Pustaka.....	5
BAB III.....	20
BAB IV	31
BAB V	37
DAFTAR PUSTAKA	39

DAFTAR TABEL

Tabel 2. Definisi peringkat obligasi PT. Pefindo	13
Tabel 3. Kategori Peringkat Obligasi.....	20
Tabel 3.1 Variabel Penelitian	27
Tabel 4. Proses Seleksi Sampel Penelitian.....	31
Tabel 4.1 Sampel Penelitian Pengamatan Th. 2012-2014	32
Tabel 5. Statistik Deskriptif Variabel Independen	33

DAFTAR RUMUS

Model Regresi Ordinal	29
-----------------------------	----

BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang Penelitian

Investasi digolongkan menjadi dua jenis, yaitu investasi dalam surat kepemilikan (saham) dan investasi dalam surat hutang (obligasi). Fabozzi (2000) mendefinisikan obligasi sebagai suatu instrument utang yang ditawarkan oleh penerbit (*issuer*) yang disebut debitur atau peminjam (*borrower*) untuk membayar kembali kepada investor (*lender*) sejumlah yang dipinjam ditambah Bunga selama tahun yang ditentukan. Obligasi lebih memberikan jaminan pengembalian dan keuntungan dibanding investasi saham.

Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen (Foster, 1986: 501). Lebih lanjut, Raharja dan Sari (2008) mengungkapkan bahwa peringkat obligasi ini penting karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Proses pemeringkatan berguna untuk menilai kinerja perusahaan dari berbagai faktor yang secara langsung maupun tidak langsung berhubungan dengan keuangan perusahaan.

Di Indonesia ada dua lembaga pemeringkat sekuritas hutang, yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), dan Kasnic Kredit Rating Indonesia. Selain peringkat, factor lain yang dipertimbangkan oleh investor obligasi adalah return obligasi. Return obligasi merupakan hasil yang akan diperoleh investor apabila melakukan investasi pada obligasi.

Berdasarkan informasi peringkat obligasi, investor dapat mengetahui return yang akan diperoleh sesuai dengan resiko yang dimiliki obligasi tersebut. Peringkat yang diberikan oleh agen pemeringkat dapat dikategori menjadi dua yaitu Investment Grade (AAA, AA, A, dan BBB) dan Noninvestment Grade (BBB, B, CCC, dan, D). peringkat tertinggi adalah AAA memiliki utang yang kualitasnya terbaik dan tingkat resikonya

rendah. Contohnya adalah obligasi 100 tahunan dari Bell South yang memiliki peringkat AAA. Peringkat obligasi bisa saja berubah seiring dengan menguatnya atau melemahnya kondisi finansial perusahaan. Contohnya tahun 2004 utang jangka panjang Sun Microsystems turun peringkat dari BBB menjadi BB menurut Standart and Poor.

Konsep keuangan berbasis syari'ah saat ini sedang tumbuh secara cepat. Salah satu bentuk instrumen keuangan syari'ah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Di beberapa negara sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Di Indonesia, pasar keuangan syari'ah termasuk sukuk tumbuh dengan cepat, meskipun porsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil.

Untuk keperluan pengembangan basis sumber pembiayaan anggaran negara dan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syari'ah dalam negeri, pemerintah telah mengesahkan RUU tentang Surat Berharga Syari'ah Negara (SBSN). UU SBSN tersebut akan menjadi legal basis bagi penerbitan dan pengelolaan sukuk negara. Disahkannya UU SBSN merupakan kesempatan bagi lembaga keuangan syari'ah untuk mengembangkan instrumen keuangan syari'ah lebih serius lagi terutama sukuk. Akan tetapi dengan disahkannya UU SBSN bukan berarti usaha kita untuk mengembangkan sukuk berhenti sampai di sini saja. kita harus senantiasa berpikir kreatif dan inovatif dengan cara memonitor dinamika sukuk, peluang dan tantangannya terutama di negeri tercinta Indonesia.

Penelitian yang membahas mengenai peringkat obligasi dengan menggunakan rasio keuangan sebagai variabel independen sudah pernah dilakukan oleh beberapa penelitian sebelumnya dan hasil yang didapatpun sangatlah berbeda-beda. Seperti penelitian Arvin Setyo Harsono menggunakan variabel current ratio, debt to equity ratio, return on assets, dan ukuran perusahaan yang memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan non-keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

Akan tetapi, Sejumlah penelitian yang meneliti prediksi peringkat obligasi syariah di Indonesia masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan karena keterbatasan data obligasi syariah serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Selain itu,

Wansley et al. (1992, dalam Setyapurnama dan Norpratiwi) menyatakan bahwa sebagian besar perdagangan obligasi dilakukan melalui pasar negosiasi (*over the counter market*) dan secara historis tidak terdapat informasi harga yang tersedia pada saat penerbitan atau saat penjualan.

1.2. Latar Belakang Masalah dan Rumusan Masalah

A. Latar Belakang Masalah

1. Investasi digolongkan menjadi dua jenis, yaitu investasi dalam surat kepemilikan (saham) dan investasi dalam surat hutang (obligasi).
2. Peringkat obligasi menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.
3. Di Indonesia ada dua lembaga pemeringkat sekuritas hutang, yaitu PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia), dan Kasnic Kredit Rating Indonesia.
4. Di Indonesia, pasar keuangan syari'ah termasuk sukuk (obligasi syariah) tumbuh dengan cepat, meskipun porsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif sangat kecil.

B. Rumusan Masalah

1. Apakah ada perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya masuk kategori investment grade?
2. Apakah variabel-variabel rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) dapat membentuk model dan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi?

1.3. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dari penelitian ini adalah untuk mengenalisa peringkat obligasi syariah.

1.4. Ruang Lingkup Penelitian

Ruang lingkup yang dibahas dalam penelitian ini adalah obligasi syariah yang terdaftar di PEFINDO tahun 2012 - 2014 .

1.5. Sistematika Penulisan

Pembahasan dalam penyusunan tesis ini dikelompokkan dalam beberapa bab yang bertujuan agar sistematika pembahasan yang lebih teratur dan lebih jelas dalam memberikan uraian-uraian dari permasalahan yang terdapat dalam tesis ini:

BAB II

LANDASAN TEORI

2.1. Tinjauan Pustaka

Teori Signal menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai dorongan untuk memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal. Pihak eksternal disini yang dimaksud adalah *underwriter*, investor, kreditor atau pengguna informasi lainnya. Dorongan perusahaan untuk memberikan informasi karena terdapat asimetri informasi antara perusahaan dengan pihak eksternal. Pihak eksternal kemudian menilai perusahaan sebagai fungsi dari mekanisme signalling yang berbeda-beda. Kurangnya informasi pihak luar mengenai perusahaan menyebabkan mereka melindungi diri mereka dengan memberikan harga yang rendah untuk perusahaan. Kemungkinan lain, pihak eksternal yang tidak memiliki informasi akan berpersepsi sama tentang nilai semua perusahaan.

Pandangan seperti ini akan merugikan perusahaan yang memiliki kondisi yang lebih baik karena pihak eksternal akan menilai perusahaan lebih rendah dari yang seharusnya dan begitu sebaliknya. Perusahaan memberikan sinyal kepada pihak luar yang dapat berupa informasi keuangan yang dapat dipercaya dan dapat mengurangi ketidakpastian mengenai prospek perusahaan pada masa yang akan datang.

Teori Signal melandasi pengungkapan sukarela. Teori Signal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik. Sinyal dapat berupa promosi atau informasi lain yang dapat menyatakan bahwa perusahaan tersebut lebih baik daripada perusahaan lain. Manajemen selalu berusaha untuk mengungkapkan informasi privat yang menurut pertimbangannya sangat diminati investor dan pemegang saham khususnya jika informasi tersebut merupakan berita baik (*good news*). Manajemen juga berminat menyampaikan informasi yang dapat

meningkatkan kredibilitasnya dan kesuksesan perusahaan meskipun informasi tersebut tidak diwajibkan.

2.1.1 Pengertian Prediksi

Prediksi adalah suatu proses memperkirakan secara sistematis tentang sesuatu yang paling mungkin terjadi di masa depan berdasarkan informasi masa lalu dan sekarang yang dimiliki, agar kesalahannya (selisih antara sesuatu yang terjadi dengan hasil perkiraan) dapat diperkecil. Prediksi tidak harus memberikan jawaban secara pasti kejadian yang akan terjadi, melainkan berusaha untuk mencari jawaban sedekat mungkin yang akan terjadi (Herdianto, 2013 : 8).

Pengertian Prediksi sama dengan ramalan atau perkiraan. Menurut kamus besar bahasa Indonesia, prediksi adalah hasil dari kegiatan memprediksi atau meramal atau memperkirakan nilai pada masa yang akan datang dengan menggunakan data masa lalu.

Prediksi menunjukkan apa yang akan terjadi pada suatu keadaan tertentu dan merupakan input bagi proses perencanaan dan pengambilan keputusan. Prediksi bisa berdasarkan metode ilmiah ataupun subjektif belaka. Ambil contoh, prediksi cuaca selalu berdasarkan data dan informasi terbaru yang didasarkan pengamatan termasuk oleh satelit. Begitupun prediksi gempa, gunung meletus ataupun bencana secara umum. Namun, prediksi seperti pertandingan sepakbola, olahraga, dll umumnya berdasarkan pandangan subjektif dengan sudut pandang sendiri yang memprediksinya.

Permulaan awal, walaupun pengkajian yang mendalam mengenai alternatif masa depan adalah suatu disiplin baru, barangkali orang telah menaruh perhatian besar tentang apa yang akan terjadi kemudian semenjak manusia mulai mengetahui sesuatu. Populasi tukang ramal dan tukang nujum pada zaman kuno dan abad pertengahan merupakan satu manifestasi dari keinginan tahu orang tentang masa depannya. Perhatian tentang masa depan ini berlangsung terus bahkan berkembang menjadi kolom astrologi yang disindikatkan pada tahun 1973.

Secara Eksplisit, pembahasan mengenai teori peramalan kebijakan sangatlah sedikit. Namun, secara implisit, peramalan kebijakan terkait menjadi satu dengan proses analisa kebijakan. Karena didalam menganalisa kebijakan, untuk

menformulasikan sebuah rekomendasi kebijakan baru, maka diperlukan adanya peramalan-peramalan atau prediksi mengenai kebijakan yang akan diberlakukan dimasa yang akan datang. Namun, satu dari sekian banyak prosedur yang ditawarkan oleh para pakar Dunn, masih memberikan pembahasan tersendiri mengenai peramalan kebijakan. Menurut Dunn, Peramalan Kebijakan (*policy forecasting*) merupakan suatu prosedur untuk membuat informasi factual tentang situasi social masa depan atas dasar informasi yang telah ada tentang masalah kebijakan.

Peramalan (*forecasting*) adalah suatu prosedur untuk membuat informasi factual tentang situasi sosial masa depan atas dasar informasi yang telah ada tentang masalah kebijakan. Ramalan mempunyai tiga bentuk utama: proyeksi, prediksi, dan perkiraan.

1. Suatu proyeksi adalah ramalan yang didasarkan pada ekstrapolasi atas kecenderungan masa lalu maupun masa kini ke masa depan. Proyeksi membuat pertanyaan yang tegas berdasarkan argument yang diperoleh dari metode tertentu dan kasus yang paralel.
2. Sebuah prediksi adalah ramalan yang didasarkan pada asumsi teoritik yang tegas. Asumsi ini dapat berbentuk hukum teoretis (misalnya hukum berkurangnya nilai uang), proposisi teoritis (misalnya proposisi bahwa pecahnya masyarakat sipil diakibatkan oleh kesenjangan antara harapan dan kemampuan), atau analogi (misalnya analogi antara pertumbuhan organisasi pemerintah dengan pertumbuhan organisme biologis).
3. Suatu perkiraan (*conjecture*) adalah ramalan yang didasarkan pada penilaian yang informative atau penilaian pakar tentang situasi masyarakat masa depan.

Tujuan dari pada diadakannya peramalan kebijakan adalah untuk memperoleh informasi mengenai perubahan dimasa yang akan datang yang akan mempengaruhi terhadap implementasi kebijakan serta konsekuensinya. Oleh karenanya, sebelum rekomendasi diformulasikan perlu adanya peramalan kebijakan sehingga akan diperoleh hasil rekomendasi yang benar-benar akurat untuk diberlakukan pada masa yang akan. Didalam memprediksi kebutuhan yang akan datang dengan berpijak pada masa lalu, dibutuhkan seseorang yang memiliki daya sensitifitas tinggi dan mampu

membaca kemungkinan-kemungkinan dimasa yang akan datang. Permalan kebijakan juga diperlukan untuk mengontrol, dalam artian, berusaha merencanakan dan menetapkan kebijakan sehingga dapat memberikan alternatif-alternatif tindakan yang terbaik yang dapat dipilih diantara berbagai kemungkinan yang ditawarkan oleh masa depan. Masa depan juga terkadang banyak dipengaruhi oleh masa lalu. Dengan mengacu pada masa depan analisis kebijakan harus mampu menaksir nilai apa yang bisa atau harus membimbing tindakan di masa depan.

2.1.2 Pengertian Obligasi

Rahardjo (2003) menyatakan bahwa obligasi merupakan suatu surat berharga (efek) berjangka waktu menengah dan panjang, yang merupakan bukti pengakuan utang dari penerbit dan dapat diperjual belikan. Pembeli atau lazim disebut pemodal (investor) obligasi merupakan kreditor yang memberi pinjaman sebesar nilai nominal kepada debitur atau penerbit dengan jangka waktu yang telah ditentukan. Pihak penerbit obligasi, yang lazim disebut sebagai emiten, memberikan imbal jasa tetap kepada pembeli obligasi dalam bentuk bunga yang lazim disebut kupon yang dibayarkan secara periodik. Instrumen obligasi merupakan bagian dari instrumen investasi berpendapatan tetap (*fixed income securities*). Obligasi termasuk dalam kelompok investasi berpendapatan tetap sebab jenis pendapatan keuntungan yang diberikan kepada investor obligasi didasarkan pada tingkat suku bunga yang telah ditentukan sebelumnya menurut perhitungan tertentu. Tingkat pendapatan tersebut bisa berbentuk tingkat suku bunga tetap (*fixed rate*) dan tingkat suku bunga mengambang (*variable rate*), (Rahardjo, 2003).

2.1.3 Karakteristik Obligasi

Secara umum obligasi merupakan produk pengembangan dari surat utang jangka panjang. Prinsip utang jangka panjang dapat dicerminkan dari karakteristik atau struktur yang melekat pada obligasi. Rahardjo (2003) menyatakan adapun karakteristik umum yang tercantum pada sebuah obligasi yaitu :

a. Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi. Sering dikenal dengan istilah “jumlah emisi obligasi”.

b. Jangka waktu obligasi

Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu lebih dari 5 tahun sampai 10 tahun. Semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor karena dianggap risikonya semakin kecil. Pada saat jatuh tempo pihak penerbit obligasi berkewajiban melunasi pembayaran pokok obligasi tersebut.

c. Tingkat suku bunga

Untuk menarik para investor membeli obligasi tersebut maka diberikan insentif terbentuk tingkat suku bunga yang menarik mislanya 17%, 18% pertahunnya. Istilah tingkat suku bunga obligasi biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi, yang bisa berbentuk *fixed rate* dan *variable rate* untuk *alternative* pilihan bagi investor.

d. Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon dilakukan secara periodic sesuai dengan kesepakatan yang telah disepakati, bisa dilakukan secara triwulan atau semesteran. Ketetapan waktu pembayaran kupon merupakan aspek penting dalam menjaga reputasi penerbit obligasi.

e. Jaminan

Memberikan jaminan berbentuk asset perusahaan ataupun tagihan piutang perusahaan dapat menjadi alternatif yang menarik investor.

2.1.4 Tujuan Penerbitan Obligasi

Rahardjo (2003) menyatakan bahwa pemerintah yang menerbitkan obligasi mempunyai beberapa tujuan penting diantaranya :

a. Membiayai defisit APBN

- b. Membiayai kekurangan dana tunai jangka pendek
- c. Sebagai instrument pengelolaan portofolio utang Negara.

2.1.5 Pendapatan Obligasi

Dari pembelian obligasi ada beberapa jenis pendapatan yang diperoleh menurut Rahardjo (2003), yang secara umum meliputi :

- a. Nominal Yield (*Coupon Yield*)

Merupakan pendapatan kupon yang didasarkan pada nilai nominal obligasi. Misalnya dengan nilai obligasi sebesar Rp 1 miliar serta tingkat kupon fixed rate sebesar 15% akan memberikan pendapatan (coupon yield) sebesar Rp 150 juta per tahun. Besaran tingkat nominal yield ini tidak berubah sampai akhir jatuh tempo obligasi tersebut.

- b. *Current Yield*

Merupakan pendapatan kupon yang didasarkan pada harga pasar obligasi tersebut.

- c. *Yield To Maturity (YTM)*

Merupakan pendapatan tingkat suku bunga obligasi apabila investor pemegang obligasi tersebut sampai periode jatuh tempo.

2.1.6 Harga Obligasi

Harga obligasi merupakan struktur penting dalam instrument obligasi. Pembentukan harga sebuah obligasi ditentukan oleh berbagai faktor diantaranya yaitu

- a. Tingkat Kupon

Apabila kupon obligasi tersebut cukup tinggi maka harga obligasi cenderung semakin meningkat. Dan sebaliknya, apabila tingkat kupon obligasi yang diberikan relative kecil, harga obligasi tersebut cenderung turun karena daya tarik untuk investor atau bagi calon pembeli obligasi tersebut sangat sedikit.

- b. *Rating* emiten

Obligasi yang mempunyai *rating* bagus cenderung diminati oleh investor disbanding obligasi yang *rating*-nya jelek. Perusahaan penerbit obligasi dengan

rating AAA tentu harga obligasinya akan lebih tinggi dan cukup laku dibanding obligasi milik perusahaan yang memiliki *rating* BB.

c. Periode Jatuh Tempo (*maturity*)

Obligasi yang memiliki periode jatuh tempon lebih lama maka akan semakin lebih tinggi tingkat resikonya sehingga *yield* yang didapatkan juga berbeda dengan obligasi yang umur jatuh temponya cukup pendek. Apabila tingkat suku bunga berubah, harga obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo lebih lama akan lebih banyak berubahnya dibanding obligasi yang mempunyai masa jatuh tempo pendek.

d. Likuiditas Obligasi

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor dipasar obligasi. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Dan sebaliknya.

2.1.7 Obligasi Syariah (Sukuk)

Berdasarkan pada keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) No. 130/BL/2006, sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: 1) Kepemilikan aset berwujud tertentu, 2) Nilai manfaat dan jasa aset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu, 3) Kepemilikan atas asset proyek tertentu atau aktiva investasi tertentu. Fafwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 menyatakan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali obligasi pada saat jatuh tempo. Di Indonesia, penerbitan obligasi syariah diawali oleh PT Indosat Tbk yang menerbitkan sukuk korporasi pada 30 Oktober 2002 dengan akad mudharabah senilai 175 milyar rupiah. Namun pada saat itu belum ada regulasi yang memadai. Kerangka peraturan masih menggunakan Peraturan Penerbitan Efek Konvensional, dengan tambahan dokumen pernyataan

kesesuaian syariah dari DSN MUI (Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia). Pada akhirnya diterbitkanlah Fatwa DSN MUI No.32 dan No.33 pada tahun 2002 sebagai basis penerbitan obligasi syariah. Sejak saat itu, penerbitan sukuk korporasi di Indonesia kian berkembang pesat.

Menurut Achsein (2003), selain mengalami perkembangan yang terus meningkat, sukuk di Indonesia juga tidak luput dari tantangan dan kekurangan yang tak sedikit, di antaranya yaitu sosialisasi yang masih kurang, *opportunity cost* yang secara sederhana diterjemahkan sebagai “*second best choice*”, perdagangan obligasi syariah di pasar sekunder yang kurang likuid karena merupakan investasi jangka panjang. Hal ini dibuktikan oleh porsi sukuk yang diterbitkan di Indonesia sampai September 2015 hanya sebesar 10,52% jika dibandingkan dengan obligasi konvensional yang total nilai emisi penerbitannya sudah mencapai 89,48%.

Obligasi syariah memiliki beberapa karakteristik. Pertama, Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.

Kedua, dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin. Ketiga, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal (terbebas dari riba, gharar, dan maysir). Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan obligasi syariah masih sama seperti penerbitan obligasi biasa pada umumnya (Sutedi, 2009).

Sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasarkan suatu transaksi atau akad syariah yang melandasi (*underlying transaction*) yang dapat berupa ijarah (sewa) mudharabah (bagi hasil). Sukuk yang sekarang sudah banyak diterbitkan adalah berdasarkan akad sewa (sukuk

al-ijarah) di mana hasil investasi berasal dan dikaitkan dengan arus pembayaran sewa aset tersebut.

Pemeringkatan obligasi dilakukan oleh lembaga yang secara khusus bertugas memberikan peringkat atas semua obligasi yang diterbitkan perusahaan. Semua obligasi yang diterbitkan wajib diberi peringkat sedemikian agar investor dapat mengukur atau memperkirakan seberapa besar risiko yang akan dihadapi dengan membeli obligasi tertentu (Darmadji dan Fakhruddin, 2006).

Untuk pasar modal Indonesia sendiri banyak perusahaan yang bergerak dalam pemberian peringkat suatu obligasi, diantaranya adalah PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) dan lainnya. Peringkat obligasi hanya menjadi acuan bagi investor dalam menilai suatu obligasi tetapi tidak menjamin ketika suatu obligasi dengan peringkat AAA akan berjalan lancar. Kategori dan definisi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Definisi peringkat obligasi PT. Pefindo

Simbol	Arti
AAA	adalah efek hutang yang berisiko investasi paling rendah dan berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
AA	adalah efek hutang yang berisiko investasi sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
A	adalah efek hutang yang berisiko investasi rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, dan hanya sedikit dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.

BBB	adalah efek hutang yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik dalam membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, meskipun kemampuannya tersebut cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
BB	adalah efek hutang yang masih berkemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun berisiko investasi cukup tinggi, dan sangat peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
B	adalah efek hutang yang berisiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan sangat terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan.
CCC	adalah efek hutang yang tidak berkemampuan lagi untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya.
D	adalah efek hutang yang macet atau perusahaan yang sudah berhenti berusaha.

2.1.8 Kerangka Berpikir

Obligasi diterbitkan oleh perusahaan maupun pemerintah (emiten) sebagai surat tanda kontrak hutang jangka panjang kepada pembeli atau pemilik obligasi (investor). Seorang investor yang hendak membeli obligasi tentunya harus memperhatikan peringkat obligasi. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala ini menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten dalam membayar bunga dan pelunasan pokok pinjaman. Informasi peringkat obligasi ini dapat diberikan oleh agen pemeringkat yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya.

Teori sinyal menjelaskan mengenai dorongan perusahaan untuk memberikan informasi berupa laporan keuangan kepada pihak eksternal disebabkan adanya asimetris informasi. Laporan keuangan dianggap lebih menggambarkan kondisi keuangan perusahaan. Analisis laporan keuangan yang berupa analisis rasio keuangan dan perhitungan statistik dapat digunakan untuk mendeteksi *under or overvalued* suatu

sekuritas (Kaplan & Urwitz, 1979 dalam Raharja dan Sari, 2008). Sejumlah penelitian terdahulu telah berusaha mengkaji ulang hasil peringkat obligasi yang dilakukan oleh agen pemeringkat obligasi dengan angka-angka perhitungan alternatif.

Pemilihan variabel-variabel dalam penelitian ini mengacu pada variable-variabel yang signifikan pada penelitian Raharja dan Sari (2008). Pada penelitian ini digunakan lima rasio keuangan yaitu: *Leverage*, *Liquidity*, *Solvability*, *Profitability*, dan *Productivity*. Di mana masing masing rasio keuangan hanya menggunakan satu proksi yaitu rasio leverage dengan proksi *Long Term Liabilities/Total Asset*; rasio Likuiditas dengan *Current Asset/Current Liabilities*; rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating Total Liabilities*); rasio profitabilitas (*Operating Income/Sales*); dan yang terakhir yaitu rasio produktivitas (*Sales/Total Asset*). Proksi-proksi yang dipilih tersebut merupakan proksi-proksi yang telah dibuktikan dalam penelitian terdahulu, di mana proksi-proksi tersebut mampu membentuk model prediksi peringkat obligasi.

Penelitian ini ingin menguji apakah kelima rasio dan proksi tersebut dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi agen pemeringkat PT PEFINDO dengan tahun pengamatan yang berbeda (2012-2014).

Di antara perusahaan yang obligasinya termasuk kategori 1-4 terdapat perbedaan rasio keuangan. Rasio keuangan tersebut adalah:

1. Rasio *Leverage*

Apabila leverage menunjukkan nilai yang tinggi maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan *leverage* yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar.

2. Rasio Likuiditas

Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan maka obligasi dimungkinkan masuk pada peringkat *investment grade*, karena dengan aset lancar yang lebih tinggi dari hutang lancar perusahaan mempunyai kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek kepada investor tepat pada waktunya.

3. Rasio Solvabilitas

Apabila solvabilitas tinggi maka kemungkinan obligasi tersebut masuk pada *investment grade*, karena dengan keadaan tersebut perusahaan mempunyai kemampuan untuk melunasi segala kewajibannya tepat pada waktunya.

4. Rasio Profitabilitas

Apabila profitabilitas tinggi maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien.

5. Rasio Produktivitas

Apabila produktivitas tinggi kemungkinan besar perusahaan obligasinya masuk *investment grade*, karena dengan penjualan yang tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang tinggi sehingga perusahaan lebih mampu untuk memenuhi segala kewajibannya kepada para investor secara lebih baik.

Berdasarkan paparan di atas maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut:

H0: Tidak terdapat perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya masuk kategori *investment grade*

H1: Terdapat perbedaan kinerja keuangan berupa rasio keuangan (leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) antara perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya masuk kategori *investment grade*

H0: Variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) tidak mampu membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi syariah perusahaan di Indonesia.

H1: Variabel-variabel rasio keuangan (Leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) mampu membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi syariah perusahaan di Indonesia.

2.2 Tinjauan Studi

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan penelitian ini antara lain :

Penelitian Neneng (2014) mencoba untuk menganalisis faktor-faktor penentu sukuk dan peringkat obligasi di Indonesia. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui faktor - faktor yang mempengaruhi sukuk dan peringkat obligasi menggunakan tes terpisah. Penelitian ini menggunakan rasio keuangan dan non keuangan seperti pertumbuhan perusahaan, ukuran perusahaan, profitabilitas, likuiditas, rasio leverage, dan sukuk dan kematangan obligasi. Penelitian ini menguji sukuk korporasi dan obligasi yang tercatat dari 2004-2006 (9 sukuk dan obligasi 15) di Bursa Efek Indonesia untuk periode 2007-2009. Penelitian ini menggunakan *regresi logistic ordinal*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya perusahaan variabel ukuran menentukan Peringkat sukuk sementara yang lain tidak (pertumbuhan, profitabilitas, likuiditas, rasio leverage dan jatuh tempo). Ukuran perusahaan, profitabilitas, dan kematangan mempengaruhi rating obligasi di atas 5 tahun sedangkan pertumbuhan, likuiditas, dan rasio leverage tidak berpengaruh signifikan terhadap rating obligasi.

Tujuan dari penelitian Ninik (2013) untuk menguji pengaruh informasi keuangan (*leverage, liquidity, dan profitability*) terhadap peringkat obligasi di PT PEFINDO. Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) serta terdaftar dan diperingkat obligasinya di PT PEFINDO berjumlah 101 perusahaan pada tahun 2011. Metode pengumpulan data dilakukan dengan metode dokumenter. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *regresi logistik* metode *stepwise*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *leverage* yang diukur dengan *debt to equity ratio* dan *debt to asset ratio* serta *profitability* yang diukur dengan *return on asset ratio* berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Investor yang berkeinginan untuk berinvestasi pada sekuritas obligasi, hendaknya memperhatikan analisis informasi keuangan dan memanfaatkan peringkat obligasi yang telah dikeluarkan oleh rating agency sebagai bahan pertimbangan pengambilan keputusan

Tujuan dari penelitian Ratih dan Nur. (2014) adalah untuk memberikan buktinya empiris pada faktor-faktor apa saja yang mungkin mempengaruhi prediksi peringkat obligasi. Studi ini mengkaji peran data akuntansi dan data akuntansi non dalam memprediksi KEJADIAN dari obligasi. Data akuntansi terdiri dari ukuran perusahaan, likuiditas, profitabilitas, leverage, produktivitas, laba ditahan, dan pertumbuhan. Data

akuntansi non terdiri dari aman dan kematangan. Penelitian ini memiliki 74 perusahaan yang terdaftar di PT PEFINDO 2009-2012 kecuali Bank dan Lembaga Keuangan. Hipotesis penelitian diuji dengan Regresi Logistik. Temuan dari penelitian ini: 1) likuiditas, profitabilitas, leverage, produktivitas, pertumbuhan, aman dan jatuh tempo adalah variabel tidak signifikan untuk menentukan peringkat obligasi, dan 2) ukuran perusahaan dan laba ditahan adalah variabel yang signifikan untuk bertekad peringkat obligasi.

Abdul (2011) meneliti tentang Perkembangan Obligasi Syari'ah (Sukuk) Di Indonesia: Analisis Peluang Dan Tantangan. Sukuk merupakan salah satu instrumen yang memberikan kesempatan bagi Muslim dan investor non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Dengan demikian, sukuk dapat digunakan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Namun, kesempatan atas bukan tanpa tantangan dan hambatan, salah satunya dalam konteks sosial, hukum SBSN sangat termasuk segmen pasar. Para investor yang membeli Sukuk Negara perdana didominasi oleh lembaga konvensional. Salah satu inisiatif strategis yang perlu segera dilaksanakan dalam upaya untuk mengoptimalkan peluang pengembangan sukuk adalah untuk bersosialisasi dalam rangka memberikan wawasan kepada masyarakat umum tentang keberadaan sukuk dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, analis, akademisi, dan para sarjana di bidang ekonomi Islam.

Indah (2011) melakukan penelitian tentang Perbandingan Sukuk Dan Obligasi (Telaah Dari Perspektif Keuangan Dan Akuntansi). Sukuk dan obligasi adalah instrument investasi yang dapat diperdagangkan di pasar modal dengan perbedaan pokok berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga serta adanya suatu transaksi/asset yang mendukung (*underlying transaction/ assets*). Transaksi penerbitan sukuk bukan transaksi dengan akad hutang-piutang tetapi akad penyertaan. Selain itu sukuk harus distruktur secara syariah agar instrument keuangan ini aman dan bebas dari riba, gharar dan maysir. Sukuk ini dapat menjadi alternatif investasi bagi pihak yang mempertimbangkan manfaat ekonomi dan

aspek kehalalan investasi. Sukuk diterbitkan oleh sebuah perusahaan/emiten sebagai pengelola dan dibeli investor. Return yang diterima investor dapat berupa bagi

hasil, margin atau *fee*. Apabila sukuk sudah jatuh tempo pokok penyertaan akan dikembalikan kepada pemegangnya. Transaksi dalam konteks sukuk adalah transaksi investasi bukan hutang piutang, karena bukan transaksi hutang piutang maka instrument ini dapat dijual kepada pihak lain.

Kesimpulan yang bisa diambil dari beberapa penelitian diatas antara lain :

- a. Penilaian rating atau peringkat obligasi dan Sukuk bisa menggunakan rasio keuangan dan non keuangan
- b. perkembangan sukuk atau obligasi syariah di Indonesia belum terlalu pesat atau maksimal
- c. ada perbedaan antara obligasi dan sukuk khususnya mengenai konsep imbalan dan bagi hasil
- d. belum banyak yang melakukan penelitian mengenai penilaian sukuk atau obligasi syariah

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang obligasi syariahnya terdaftar pada agen pemeringkat PT PEFINDO dan perusahaan tersebut terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2012- 2014. Data yang digunakan berupa rasio keuangan dari neraca, laporan laba rugi dan laporan arus kas. Sedangkan sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan metode penyampelan bersasaran (*purposive sampling*) sehingga diperoleh sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan.

3.2. Variabel Penelitian

1. Variabel Dependen (Y): Peringkat Obligasi Syariah

Peringkat Obligasi dalam penelitian ini merupakan variabel dependen. Pengukuran variabel ini dilakukan dengan memberi nilai pada masing-masing peringkat dengan mengacu pada penelitian terdahulu serta disesuaikan dengan kategori peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT PEFINDO.

Tabel 3. Kategori Peringkat Obligasi

	Simbol	Kategori
4	AAA	Invesment Grade
3	AA	Invesment Grade
2	A	Invesment Grade
1	BBB	Invesment Grade

2. Variabel Independen (X)

Ada beberapa variabel independen yang digunakan, antara lain :

a. Leverage (X1)

Rasio Leverage ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara asset yang didanai dari kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Tingginya nilai rasio leverage dapat diartikan bahwa sebagian besar asset didanai dengan utang dan kondisi tersebut menyebabkan perusahaan perusahaan dihadapkan pada default risk atau peringkat obligasi yang rendah. Semakin tinggi rasio leverage, semakin besar risiko kebangkrutan. Semakin rendah leverage perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan pada perusahaan. (Burton et al., 1998 dalam Purwaningsih). Aspek leverage dari rasio keuangan ini diukur dengan formulasi *Long Term Liabilities/ Total asset*.

Leverage berbeda dengan ekuitas dalam permodalan bisnis. Apabila liabilitas merupakan utang, maka ekuitas merupakan modal sendiri yang pemilik bisnis. Keduanya pun saling berkebalikan. Dengan memperbesar ekuitas, maka dapat memperkecil penggunaan liabilitas, begitu pula sebaliknya.

b. Likuiditas (X2)

Likuiditas merupakan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Makin tinggi tingkat rasio likuiditas suatu perusahaan, maka makin tinggi posisi likuiditas perusahaan tersebut. Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK), likuiditas adalah kemampuan untuk memenuhi seluruh kewajiban yang harus dilunasi segera dalam waktu yang singkat. Sebuah perusahaan dikatakan likuid apabila mempunyai alat pembayaran berupa harta lancar yang lebih besar dibandingkan dengan seluruh kewajibannya (*liquidity*). Likuiditas adalah alat yang dapat digunakan untuk mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban lancarnya.

Handono Mardiyanto dalam bukunya Inti Sari Manajemen Keuangan (2009), menyebut likuiditas digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam melunasi kewajiban (utang) jangka pendek tepat pada waktunya, termasuk melunasi bagian utang jangka panjang yang jatuh tempo pada tahun bersangkutan. Sementara itu, Bambang Riyanto mengatakan likuiditas adalah hal-hal yang berhubungan dengan

masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang harus segera dilunasi.

Tingkat likuiditas dapat menjadi salah satu faktor penting dalam peringkat obligasi. Penelitian Carson & Scott (1997) dan Bouzoita & Young (1998) menemukan hubungan antara likuiditas dengan credit rating (dalam Purwaningsih, 2008). Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik kemungkinan peringkat perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Current asset/Current Liabilities*.

c. Solvabilitas (X3)

Solvabilitas merupakan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya apabila perusahaan tersebut pada saat itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utangutangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang yang telah jatuh tempo. Rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Horriggan, 1966). Aspek solvabilitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*.

Setelah membahas apa itu solvabilitas, sekarang kita akan membahas beberapa tujuan kenapa perhitungan solvabilitas diperlukan, yaitu di antaranya:

1. Meringkas Kondisi Finansial Perusahaan Pada Kreditur

Perhitungan rasio solvabilitas adalah aktivitas yang sangat krusial bagi reputasi perusahaan di mata kreditur. Maksudnya kreditur di sini tidak terbatas pada pemberi hutang saja lho sobat OCBC NISP!

Kreditur perusahaan yang membutuhkan data solvabilitas adalah lembaga peminjam uang, perusahaan anjak piutang, asuransi, hingga investor. Apabila tingkat solvabilitas suatu bisnis rendah, maka kreditur-kreditur ini akan meragukan perusahaan tersebut dan memasukkannya ke dalam blacklist.

2. Menilai Kemampuan Bisnis Membayar Bunga

Salah satu konsekuensi bertransaksi secara kredit adalah bunga, dan ini berlaku juga antara perusahaan dan para krediturnya. Selain untuk menilai kapasitas

perusahaan membayar utang, rasio solvabilitas adalah alat ampuh guna memproyeksikan kemampuan bisnis membayar bunga hingga beberapa tahun mendatang.

3. Memberi Informasi Kesehatan Neraca

Neraca keuangan yang sehat dengan modal dan aktiva seimbang merupakan angin segar bagi para kreditur perusahaan. Data tentang kesehatan neraca ini salah satunya bisa didapatkan melalui perhitungan solvabilitas.

4. Estimasi Total Pinjaman Saat Jatuh Tempo Pembayaran

Tujuan terakhir perhitungan rasio solvabilitas adalah supaya kreditur bisa mengetahui total uang bisa didapakkannya dari pembayaran kredit perusahaan. Estimasi total pembayaran ini terutama penting jika kreditur dijanjikan pengembalian pinjaman dengan bunga atau perkembangan dividen.

d. Profitabilitas

Rasio ini menunjukkan tingkat kinerja keuangan suatu perusahaan. Profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri. Menurut Brotman (1989) dan Bouzoita & Young (1998), Adam and Haerwisk (1998) dalam Sari (2008), semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar atau default, dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Aspek profitabilitas dari rasio keuangan ini dapat diukur dengan formulasi $\text{Operating Income/Sales}$.

Jenis Jenis Rasio Profitabilitas

1. Margin Laba Kotor (*Gross Profit Margin*)

Margin laba kotor merupakan rasio profitabilitas untuk menilai persentase laba kotor terhadap pendapatan yang dihasilkan dari penjualan. Laba kotor yang dipengaruhi oleh laporan arus kas memaparkan besaran laba yang didapatkan oleh perusahaan dengan pertimbangan biaya yang terpakai untuk memproduksi produk atau jasa.

Rumus *Gross Profit Margin* = (laba kotor : laba pendapatan) x 100%

2. Margin Laba Bersih (*Net Profit Margin*)

Net profit margin atau margin laba bersih merupakan rasio profitabilitas untuk menilai persentase laba bersih yang didapat setelah dikurangi pajak terhadap pendapatan yang diperoleh dari penjualan. Margin laba bersih ini disebut juga profit margin ratio. Rasio ini mengukur laba bersih setelah pajak terhadap penjualan. Semakin tinggi Net profit margin semakin baik operasi suatu perusahaan.

Rumus *Net Profit Margin* = laba bersih sesudah pajak : penjualan

3. Rasio Pengembalian Aset (*Return on Assets Ratio*)

Tingkat pengembalian aset merupakan rasio profitabilitas untuk menilai persentase keuntungan (laba) yang diperoleh perusahaan terkait sumber daya atau total asset sehingga efisiensi suatu perusahaan dalam mengelola asetnya bisa terlihat dari persentase rasio ini.

Rumus *Return on Asset* = laba bersih : total asset

4. *Return on Equity Ratio* (Rasio Pengembalian Ekuitas)

Return on Equity Ratio (ROE) merupakan rasio profitabilitas untuk menilai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dari investasi pemegang saham perusahaan tersebut yang dinyatakan dalam persentase. ROE dihitung dari penghasilan (income) perusahaan terhadap modal yang diinvestasikan oleh para pemilik perusahaan (pemegang saham biasa dan pemegang saham preferen). Return on equity menunjukkan seberapa berhasil perusahaan mengelola modalnya (net worth), sehingga tingkat keuntungan diukur dari investasi pemilik modal atau pemegang saham perusahaan.

Rumus *Return on Equity* = laba bersih sesudah pajak : ekuitas pemegang saham

5. *Return on Sales Ratio* (Rasio Pengembalian Penjualan)

Return on Sales merupakan rasio profitabilitas yang menampilkan tingkat keuntungan perusahaan setelah pembayaran biaya-biaya variabel produksi seperti upah pekerja, bahan baku, dan lain-lain sebelum dikurangi pajak dan bunga. Rasio ini menunjukkan tingkat keuntungan yang diperoleh dari setiap

rupiah penjualan yang juga disebut margin operasional (*operating margin*) atau Margin pendapatan operasional (*operating income margin*).

Rumus *Return on Sales* = (laba sebelum pajak dan bunga : penjualan) x 100%

6. *Return on Capital Employed* (Pengembalian Modal yang digunakan)

Return on Capital Employed (ROCE) merupakan rasio profitabilitas yang mengukur keuntungan perusahaan dari modal yang dipakai dalam bentuk persentase (%). Modal yang dimaksud adalah rkuitas suatu perusahaan ditambah kewajiban tidak lancar atau total aset dikurangi kewajiban lancar. ROCE mencerminkan efisiensi dan profitabilitas modal atau investasi perusahaan.

Rumus ROCE= laba sebelum pajak dan bunga : modal kerja

Atau bisa juga menggunakan rumus ROCE = laba sebelum pajak dan bunga : (total aset - kewajiban)

7. *Return on Investment* (ROI)

Return on investment merupakan rasio profitabilitas yang dihitung dari laba bersih setelah dikurangi pajak terhadap total aktiva. *Return on investment* berguna untuk mengukur kemampuan perusahaan secara keseluruhan dalam menghasilkan keuntungan terhadap jumlah aktiva secara keseluruhan yang tersedia pada perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin baik kondisi suatu perusahaan.

Rumus ROI = ((laba atas investasi - investasi awal) : investasi) x 100%

8. *Earning Per Share* (EPS)

Earning per share merupakan rasio profitabilitas yang menilai tingkat kemampuan per lembar saham dalam menghasilkan laba untuk perusahaan. Manajemen perusahaan, pemegang saham biasa dan calon pemegang saham sangat memperhatikan *earning per share* karena menjadi indikator keberhasilan perusahaan.

Rumus EPS = (laba bersih sesudah pajak - dividen saham preferen) : jumlah saham yang telah beredar

e. Produktivitas

Rasio produktivitas menunjukkan seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Menurut Horrigan (1966), rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Aspek produktivitas dari rasio keuangan dapat diukur dengan formulasi *Sales/Total Asset*.

Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Produktivitas

Tidak hanya satu, nyatanya terdapat delapan faktor yang mampu mempengaruhi produktivitas dalam ruang lingkup organisasi, yaitu faktor teknis, faktor produksi, faktor organisasi, faktor personel, faktor finansial, faktor manajemen, faktor lokasi, dan faktor pemerintah. Penjelasan lebih detail mengenai berbagai faktor yang memengaruhi produktivitas dapat dilihat di bawah ini:

1. Faktor Teknis

Beberapa poin yang perlu diperhatikan dalam faktor teknis adalah penentuan lokasi pabrik, ukuran pabrik, tata letak di dalam pabrik, mesin produksi, cara menggunakan mesin dan berbagai peralatan lainnya, pengembangan, serta penerapan sistem digital. Jangan sampai lengah, faktor teknis sangat berpengaruh terhadap tingkat produktivitas perusahaan, sebab tingkat produktivitas perusahaan akan semakin meningkat jika karyawannya mampu beradaptasi dan menggunakan teknologi terbaru.

2. Faktor Produksi

Beberapa poin yang masuk dalam faktor produksi adalah perencanaan, koordinasi, kualitas bahan baku, standarisasi proses produksi, dan pengendalian produksi.

3. Faktor Organisasi

Terdapat lima poin yang masuk dalam faktor organisasi, yaitu jenis organisasi yang diterapkan, cara mendefinisikan organisasi, otoritas dan tanggung jawab individu maupun kelompok (departemen/tim), keahlian pekerjaan, pembagian atau alokasi pekerjaan.

4. Faktor Personal

Terdapat enam poin yang masuk dalam faktor personal, yaitu kualitas SDM, pelatihan serta pengembangan SDM, penempatan posisi, kesempatan berkarier, kesempatan untuk mengemukakan pendapat, dan kondisi lingkungan kerja.

5. Faktor Finansial

Seperti yang sudah kita ketahui, seluruh bisnis dapat berjalan dengan baik jika memiliki kondisi finansial yang baik. Dengan demikian, pengelolaan keuangan atau pengendalian keuangan serta modal kerja harus dilakukan dengan penuh perhitungan. Tingkat produktivitas perusahaan atau organisasi pun akan menjadi lebih baik jika manajemen keuangan dapat dijalankan dengan baik.

6. Faktor Manajemen

Manajemen perusahaan harus mampu memaksimalkan sumber daya yang tersedia agar dapat menghasilkan sesuatu dengan biaya yang efisien. Adanya pemanfaatan teknologi terbaru dalam suatu produksi, lingkungan kerja yang baik, dan motivasi yang tinggi terhadap karyawan, secara signifikan juga mampu meningkatkan produktivitas perusahaan.

7. Faktor Lokasi

Tingkat produktivitas suatu perusahaan juga bisa dipengaruhi oleh faktor lokasi. Beberapa poin yang masuk dalam faktor lokasi adalah jarak lokasi dengan sumber bahan baku, jarak dengan pasar, fasilitas infrastruktur, keahlian SDM, dan lain sebagainya.

8. Faktor Pemerintah

Berbagai peraturan dan kebijakan yang ditetapkan oleh pemerintah juga dapat mempengaruhi tingkat produktivitas suatu organisasi, seperti peraturan ketenagakerjaan, kebijakan fiskal, dan lain sebagainya.

Tabel 3.1 Variabel Penelitian

Variabel	Indikator	Skala
Peringkat Obligasi (Y)	AAA, AA, A, BBB	Ordinal

Leverage (X_1)	<i>Longterm Liabilities/ Total Asset</i>	Rasio
Likuiditas (X_2)	<i>Current Asset/ Current Liabilities</i>	Rasio
Solvabilitas	<i>Cashflow from Operating/ Total Liabilities</i>	Rasio
Profitabilitas	<i>Operating Income/Sales</i>	Rasio
Produktivitas	<i>Sales/Total Asset</i>	

Sumber : Data Diolah (2015)

3.3 Metode Pengumpulan Data

Metode pengumpulan data pada penelitian ini adalah studi kepustakaan, yaitu data yang diperoleh dari beberapa literatur yang berkaitan dengan masalah yang sedang diteliti. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yang diperoleh dari Indonesia Bond Market, database laporan keuangan dan ICMD (*Indonesia Capital Market Directory*). Selain itu penelusuran juga dilakukan dengan menggunakan komputer untuk data dalam format elektronik. Data yang disajikan dalam format elektronik ini antara lain berupa: katalog perpustakaan, laporan-laporan Bursa Efek Indonesia dan situs internet(www.pefindo.com).

3.4 Metode Analisis Data

Kegiatan dalam analisis data meliputi: pengelompokan data tiap variabel yang diteliti, melakukan perhitungan untuk menguji hipotesis yang diajukan. Adapun analisis yang digunakan adalah sebagai berikut:

1. Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dilakukan untuk mengetahui nilai mean, minimum, maximum, dan standar deviasi dari masing masing variable bebas.

2. Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dalam penelitian ini dengan menggunakan regresi ordinal, karena variabel dependen berupa skala ordinal. Model regresi ordinal yang digunakan adalah sebagai berikut (Ghozali, 2009):

Model Regresi Ordinal

$$\text{Logit } (p_1+p_2+\dots+p_5)=\text{Log}\frac{p_1+p_2+\dots+p_5}{1-p_1-p_2-\dots-p_5} = \alpha_1 + \beta'X$$

$$\text{Logit } (p_1+p_2+\dots+p_4) = \alpha_j + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5$$

Di mana:

P : probabilitas peringkat obligasi syariah AAA=4, AA=3, A=2, BBB=1

α : estimated

$\beta_0 - \beta_5$: intercept

X1 : Rasio Leverage

X2 : Rasio Likuiditas

X3 : Rasio Solvabilitas

X4 : Rasio Profitabilitas

X5 : Rasio Produktifitas

3.5 Pengujian Hipotesis Penelitian

Hipotesis kedua merupakan pengujian terhadap variabel variabel rasio keuangan (*Leverage*, *likuiditas*, *solvabilitas*, *profitabilitas* dan *produktivitas*) yang mempunyai kemampuan dalam membentuk model untuk memprediksi peringkat obligasi.

Hipotesis yang kedua akan diuji dengan menggunakan MDA (*Multiple Diskriminant Analysis*). Dengan menggunakan MDA, variabel independen akan diuji dan diseleksi dengan metode stepwise sehingga diperoleh model prediksi yang paling tepat untuk memprediksi peringkat obligasi. Variabel independen yang masuk ke

dalam seleksi SPSS akan menjadi persamaan fungsi diskriminan sebagai model prediksi yang terbentuk.

Dengan menggunakan fungsi diskriminan dapat dihitung nilai optimum cutting score (Z_{cu}) dari rata-rata z score setiap kategori sehingga obligasi suatu perusahaan dapat diprediksi secara tepat. Hasil dari fungsi diskriminan (Z_{score}) akan dibandingkan dengan nilai Z_{cu} yang telah terbentuk. Apabila nilai $Z_{score} < Z_{cu}$, maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan non-investment grade, dan apabila nilai $Z_{score} > Z_{cu}$, maka perusahaan akan dikategorikan ke dalam perusahaan investment grade. Dari model prediksi yang terbentuk oleh program SPSS 17 akan dapat diketahui tingkat ketepatan model prediksi tersebut.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1. Deskripsi Obyek Penelitian

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2012-2014. Jumlah obligasi syariah yang terdaftar di PT PEFINDO selama periode 2012-2014 berjumlah sekitar 37. Berdasar dari kriteria yang ditetapkan, diperoleh sebanyak 34 pengamatan peringkat obligasi syariah sebagai sampel. Adapun proses seleksi sampel berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan tampak dalam Tabel 4 sebagai berikut:

Tabel 4. Proses Seleksi Sampel Penelitian

Kriteria	Jumlah Obligasi Syariah
Obligasi syariah yang terdaftar di PEFINDO tahun 2012-2014	37
Tidak memiliki laporan keuangan lengkap tahun 2012-2014	3
Obligasi Syariah yang digunakan sebagai sampel	34

Sumber: Hasil Penelitian (2015)

4.2 Deskripsi Sampel Penelitian

Dalam penelitian ini sampel dipilih dengan metode purposive sampling dengan menggunakan kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Sampel dipilih bagi perusahaan yang menyajikan data yang dibutuhkan dalam penelitian ini, seperti peringkat obligasi, total aset, penjualan bersih, aset lancar, utang lancar, *long term liability*, TL (*total liabilities*), *operating income*, dan *cash flow from operating* yang diberikan pada periode pengamatan. Ringkasan sampel penelitian disajikan dalam Tabel 4

Tabel 4.1 Sampel Penelitian Pengamatan Th. 2012-2014

No	Perusahaan	Jenis Obligasi Syariah	Peringkat	Kategori
1	PT Berlina	1	A	4
2	PT Humpuss Intermoda Transportasi	1	A+	5
3	PT Indosat	5	AA+	7
4	PT Ricky Putra Globalindo	1	BBB+	2
5	PT Perusahaan Listrik Negara	8	AA+	7
6	PT Berlian Laju Tanker	3	A+	5
7	PT Adhi Karya (Persero)	1	BBB+	2
8	PT Metrodata Electronics	1	BBB+	2
9	PT Summarecon Agung	1	A-	3
10	PT Mayora Indah	1	A	4
11	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia	1	BBB+	2
12	PT Matahari Putra Prima	2	A+	5
13	PT Bakrieland Development	2	BBB+	2
14	PT Salim Ivomas Pratama	1	AA	6
15	PT Pupuk Kalimantan Timur	1	AA	6
16	PT Mitra Adiperkasa	2	A+	5
17	PT Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat	1	BBB	1
18	PT Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan	1	BBB	1

Sumber: PEFINDO (2015)

Analisis Data

Hipotesis dalam penelitian ini diuji dengan menggunakan Multiple Discriminant Analysis. Tujuannya adalah untuk memperoleh model prediksi peringkat obligasi syariah yang terbentuk dari rasio keuangan.

Statistik Deskriptif

Analisis deskriptif dilakukan untuk mengetahui gambaran dari masing-masing variabel penelitian. Analisis deskriptif yang digunakan dalam penelitian ini meliputi nilai minimum, maksimum, rata-rata (*mean*), dan nilai standar deviasi. Tabel 5 menunjukkan statistik deskriptif masing-masing variabel penelitian berikut ini.

Tabel 5. Statistik Deskriptif Variabel Independen
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Leverage	34	.031	.553	.2826	.258985
Likuiditas	34	.678	2.263	1.4786	.326039
Solvabilitas	34	.038	.374	.0712	.136187
Profitabilitas	34	.095	.204	.1712	.043814
Produktivitas	34	.076	1.415	.1769	.206742
Valid N (listwise)	34				

Sumber: Hasil Pengolahan Data (2015)

Berdasarkan Tabel 5 hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio leverage menunjukkan nilai minimum sebesar 0,31; nilai maksimum sebesar 0,553 dengan rata-rata sebesar 0,2826. Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio likuiditas menunjukkan nilai minimum sebesar 0,678; nilai maksimum sebesar 2,263 dengan rata-rata sebesar 1,4786. Untuk rasio solvabilitas nilai minimum sebesar 0,38; nilai maksimum sebesar 0,374 dengan rata-rata sebesar 0,0712. Hasil analisis untuk rasio profitabilitas memiliki nilai minimum sebesar 0,095; nilai maksimum sebesar 0,204 dengan rata-rata sebesar 0,1712. Hasil analisis dengan menggunakan statistik deskriptif terhadap rasio keuangan produktivitas, menunjukkan nilai minimum sebesar 0,076; nilai maksimum sebesar 1,415 dengan rata-rata sebesar 0,206742.

4.3 Implementasi Hasil

4.3.1 Perbedaan Perusahaan

Dari hasil uji Independet Sample t Test menunjukkan, dari kelima rasio keuangan tersebut terdapat empat rasio keuangan yang berbeda secara signifikan antara

perusahaan yang obligasi syariahnya masuk kategori 1 sampai 4, yaitu rasio likuiditas (X1), rasio solvabilitas (X2), rasio profitabilitas (X3), rasio produktivitas (X4).

Rasio Leverage merupakan rasio keuangan yang mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor (utang) dan yang didanai oleh pemilik perusahaan (ekuitas). Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana suatu perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Pada penelitian ini leverage dengan proksi *Long Term Liabilities/Total Asset* menunjukkan nilai asymp. Sig (2-tailed) > 0,05; yang berarti tidak terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasi syariahnya masuk investasi kategori 1, 2, 3 dan 4 dalam memanfaatkan utang untuk membiayai investasinya. Hal ini tidak konsisten dengan penelitian dengan penelitian Raharja dan Sari (2008).

Likuiditas perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban jangka pendek tepat pada waktunya. Jadi semakin tinggi rasio likuiditas ini berarti semakin besar kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendeknya. Dalam penelitian yang dilakukan oleh Carson dan Scott (1997) serta Bouzoita dan Young (1998, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan adanya hubungan antara likuiditas dengan credit rating. Semakin tinggi likuiditas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio Likuiditas (*Current Asset/Current Liabilities*) dengan nilai 0,000 yang artinya terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk kategori 1 sampai 4 dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Hasil yang signifikan tersebut konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Nurhasanah (2003), Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008) dan Purwaningsih (2008).

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya yang pada saat tersebut perusahaan itu dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka pendek maupun jangka panjang. Dalam penelitiannya Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi tingkat solvabilitas perusahaan semakin

baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating/ Total Liabilities*) dengan nilai 0,001 menunjukkan terdapat perbedaan antara perubahan yang obligasinya masuk investment grade dan noninvestment grade dalam memenuhi kewajiban finansial jangka pendek maupun jangka panjang. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005), Raharja dan Sari (2008), dan Purwaningsih (2008).

Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan memperoleh laba dalam hubungannya dengan penjualan, total aktiva maupun modal sendiri.

Menurut Brotman (1989) dan Boustita & Young, Adam and Hardwick (1998) dalam Raharja dan Sari (2008) semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*Default*) dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Pada penelitian ini rasio profitabilitas (*Operating Income/Sales*) dengan nilai 0,000 menunjukan terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk investment grade dan noninvestment grade dalam memperoleh laba usaha. Hal ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan Aryanindita (2005) dan Raharja & Sari (2008).

Rasio produktivitas ini mengukur seberapa efektif perusahaan mempergunakan sumber daya yang dimiliki perusahaan tersebut. Perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi cenderung lebih mampu menghasilkan laba yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang tingkat produktivitasnya rendah. Penelitian ini menunjukan produktivitas (*Sales/ Total Asset*) dengan nilai 0,000 yang berarti terdapat perbedaan antara perusahaan yang obligasinya masuk investment grade dan non-investment grade dalam tingkat produktivitasnya dalam kaitannya dengan laba. Menurut Horrigan (1966, dalam Raharja dan Sari, 2008) rasio produktivitas secara signifikan berpengaruh positif terhadap credit rating. Semakin tinggi rasio produktivitas maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut.

Dari bahasan di atas maka dapat disimpulkan bahwa rasio keuangan yaitu Likuiditas (X1); Solvabilitas (X2); Profitabilitas (X3); dan Produktivitas (X4) mampu membedakan antara perusahaan yang obligasi syariahnya masuk kategori 1, 2, 3, dan 4.

4.2.2 Model Prediksi Peringkat Obligasi Syariah

Nilai Overall Percentage yang diperoleh menunjukkan tingkat validitas 90,5%. Dengan demikian fungsi diskriminan yang terbentuk memiliki ketepatan prediksi yang tinggi terhadap peringkat obligasi suatu perusahaan. Berdasarkan uji MDA maka hipotesis kedua (H2) diterima karena rasio keuangan terbukti mempunyai ketepatan untuk memprediksi peringkat obligasi syariah suatu perusahaan, di mana agen pemeringkat juga mempertimbangkan data laporan keuangan untuk menilai suatu obligasi. Hal tersebut sejalan dengan hal yang diperoleh dalam penelitian ini di mana rasio keuangan memiliki ketepatan prediksi yang tinggi (dengan nilai 90,5%) terhadap peringkat obligasi syariah suatu perusahaan. Tingkat ketepatan rasio keuangan yang signifikan yaitu sebesar 90,5% dalam memprediksi peringkat suatu obligasi sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Aryanindita (2003), Raharja dan Sari (2008), di mana Aryanindita dengan menggunakan analisis MDA memperoleh tingkat ketepatan sebesar 95%, sedangkan Raharja dan Sari (2008) dengan alat uji yang sama mendapati hasil sebesar 96,2%.

Kinerja perusahaan yang digambarkan melalui rasio keuangan merupakan representasi dari perusahaan. Perusahaan yang mengandalkan sumber pendanaannya melalui obligasi hendaknya meningkatkan kinerjanya, karena rasio keuangan terbukti mampu memprediksi peringkat obligasi suatu perusahaan. Dengan rasio keuangan yang baik akan diperoleh peringkat yang baik.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Hasil pengujian dan pembahasan pada bagian sebelumnya dapat diringkas sebagai berikut:

1. Hasil pengujian beda independen (uji t-test) menunjukkan bahwa secara statistik terbukti terdapat perbedaan antara rasio keuangan (*leverage, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, produktivitas*) perusahaan yang peringkat obligasi syariahnya termasuk ke dalam *strong and adequate grade* selama tiga tahun pengamatan (2012 - 2014).. Dengan melihat hasil tersebut maka hipotesis pertama (H1) diterima.
2. Hasil pengujian analisis diskriminan (*Multiple Discriminant Analysis*) menunjukkan bahwa secara statistik rasio keuangan dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi selama dua tahun pengamatan (2012 - 2014). Dari hasil uji diskriminan tersebut terdapat tiga variabel rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi. Ketiga variabel rasio keuangan tersebut berasal dari rasio keuangan likuiditas dengan proksi Current Asset/Current Liabilities; rasio keuangan profitabilitas dengan proksi Operating Income/Sales; dan rasio keuangan produktivitas dengan proksi Sales/Total Asset.

5.2 Saran

Adapun saran-saran untuk penelitian yang dilakukan adalah :

1. Penelitian selanjutnya hendaknya mempertimbangkan beberapa variabel lain, baik yang berupa data keuangan maupun nonkeuangan yang mungkin menjadi model prediksi peringkat obligasi syariah untuk meningkatkan pengetahuan mengenai peringkat obligasi syariah di Indonesia.

2. Periode penelitian selanjutnya sebaiknya lebih dari tiga tahun karena periode yang lebih panjang diharapkan dapat memungkinkan tingkat kebenaran yang mendekati 100% sehingga mencerminkan kondisi perusahaan yang sebenarnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdul, Dede Fatah. (2011). Perkembangan Obligasi Syari'ah (Sukuk) Di Indonesia: Analisis Peluang Dan Tantangan. *Innovatio*, Vol. X, No. 2
- Achsein, Iggi. (2003). Investasi Syariah Di Pasar Modal. Gramedia Pustaka Utama: Jakarta.
- Almilia, Luciana Spica, dan Vieka Devi. (2007). Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta. Universitas Kristen Maranatha Bandung, Seminar Nasional Manajemen SMART
- Altman, E. I. (1989). *Measuring Corporate Bond Mortality and Performance. Journal of Finance* 44
- Amalia, Ninik. (2013). Pemeringkatan Obligasi PT Pefindo : Berdasarkan Informasi Keuangan. *Accounting Analysis Journal* 2 (2).
- Andry, Wydia. (2005). Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi . Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan
- Aryanindita, Gabriel P.(2005). Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi. *Thesis S-2*. Pascasarjana. UGM
- Bouzouita, R. & Young, A. J. (1998). A Probit Analysis of Best Ratings. *The Journal of Insurance Issues*.
- Bursa Efek Indonesia. n.d. Indonesian Capital Market Directory (2012- 2014). Jakarta: Bursa Efek Indonesia.
- Carson, J. M. & Scott, W. L. (1997). *Life Insurers and the 'Run on the Insurer' Exposure. Journal of the American Society of CLU & ChFC*.
- Darmadji, Tjiptono dan Hendy M. Fakhruddin. (2006). Pasar Modal di Indonesia: Pendekatan Tanya Jawab. Edisi 2. Jakarta: Salemba Empat.
- Ghozali, Imam. (2006), Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS. Cetakan ke IV. Badan Penerbit Universitas Diponegoro. Semarang.
- Horrigan, J.O. (1966). *The Determination of Long-term Credit Standing with Financial Ratios. Journal of Accounting Research*.
- Indah Purnamawati. (2013). Perbandingan Sukuk Dan Obligasi (Telaah Dari Perspektif Keuangan Dan Akuntansi). *Jurnal Akuntansi Universitas Jember*
- Kaplan, Robert S. and Gabriel Urwitz. Apr., (1979). *Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. The Journal of Business*. Vol. 52, No. 2.
- Sudaryanti, Neneng dan Akhmad Affandi Mahfudz, Ries Wulandari. (2011). TAZKIA Islamic Finance & Business Review Vol. 6 No.2.
- Nurhasanah. (2003). Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan manufaktur: Analisis Diskriminan dan Regresi Logistik. Tesis. Yogyakarta: UGM.
- Prihatiningsih, Wahyu. (2009). Analisis Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi di Indonesia (2005- 2007). Skripsi S-1.

- Universitas Negeri Semarang.
- Purwaningsih, Anna. (2008). Pemilihan Rasio Keuangan Terbaik untuk Memprediksi Peringkat Obligasi: Studi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEJ.” *Kinerja*, Vol. 12, No.1.
- Raharja dan Sari. (2008)a. Perbandingan Alat Analisis (Diskriminan & Regresi Logistik) terhadap Peringkat Obligasi (PT PEFINDO). *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No.1.
- Raharja dan Sari. (2008)b. Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*, Vol. 8, No. 2.
- Ratih dan Nur. 2014. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi. *Diponegoro Journal Of Accounting* Volume 1, Nomor 1 Halaman 1-13
- Sari. (2008). Kekonsistenan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi antar Agen Pemeringkat (PEFINDO, MOODY’S dan STANDAR & POOR’S). *ASET*, Vol.10 No.1.
- Setyapurnama dan Norpratiwi. (2004). Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat Obligasi dan *Yield* Obligasi.
- Subramanyam. (2010). *Analisa Laporan keuangan*. Jakarta: Salemba Empat.
- Sutedi, Adrian. (2009). *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Theory: A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing.