

**ANALISIS MODEL PREDIKSI PEMERINGKATAN OBLIGASI
SYARIAH DENGAN MODEL LOGISTIK PADA
PERUSAHAAN NON KEUANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

SKRIPSI

Diajukan Kepada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta
untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan guna Memperoleh Gelar
Sarjana Ekonomi



Oleh :

AHMAD SAIQ NAFSANI

NIM. 13808141035

PROGRAM STUDI MANAJEMEN

JURUSAN MANAJEMEN

FAKULTAS EKONOMI

UNIVERSITAS NEGERI YOGYAKARTA

2017

**ANALISIS MODEL PREDIKSI PEMERINGKATAN OBLIGASI
SYARIAH DENGAN MODEL LOGISTIK PADA
PERUSAHAAN NON KEUANGAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

SKRIPSI

Oleh:
Ahmad Saiq Nafsani
NIM. 13808141035

Telah disetujui dan disahkan pada tanggal 29 Agustus 2017
Untuk dipertahankan di depan Tim Pengaji Skripsi
Program Studi Manajemen
Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi
Universitas Negeri Yogyakarta

Disetujui,
Dosen Pembimbing



Naning Margasari, M.Si., MBA.
NIP. 19681210 199802 2001

PENGESAHAN

Skripsi yang berjudul “Analisis Model Prediksi Pemeringkatan Obligasi Syariah dengan Model Logistik pada Perusahaan Non-Kuangan di Bursa Efek Indonesia”, yang disusun oleh Ahmad Saiq Nafsani, NIM: 13808141035, ini telah dipertahankan di depan Dewan Pengaji pada tanggal 29 Agustus 2017 dan dinyatakan lulus.

Nama	Jabatan	Tanda Tangan	Tanggal
Lina Nur Hidayati, SE, MM	Ketua Pengaji		17/9/17
Naning Margasari, M. Si., MBA.	Sekretaris Pengaji		18/9/17
Winarno, M.Si	Pengaji Utama		16/9/17



PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Ahmad Saq Nafsani
NIM : 13808141035
Jurusan/Prodi : Manajemen
Fakultas : Ekonomi
Judul Skripsi : "Analisis Pemeringkatan Obligasi Syariah dengan Model Logistik pada Perusahaan Non-Keuangan di Bursa Efek Indonesia"

Dengan ini saya menyatakan bahwa skripsi ini benar-benar hasil karya saya sendiri. Sepanjang pengetahuan saya tidak terdapat karya atau pendapat yang ditulis atau diterbitkan orang lain kecuali sebagai acuan atau kutipan dengan mengikuti penulisan karya ilmiah yang telah lazim.

Yogyakarta, 29 Agustus 2017

Yang menyatakan,



Ahmad Saq Nafsani

NIM. 13808141035

MOTTO

Siapa yang bersungguh-sungguh pasti berhasil

Siapa yang bersabar pasti beruntung

Siapa yang menapaki jalan-Nya akan sampai ke tujuan

“Barang siapa keluar untuk mencari ilmu maka dia

berada di jalan Allah”

(HR. Turmudzi)

PERSEMBAHAN

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Alhamdulillahirabil'alamin.....

Akhirnya aku sampai titik ini, sepercik keberhasilan yang Engkau hadiahkan padaku ya Rabb. Tak henti-hentinya aku mengucap syukur pada Mu ya Rabb, serta shalawat dan salam kepada Rasulullah SAW dan para sahabat yang mulia. Semoga karya ini menjadi amal shaleh bagiku dan menjadi kebanggaan bagi keluargaku tercinta.

Saya persembahkan karya ini ...

1. Untuk Ayah dan Ibuku yang selalu mendoakan keberhasilanku dan yang telah memberi semangat, prinsip, edukasi dan kasih sayang.
2. Untuk kakek dan nenek yang super baik telah mendukung saya untuk menyelesaikan skripsi ini.
3. Untuk seluruh Dosen dan Guru yang telah berjasa.
4. Kepada teman-teman seperjuangan khususnya rekan-rekan Manajemen yang tak dapat ku sebutkan namanya satu persatu terimakasih yang tiada tara ku ucapkan.

Akhir kata, semoga skripsi ini membawa kebermanfaatan.

Terimakasih.

**ANALISIS MODEL PREDIKSI PEMERINGKATAN OBLIGASI SYARIAH
DENGAN MODEL LOGISTIK PADA PERUSAHAAN
DI BURSA EFEK INDONESIA**

Oleh:
Ahmad Saiq Nafsani
NIM. 13808141035

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk: (1) mengetahui pengaruh pendekatan rasio keuangan (*leverage*, solvabilitas, dan profitabilitas) terhadap peringkat obligasi syariah perusahaan dan (2) menguji variabel *leverage*, solvabilitas, dan profitabilitas terhadap peringkat obligasi.

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dengan pendekatan kuantitatif. Berdasarkan tingkat eksplanasinya penelitian ini tergolong penelitian asosiatif kausalitas. Teknik pengambilan sampel menggunakan *purposive sampling*. Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan non-kuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016 sebanyak 141 perusahaan. Teknik analisis data menggunakan regresi logistik.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa: (1) DER tidak berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah, dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,787 dan nilai signifikansi sebesar 0,055; (2) CFOTL tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah, dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 7,442 dan nilai signifikansi sebesar 0,070; dan (3) ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah. Hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 33,410 dan nilai signifikansi sebesar 0,015.

Kata kunci: *Leverage*, Solvabilitas, Profitabilitas, Peringkat Obligasi Syariah

**ANALYSIS OF RATING SHARIAH BONDS PREDICTION MODEL WITH
LOGISTIC MODEL ON COMPANY IN INDONESIA STOCK
EXCHANGE**

By:
Ahmad Saq Nafsani
NIM. 13808141035

ABSTRACT

This study aimed to: (1) find out the influence of financial ratios (leverage, solvency, and profitability) approaches the rating of Islamic sharia bonds and (2) examined the effect of leverage, solvency and profitabilty variables on bond rating.

This research was a causality research with quantitative approach. Based on the level of explanation this research was associative research causality. Sampling technique used purposive sampling. The population in this study were all non-financial companies listed in Indonesian Stock Exchange period 2013-2016 as many as 14 companies. Data analysis technique used logistic regression.

The results showed that: (1) DER did not influence the rating of Islamic bonds, evidenced by the value of regression coefficient 0.787 and its significance value was 0.055; (2) CFOTL did not affect on sharia bond rating, proved by regression coefficient 7,442. Its significance value was 0,070; and (3) ROA had positive effect on sharia bond rating. This was proved by regression coefficient value 33,410. Its significance value was 0,015.

Keywords: Leverage, Solvency, Profitability, Rating Shariah Bonds

KATA PENGANTAR

Assalamu 'alaikum wr. wb.,

Alhamdulillah, puji syukur penulis haturkan kepada Allah SWT yang telah memberikan rahmat-NYA, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini. Shalawat dan salam penulis haturkan kepada Nabi Muhammad SAW yang menjadi suri tauladan kita disepanjang jaman, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul "Analisis Model Prediksi Pemeringkatan Obligasi Syariah dengan Model Logistik pada Perusahaan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia" sebagai salah satu syarat untuk meraih gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta. Oleh karena itu dalam kesempatan ini, penulis dengan ketulusan dan kerendahan hati ingin menyampaikan rasa terima kasih kepada semua pihak yang telah dengan ikhlas memberikan masukan dan kontribusi berarti dalam proses penelitian dan penyusunan skripsi ini, antara lain:

1. Prof. Dr. Sutrisna Wibawa, M.Pd, Rektor Universitas Negeri Yogyakarta.
2. Dr. Sugiharsono, M.Si., Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta.
3. Setyabudi Indartono, Ph.D., Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta .
4. Naning Margasari, M. Si., MBA. sebagai Pembimbing yang telah membimbing dengan penuh kesabaran sehingga skripsi ini selesai dengan lancar.

5. Lina Nur Hidayati, SE, MM. sebagai Ketua Penguji yang telah meluangkan waktunya dan banyak memberi masukan, koreksi serta arahan agar skripsi ini lebih baik lagi.
6. Winarno, M.Si sebagai penguji utama dan narasumber saya yang telah memberikan saran-saran agar skripsi saya jadi lebih baik.
7. Seluruh dosen dan staf Jurusan Manajemen maupun Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Yogyakarta yang telah membantu selama proses perkuliahan.
8. Sahabat-sahabat Manajemen Angkatan 2013.
9. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu yang telah membantu dan memperlancar proses penelitian dari awal sampai selesaiya penyusunan skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini masih terdapat kekurangan dan keterbatasan. Namun demikian, merupakan harapan besar bagi penulis bila skripsi ini dapat memberikan sumbangan pengetahuan dan menjadi satu karya yang bermanfaat.

Penulis



Ahmad Saiq Nafsani
NIM. 13808141035

DAFTAR ISI

ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
BAB I. PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Identifikasi Masalah.....	9
1.3 Pembatasan Masalah	9
1.4 Perumusan Masalah	9
1.5 Tujuan Penelitian	10
1.6 Manfaat Penelitian	10
BAB II. KAJIAN TEORI	11
2.1 Deskripsi Teori.....	11
2.2 Penelitian yang Relevan	42
2.3 Kerangka Pikir Penelitian	45
2.4 Paradigma Penelitian.....	48
2.5 Hipotesis Penelitian	48
BAB III. METODOLOGI PENELITIAN	49
3.1 Desain Penelitian	49
3.2 Definisi Operasional Variabel.....	50
3.3 Tempat dan Waktu Penelitian	53
3.4 Populasi dan Sampel	53
3.5 Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data	54
3.6 Teknik Analisis Data.....	55
BAB IV. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN.....	58
4.1 Deskripsi Data.....	58
4.2 Hasil Penelitian	61
4.3 Pembahasan.....	66

BAB V. KESIMPULAN DAN SARAN	70
5.1 Kesimpulan	70
5.2 Keterbatasan Penelitian.....	70
5.3 Saran	71
DAFTAR PUSTAKA	72
LAMPIRAN	74

DAFTAR TABEL

1. Peringkat obligasi yang dibuat oleh <i>Standard & Poor's</i> dan <i>Moody</i>	'27
2. <i>Rating Outlook</i>	32
3. Statistik Deskriptif	59
4. Hasil Uji <i>Log Likelihood</i> pada Block 0	62
5. Hasil Uji <i>Log Likelihood</i> pada Block 1	62
6. Hasil Uji Nagelkarke R ²	63
7. Hasil Uji Hosmer dan Lameshow.....	64
8. Hasil Uji <i>Logistic Regression</i>	64

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran:

1. Daftar Nama Perusahaan	75
2. Data Induk Penelitian	76
3. Data Peringkat Obligasi tahun 2013-2016	78
4. Data <i>Leverage</i> (DER) tahun 2013-2016	80
5. Data Solvabilitas (CFOTL) tahun 2013-2016.....	82
6. Data Profitabilitas (ROA) tahun 2013-2016	84
7. Hasil Uji Deskriptif.....	86
8. Hasil Uji Normalitas	87
9. Hasil Uji Regresi Logistik.....	88

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Peringkat obligasi merupakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan. Menurut Foster (1986) peringkat obligasi merupakan sarana pengawasan aktivitas manajemen. 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 yang berhubungan dengan keuangan perusahaan. Berdasar informasi peringkat obligasi, investor dapat mengetahui *return* yang akan diperoleh sesuai dengan risiko yang dimiliki obligasi tersebut. Peringkat obligasi yang diberikan oleh agen pemeringkat dapat dikategorikan menjadi dua yaitu *investment grade* (AAA, AA, A, dan BBB) dan *non-investment grade* (BB, B, CCC dan D).

Pasar modal memiliki peran besar bagi perekonomian suatu negara karena pasar modal menjalankan dua fungsi sekaligus, fungsi ekonomi dan fungsi keuangan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi ekonomi karena pasar menyediakan fasilitas atau wahana yang mempertemukan dua kepentingan yaitu pihak yang memiliki kelebihan dana (*investor*) dan pihak yang memerlukan dana (*issuer*). Dengan adanya pasar modal maka pihak

yang memiliki kelebihan dana dapat menginvestasikan dana tersebut dengan harapan memperoleh imbalan (*return*), sedangkan pihak *issuer* (dalam hal ini perusahaan) dapat memanfaatkan dana tersebut untuk kepentingan investasi tanpa harus menunggu tersedianya dana dari operasi perusahaan. Pasar modal dikatakan memiliki fungsi keuangan, karena pasar modal memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh imbalan (*return*) bagi pemilik dana, sesuai dengan karakteristik investasi yang dipilih (Darmadji dan Fakhruddin, 2001).

Otoritas Jasa Keuangan (OJK) merupakan lembaga pengawasan keuangan perbankan dan non perbankan yang beroperasi di Indonesia. Otoritas Jasa Keuangan merupakan sebuah lembaga independen, yang baru dirancang untuk melakukan pengawasan ketat bagi lembaga-lembaga tersebut. Adapun tujuan utama pendirian OJK adalah meningkatkan dan memelihara kepercayaan publik, pemahaman publik dan melindungi kepentingan konsumen dibidang jasa keuangan. Peraturan OJK No. 01/POJK.07/2013 Tentang Perlindungan Konsumen sektor Jasa Keuangan ini untuk melindungi kepentingan konsumen industri jasa keuangan setidaknya dapat tercapai melalui 3 aspek yang disebut OJK terdiri dari peningkatan transparasi (berupa pengungkapa manfaat, risiko serta biaya atas produk / layanan Pelaku Usaha Jasa Keuangan (PUJK)), melakukan penilaian kesesuaian prosedur yang lebih sederhana dan memudahkan konsumen untuk menyampaikan pengaduan dan penyelesaian sengketa atas produk atau layanan PUJK.

Investasi obligasi merupakan salah satu investasi yang diminati oleh pemodal. Hal ini dikarenakan obligasi memiliki pendapatan yang bersifat tetap. Pendapatan tetap tersebut diperoleh dari bunga yang akan diterima secara periodik dan pokok obligasi pada saat jatuh tempo. Bagi emiten, obligasi merupakan sekuritas yang aman karena biaya emisinya lebih murah daripada saham. Selain itu penerbitan obligasi juga untuk menghindari penilaian jelek investor dibandingkan jika perusahaan menerbitkan saham baru (Husnan, 2000).

Obligasi dan deposito merupakan instrumen yang memberikan pendapatan yang bersifat tetap. Namun jika dibandingkan dengan deposito, bunga yang ditawarkan obligasi relatif lebih tinggi daripada deposito (Fakhrudin, 2008). Tingkat suku bunga bank yang rendah mengakibatkan pemodal beralih ke investasi lain dan lebih tertarik pada obligasi yang memberikan pendapatan dalam jumlah yang lebih besar.

Kelebihan investasi obligasi dibanding saham yaitu dalam hal pembayaran *return*. Pendapatan yang diterima dari saham berasal dari dividen dan *capital gain*. Pembayaran dividen diberikan ketika pembayaran kupon obligasi telah dilakukan. Apabila dari pembayaran kupon obligasi tidak terdapat sisa untuk dividen, maka pemegang saham tidak mendapat keuntungan dari saham yang dimiliki. Keuntungan lain yang diperoleh dari investasi obligasi adalah pemegang obligasi memiliki hak pertama atas aset perusahaan jika perusahaan tersebut mengalami likuidasi. Hal tersebut terjadi karena perusahaan telah ada kontrak perjanjian untuk melunasi

obligasi yang telah dibeli oleh pemegang obligasi. Dengan kata lain, investasi pada obligasi relatif lebih baik (aman) dibanding dengan investasi saham.

Peringkat obligasi diberikan oleh lembaga yang independen, obyektif, dan dapat dipercaya. Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat efek, yaitu PT. PEFINDO dan PT. Kasnic *Credit Rating*. Perbedaan kedua agen tersebut adalah dalam hal objek penilaian. Objek PT. PEFINDO hanya memeringkat efek utang dan perusahaan, sedangkan PT. Kasnic memberikan jasa pelayanan pemeringkatan *bond*, *commercial paper*, *collateralized bonds*, dan *general bond* (Raharjo, 2003).

Penelitian terhadap rasio keuangan di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Selain itu, Wansley et al. (1992) 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. Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSNMUI/IX/2002 menjelaskan, bahwa 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 dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Menurut Heru Sudarsono (2008), obligasi syariah bukan merupakan utang berbunga tetap sebagaimana yang terdapat dalam obligasi konvensional, tetapi lebih merupakan penyerta dana yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Transaksinya bukan akad utang piutang melainkan penyertaan. Obligasi sejenis ini lazim dinamakan *muqaradhhah bond*, dimana *muqaradhhah* merupakan nama lain dari *mudharabah*. Dalam bentuknya yang sederhana obligasi syariah diterbitkan oleh sebuah perusahaan atau emiten sebagai pengelola atau *mudharib* dan dibeli oleh investor atau *shahib maal*.

Menurut Kasmir (2008) rasio *leverage* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan berasal dari hutang atau modal, sehingga dengan rasio ini dapat diketahui posisi perusahaan dan kewajibannya yang bersifat tetap kepada pihak lain serta keseimbangan nilai aktiva tetap dengan modal yang ada. Semakin tinggi proporsi *leverage* relatif terhadap ekuitas meningkatkan risiko perusahaan. Sebagaimana rasio lainnya faktor industri dan ekonomi sangat memengaruhi, baik tingkat *leverage* maupun sifat *leverage* (jatuh tempo dan tingkat bunga tetap dan variabel). *Debt ratio* ditunjukkan dengan perbandingan *debt to total capital, debt to equity*.

Leverage merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak

mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100% (Saharul dan Nizar, 2000 dalam Arif, 2011). Semakin tinggi rasio ini berarti sebagian besar aset didanai dari hutang. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan dihadapkan pada *default risk* atau peringkat obligasi yang rendah.

Salah satu indikator penting diperhatikan untuk menilai peringkat obligasi dimasa datang adalah dengan melihat sejauh mana pertumbuhan profitabilitas perusahaan. Indikator ini sangat penting diperhatikan untuk mengetahui investasi yang akan dilakukan investor di suatu perusahaan mampu memberikan *return* yang sesuai dengan tingkat yang disyaratkan investor, salah satunya dengan menggunakan ROA (Tandelilin, 2001 dalam Luky dan Sumarto, 2010). Pengukuran dari profitabilitas yang diinterpretasikan dengan ROA memberikan pandangan manajemen untuk mengendalikan pengeluaran secara efektif. Dengan demikian perusahaan diharapkan memperoleh *rating* yang baik untuk meningkatkan profil perusahaan dan mengamankan bisnis baru mereka dimasa mendatang.

Menurut G. Sugiarso dan F. Winarni (2005) rasio solvabilitas adalah rasio yang mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan untuk membayar semua utang-utangnya, baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang. 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. Solvabilitas merupakan rasio kemampuan suatu perusahaan memenuhi kewajiban yang telah jatuh tempo. (Purwaningsih, 2008).

Berdasarkan jaminan, obligasi dikelompokkan menjadi obligasi yang dijamin dan obligasi yang tidak dijamin (*debenture*). Menurut Brister (1994) dalam Widya (2005) menyatakan bahwa investor lebih menyukai obligasi yang aman dibanding *debenture* dikarenakan untuk mengurangi risiko *default* obligasi. Menurut Rahardjo (2004) obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan akan lebih mempunyai daya tarik bagi calon pembeli obligasi tersebut.

Menurut Gitman (2003) rasio profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan perusahaan. Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Apabila profitabilitas tinggi, maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien.

Peringkat obligasi merupakan salah satu acuan bagi investor ketika akan memutuskan membeli obligasi (Manurung et al., 2009). Oleh karena itu, beberapa faktor yang memengaruhi peringkat obligasi menjadi perlu untuk diteliti. Penelitian Manurung et al. (2008) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, tetapi untuk variabel *leverage* (DER) berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Variabel profitabilitas (ROA) dalam penelitian Susilowati dan Sumarto (2010) menyatakan berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Hal ini tidak sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Magreta dan Nurmayanti

(2009) dan Manurung et al. (2008). Variabel Jaminan dalam penelitian Enny dan Daldjono (2010) dan Spica dan Devi (2007) berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi hal ini juga tidak sesuai dengan penelitian Rahmawati (2005) yang menunjukkan bahwa jaminan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Mengingat banyaknya proksi rasio keuangan yang digunakan, maka tidak semua rasio keuangan yang digunakan peneliti terdahulu digunakan dalam penelitian ini.

Penelitian ini hanya memfokuskan dengan pendekatan rasio keuangan yang menunjukkan beberapa ketidak konsistenan hasil temuan antar peneliti sebelumnya seperti *leverage*, solvabilitas dan profitabilitas. Berdasarkan latar belakang tersebut, maka peneliti tertarik untuk melakukan penelitian ini dan menuangkannya ke dalam suatu karya ilmiah berbentuk skripsi dengan judul “Analisis Model Prediksi Pemeringkatan Obligasi Syariah dengan Model Logistik pada Perusahaan Non Keuangan di Bursa Efek Indonesia”.

1.2 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang telah dikemukakan di atas, permasalahan dalam penelitian ini dapat diidentifikasi sebagai berikut:

1. Adanya perbedaan hasil untuk memprediksi peringkat obligasi syariah dengan menggunakan (*Leverage*, Solvabilitas dan Profitabilitas) antara penelitian-penelitian terdahulu.
2. Apabila pembayaran kupon obligasi tidak terdapat sisa dividen, maka pemegang saham tidak mendapat keuntungan dari saham yang dimiliki.

1.3 Pembatasan Masalah

Agar penelitian ini tidak menyimpang dari tujuan yang semula direncanakan, sehingga mempermudah mendapatkan data dan informasi yang diperlukan, maka penulis menetapkan untuk membatasi permasalahan pada analisis model prediksi pemeringkatan obligasi syariah ini dengan menggunakan rasio keuangan (*leverage*, solvabilitas dan profitabilitas) di Bursa Efek Indonesia.

1.4 Perumusan Masalah

Berdasarkan Pembatasan masalah di atas dapat dirumuskan pokok-pokok permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini, antara lain:

1. Apakah *debt to equity ratio* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?
2. Apakah *cash flow from operating to total liabilities* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi?

3. Apakah *return on asset* berpengaruh positif dan terhadap peringkat obligasi?

1.5 Tujuan Penelitian

Tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui *debt to equity ratio* dapat berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.
2. Untuk mengetahui *cash flow from operating to total liabilities* dapat berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.
3. Untuk mengetahui *return on asset* dapat berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

1.6 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagi praktisi, diharapkan penelitian ini dapat memberikan sebuah acuan dan panduan untuk dapat berinvestasi diinstrumen obligasi syariah ini dengan lebih baik saat akan membeli obligasi syariah di peringkat tertentu.
2. Bagi perusahaan (*bond issuer*), diharapkan penelitian ini dapat memberikan masukan mengenai faktor-faktor yang berpotensi untuk memengaruhi peringkat obligasi syariah yang dijual di pasar modal.
3. Bagi peneliti yang ingin melakukan kajian dibidang yang sama, diharapkan penelitian ini dapat menjadi referensi dan memberikan landasan untuk penelitian selanjutnya.

BAB II

KAJIAN TEORI

2.1 Deskripsi Teori

2.1.1 Pasar Modal

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta (Suad Husnan, 1994). Sementara itu Bambang Riyanto (1995) menyatakan bahwa pasar modal adalah pasar dalam pengertian abstrak yang mempertemukan calon pemodal (investor) dengan emiten (perusahaan yang menerbitkan surat berharga di pasar modal) yang membutuhkan dana jangka panjang. Sri Handaru et al, (1996) menyatakan bahwa pasar modal adalah *organized market* yang memperdagangkan saham dan obligasi dengan menggunakan jasa pialang dan *underwriter*. Berdasarkan beberapa pengertian pasar modal di atas, dapat disimpulkan bahwa :

1. Pasar modal dapat berupa pasar dalam artian abstrak atau dalam artian konkret (sesungguhnya). Dalam artian abstrak, maka perdagangan surat berharga tidak harus terjadi pada suatu tempat tertentu. Sementara itu, pasar modal dalam bentuk konkret ialah bursa efek atau lebih dikenal dengan istilah *stock exchange*.

2. Komoditi yang diperdagangkan di pasar modal adalah surat berharga (aktiva finansial) jangka panjang.
3. Surat berharga (sekuritas) yang diperjual-belikan di pasar modal adalah surat berharga yang diterbitkan oleh suatu badan hukum berbentuk P.T (Perseroan terbatas), baik yang dimiliki oleh swasta maupun pemerintah.
4. Bursa efek merupakan bentuk konkret dari pasar modal. Bursa efek merupakan pasar yang sangat terorganisasi (*a highly organized market*). Mengapa disebut demikian, karena terdapat serangkaian peraturan yang mengikat pihak-pihak di dalamnya.

2.1.2 Investasi

Investasi menurut Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998) diartikan sebagai suatu kegiatan menempatkan dana pada satu atau lebih dari satu asset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi. Jogiyanto Hartono (1998) membagi investasi menjadi dua yaitu investasi langsung dan investasi tak langsung. Investasi langsung dilakukan dengan membeli langsung aktiva keuangan dari suatu perusahaan baik melalui perantara atau dengan cara lain, sedangkan investasi tak langsung dilakukan dengan membeli surat-surat berharga dari perusahaan investasi.

Berdasarkan pengertian oleh Farid Harianto dan Siswanto Sudomo (1998), maka memegang kas atau uang tunai bukan

merupakan investasi, sedangkan menabung di bank merupakan investasi karena mendapat return atau keuntungan berupa bunga. Definisi investasi yang lain menyebutkan bahwa investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Jones, 1996).

Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai risiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai risiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Suad Husnan (1990) menyatakan bahwa semakin tinggi risiko suatu kesempatan investasi, maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh investor. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham maupun obligasi.

2.1.3 Obligasi Syariah

Obligasi syariah atau *sukuk* berasal dari kata berbentuk jamak dalam bahasa Arab yang berarti cek atau sertifikat, atau alat tukar yang sah selain uang. Kata “*sukuk*” pertama kali diperkenalkan kembali dan diajukan sebagai salah satu alat keuangan Islam pada rapat ulama fikih sedunia yang diselenggarakan oleh *Islamic*

Development Bank (IDB) pada tahun 2002. Secara singkat AAOIFI mendefinisikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu asset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Pada prinsipnya *sukuk* mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu asset yang menjadi dasar penerbitan *sukuk* dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, *sukuk* juga harus distruktur secara syariah agar instrument keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar* dan *maysir*. Sukuk bukan merupakan utang berbunga tetap, tetapi lebih merupakan penyertaan dana (investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil jika menggunakan akad *mudharabah* dan *musyarakah*. Transaksinya bukan akad hutang piutang melainkan penyertaan.

Obligasi syariah memiliki beberapa karakteristik seperti sebagai berikut : *Pertama*, Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Menurut Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan

kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. *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 non-halal (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).

2.1.3.1 Jenis-jenis Obligasi Syariah

Obligasi syariah dapat diterbitkan dengan menggunakan prinsip *mudharabah*, *musyarakah*, *ijarah*, *istisna*, *salam*, dan *murabahah*. Tetapi diantara prinsip-prinsip instrumen obligasi ini yang paling banyak dipergunakan dan yang sekarang ini ada di indonesia adalah obligasi dengan insturmen prinsip *mudharabah* dan *ijarah*, kedua prinsip ini adalah sebagai berikut :

1. Obligasi *Mudharabah*

Obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah yang menggunakan akad *mudahrabah*. Akad *mudharabah* adalah akad kerjasama antara pemilik modal (*shahibul maal* / investor) dengan pengelola (*mudharib* / emiten). Ikatan atau akad *mudahrabah* pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau percampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dimana pemilik harta (*shahibul maal*) hanya menyediakan dana secara penuh (100%) dalam suatu kegiatan usaha dan tidak boleh secara aktif dalam pengelolaan usaha. Sedangkan pemilik usaha (*mudharib* / emiten) memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri (*directionery*) dalam bentuk aset pada kegiatan usaha tersebut.

Dalam Fatwa No. 33 / DSN-MUI / X / 2002 tentang obligasi syariah *mudharabah*, dinyatakan antara lain bahwa :

- a. Obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah merupakan bagi hasil, *margin* atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.

- b. Obligasi syariah *mudharabah* adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *mudarabah* dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No. 7 / DSN-MUI / IV / 2000 tentang Pembiayaan *Mudharabah*.
- c. Obligasi *mudharabah* emiten bertindak sebagai *mudharib* (pengelola modal), sedangkan pemegang obligasi *mudharabah* bertindak sebagai *shahibul maal* (pemodal).
- d. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
- e. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad.
- f. Apabila emiten lalai atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang.
- g. Kepemilikan obligasi syariah dapat dipindahtangankan selama disepakati dalam akad.

Sebagai contoh Berlian Laju Tanker telah menerbitkan Obligasi *Mudharabah* senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk membeli kapal tanker (66%) dengan tambahan modal kerja perusahaan (34%). Obligasi berjangka waktu 5 tahun yang dicatakan di BES ini memperoleh keuntungan dari bagi hasil berdasarkan pendapatan perseroan dari pengoperasian kapal tanker MT. Gardini atau kapal lain yang beroperasi untuk

melayani Pertamina, sehingga return-nya berubah setiap tahun sesuai pendapatan.

2. Obligasi *Ijarah*

Obligasi *Ijarah* adalah obligasi syariah berdasarkan akad *iijarah*. Akad *iijarah* adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian. Artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan objek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman objek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan kepada pemilik objek. *Ijarah* mirip dengan *leasing*, tetapi tidak sepenuhnya sama. Dalam akad *iijarah* disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan. Secara teknis, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara, yaitu:

- a. Investor dapat bertindak sebagai penyewa (*musta "jir*). Sedangkan emiten dapat bertindak sebagai wakil investor. Dan investor, dapat bertindak sebagai orang yang menyewakan (*mu "jir*). Dengan demikian, ada dua kali transaksi dalam hal ini; transaksi pertama terjadi antara investor dengan emiten, dimana investor mewakilkan dirinya kepada emiten dengan akad *wakalah*, untuk melakukan transaksi sewa menyewa dengan *property owner* dengan akad *iijarah*. Selanjutnya, transaksi terjadi antara

emiten (sebagai wakil investor) dengan *property owner* (sebagai orang yang menyewakan) untuk melakukan transaksi sewa menyewa (*ijarah*).

- b. Setelah investor memperoleh hak sewa, maka investor menyewakan kembali objek sewa tersebut kepada emiten. Atas dasar transaksi sewa menyewa tersebut, maka diterbitkanlah surat berharga jangka panjang (obligasi syariah *ijarah*), dimana atas penerbitan obligasi tersebut, emiten waib membayar pendapatan kepada investor berupa *fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

2.1.3.2 Prinsip Transaksi, Aplikasi dan Penerbitan Obligasi Syariah

Prinsip utama dalam transaksi obligasi syariah pada prinsipnya sama dengan penerbitan obligasi konvensional pada umumnya. Hanya saja dalam obligasi syariah, tentunya harus mengacu kepada *Al-Qur'an* dan *Hadist* serta ilmu *fiqh*. Hal serupa juga terjadi dalam penerbitan saham yang berbasis pada *Jakarta Islamic Index (JII)* dan reksadana syariah serta perbankan syariah.

Selain itu juga, untuk menerbitkan obligasi syariah harus memenuhi syarat sebagai berikut:

1. Jenis usaha yang dilakukan oleh emiten tidak bertentangan dengan syariah, sesuai dengan fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001, tentang jenis usaha sesuai syariah.

2. Memiliki fundamental dan citra yang baik.
3. Jika keuntungan perusahaan sudah ada di komponen *Jakarta Islamic Index* (JII).

Dalam penerbitan obligasi syariah, sebelum ditawarkan kepada investor harus melalui tahap-tahap sebagai berikut:

- a. Emiten melalui *Underwriter* menyerahkan proposal penerbitan obligasi syariah kepada DSN/MUI.
- b. Pihak penerbit melakukan presentasi proposal di Badan pelaksana Harian DSN.
- c. DSN mengadakan rapat dengan tim ahli DPS, dan hasil rapat menyatakan opini syarian terkait proposal yang diajukan.

Setelah disetujui oleh DSN, maka proses penawarannya sebagai berikut :

- 1) Emiten menyerahkan dokumen yang diperlukan untuk penerbitan obligasi syariah kepada *underwriter* (wakil dari emiten).
- 2) *Underwriter* melakukan penawaran kepada investor.
- 3) Bila investor tertarik, maka akan menyerahkan dananya kepada emiten melalui *Underwriter*.
- 4) Emiten akan membayarkan bagi hasil dan pembayaran pokok kepada investor.

Dalam hal pengawasan penerbitan obligasi syariah, Pengawasannya dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), untuk produk pasar modal syariah, terdapat satu pengawas lain yang mengawasi aspek syariahnya, yaitu DPS (DSN).

Pengawasan aspek syariah berfokus pada penggunaan dana yang didapat dari penerbitan obligasi syariah. Apakah dana tersebut benar-benar digunakan untuk usaha-usaha yang telah dijanjikan dalam perjanjian antara emiten dengan pemegang obligasi atau tidak, serta *halal* atau tidaknya. Jika ternyata dana hasil penerbitan obligasi tersebut digunakan untuk hal-hal di luar usaha yang telah diperjanjiakan, maka itu termasuk pengingkaran perjanjian dan menyalahi tujuan.

2.1.3.3 Manfaat Obligasi

Menurut Sunariyah (2004), tingkat bunga obligasi bersifat konstan, dalam arti tidak dipengaruhi harga pasar obligasi. Pemegang obligasi dapat memperkirakan pendapatan yang akan diterima, sebab dalam kontrak perjanjian sudah ditentukan secara pasti hak-hak yang akan diterima pemegang obligasi. Apabila dibandingkan dengan saham, *return* saham sangat bervariasi, karena dividen saham sangat tergantung pada laba perusahaan. Apabila laba perusahaan turun, maka dividen juga turun, dan sebaliknya. Dari sisi lain, karena pendapatan obligasi dapat diprediksi, maka pemegang

obligasi dapat membuat portofolio obligasi yang lebih baik, dibandingkan dengan portofolio saham.

Investasi obligasi dapat pula melindungi risiko pemegang obligasi dari kemungkinan terjadinya inflasi. Investasi pada perusahaan yang mempunyai risiko tinggi, sedangkan tingkat likuiditasnya bagus, pemodal dapat mengatasi masalah inflasi apabila tingkat bunga obligasi lebih tinggi daripada tingkat inflasi. Sehingga kekuatan beli (*purchasing power*) tidak mengalami penurunan. Oleh karena itu obligasi saat ini menjadi instrumen favorit. Obligasi dapat digunakan sebagai agunan kredit bank dan untuk membeli instrumen aktiva lain.

2.1.3.4 Kelemahan Obligasi

Berbagai bentuk kelemahan obligasi sangat bervariasi, tergantung pada stabilitas suatu perekonomian negara. Menurut Sunariyah (2004) beberapa kelemahan dari obligasi antara lain :

1. Tingkat bunga. Meskipun tingkat bunga konstan, harga obligasi sangat berfluktuasi. Harga obligasi sangat tergantung kepada kebijakan pemerintah atau *central bank*. Tingkat bunga pasar keuangan dengan harga obligasi mempunyai hubungan negatif, apabila harga obligasi naik maka tingkat bunga akan turun, demikian sebaliknya. Oleh karena itu, pemodal harus

memperhatikan pergerakan harga obligasi agar dapat mempertimbangkan waktu beli yang menguntungkan.

2. Obligasi merupakan instrumen keuangan yang sangat konservatif, sehingga menghasilkan *yield* yang cukup baik, dengan risiko rendah. Misalnya, obligasi yang diterbitkan pemerintah lebih menguntungkan dibandingkan dengan obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta. Risiko obligasi pemerintah relatif sangat rendah dibandingkan dengan obligasi perusahaan swasta. Dalam kasus tersebut, pemodal yang ingin mengoptimalkan keuntungan lebih baik melakukan investasi dalam instrumen ini, meskipun risiko cukup tinggi.
3. Tingkat likuidasi obligasi rendah. Hal ini dikarenakan pergerakan harga obligasi, khususnya apabila harga obligasi menurun. Dalam kasus tersebut pemegang obligasi akan menahan obligasinya, dan berspekulasi bahwa masa yang akan datang obligasi akan naik kembali.
4. Risiko penarikan. Apabila dalam kontrak perjanjian obligasi ada persyaratan penarikan obligasi, perusahaan dapat menarik obligasi sebelum jatuh tempo dengan membayar sejumlah premiun. Hal ini kelihatannya menguntungkan pemegang obligasi, tetapi biasanya obligasi yang diambil dijual kembali dengan tingkat bunga yang lebih rendah oleh penerbit obligasi

yang disebut (*refunding*). Sebagai akibatnya, pemegang obligasi belum siap untuk reinvestasi, atau dinamakan *reinvestment risk*.

5. Risiko kecurangan. Apabila perusahaan penerbit mempunyai masalah likuiditas dan tidak mampu melunasi kewajibannya ataupun mengalami kebangkrutan maka pemegang obligasi akan menderita kerugian, karena perusahaan akhirnya tidak dapat menepati janjinya. Dalam hal perusahaan penerbit bangkrut, maka obligasi menjadi sesuatu hal yang tidak mempunyai nilai.

2.1.4 Peringkat Obligasi

Menurut Priyo dan Ubaidillah (2000), peringkat obligasi dibuat untuk memberikan informasi kepada para investor apakah investasi mereka terutama dalam bentuk obligasi merupakan investasi beresiko atau tidak. Peringkat tersebut biasanya dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat independen seperti *Standard and Poor's* dan *Moody's Investor Service*. Untuk perusahaan lokal kita mengenal PT. Pefindo.

Menurut Brigham dan Houston (2009) faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi adalah sebagai berikut :

1. Berbagai macam rasio-rasio keuangan, termasuk *debt ratio*, *current ratio*, *profitability* dan *fixed charge coverage ratio*. Semakin baik rasio-rasio keuangan tersebut semakin tinggi *rating* tersebut.

2. Jaminan aset untuk obligasi yang diterbitkan (*mortage provision*). Apabila obligasi dijamin dengan aset yang bernilai tinggi, maka *rating* akan membaik.
3. Kedudukan obligasi dengan jenis utang lain. Apabila kedudukan obligasi lebih rendah dari utang lainnya maka *rating* akan ditetapkan satu tingkat lebih rendah dari yang seharusnya.
4. Penjamin. Emiten obligasi yang lemah namun dijamin oleh perusahaan yang kuat maka emiten diberi *rating* yang kuat.
5. Adanya *singking fund* (provisi bagi emiten untuk membayar pokok pinjaman sedikit demi sedikit setiap tahun).
6. Umur obligasi. *Ceteris Paribus*, obligasi dengan umur yang lebih pendek mempunyai risiko yang lebih kecil.
7. Stabilitas laba dan penjualan emiten.
8. Peraturan yang berkaitan dengan industri emiten.
9. Faktor-faktor lingkungan dan tanggung jawab produk.
10. Kebijakan akuntansi. Penerapan kebijakan akuntansi yang konservatif mengindikasikan laporan keuangan yang lebih berkualitas.

Perwakilan dari para agen pemeringkat ini secara konsisten telah menyatakan bahwa tidak ada rumus yang akurat yang digunakan dalam menentukan peringkat sebuah perusahaan. Seluruh faktor diatas disusun, dengan ditambahkan beberapa faktor lain, untuk ikut diperhitungkan, tetapi tidak dalam suatu aturan yang tepat secara

sistematis. Namun terdapat suatu korelasi yang kuat antara peringkat peringkat obligasi dengan banyak rasio. Perusahaan-perusahaan dengan rasio utang yang lebih rendah, rasio arus kas bebas terhadap utang yang lebih tinggi, tingkat pengembalian dari modal diinvestasikan yang lebih tinggi, rasio cakupan EBITDA yang lebih tinggi, dan rasio kelipatan pembayaran bunga (TIE) yang lebih tinggi umumnya akan memiliki peringkat obligasi yang juga lebih tinggi.

Hasil dari pemeringkatan surat hutang didasarkan atas beberapa hal seperti :

1. Kemungkinan pelunasan pembayaran yaitu kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya sesuai dengan perjanjian.
2. Struktur karakteristik serta berbagai ketentuan yang diatur dalam surat hutang.
3. Perlindungan yang diberikan maupun posisi klaim dari pemegang surat hutang tersebut bila terjadi pembubaran / likuidasi serta hukum lainnya yang memengaruhi hak kreditur.

Peringkat obligasi yang dibuat oleh *Standard & Poor's* dan *Moody's*

Tabel 1

Peringkat Obligasi

<i>Rating Grade</i>	<i>Standard & Poor's</i>	<i>Moody's</i>
1. <i>Highest Grade</i>	AAA	Aaa
2. <i>High Grade</i>	AA	Aa
3. <i>Upper Medium</i>		
4. <i>Lower Medium</i>	A	A
5. <i>Marginal Speculative</i>	BBB	Baa
6. <i>Highl Speculative</i>		
7. <i>Default</i>	BB	Ba
	B	B, Caa
	D	Ca,c

Sumber: PT. Pefindo dalam Purwaningsih (2008)

Interpretasi :

1. Obligasi dengan peringkat AAA (Aaa) yang sering dikatakan sebagai *highest grade bond*, dinilai memiliki kualitas investasi tertinggi. Beban risiko sangat kecil, pembayaran bunganya dilindungi margin yang sangat stabil dan pokok hutang bebas dari risiko tidak terbayar. Penerbit obligasi dengan peringkat AAA (Aaa) memiliki fundamental sangat kuat sehingga tidak terpengaruh

perubahan berbagai elemen yang terkait. Biasanya obligasi dengan peringkat tertinggi semacam ini memberikan kupon rendah.

2. Obligasi dengan peringkat AA (Aa) dinilai memiliki kualitas yang juga tinggi walaupun tidak sebaik AAA (Aaa). Meskipun perlindungan margin atas pembayaran bunga tidak sekuat AAA (Aaa), tetapi penerbit memiliki fundamental yang bagus. Obligasi jenis ini termasuk kategori yang terbaik untuk investasi walaupun kemungkinan lebih *fluktuatif* dibanding *highest grade bond*.
3. Obligasi dengan peringkat A masih menarik untuk diinvestasi dan dianggap sebagai obligasi dengan peringkat menengah ke atas. Elemen-elemen yang menjamin atas pembayaran bunga dan pokok pinjaman dianggap cukup walaupun ada elemen yang dianggap akan melemah dimasa mendatang.
4. Obligasi dengan peringkat BBB (Baa) merupakan obligasi dengan peringkat menengah. Dimana pembayaran bunga dan pokok pinjaman tidak dilindungi secara baik, sehingga pembayaran bunga dan pokok pinjaman yang dianggap cukup pada saat ini. Tetapi ada kemungkinan bahwa pembayaran bunga dan pokok pinjaman tidak dapat diandalkan untuk jangka panjang. Sesungguhnya obligasi dengan peringkat BBB (Baa) lebih memiliki karakter spekulasi daripada investasi. Obligasi BBB (Baa) tentu akan menyediakan *yield* lebih tinggi.

5. Obligasi dengan peringkat BB (Ba) dinilai spekulatif (*speculative grade bond*). Perlindungan terhadap pembayaran bunga dan pokok pinjaman sangat moderat. Sehingga pembayaran bunga dan pokok pinjaman tidak dijamin secara baik, baik perusahaan dalam kondisi yang baik maupun buruk.
6. Obligasi dengan peringkat B (Caa) sebenarnya kurang memiliki karakter yang diperlukan untuk investasi (*non investment grade*). Karena ada elemen-elemen yang membahayakan terhadap pembayaran bunga dan pokok pinjaman sehingga ada kemungkinan *default*.
7. Obligasi dengan peringkat D (Ca) mem prestasikan obligasi yang sangat spekulatif. Obligasi dengan peringkat D (Ca) merupakan obligasi peringkat terendah dan kemungkinan default sangat besar, obligasi kategori inilah yang disebut *junk bond*.

Obligasi yang layak untuk investasi (*investment grade*) dimasukkan dalam satu kategori dengan peringkat AAA (Aaa) hingga BBB (Baa), sedangkan obligasi yang termasuk *spekulatif* adalah BB (Ba) hingga C maupun D. Obligasi peringkat bawah yang disebut *junk bond* adalah kelompok obligasi yang tidak layak untuk investasi. Ada juga obligasi dengan sebutan *fallen angel* atau *high yield bond*. Obligasi *fallen angel* mengacu pada *speculative* dan *junk bond*. Semula obligasi ini diterbitkan memenuhi *investment grade* tetapi sejalan dengan memburuknya kinerja penerbit periode

berikutnya peringkat obligasi mengalami penurunan menjadi *speculative* maupun *junk bond*. Obligasi *fallen angel* ini tidak lagi layak sebagai *investment grade*, karena hanya memberikan kompensasi *yield* yang tinggi. Namun agen PT. PEFINDO akan mempublikasikan peringkat obligasi perusahaan dengan simbol peringkat yang digunakan oleh *standard and poor's*. Berikut adalah definisi peringkat menurut agen PT. PEFINDO :

- a. AAA : Efek hutang yang peringkatnya paling tinggi dan berisiko paling rendah yang didukung oleh kemampuan obligor yang *superior* relatif dibandingkan dengan entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban jangka panjang sesuai dengan perjanjian.
- b. AA : Efek hutang yang memiliki kualitas kredit sedikit dibawah peringkat tertinggi. Didukung oleh kemampuan obligor yang sangat kuat untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang sesuai dengan perjanjian dan relatif dibanding dengan entitas Indonesia lainnya dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan.
- c. A : Efek hutang yang mempunyai risiko investasi rendah dan memiliki kemampuan dukungan obligor yang kuat dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan sesuai dengan perjanjian namun cukup peka terhadap perubahan yang merugikan.

- d. BBB : Efek hutang yang berisiko investasi cukup rendah didukung oleh kemampuan obligor yang memadai, relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan sesuai dengan perjanjian namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
- e. BB : Efek hutang yang menunjukkan dukungan kemampuan obligor yang agak lemah relatif dibanding entitas Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjang sesuai dengan perjanjian serta peka terhadap keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.
- f. B : Efek hutang yang menunjukkan parameter perlindungan yang sangat lemah. Walaupun obligor memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan jangka panjangnya, namun adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban keuangannya.
- g. CCC : Efek hutang yang tidak mampu lagi memenuhi kewajiban keuangan serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
- h. D : Efek hutang yang macet atau emitanya sedah berhenti berusaha.

Tabel 2

Rating Outlook

No	<i>Outlook</i>	Definisi
1.	Positif	Prospek yang berpotensi untuk menaikkan peringkat
2.	Negatif	Prospek yang berpotensi untuk menurunkan peringkat
3.	Stabil	Indikasi prospek yang stabil sehingga hasil peringkat akan stabil juga
4.	Berkembang	Prospek yang belum jelas disebabkan ketebatasan informasi, sehingga hasil peringkat dapat dinaikkan dan diturunkan sesuai dengan perkembangan selanjutnya.

Sumber: PT. Pefindo dalam Purwaningsih (2008)

Catatan : tanda tambah (+) atau kurang (-) dapat dicantumkan dengan peringkat mulai dari AA hingga CCC. Tanda tambah menunjukkan bahwa suatu kategori peringkat lebih mendekati kategori peringkat yang diatasnya. Tanda kurang berarti bahwa suatu

kategori peringkat tetap lebih baik dari kategori peringkat di bawahnya walaupun semakin mendekati.

2.1.5 Rasio Keuangan

Rasio keuangan merupakan ekspektasi hubungan antara angka-angka laporan keuangan sehingga menghasilkan informasi yang lebih bermakna. Analisis rasio keuangan ini merupakan salah satu perwujudan ketentuan *Statement of Financial Accounting Concept* (SFAC) no. 1, yang pada intinya menyebutkan bahwa laporan keuangan harus menyajikan yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam membuat keputusan yang rasional. Rasio keuangan merupakan hasil bagi antara dua angka, yang mana dua angka berisikan item-item laporan keuangan (Beaver, 1966).

Pengertian rasio keuangan menurut James C Van Horne (2008) merupakan indeks yang menghubungkan dua angka akuntansi yang diperoleh dengan membagi satu angka dengan angka lainnya. Rasio keuangan digunakan untuk mengevaluasi kondisi keuangan dan kinerja perusahaan. Dari hasil rasio keuangan ini akan terlihat kondisi kesehatan perusahaan yang bersangkutan.

Menurut Hanafi dan Halim (2003), ada beberapa hal yang perlu diperhatikan dalam analisis laporan keuangan yaitu :

1. Dalam analisis, analis juga harus mengidentifikasi adanya *trend-trend* tertentu dalam laporan keuangan. Untuk itu laporan lima

atau enam tahun barangkali dapat digunakan untuk melihat munculnya *trend* tertentu.

2. Angka-angka yang berdiri sendiri sulit dikatakan baik tidaknya.

Untuk itu diperlukan pembanding yang dapat dipakai untuk melihat baik tidaknya angka yang dicapai oleh perusahaan. Rata-rata industri biasa dipakai sebagai pembanding, meskipun angka rata-rata industri ini barangkali bukan merupakan pembanding yang paling tepat karena beberapa hal, misal karena perbedaan karakteristik rata-rata perusahaan dalam industri dengan perusahaan tersebut. Alternatif lain apabila rata-rata industri tidak ada adalah dengan membandingkan perusahaan dengan perusahaan lain yang sejenis. Perusahaan yang menjadi pembanding dapat jadi perusahaan yang menjadi *leader* dalam industri.

3. Dalam analisis perusahaan, membaca dan menganalisis laporan keuangan dengan hati-hati adalah penting. Diskusi atau pernyataan-pernyataan yang melengkapi laporan keuangan, seperti diskusi strategi perusahaan, diskusi rencana ekspansi atau restrukturisasi, merupakan bagian integral yang harus dimasukkan dalam analisis.

4. Analisis barangkali akan memerlukan informasi lain. Semua informasi yang diperlukan bisa diperoleh melalui analisis mendalam laporan keuangan. Selain itu informasi tambahan

diluar laporan keuangan diperlukan. Informasi tambahan ini dapat memberi analisis yang lebih tajam lagi. Sebagai contoh analisis penurunan penjualan bila disertai dengan analisis perkembangan *market share* akan memberi pandangan baru kenapa penjualan dapat menurun.

Munawir (2002) menyatakan rasio keuangan pada dasarnya dapat digunakan :

- a. Untuk keperluan pengukuran kerja keuangan secara menyeluruh (*overall measures*).
- b. Untuk keperluan pengukuran profitabilitas atau *rentabilitas*, kemampuan perusahaan untuk memperoleh keuntungan dari operasinya (*profitability measures*).
- c. Untuk keperluan pengujian investasi (*test of investment utilization*).

2.1.5.1 Leverage

Leverage merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Perusahaan yang tidak mempunyai *leverage* berarti menggunakan modal sendiri 100%.

Dalam Amrullah (2007) penggunaan hutang itu sendiri bagi perusahaan mengandung tiga dimensi :

1. Pemberian kredit akan menitikberatkan pada besarnya jaminan atas kredit yang diberikan.
2. Dengan penggunaan hutang, maka apabila perusahaan mendapatkan keuntungan akan meningkat.
3. Dengan menggunakan hutang maka pemilik memperoleh dana dan tidak kehilangan kendali perusahaan. Para investor maupun kreditor akan mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas (Saharul dan Nizar, 2000).

Salah satu alat yang dipakai untuk mengukur *leverage* adalah dengan menggunakan *debt to equity ratio*. Semakin besar *leverage* perusahaan, semakin besar risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Burton, Adam & Hardwick, 1998). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya.

Semakin tinggi rasio ini berarti sebagian besar aset didanai dari hutang. Kondisi tersebut menyebabkan perusahaan dihadapkan pada *default risk* atau peringkat obligasi yang rendah. Semakin tinggi *leverage*, semakin besar risiko kegagalan perusahaan (Lina, 2010). Dengan demikian, semakin rendah *leverage* perusahaan akan semakin tinggi peringkat yang diberikan pada perusahaan (Burton et

al, 1998). Hasil penelitian yang dilakukan oleh Sari (2007), *leverage* secara signifikan dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi.

Para investor maupun kreditor akan mendapatkan manfaat sepanjang laba atas hutang perusahaan melebihi biaya bunga dan apabila terjadi kenaikan pada nilai pasar sekuritas. Semakin besar rasio *leverage* perusahaan, semakin besar risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan (Amrullah, 2007). Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya.

Dalam praktiknya, terdapat beberapa jenis rasio *leverage* yang sering digunakan perusahaan. Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam rasio *leverage* menurut J. Keown, Arthur et al. menggunakan rumus-rumus antara lain :

1. *Debt to Asset Ratio (Debt Ratio)*

Debt to Asset Ratio merupakan rasio utang yang digunakan untuk mengukur perbandingan antara total utang dengan total aktiva.

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}}$$

2. *Debt to Equity Ratio*

Debt to Equity Ratio merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan cara membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan.

$$\text{Debt to Equity Ratio} = \frac{\text{Total Utang (debt)}}{\text{Ekuitas (equity)}}$$

3. *Long Term Debt to Equity Ratio (LTDtER)*

LTDtER merupakan rasio antara utang jangka panjang dengan modal sendiri. Tujuannya adalah untuk mengukur berapa bagian dari setiap rupiah modal sendiri yang dijadikan jaminan utang jangka panjang dengan cara membandingkan antara utang jangka panjang dengan modal sendiri yang disediakan oleh perusahaan.

$$\text{LTDtER} = \frac{\text{long term debt}}{\text{Equity}}$$

4. *Time Interest Earned*

Time Interest Earned mengukur sejauh mana pendapatan dapat menurun tanpa membuat perusahaan merasa karen tidak mampu membayar biaya bunga tahunannya. Apabila perusahaan

tidak mampu membayar bunga, dalam jangka panjang menghilangkan kepercayaan dari para kreditor. Bahkan ketidakmampuan menutup biaya tidak juga menutup kemungkinan akan mengakibatkan adanya tuntutan hukum dari kreditur. Lebih dari itu, kemungkinan perusahaan menuju ke arah pailit semakin besar.

$$Time Interest Earned Ratio = \frac{EBIT}{Biaya Bunga (interest)}$$

5. *Fixed Charge Coverage*

Fixed Charge Coverage merupakan rasio yang menyerupai *Times Interest Earn Ratio*. Hanya saja perbedaannya adalah rasio ini dilakukan apabila perusahaan memperoleh utang jangka panjang atau menyewa aktiva berdasarkan kontrak sewa (*lease contract*). Biaya tetap merupakan biaya bunga ditambah kewajiban sewa tahunan atau jangka panjang.

$$Fixed Charge Coverage Ratio = \frac{Ebit + Bunga + Kewajiban Sewa}{Biaya Bunga + Kewajiban Sewa / lease}$$

2.1.5.2 Solvabilitas

Rasio Solvabilitas merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan utang.

Artinya berapa besar beban utang yang ditanggung perusahaan dibandingakan dengan aktivanya (Kasmir, 2009).

Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya pada saat perusahaan tersebut dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan perusahaan untuk memenuhi semua kewajiban baik jangka panjang maupun jangka pendek yang jatuh tempo. Dalam hal ini, semakin tinggi solvabilitas maka semakin baik peringkat obligasinya (Raharja dan Maylia, 2008). Menurut Kieso et al. dalam rasio solvabilitas dapat menggunakan rumus sebagai berikut :

1. *Cash Flow from Operating to Total Liabilities*

$$CFOTL = \frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{Total liabilities}}$$

2.1.5.3 Profitabilitas

Menurut Arief Sugiono (2009) Rasio Profitabilitas ini bertujuan untuk mengukur efektivitas manajemen yang tercermin pada imbalan atas hasil investasi melalui kegiatan perusahaan atau dengan kata lain mengukur kinerja perusahaan secara keseluruhan dan efisiensi dalam pengelolaan kewajiban dan modal. Adapun jenis-jenis rasio yang ada dalam rasio profitabilitas menurut J. Keown, Arthur et al. menggunakan rumus-rumus antara lain :

1. Gross Profit Margin

Rasio ini menunjukkan berapa besar keuntungan kotor yang diperoleh dari penjualan produk.

$$\text{Gross Profit Margin} = \frac{\text{Laba kotor}}{\text{Penjualan}}$$

2. Net Profit Margin atau Return on Sales (ROS)

Rasio ini menunjukkan berapa besar keuntungan bersih yang diperoleh perusahaan. Jika profit margin suatu perusahaan lebih rendah dari rata-rata industrinya, hal itu dapat disebabkan oleh harga jual perusahaan yang lebih rendah daripada perusahaan pesaing, atau harga pokok penjualan lebih tinggi daripada harga pokok penjualan perusahaan pesaing, ataupun kedua-duanya.

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{Penjualan bersih}}$$

3. Cash Flow Margin

Cash flow margin adalah persentase aliran kas dari hasil kas operasi terhadap penjualannya. *Cash flow margin* mengukur kemampuan perusahaan untuk mengubah penjualan menjadi aliran kas.

$$\text{Cash Flow Margin} = \frac{\text{Arus kas hasil operasi}}{\text{Penjualan bersih}}$$

4. *Return on Assets* (ROA) atau *Return on Investment* (ROI)

Rasio ini mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada. Atau rasio ini menggambarkan efisiensi pada dana yang digunakan dalam perusahaan. Oleh karena itu, sering pula rasio ini disebut *Return on Investment*. Semakin tinggi ROA, berarti perusahaan semakin mampu mendayagunakan aset dengan baik untuk memperoleh keuntungan.

$$\boxed{\text{ROA} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{Total aktiva}}}$$

5. *Return on Equity*

Rasio ini mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh modal yang ada. ROE merupakan salah satu indikator yang digunakan oleh pemegang saham untuk mengukur keberhasilan bisnis yang dijalani. Rasio ini dapat disebut juga dengan istilah rentabilitas modal sendiri.

$$\boxed{\text{ROE} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{Total ekuitas}}}$$

2.2 Penelitian yang Relevan

Sebagai acuan dan referensi untuk penelitian, maka berikut ini penelitian-penelitian sebelumnya yang relevan dengan penelitian ini :

1. Burton et al. (2000) melakukan penelitian pada perusahaan asuransi yang ada di UK. Hasil variabel yang signifikan adalah *leverage*,

profitability, liquidity, firm size, organization form, reinsurance, growth & business activity. Dalam penelitian Burton et al. menemukan bahwa terdapat pengaruh positif *leverage* terhadap peringkat obligasi, dimana semakin rendah *leverage*, maka semakin tinggi peringkat obligasi yang akan diperoleh oleh perusahaan tersebut.

2. Raharja dan Sari (2008) tentang Kemampuan Rasio Keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi menyatakan bahwa sebanyak lima rasio keuangan (*leverage*, likuiditas, solvabilitas, profitabilitas, dan produktivitas) yang diuji, didapatkan hasil bahwa kelima rasio-rasio keuangan tersebut berbeda antara perusahaan yang peringkat obligasinya masuk *investment grade* dan *non investment grade*. Kemampuan rasio keuangan untuk memprediksi peringkat obligasi (*investment grade* dan *non investment grade*) ditunjukkan oleh hasil pengujian dengan menggunakan MDA (*Multiple Discriminant Analysis*). Dari uji diskriminan tersebut terdapat empat variabel rasio keuangan yang dapat membentuk model prediksi. Keempat variabel rasio keuangan tersebut berasal dari rasio *leverage* dengan proksi *long term liabilities / total assets*, rasio likuiditas dengan proksi *current asset / current liabilities*, rasio solvabilitas dengan proksi *cash from operating / total liabilities*, rasio profitabilitas dengan proksi *operating income / sales* dan rasio produktivitas dengan proksi *sales / total assets*. Tingkat ketepatan yang diperoleh dalam

memprediksi peringkat obligasi dengan dua kategori mencapai 96,2% dengan nilai Z_{cu} sebesar 2,113. Dengan demikian model prediksi tersebut di atas dapat digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi khusunya bagi perusahaan manufaktur di Indonesia.

3. Ouni & Omri (2010) tentang *Financial Attributes, Corporate Governance and Target Credit Rating*. melakukan penelitian pada 571 American Firms. Hasil variabel yang berpengaruh positif dan signifikan adalah *size, profitability, liquidity, tangibility, size of the board property of manager, bonus of the manager*. Hasil variabel yang tidak berpengaruh signifikan adalah *innovation, independence of the board, block holdings*.
4. Sumarto (2010), tentang Memprediksi Tingkat Obligasi Perusahaan Manufaktur yang *Listing* di BEI menyatakan bahwa hasil penelitian menunjukkan bahwa profitabilitas tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi. Artinya rasio tersebut mampu digunakan untuk memprediksi peringkat obligasi dimasa mendatang. Ukuran perusahaan (*Size*), tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Tidak ada perbedaan yang signifikan antara umur obligasi (*Maturity*) dalam memprediksi peringkat obligasi.

5. Maharti dan Daljono (2011), Analisis Faktor-Faktor yang Memengaruhi Peringkat Obligasi. Menggunakan alat *ordinal regression analysis*. Hasil tabel McFadden menunjukkan bahwa sebesar 15,3% peringkat obligasi dapat dijelaskan oleh variasi variabel profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan, *leverage*, dan jaminan. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa tidak ada variabel independen (profitabilitas, likuiditas, ukuran perusahaan dan ketersediaan jaminan) yang signifikan pada tingkat 0,05. Namun pada tingkat 0,10 ada satu variabel yang signifikan yaitu *leverage*. Hasilnya diinterpretasikan penilaian tidak difokuskan pada rasio utang saja tetapi juga *point* kredibilitas perusahaan.

2.3 Kerangka Pikir Penelitian

Penelitian ini mengangkat isu tentang apakah rasio keuangan merupakan prediktor dalam memprediksi peringkat obligasi yang akan datang dan rasio manakah yang berpengaruh positif dan signifikan. Pemilihan variabel-variabel dalam penelitian ini mengacu pada variabel-variabel yang signifikan pada penelitian Raharja dan Sari (2008). Pada penelitian ini digunakan tiga rasio keuangan yaitu : Rasio *leverage* dengan (proksi *Long Term Liabilities / Total Asset*), rasio solvabilitas (*Cash Flow from Operating Total Liabilities*) dan rasio profitabilitas (*Operating Income / Sales*).

Penelitian ini ingin menguji apakah ketiga rasio dan proksi tersebut dapat membentuk model prediksi peringkat obligasi agen pemeringkat PT. PEFINDO dengan tahun pengamatan yang berbeda (2013-2016).

1. Rasio *Leverage*

Menurut Kasmir (2008) rasio *leverage* adalah rasio yang digunakan untuk mengukur seberapa besar aktiva yang dimiliki perusahaan berasal dari hutang atau modal. *Leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Apabila *leverage* menunjukkan nilai tinggi, maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan *leverage* yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar. Tetapi apabila utang tersebut dapat dimanfaatkan dengan baik oleh perusahaan untuk investasinya, maka semakin tinggi leverage semakin tinggi juga peringkat obligasinya. Dengan demikian *Leverage* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

2. Rasio Solvabilitas

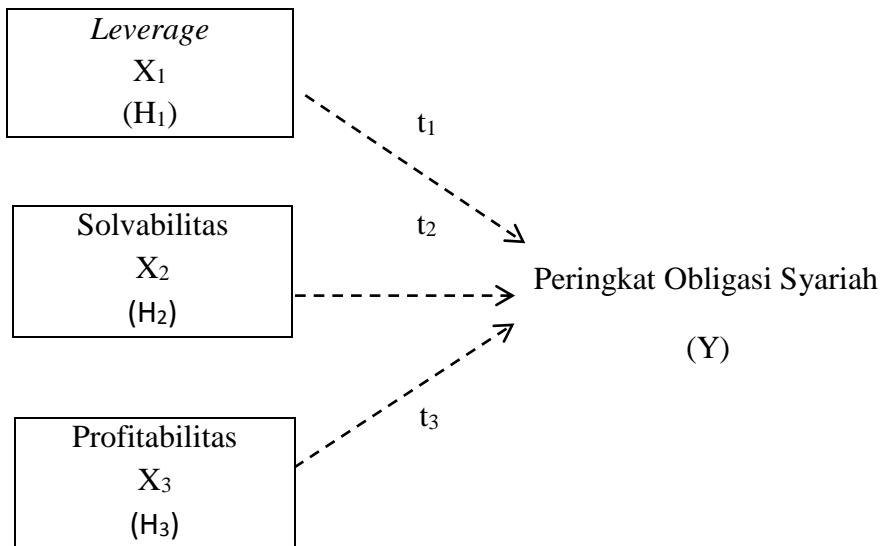
Menurut Sugiarso dan Winarni (2005) rasio solvabilitas adalah rasio yang mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan untuk membayar semua utang-utangnya, baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang. Apabila solvabilitas tinggi maka

kemungkinan obligasi tersebut masuk pada *investment grade*, karena dengan keadaan tersebut perusahaan mempunyai kemampuan untuk melunasi segala kewajibannya tepat pada waktunya. Dengan demikian Solvabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

3. Rasio Profitabilitas

Menurut Gitman (2003) Rasio profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan perusahaan. Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Apabila profitabilitas tinggi, maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*, karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien. Penelitian Manurung et al. (2008) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Dengan demikian profitabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

2.4 Paradigma Penelitian



Gambar 1. Model Paradigma Penelitian

-----> : Pengaruh variabel secara parsial

2.5 Hipotesis Penelitian

Berdasarkan landasan teori dan kerangka pikir di atas, maka Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

H₁ : DER berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah

H₂ : CFOTL berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah

H₃ : ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Desain Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kausalitas dimana terdapat hubungan antara dua variabel atau lebih. Hubungan dalam penelitian ini merupakan hubungan kausal yaitu sebab akibat, dimana ada variabel eksogen (bebas) yaitu variabel yang memengaruhi variabel endogen (terikat) yaitu variabel yang dipengaruhi. Penelitian kausalitas merupakan penelitian yang mengidentifikasi hubungan sebab-akibat antara variabel-variabel pembentuk model dengan menggunakan pendekatan kuantitatif (Sugiyono, 2003). Berdasarkan jenis datanya, penelitian ini dikategorikan sebagai penelitian kuantitatif. Penelitian kuantitatif adalah penelitian untuk menggambarkan keadaan perusahaan yang dilakukan dengan analisis berdasarkan data kuantitatif yang didapatkan (Sugiyono, 2003).

Berdasarkan tingkat eksplanasinya penelitian ini tergolong sebagai penelitian asosiatif kausalitas. Menurut Gujarati (2005), penelitian asosiatif kausalitas merupakan penelitian yang bertujuan untuk mengetahui hubungan (korelasi) sebab akibat antara dua variabel atau lebih, yaitu variabel independen atau bebas terhadap variabel dependen atau terikat. Dalam penelitian ini variabel dependennya adalah Peringkat Obligasi Syariah, sedangkan variabel independennya adalah Rasio *Leverage*, Rasio Solvabilitas dan Rasio Profitabilitas.

Penelitian ini merupakan penelitian yang menggunakan sumber data sekunder yang bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit tahun 2013 sampai 2016 yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data peringkat obligasi yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD). Data tersebut diambil dari periode 2013 sampai dengan periode 2016. Variabel-variabel yang digunakan yaitu peringkat obligasi, rasio *leverage* (DER), rasio solvabilitas (CFOTL) dan rasio profitabilitas (ROA).

Peringkat obligasi yang dijadikan sebagai sampel adalah peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo karena jasa pemeringkatan obligasi didominasi oleh PT. Pefindo dibanding agen pemeringkat efek lainnya. Alasan memilih sektor non keuangan adalah karena merupakan sektor yang paling dominan dan paling banyak terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

3.2 Definisi Operasional Variabel

1. Variabel Dependental

Variabel dependen merupakan variabel yang dipengaruhi oleh variabel-variabel independen. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah Peringkat Obligasi Syariah. Variabel ini dilihat berdasarkan peringkat yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO yang secara umum terbagi menjadi dua yaitu *investment grade* (AAA, AA, A dan BBB) dan *non investment* (BB, B, CCC dan D).

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya karena pada penelitian ini peneliti memakai kriteria obligasi yang *high investment* (AAA, AA dan A) dan *low investment* (BBB). Variabel ini mengukur tingkat peringkat obligasi perusahaan non keuangan dengan memberi nilai pada masing-masing kategori peringkat dengan mengacu pada penelitian terdahulu oleh Magreta & Nurmayanti (2009). Skala pengukurannya adalah skala nominal. Dengan skala ini pengukuran dilakukan dengan memberikan nilai (1) untuk obligasi yang *high investment* dan (0) untuk obligasi yang *low investment* karena variabel dependennya merupakan variabel *dummy*.

2. Variabel Independen

Variabel independen merupakan variabel yang memengaruhi variabel dependen. Variabel independen dalam penelitian ini terdiri dari :

a. Rasio *Leverage*

1) *Debt to Equity Ratio* (DER)

DER merupakan rasio yang digunakan untuk menilai utang dengan ekuitas. Rasio ini dicari dengan membandingkan antara seluruh utang, termasuk utang lancar dengan seluruh ekuitas. Rasio ini berguna untuk mengetahui jumlah dana yang disediakan peminjam (kreditor) dengan pemilik perusahaan.

$$\boxed{\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{total utang (debt)}}{\text{ekuitas (equity)}}}$$

b. Rasio Solvabilitas

1) *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL)

CFOTL mengukur kemampuan perusahaan untuk melunasi kewajiban totalnya dalam satu tahun dari operasinya.

$$\boxed{\text{CFOTL} = \frac{\text{Cash Flow from Operations}}{\text{total liabilities}}}$$

c. Rasio Profitabilitas

1) *Return on Assets* (ROA)

ROA ini untuk mengukur tingkat pengembalian dari bisnis atas seluruh aset yang ada. Atau rasio ini menggambarkan efisiensi pada dana yang digunakan dalam perusahaan. Oleh karena itu, sering pula rasio ini disebut *Return on Investment*. Semakin tinggi ROA, berarti perusahaan semakin mampu mendayagunakan aset dengan baik untuk memeroleh keuntungan.

$$\boxed{\text{ROA} = \frac{\text{laba bersih}}{\text{total aktiva}}}$$

3.3 Tempat dan Waktu Penelitian

Penelitian ini akan dilakukan pada perusahaan non-keuangan yang menggunakan sumber data sekunder yang bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit tahun 2013 sampai 2016 yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data peringkat obligasi yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD). Data tersebut diambil dari periode 2013 sampai dengan periode 2016.

3.4 Populasi dan Sampel

Populasi adalah wilayah generalisasi yang terdiri atas obyek atau subyek yang mempunyai kualitas dan karakteristik tertentu yang diterapkan oleh peneliti untuk mempelajari dan kemudian ditarik kesimpulannya (Sugiyono, 2009). Populasi yang diambil dalam penelitian ini adalah perusahaan non-kuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013-2016.

Sampel adalah bagian dari populasi dan dianggap mewakili seluruh populasi. Sampel dalam penelitian ini ditentukan dengan menggunakan teknik *purposive sampling* yang mebatasi pemilihan sampel berdasarkan kriteria tertentu. Kriteria perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Obligasi syariah yang tercatat aktif berturut-turut diperdagangkan antara Januari 2013 - Desember 2016.

2. Obligasi syariah yang masih beredar selama periode pengamatan, sehingga dapat diperoleh keterangan tentang obligasi.
3. Obligasi syariah yang terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo.
4. Obligasi syariah yang bukan termasuk dalam *non-investment grade*.

3.5 Jenis Data dan Teknik Pengumpulan Data

Data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data yang didapatkan tersebut bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD). Laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit tahun 2013 sampai 2016 yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data peringkat obligasi yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD).

Data tersebut diambil dari periode 2013 sampai dengan periode 2016.

Metode pengumpulan data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode 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 Directory* (IBMD), 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).

3.6 Teknik Analisis Data

Teknis analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah statistik deskriptif dengan metode regresi logistik. Karena menurut Ghozali (2005) metode ini cocok digunakan untuk penelitian yang variabel independennya bersifat kategorikal (nominal atau *non-metrik*) dan variabel independennya kombinasi antara *metrik* dan *non-metrik*. Regresi logistik yang digunakan untuk menguji apakah variabel rasio leverage (DER), rasio solvabilitas (CFOTL) dan rasio profitabilitas (ROA) berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah.

1. Pengujian Hipotesis

Regresi logistik sebetulnya mirip dengan analisis diskriminan yaitu ketika kita ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel terikat dapat diprediksi dengan variabel bebasnya. Namun demikian, asumsi *multivariate normal distribution* tidak dapat dipenuhi karena variabel bebas merupakan campuran antara variabel kontinyu (*metrik*) dan kategorial (*non-metrik*). Jadi regresi logistik umumnya dipakai jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi (Ghozali, 2005).

Model Regresi logistik adalah non linier maka metode OLS tidak dapat digunakan. Estimasi dilakukan dengan metode *maximum likelihood* (ML). Didalam regresi dengan menggunakan metode *maximum likelihood* tidak perlu mencari koefisien regresi yang mampu meminimumkan jumlah residual kuadrat sebagaimana

metode OLS dalam regresi linier berganda. Metode *maximum likelihood* adalah mencari koefisien regresi sehingga probabilitas kejadian dari variabel dependen dapat setinggi mungkin atau dapat semaksimum mungkin. Besarnya probabilitas yang memaksimumkan kejadian ini disebut dengan *log of likelihood* (LL). Dengan demikian, nilai LL ini merupakan ukuran kebaikan garis regresi logistik didalam metode *maximum likelihood* sebagaimana jumlah residual kuadrat didalam garis regresi linier (Agus Widarjono, 2009).

Model regresi logistik ini, menilai angka -2 *log likelihood* pada awal (blok number = 0) dan angka -2 *log likelihood* pada blok number = 1, jika terjadi penurunan angka -2 *log likelihood* maka menunjukkan model regresi yang baik. *Log likelihood* pada regresi logistik mirip dengan pengertian “*sum of squared error*” pada model regresi, sehingga penurunan *log likelihood* menunjukkan model regresi yang baik.

a. Menilai Keseluruhan Model (*Overall Model Fit*)

Menilai angka -2 *log likelihood* pada awal (*block number* = 0) dan angka -2 *log likelihood* pada *block number* = 1, jika terjadi penurunan angka -2 *log likelihood*, maka menunjukkan model regresi yang baik. *Log likelihood* pada regresi logistik mirip dengan pengertian “*sum of squared error*” pada model regresi,

sehingga penurunan *log likelihood* menunjukkan model regresi yang baik.

b. Koefisien Determinasi (Nilai *Nagel Karke R²*)

Nagel Karke R Square merupakan modifikasi dari koefisien *Cox* dan *Snell's* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 sampai 1. Hal ini dilakukan dengan cara membagi nilai *Cox* dan *Snell's* R^2 dengan nilai maksimumnya. Nilai *Nagel Karke R²* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*. Tujuannya adalah untuk mengetahui seberapa besar kombinasi variabel independen yang terdiri dari rasio *leverage* (DER), rasio solvabilitas (CFOTL) dan rasio profitabilitas (ROA) mampu menjelaskan peringkat obligasi syariah.

c. Menguji Kebaikan Model (*goodness of fit test*)

Menguji Ha bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data, sehingga model dapat dikatakan fit). Dasar pengambilan keputusannya adalah nilai *goodness of fit test* yang diukur dengan nilai *chi square* pada bagian bawah uji *Hosmer* dan *Lameshow* :

- 1) Jika probabilitas > 0,05, Hipotesis diterima
- 2) Jika probabilitas < 0,05, Hipotesis ditolak

BAB IV

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

A. Deskripsi Data

Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui apakah dengan menggunakan pendekatan rasio keuangan (*leverage*, solvabilitas, dan profitabilitas) dapat memprediksi peringkat obligasi syariah perusahaan dan untuk menguji variabel-variabel manakah yang memiliki kemampuan signifikan dalam membentuk model dan berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data diperoleh dari laporan keuangan perusahaan non-keuangan yang bersumber dari *Indonesia Capital Market Directory* (ICMD), laporan keuangan tahunan perusahaan yang telah diaudit tahun 2013 sampai 2016 yang dipublikasikan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data peringkat obligasi yang diperoleh dari *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD).

Teknik yang digunakan untuk pengambilan sampel dalam penelitian menggunakan *purposive sampling* yaitu pengambilan sampel dengan kriteria tertentu yang sudah ditentukan sebelumnya. Berdasarkan teknik pengambilan sampel tersebut diperoleh 12 perusahaan yang sesuai dengan kriteria. Kriteria yang digunakan dalam pengambilan sampel penelitian ini sebagai berikut:

1. Obligasi syariah yang tercatat aktif berturut-turut diperdagangkan antara Januari 2013 - Desember 2016.
2. Obligasi syariah yang masih beredar selama periode pengamatan, sehingga dapat diperoleh keterangan tentang obligasi.

3. Obligasi syariah yang terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo.
4. Obligasi syariah yang bukan termasuk dalam *non-investment grade*.

Setelah dilakukan pengolahan data dan dilakukan uji statistik menggunakan SPSS 20, maka hasil statistik yang diperoleh dari data variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1) Data Statistik Deskriptif

Hasil analisis data penelitian akan diuraikan dengan statistik deskriptif yang disajikan sebagai berikut ini:

Tabel 3. Statistik Deskriptif

Variabel	Peringkat Obligasi	N	Mean	SD	Min	Max
DER	<i>Low Investment</i>	19	1,63679	0,597130	0,464	2,692
	<i>High Investment</i>	29	2,18152	1,339916	0,447	5,374
	Total	48	1,96590	1,130758	0,447	5,374
CFOTL	<i>Low Investment</i>	19	0,10884	0,096911	0,001	0,380
	<i>High Investment</i>	29	0,21866	0,190094	0,002	0,834
	Total	48	0,17519	0,167540	0,001	0,834
ROA	<i>Low Investment</i>	19	0,02821	0,019985	0,003	0,072
	<i>High Investment</i>	29	0,10710	0,167427	0,004	0,919
	Total	48	0,07588	0,135547	0,003	0,919

Sumber: Lampiran 7, Halaman 86

Hasil analisis deskriptif tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut:

2) *Debt to Equity Ratio* (DER)

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) kategori *low investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 1,63679 dan nilai SD untuk adalah 0,597130. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa besarnya *Debt to Equity Ratio* (DER) kategori *low investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,464 sampai 2,692.

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) kategori *high investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 2,18152 dan nilai SD untuk adalah 1,339916. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa besarnya *Debt to Equity Ratio* (DER) kategori *high investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,447 sampai 5,374.

3) *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL)

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) kategori *low investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 0,10884 dan nilai SD untuk adalah 0,096911. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa besarnya *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) kategori *low investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,001 sampai 0,380.

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) kategori *high investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 0,21866 dan nilai SD untuk adalah 0,190094. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa besarnya *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) kategori *high investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,002 sampai 0,834.

4) *Return on Assets* (ROA)

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Return on Assets* (ROA) kategori *low investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 0,02821 dan nilai SD untuk adalah 0,019985. Hasil tersebut juga menunjukkan

bahwa besarnya *Return on Assets* (ROA) kategori *low investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,003 sampai 0,072.

Data penelitian yang diperoleh untuk variabel *Return on Assets* (ROA) kategori *high investment* diperoleh nilai *mean* untuk adalah 0,10710 dan nilai SD untuk adalah 0,167427. Hasil tersebut juga menunjukkan bahwa besarnya *Return on Assets* (ROA) kategori *high investment* yang menjadi sampel penelitian ini berkisar antara 0,004 sampai 0,919.

B. Hasil Penelitian

Teknis analisis data yang digunakan pada penelitian ini adalah statistik deskriptif dengan metode regresi logistik. Karena menurut Ghozali (2005) metode ini cocok digunakan untuk penelitian yang variabel independennya bersifat kategorikal (nominal atau *non-metrik*) dan variabel independennya kombinasi antara *metrik* dan *non-metrik*. Regresi logistik yang digunakan untuk menguji apakah variabel rasio *leverage* (DER), rasio solvabilitas (CFOTL) dan rasio profitabilitas (ROA) dapat berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah. Hasil analisis dengan metode regresi logistik disajikan sebagai berikut:

1. Menilai Keseluruhan Model (*Overall Model Fit*)

Menilai keseluruhan model (*overall model fit*) dengan menggunakan angka $-2 \log likelihood$ pada awal (*block number = 0*) dan angka $-2 \log likelihood$ pada *block number = 1*, jika terjadi penurunan angka $-2 \log$

likelihood, maka menunjukkan model regresi yang baik. Hasil *Log likelihood* disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 4. Hasil Uji Log Likelihood pada Block 0

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients	
		Constant	
Step 0	1	64,444	,417
	2	64,443	,423
	3	64,443	,423

Sumber: Lampiran 9. Halaman 88.

Tabel 5. Hasil Uji Log Likelihood pada Block 1

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients			
		Constant	DER	CFOTL	ROA
Step 1	51,331	-1,475	0,482	3,901	3,425
	45,198	-2,288	0,592	5,651	12,017
	42,055	-3,096	0,679	6,924	23,585
	41,455	-3,554	0,759	7,378	31,157
	41,426	-3,675	0,785	7,440	33,289
	41,425	-3,682	0,787	7,442	33,409
	41,425	-3,682	0,787	7,442	33,410

Sumber: Lampiran 9. Halaman 89.

Berdasarkan hasil analisis *log likelihood* di atas diketahui bahwa angka -2 *log likelihood* pada awal (*block number* = 0) sebesar 64,444 dan angka -2 *log likelihood* pada *block number* = 1 sebesar 45,198, sehingga hasil ini menunjukkan terjadinya penurunan angka -2 *log likelihood*, maka dapat disimpulkan bahwa model regresi dalam penelitian ini adalah baik, artinya model yang dihipotesiskan fit dengan data.

2. Koefisien Determinasi (Nilai *Nagelkarke R*²)

Nagelkarke R Square merupakan modifikasi dari koefisien *Cox* dan *Snell's* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 sampai 1. Nilai *Nagelkarke R*² dapat diinterpretasikan seperti nilai *R*² pada *multiple*

regression. Tujuannya adalah untuk mengetahui seberapa besar kombinasi variabel independen yang terdiri dari rasio *leverage* (DER), rasio solvabilitas (CFOTL) dan rasio profitabilitas (ROA) mampu menjelaskan peringkat obligasi syariah. Hasil Uji *Nagelkarke R²* disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 6. Hasil Uji Nagelkarke R²

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	41,425	0,381	0,516

Sumber: Lampiran 9. Halaman 90.

Hasil uji *Nagelkerke R²* pada penelitian ini diperoleh nilai *Nagelkerke R²* sebesar 0,516. Hal ini menunjukkan bahwa peringkat obligasi syariah dipengaruhi oleh rasio *leverage* (DER), rasio solvabilitas (CFOTL), dan rasio profitabilitas (ROA) sebesar 51,6%, sedangkan sisanya sebesar 48,4% dipengaruhi oleh faktor lain yang tidak diteliti dalam penelitian ini.

3. Menguji Kebaikan Model (*Goodness of Fit Test*)

Pengujian *goodness of fit test* bertujuan untuk menguji apakah data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data, sehingga model dapat dikatakan *fit*). Dasar pengambilan keputusannya adalah nilai *goodness of fit test* yang diukur dengan nilai *chi square* pada bagian bawah uji *Hosmer* dan *Lameshow* jika probabilitas $>0,05$, maka model dapat dikatakan *fit*. Hasil uji uji *Hosmer* dan *Lameshow* disajikan pada tabel di bawah ini:

Tabel 7. Hasil Uji Hosmer dan Lameshow

Step	Chi-square	Df	Sig.
1	8,335	8	0,401

Sumber: Lampiran 9. Halaman 90.

Hasil analisis diperoleh *chi square* sebesar 8,335 dengan signifikansi *sebesar* 0,401. Ternyata nilai signifikansi tersebut lebih besar dari $\alpha=0,05$ ($0,401>0,05$), maka model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya.

4. Pengujian Hipotesis dengan Uji Wald

Analisis regresi logistik bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen yang berbentuk variabel *dummy*. Ringkasan hasil uji *logistic regression* dapat dilihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 8. Hasil Uji Logistic Regression

	Variabel	B	S.E.	Wald	df	Sig.
Step 1	DER	0,787	0,409	3,692	1	0,055
	CFOTL	7,442	4,104	3,289	1	0,070
	ROA	33,410	13,766	5,890	1	0,015
	Constant	-3,682	1,263	8,498	1	0,004

Sumber: Lampiran 9. Halaman 91.

Dari hasil analisis regresi logit tersebut diketahui persamaan regresi logit sebagai berikut:

$$Y = -3,682 + 0,787X_1 + 7,442X_2 + 33,410X_3 + e$$

Selanjutnya dilakukan pengujian hipotesis dilakukan dengan uji *Wald* untuk mengetahui pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Penjelasan hasil uji *Wald* untuk masing-masing variabel independen disajikan sebagai berikut:

a. *Debt to Equity Ratio* (DER)

Nilai koefisien variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) bernilai positif sebesar 0,787 artinya apabila DER mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel DER diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,055 lebih besar dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif sebesar 0,787 berarti hipotesis yang menyatakan “DER berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah” **ditolak**.

b. *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL)

Nilai koefisien variabel *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) bernilai positif sebesar 7,442 artinya apabila *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel CFOTL diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,070 lebih besar dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif sebesar 7,442 berarti hipotesis yang menyatakan “CFOTL berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah” **ditolak**.

c. *Return on Assets* (ROA)

Nilai koefisien variabel *Return on Assets* (ROA) bernilai positif sebesar 33,410 artinya apabila ROA mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel DER diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,015 lebih kecil dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif

sebesar 33,410 berarti hipotesis yang menyatakan “ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah” **diterima**.

C. Pembahasan

1. Pengaruh DER terhadap Peringkat Obligasi Syariah

Hasil statistik uji *wald* diperoleh nilai koefisien variabel *Debt to Equity Ratio* (DER) bernilai positif sebesar 0,787 artinya apabila DER mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel DER diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,055 lebih besar dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif sebesar 0,787; hal ini berarti penelitian ini belum berhasil membuktikan hipotesis pertama yang menyatakan “DER berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah”.

Faktor pertama yang mempengaruhi peringkat obligasi syariah adalah *leverage*. *Leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio ini digunakan untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasinya. Apabila *leverage* menunjukkan nilai tinggi, maka perusahaan tersebut kemungkinan masuk kategori *non-investment grade*, dengan *leverage* yang tinggi risiko yang dihadapi semakin besar. Tetapi apabila utang tersebut dapat dimanfaatkan dengan baik oleh perusahaan untuk investasinya, maka semakin tinggi *leverage* semakin tinggi juga peringkat obligasinya.

Hasil penelitian ini belum mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Burton et al. (2000). Hasil variabel yang signifikan adalah *leverage, profitability, liquidity, firm size, organization form, reinsurance, growth & business activity*. Dalam penelitian Burton et al. menemukan bahwa terdapat pengaruh positif *leverage* terhadap peringkat obligasi, dimana semakin rendah *leverage*, maka semakin tinggi peringkat obligasi yang akan diperoleh oleh perusahaan tersebut.

2. Pengaruh CFOTL terhadap Peringkat Obligasi Syariah

Hasil statistik uji *wald* diperoleh nilai koefisien variabel *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) bernilai positif sebesar 7,442 artinya apabila *Cash Flow from Operations to Total Assets* (CFOTL) mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel CFOTL diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,070 lebih besar dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif sebesar 7,442; berarti penelitian ini belum berhasil membuktikan hipotesis kedua yang menyatakan “CFOTL berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah”.

Faktor kedua yang memengaruhi peringkat obligasi syariah adalah solvabilitas yang diproksikan dengan *Cash Flow from Operations to Total Assets*. Menurut Sugiarso dan Winarni (2005) rasio solvabilitas adalah rasio yang mengukur sejauh mana kemampuan perusahaan untuk membayar semua utang-utangnya, baik utang jangka pendek maupun utang jangka panjang. 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.

Hasil penelitian ini belum mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Raharja dan Sari (2008) tentang Kemampuan Rasio Keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi menyatakan bahwa rasio solvabilitas dengan proksi *cash from operating/total liabilities* mampu memprediksi peringkat obligasi.

3. Pengaruh ROA terhadap Peringkat Obligasi Syariah

Hasil statistik uji *wald* diperoleh nilai koefisien variabel *Return on Assets* (ROA) bernilai positif sebesar 33,410 artinya apabila ROA mengalami kenaikan, maka akan diikuti peningkatan peringkat obligasi syariah. Hasil statistik uji *Wald* untuk variabel DER diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,015 lebih kecil dari toleransi kesalahan $\alpha=0,05$ dan koefisien regresi bernilai positif sebesar 33,410; berarti penelitian ini berhasil membuktikan hipotesis ketiga yang menyatakan “ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah”.

Faktor ketiga yang memengaruhi peringkat obligasi syariah adalah profitabilitas yang diprosikan dengan ROA. Menurut Gitman (2003) Rasio profitabilitas merupakan hasil bersih dari sejumlah kebijakan dan keputusan perusahaan. Rasio profitabilitas mengukur seberapa besar kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Apabila profitabilitas tinggi, maka obligasi tersebut kemungkinan akan masuk pada *investment grade*,

karena pendapatan operasi yang tinggi mengindikasikan bahwa perusahaan bekerja dengan efisien. Penelitian Manurung et al. (2008) menemukan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Raharja dan Sari (2008) tentang Kemampuan Rasio Keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi menyatakan bahwa rasio profitabilitas mampu memprediksi peringkat obligasi.

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan di bab sebelumnya, maka kesimpulan dari penelitian ini adalah:

1. DER tidak berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah, hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 0,787 dan nilai signifikansi sebesar 0,055.
2. CFOTL tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi syariah, hal ini dibuktikan dengan koefisien regresi sebesar 7,442 dan nilai signifikansi sebesar 0,070.
3. ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah, hal ini dibuktikan dengan nilai koefisien regresi sebesar 33,410 dan nilai signifikansi sebesar 0,015.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini telah diupayakan untuk memperoleh hasil yang maksimal, namun pada kenyataannya dalam penelitian ini masih terdapat kekurangan-kekurangan yang disebabkan oleh keterbatasan, diantaranya sebagai berikut.

1. Penelitian ini hanya mengambil jangka waktu 4 tahun yaitu dari tahun 2013 sampai dengan 2016, sehingga data yang diambil ada kemungkinan kurang mencerminkan kondisi perusahaan dalam jangka panjang.

2. Model penelitian yang relatif sederhana karena hanya mengungkap rasio keuangan (*leverage*, solvabilitas, dan profitabilitas) dalam memprediksi peringkat obligasi syariah perusahaan. Terdapat masih banyak kemungkinan variabel faktor lain yang berpengaruh namun tidak dimasukkan dalam penelitian ini seperti: *liquidity, firm size, organization form, reinsurance, growth & business activity*.

5.3 Saran

Berdasarkan kesimpulan yang diuraikan di atas, dapat diberikan beberapa saran sebagai berikut:

1. Bagi Investor

Berdasarkan hasil penelitian diketahui bahwa terdapat pengaruh Profitabilitas terhadap Peringkat Obligasi Syariah. Oleh karena itu, bagi para investor disarankan untuk memperhatikan faktor Profitabilitas tersebut sebagai alat untuk memprediksi obligasi yang mereka incar sebagai pilihan investasi, sehingga tujuan untuk memperoleh laba dapat tercapai.

2. Bagi Penelitian Selanjutnya

Bagi peneliti selanjutnya yang menggunakan penelitian yang sama disarankan untuk menambahkan variabel yang belum dimasukkan dalam penelitian ini. Selain itu, diharapkan juga untuk menambah jumlah tahun pengamatan, sehingga akan diperoleh gambaran tentang kondisi perusahaan serta pengaruhnya terhadap peringkat obligasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Almilia, Luciana Spica dan Vieka Devi. (2007). “Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia”, *Seminar Nasional Manajemen SMART*. Universitas Kristen Maranatha Bandung.
- Amrullah, Karim.(2007). “Kemampuan Rasio Keuangan sebagai Alat untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur.” *Skripsi* Universitas Negeri Semarang.
- Andry, Wydia.(2005). “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi”, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Bambang, Riyanto. (2011). “*Dasar-dasar Pembelanjaan Perusahaan*”, Yogyakarta: BPFE.
- Beaver W. H., C. Shakespeare dan M. T. Soliman. (2004). “Differential Properties in the Ratings of Certified vs Non-Cerified Bond Rating Agencies”.SBRN *Working Paper*.
- Brister, B. M., R. E. Kennedy, dan P. Liu. (1994). “The Regulation Effect of Bond Rating on Yield ”. *Journal of Finance*, 510-531.
- Darmadji T danFakhrudin H,.(2001). “*Pasar Modal Indonesia*”, Salemba Empat, Jakarta.
- F. Brigham, Eugene dan F. Houston, Joel. (2009). “*Fundamentals of Financial Management, Dasar-dasar Manajemen Keuangan*”, Edisi 10, Salemba Empat, Jakarta.
- Gerry Smith H. (2014). “Independensi Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam melaksanakan Mediasi”, *Jurnal* Universitas Atma Jaya Yoyakarta.
- Ghozali, Imam. (2005). “*Aplikasi Analisis Multivariat dengan Program IBM SPSS 19*”. Edisi 5, Badan Penerbit Universitas Negeri Semarang.
- H. Manurung, Adler dkk. (2002) “Hubungan Rasio-rasio Keuangan dengan Peringkat Obligasi”, *Jurnal* Universitas Perbanas.
- Hadianto, Bram dan Veronica Wijaya, M. Sienly. (2010)“Prediksi Kebijakan Utang, Profitabilitas, Likuiditas, Ukuran dan Status Perusahaan Terhadap Kemungkinan Penentuan Peringkat Obligasi: Studi Empirik pada Perusahaan yang menerbitkan obligasi di Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan* Tahun 3, No. 3,.
- Hafizi Ab Majid, Shahida Shahimi dan Mohd Hafizuddin Syah Bangaan Abdullah. (2003).“Sukuk Defaults and Its Implication: A Case Study of Malaysian

Capital Market”, *Jurnal International Conference on Islamic Economics and Finance*.

Hasnawati dan Dirja. (2008) “Pengaruh Faktor Current Ratio, Debt to Equity Ratio, Return on Assets, Size, dan Maturity terhadap Prediksi Peringkat Obligasi”, *Jurnal Manajemen*.

J. Keown, Arthur et al.(2001). “*Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*”. Buku 1, Salemba Empat, Jakarta.

Kasmir.(2008). “*Analisis Laporan Keuangan*”. Raja Grafindo Persada, Jakarta.

Magreta dan Nurmayanti, Poppy. (2009). “Faktor-faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi”, *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*. Universitas Riau.

Neneng Sudaryanti, Ahmad Affandi Mahfudz dan Ries Wulandari.(2011) “Analisis Determinan Peringkat Sukuk dan Peringkat Obligasi di Indonesia”, *Jurnal STEI TAZKIA. Islamic Finance & Business Review*.

Ni Made Estiyanti dan Gerianta Wirawan Yasa.(2012) ‘Pengaruh Faktor Keuangan dan Non-Keuangan pada Peringkat Obligasi di Bursa Efek Indonesia” *Jurnal Manajemen Keuangan*. Universitas Udayana.

Raharja dan Sari. (2008). “Kemampuan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi (PT. Kasnic Credit Rating). ”*Jurnal Maksi*, Vol. 8, No. 2.

Sari. (2008). “*Kekonsistennan Rasio Keuangan dalam Memprediksi Peringkat Obligasi antar Agen Pemeringkat (PT. 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.”*Jurnal Keuangan*.

Sutedi, Adrian. (2009). “*Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*”. Jakarta: SinarGrafika.

Wolk, H.I., M.G. Tearney, dan J.L. Dodd. (2001). “*Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach*”, Fifth Edition. Ohio: South-Western College Publishing.

LAMPIRAN

Lampiran 1. Daftar Nama Perusahaan

No	Nama Perusahaan
1.	Adhi Karya (Persero)
2.	Aneka Gas Industri
3.	Indosat Tbk
4.	Lotte <i>Chemical</i> Titan Nusantara
5.	Matahari Putra Prima
6.	Mayora Indah
7.	Mitra Adiperkasa Tbk
8.	Perusahaan Listrik Negara
9.	Pupuk Kalimantan Timur
10.	Salim Ivomas Pratama
11.	Sumberdaya Sawetama
12.	Tiga Pilar Sejahtera Food

Lampiran 2. Data Induk Penelitian

No	Nama Perusahaan	Tahun	Peringkat Obligasi	KODE	DER	CFOTL	ROA
1	Adhi Karya (Persero)	2013	A	1	5,278	0,070	0,042
2	Adhi Karya (Persero)	2014	A	1	5,374	0,111	0,031
3	Adhi Karya (Persero)	2015	A	1	2,247	0,021	0,028
4	Adhi Karya (Persero)	2016	BBB	0	2,692	0,120	0,016
5	Aneka Gas Industri	2013	BBB	0	2,149	0,126	0,031
6	Aneka Gas Industri	2014	BBB	0	1,998	0,005	0,018
7	Aneka Gas Industri	2015	BBB	0	1,793	0,001	0,010
8	Aneka Gas Industri	2016	BBB	0	1,086	0,043	0,011
9	Indosat Tbk	2013	AA+	1	2,301	0,221	0,919
10	Indosat Tbk	2014	AAA	1	2,751	0,188	0,188
11	Indosat Tbk	2015	AAA	1	3,176	0,207	0,107
12	Indosat Tbk	2016	AAA	1	2,586	0,266	0,025
13	Lotte Chemical Titan Nusantara	2013	A+	1	1,912	0,052	0,232
14	Lotte Chemical Titan Nusantara	2014	A+	1	1,758	0,002	0,110
15	Lotte Chemical Titan Nusantara	2015	A+	1	1,426	0,243	0,013
16	Lotte Chemical Titan Nusantara	2016	A+	1	1,848	0,551	0,182
17	Matahari Putra Prima	2013	A+	1	0,997	0,335	0,068
18	Matahari Putra Prima	2014	A+	1	1,063	0,163	0,095
19	Matahari Putra Prima	2015	BBB	0	1,268	0,040	0,029
20	Matahari Putra Prima	2016	BBB	0	1,758	0,136	0,006
21	Mayora Indah	2013	BBB	0	1,494	0,170	0,025
22	Mayora Indah	2014	BBB	0	1,510	0,139	0,040
23	Mayora Indah	2015	BBB	0	1,184	0,380	0,021
24	Mayora Indah	2016	BBB	0	1,063	0,099	0,021
25	Mitra Adiperkasa Tbk	2013	BBB	0	2,216	0,020	0,042
26	Mitra Adiperkasa Tbk	2014	BBB	0	2,435	0,031	0,009
27	Mitra Adiperkasa Tbk	2015	BBB	0	2,188	0,039	0,003
28	Mitra Adiperkasa Tbk	2016	BBB	0	2,335	0,164	0,020
29	Perusahaan Listrik Negara	2013	AAA	1	2,926	0,087	0,104
30	Perusahaan Listrik Negara	2014	AAA	1	2,666	0,089	0,019
31	Perusahaan Listrik Negara	2015	AAA	1	0,447	0,162	0,091
32	Perusahaan Listrik Negara	2016	AAA	1	1,015	0,834	0,111
33	Pupuk Kalimantan Timur	2013	AA+	1	1,426	0,333	0,058
34	Pupuk Kalimantan Timur	2014	AA+	1	1,363	0,348	0,115
35	Pupuk Kalimantan Timur	2015	AA+	1	1,460	0,099	0,089
36	Pupuk Kalimantan Timur	2016	AA+	1	2,020	0,008	0,185
37	Salim Ivomas Pratama	2013	AA	1	0,742	0,179	0,023
38	Salim Ivomas Pratama	2014	AA	1	0,844	0,195	0,036

No	Nama Perusahaan	Tahun	Peringkat Obligasi	KODE	DER	CFOTL	ROA
39	Salim Ivomas Pratama	2015	AA	1	0,839	0,115	0,012
40	Salim Ivomas Pratama	2016	AA	1	0,847	0,145	0,019
41	Sumberdaya Sawetama	2013	A	1	3,827	0,198	0,023
42	Sumberdaya Sawetama	2014	A	1	4,068	0,219	0,004
43	Sumberdaya Sawetama	2015	A	1	4,316	0,223	0,097
44	Sumberdaya Sawetama	2016	A	1	1,741	0,677	0,080
45	Tiga Pilar Sejahtera Food	2013	BBB	0	1,130	0,295	0,069
46	Tiga Pilar Sejahtera Food	2014	BBB	0	1,052	0,094	0,051
47	Tiga Pilar Sejahtera Food	2015	BBB	0	1,284	0,078	0,042
48	Tiga Pilar Sejahtera Food	2016	BBB	0	0,464	0,088	0,072

Lampiran 3. Data Peringkat Obligasi Tahun 2013-2016

Kode: (1) Obligasi yang *high investment*

(0) Obligasi yang *low investment*

No	Nama Perusahaan	Tahun	Peringkat Obligasi	KODE
1.	Adhi Karya (Persero)	2013	A	1
2.	Adhi Karya (Persero)	2014	A	1
3.	Adhi Karya (Persero)	2015	A	1
4.	Adhi Karya (Persero)	2016	BBB	0
5.	Aneka Gas Industri	2013	BBB	0
6.	Aneka Gas Industri	2014	BBB	0
7.	Aneka Gas Industri	2015	BBB	0
8.	Aneka Gas Industri	2016	BBB	0
9.	Indosat Tbk	2013	AA+	1
10.	Indosat Tbk	2014	AAA	1
11.	Indosat Tbk	2015	AAA	1
12.	Indosat Tbk	2016	AAA	1
13.	Lotte Chemical Titan Nusantara	2013	A+	1
14.	Lotte Chemical Titan Nusantara	2014	A+	1
15.	Lotte Chemical Titan Nusantara	2015	A+	1
16.	Lotte Chemical Titan Nusantara	2016	A+	1
17.	Matahari Putra Prima	2013	A+	1
18.	Matahari Putra Prima	2014	A+	1
19.	Matahari Putra Prima	2015	BBB	0
20.	Matahari Putra Prima	2016	BBB	0
21.	Mayora Indah	2013	BBB	0
22.	Mayora Indah	2014	BBB	0
23.	Mayora Indah	2015	BBB	0
24.	Mayora Indah	2016	BBB	0
25.	Mitra Adiperkasa Tbk	2013	BBB	0
26.	Mitra Adiperkasa Tbk	2014	BBB	0
27.	Mitra Adiperkasa Tbk	2015	BBB	0
28.	Mitra Adiperkasa Tbk	2016	BBB	0
29.	Perusahaan Listrik Negara	2013	AAA	1
30.	Perusahaan Listrik Negara	2014	AAA	1
31.	Perusahaan Listrik Negara	2015	AAA	1
32.	Perusahaan Listrik Negara	2016	AAA	1
33.	Pupuk Kalimantan Timur	2013	AA+	1
34.	Pupuk Kalimantan Timur	2014	AA+	1
35.	Pupuk Kalimantan Timur	2015	AA+	1
36.	Pupuk Kalimantan Timur	2016	AA+	1

No	Nama Perusahaan	Tahun	Peringkat Obligasi	KODE
37.	Salim Ivomas Pratama	2013	AA	1
38.	Salim Ivomas Pratama	2014	AA	1
39.	Salim Ivomas Pratama	2015	AA	1
40.	Salim Ivomas Pratama	2016	AA	1
41.	Sumberdaya Sawetama	2013	A	1
42.	Sumberdaya Sawetama	2014	A	1
43.	Sumberdaya Sawetama	2015	A	1
44.	Sumberdaya Sawetama	2016	A	1
45.	Tiga Pilar Sejahtera Food	2013	BBB	0
46.	Tiga Pilar Sejahtera Food	2014	BBB	0
47.	Tiga Pilar Sejahtera Food	2015	BBB	0
48.	Tiga Pilar Sejahtera Food	2016	BBB	0

Lampiran 4. Data *Leverage* Tahun 2013-2016

Rumus menurut J. Keown, Arthur et al :

$$\text{Debt to equity ratio} = \frac{\text{Total utang (debt)}}{\text{Ekuitas (equity)}}$$

No	Nama Perusahaan	Tahun	Total Utang (Rp)	Ekuitas (Rp)	DER
1	Adhi Karya (Persero)	2013	8.172.498.971.851	1.548.462.792.571	5,278
2	Adhi Karya (Persero)	2014	8.818.101.139.073	1.640.780.545.201	5,374
3	Adhi Karya (Persero)	2015	11.598.931.718.043	5.162.131.796.836	2,247
4	Adhi Karya (Persero)	2016	14.652.655.996.381	5.442.779.962.898	2,692
5	Aneka Gas Industri	2013	1.703.256.590.000	792.660.670.000	2,149
6	Aneka Gas Industri	2014	2.226.798.084.000	1.114.657.344.000	1,998
7	Aneka Gas Industri	2015	3.074.583.000.000	1.714.770.000.000	1,793
8	Aneka Gas Industri	2016	2.996.929.000.000	2.760.840.000.000	1,086
9	Indosat Tbk	2013	38.003.293.000.000	16.517.598.000.000	2,301
10	Indosat Tbk	2014	39.058.877.000.000	14.195.964.000.000	2,751
11	Indosat Tbk	2015	42.124.676.000.000	13.263.841.000.000	3,176
12	Indosat Tbk	2016	36.661.585.000.000	14.177.119.000.000	2,586
13	Lotte Chemical Titan Nusantara	2013	1.902.850.000.000	995.440.000.000	1,912
14	Lotte Chemical Titan Nusantara	2014	1.633.160.000.000	928.910.000.000	1,758
15	Lotte Chemical Titan Nusantara	2015	1.370.430.000.000	960.880.000.000	1,426
16	Lotte Chemical Titan Nusantara	2016	6.801.375.000.000	3.680.937.000.000	1,848
17	Matahari Putra Prima	2013	3.284.548.000.000	3.294.970.000.000	0,997
18	Matahari Putra Prima	2014	3.005.507.000.000	2.828.512.000.000	1,063
19	Matahari Putra Prima	2015	3.518.616.000.000	2.775.594.000.000	1,268
20	Matahari Putra Prima	2016	4.272.002.000.000	2.429.732.000.000	1,758
21	Mayora Indah	2013	5.816.323.334.823	3.893.900.119.177	1,494
22	Mayora Indah	2014	6.190.553.036.545	4.100.554.992.789	1,510
23	Mayora Indah	2015	6.148.255.759.034	5.194.459.927.187	1,184
24	Mayora Indah	2016	6.657.165.872.077	6.265.255.987.065	1,063
25	Mitra Adiperkasa Tbk	2013	5.380.415.664.000	2.427.883.906.000	2,216
26	Mitra Adiperkasa Tbk	2014	6.167.969.848.000	2.532.837.989.000	2,435
27	Mitra Adiperkasa Tbk	2015	6.508.024.000.000	2.974.910.568.000	2,188
28	Mitra Adiperkasa Tbk	2016	7.479.927.515.000	3.203.510.273.000	2,335
29	Perusahaan Listrik Negara	2013	439.887.628.000.000	150.331.358.000.000	2,926
30	Perusahaan Listrik Negara	2014	438.987.965.000.000	164.671.226.000.000	2,666
31	Perusahaan Listrik Negara	2015	378.886.441.000.000	848.469.071.000.000	0,447
32	Perusahaan Listrik Negara	2016	107.806.000.000.000	106.186.000.000.000	1,015
33	Pupuk Kalimantan Timur	2013	10.626.734.000.000	7.454.164.000.000	1,426
34	Pupuk Kalimantan Timur	2014	12.769.902.000.000	9.371.142.000.000	1,363
35	Pupuk Kalimantan Timur	2015	14.256.872.000.000	9.761.926.000.000	1,460

No	Nama Perusahaan	Tahun	Total Utang (Rp)	Ekuitas (Rp)	DER
36	Pupuk Kalimantan Timur	2016	8.016.614.000.000	3.968.365.000.000	2,020
37	Salim Ivomas Pratama	2013	11.957.032.000.000	16.108.089.000.000	0,742
38	Salim Ivomas Pratama	2014	14.189.000.000.000	16.807.051.000.000	0,844
39	Salim Ivomas Pratama	2015	14.465.741.000.000	17.231.401.000.000	0,839
40	Salim Ivomas Pratama	2016	14.919.304.000.000	17.618.288.000.000	0,847
41	Sumberdaya Sawetama	2013	2.790.064.000.000	729.131.000.000	3,827
42	Sumberdaya Sawetama	2014	2.950.389.000.000	725.233.000.000	4,068
43	Sumberdaya Sawetama	2015	3.204.437.000.000	742.414.000.000	4,316
44	Sumberdaya Sawetama	2016	1.334.373.000.000	766.480.000.000	1,741
45	Tiga Pilar Sejahtera Food	2013	2.666.573.000.000	2.359.251.000.000	1,130
46	Tiga Pilar Sejahtera Food	2014	3.779.017.000.000	3.592.829.000.000	1,052
47	Tiga Pilar Sejahtera Food	2015	5.094.072.000.000	3.966.907.000.000	1,284
48	Tiga Pilar Sejahtera Food	2016	2.758.131.396.170	5.938.285.985.269	0,464

Lampiran 5. Data Solvabilitas (CFOTL) Tahun 2013-2016

Rumus menurut Kieso et al :

$$CFOTL = \underline{Cash Flow from Operations}$$

Total Liabilities

No	Nama Perusahaan	Tahun	Cash Flow from Operation (Rp)	Total Utang (Rp)	CFOTL
1	Adhi Karya (Persero)	2013	570.837.407.601	8.172.498.971.851	0,070
2	Adhi Karya (Persero)	2014	978.231.044.800	8.818.101.139.073	0,111
3	Adhi Karya (Persero)	2015	241.052.341.639	11.598.931.718.043	0,021
4	Adhi Karya (Persero)	2016	1.752.901.684.639	14.652.655.996.381	0,120
5	Aneka Gas Industri	2013	214.747.763.000	1.703.256.590.000	0,126
6	Aneka Gas Industri	2014	11.340.451.000	2.226.798.084.000	0,005
7	Aneka Gas Industri	2015	3.285.000.000	3.074.583.000.000	0,001
8	Aneka Gas Industri	2016	129.110.000.000	2.996.929.000.000	0,043
9	Indosat Tbk	2013	8.392.129.000.000	38.003.293.000.000	0,221
10	Indosat Tbk	2014	7.348.789.000.000	39.058.877.000.000	0,188
11	Indosat Tbk	2015	8.706.671.000.000	42.124.676.000.000	0,207
12	Indosat Tbk	2016	9.751.515.000.000	36.661.585.000.000	0,266
13	Lotte Chemical Titan Nusantara	2013	99.170.000.000	1.902.850.000.000	0,052
14	Lotte Chemical Titan Nusantara	2014	3.390.000.000	1.633.160.000.000	0,002
15	Lotte Chemical Titan Nusantara	2015	332.620.000.000	1.370.430.000.000	0,243
16	Lotte Chemical Titan Nusantara	2016	3.750.461.000.000	6.801.375.000.000	0,551
17	Matahari Putra Prima	2013	1.099.595.000.000	3.284.548.000.000	0,335
18	Matahari Putra Prima	2014	490.349.000.000	3.005.507.000.000	0,163
19	Matahari Putra Prima	2015	141.062.000.000	3.518.616.000.000	0,040
20	Matahari Putra Prima	2016	582.579.000.000	4.272.002.000.000	0,136
21	Mayora Indah	2013	987.023.231.523	5.816.323.334.823	0,170
22	Mayora Indah	2014	862.339.282.145	6.190.553.036.545	0,139
23	Mayora Indah	2015	2.336.785.497.955	6.148.255.759.034	0,380
24	Mayora Indah	2016	659.314.197.175	6.657.165.872.077	0,099
25	Mitra Adiperkasa Tbk	2013	107.560.031.000	5.380.415.664.000	0,020
26	Mitra Adiperkasa Tbk	2014	193.608.878.000	6.167.969.848.000	0,031
27	Mitra Adiperkasa Tbk	2015	255.096.713.000	6.508.024.000.000	0,039
28	Mitra Adiperkasa Tbk	2016	1.228.389.990.000	7.479.927.515.000	0,164
29	Perusahaan Listrik Negara	2013	38.175.230.000.000	439.887.628.000.000	0,087
30	Perusahaan Listrik Negara	2014	39.252.442.000.000	438.987.965.000.000	0,089
31	Perusahaan Listrik Negara	2015	61.220.430.000.000	378.886.441.000.000	0,162
32	Perusahaan Listrik Negara	2016	89.889.092.170.000	107.806.000.000.000	0,834
33	Pupuk Kalimantan Timur	2013	3.541.700.000.000	10.626.734.000.000	0,333
34	Pupuk Kalimantan Timur	2014	4.449.972.000.000	12.769.902.000.000	0,348

35	Pupuk Kalimantan Timur	2015	1.412.645.000.000	14.256.872.000.000	0,099
No	Nama Perusahaan	Tahun	<i>Cash Flow from Operation (Rp)</i>	Total Utang (Rp)	CFOTL
36	Pupuk Kalimantan Timur	2016	62.654.408.000	8.016.614.000.000	0,008
37	Salim Ivomas Pratama	2013	2.138.864.000.000	11.957.032.000.000	0,179
38	Salim Ivomas Pratama	2014	2.765.289.000.000	14.189.000.000.000	0,195
39	Salim Ivomas Pratama	2015	1.665.381.000.000	14.465.741.000.000	0,115
40	Salim Ivomas Pratama	2016	2.162.467.000.000	14.919.304.000.000	0,145
41	Sumberdaya Sawetama	2013	552.647.000.000	2.790.064.000.000	0,198
42	Sumberdaya Sawetama	2014	647.537.000.000	2.950.389.000.000	0,219
43	Sumberdaya Sawetama	2015	714.827.000.000	3.204.437.000.000	0,223
44	Sumberdaya Sawetama	2016	902.708.800.000	1.334.373.000.000	0,677
45	Tiga Pilar Sejahtera Food	2013	787.290.000.000	2.666.573.000.000	0,295
46	Tiga Pilar Sejahtera Food	2014	353.530.000.000	3.779.017.000.000	0,094
47	Tiga Pilar Sejahtera Food	2015	399.185.000.000	5.094.072.000.000	0,078
48	Tiga Pilar Sejahtera Food	2016	241.738.000.000	2.758.131.396.170	0,088

Lampiran 6. Data Profitabilitas (ROA) Tahun 2013-2016

Rumus menurut J. Keown, Arthur et al :

$$\text{ROA} = \frac{\text{Laba Bersih}}{\text{Total Aktiva}}$$

Total Aktiva

No	Nama Perusahaan	Tahun	Laba bersih (Rp)	Total Aktiva (Rp)	ROA
1	Adhi Karya (Persero)	2013	408.437.913.454	9.720.961.764.422	0,042
2	Adhi Karya (Persero)	2014	326.656.560.598	10.458.881.684.274	0,031
3	Adhi Karya (Persero)	2015	465.025.548.006	16.761.063.514.879	0,028
4	Adhi Karya (Persero)	2016	315.107.783.135	20.095.435.959.279	0,016
5	Aneka Gas Industri	2013	78.133.000.000	2.555.917.260.000	0,031
6	Aneka Gas Industri	2014	62.567.000.000	3.487.197.842.000	0,018
7	Aneka Gas Industri	2015	48.007.000.000	4.953.451.000.000	0,010
8	Aneka Gas Industri	2016	64.287.000.000	5.847.722.000.000	0,011
9	Indosat Tbk	2013	928.850.000.000	1.011.060.000.000	0,919
10	Indosat Tbk	2014	1.775.098.847.932	9.417.957.180.958	0,188
11	Indosat Tbk	2015	1.388.676.127.665	12.922.421.859.142	0,107
12	Indosat Tbk	2016	1.275.655.000.000	50.838.704.000.000	0,025
13	Lotte Chemical Titan Nusantara	2013	1.874.290.000.000	8.084.310.000.000	0,232
14	Lotte Chemical Titan Nusantara	2014	1.250.233.128.560	11.342.715.686.221	0,110
15	Lotte Chemical Titan Nusantara	2015	29.800.000.000	2.331.310.000.000	0,013
16	Lotte Chemical Titan Nusantara	2016	241.576.270.793	1.327.799.716.171	0,182
17	Matahari Putra Prima	2013	444.905.000.000	6.579.518.000.000	0,068
18	Matahari Putra Prima	2014	554.017.000.000	5.834.019.000.000	0,095
19	Matahari Putra Prima	2015	182.999.000.000	6.294.210.000.000	0,029
20	Matahari Putra Prima	2016	38.483.000.000	6.701.734.000.000	0,006
21	Mayora Indah	2013	64.510.000.000	2.562.070.000.000	0,025
22	Mayora Indah	2014	409.824.768.594	10.291.108.029.334	0,040
23	Mayora Indah	2015	61.500.000.000	2.898.290.000.000	0,021
24	Mayora Indah	2016	1.163.478.000.000	55.388.517.000.000	0,021
25	Mitra Adiperkasa Tbk	2013	327.792.717.000	7.808.299.570.000	0,042
26	Mitra Adiperkasa Tbk	2014	78.207.644.000	8.700.807.837.000	0,009
27	Mitra Adiperkasa Tbk	2015	30.095.070.000	9.482.934.568.000	0,003
28	Mitra Adiperkasa Tbk	2016	208.475.635.000	10.683.437.788.000	0,020
29	Perusahaan Listrik Negara	2013	1.013.558.238.779	9.710.223.454.000	0,104
30	Perusahaan Listrik Negara	2014	11.741.610.000.000	603.659.191.000.000	0,019
31	Perusahaan Listrik Negara	2015	111.773.078.000.000	1.227.355.512.000.000	0,091
32	Perusahaan Listrik Negara	2016	1.350.791.000.000	12.168.517.000.000	0,111
33	Pupuk Kalimantan Timur	2013	1.050.165.000.000	18.091.858.000.000	0,058
34	Pupuk Kalimantan Timur	2014	2.539.659.000.000	22.141.044.000.000	0,115
35	Pupuk Kalimantan Timur	2015	2.134.495.000.000	24.018.798.000.000	0,089

No	Nama Perusahaan	Tahun	Laba bersih (Rp)	Total Aktiva (Rp)	ROA
36	Pupuk Kalimantan Timur	2016	4.926.639.847.000	26.579.083.786.000	0,185
37	Salim Ivomas Pratama	2013	635.277.000.000	28.065.121.000.000	0,023
38	Salim Ivomas Pratama	2014	1.109.361.000.000	30.996.051.000.000	0,036
39	Salim Ivomas Pratama	2015	364.879.000.000	31.697.142.000.000	0,012
40	Salim Ivomas Pratama	2016	609.794.000.000	32.537.592.000.000	0,019
41	Sumberdaya Sawetama	2013	79.775.000.000	3.519.195.000.000	0,023
42	Sumberdaya Sawetama	2014	15.647.000.000	3.675.622.000.000	0,004
43	Sumberdaya Sawetama	2015	794.883.000.000	8.231.051.000.000	0,097
44	Sumberdaya Sawetama	2016	236.531.070.864	2.968.184.626.297	0,080
45	Tiga Pilar Sejahtera Food	2013	346.728.000.000	5.025.824.000.000	0,069
46	Tiga Pilar Sejahtera Food	2014	378.142.000.000	7.371.846.000.000	0,051
47	Tiga Pilar Sejahtera Food	2015	379.032.000.000	9.060.979.000.000	0,042
48	Tiga Pilar Sejahtera Food	2016	282.930.000.000	3.946.851.000.000	0,072

Lampiran 7

HASIL UJI DESKRIPTIF

Descriptives

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Peringkat_Obligasi_Syariah	48	,00	1,00	,6042	,49420
DER	48	,447	5,374	1,96590	1,130758
CFOTL	48	,001	,834	,17519	,167540
ROA	48	,003	,919	,07588	,135547
Valid N (listwise)	48				

Descriptives

		N	Mean	Std. Deviation	Minimum	Maximum
DER	Low Investment	19	1,63679	,597130	,464	2,692
	High Investment	29	2,18152	1,339916	,447	5,374
	Total	48	1,96590	1,130758	,447	5,374
CFOTL	Low Investment	19	,10884	,096911	,001	,380
	High Investment	29	,21866	,190094	,002	,834
	Total	48	,17519	,167540	,001	,834
ROA	Low Investment	19	,02821	,019985	,003	,072
	High Investment	29	,10710	,167427	,004	,919
	Total	48	,07588	,135547	,003	,919

Lampiran 8

HASIL UJI NORMALITAS

NPar Tests

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Unstandardized Predicted Value
N		48
Normal Parameters	a,b	
	Mean	,6041667
	Std. Deviation	,24228318
Most Extreme Differences	Absolute	,146
	Positive	,146
	Negative	-,115
Kolmogorov-Smirnov Z		1,011
Asymp. Sig. (2-tailed)		,259

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Lampiran 9

HASIL UJI REGRESI LOGISTIK

Logistic Regression

Case Processing Summary

Unweighted Cases	^a	N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	48	100,0
	Missing Cases	0	,0
	Total	48	100,0
Unselected Cases		0	,0
Total		48	100,0

- a. If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
Low Investment	0
High Investment	1

Block 0: Beginning Block

Iteration History ^{a,b,c}

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients	
		Constant	
Step 0	1	64,444	,417
	2	64,443	,423
	3	64,443	,423

- a. Constant is included in the model.
- b. Initial -2 Log Likelihood: 64,443
- c. Estimation terminated at iteration number 3 because parameter estimates changed by less than ,001.

Classification Table ^{a,b}

Observed		Predicted		Percentage Correct	
		Peringkat_Obligasi_Syariah			
		Low Investment	High Investment		
Step 0	Peringkat_Obligasi_Syariah	0	19	,0	
	Overall Percentage	0	29	100,0	
				60,4	

a. Constant is included in the model.

b. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0	Constant	,423	,295	2,053	1	,152

Variables not in the Equation

Step	Variables		Score	df	Sig.
			DER	CFOTL	ROA
0			2,721	1	,099
	CFOTL		5,036	1	,025
	ROA		3,971	1	,046
	Overall Statistics		11,537	3	,009

Block 1: Method = EnterIteration History ^{a,b,c,d}

Iteration	-2 Log likelihood	Coefficients			
		Constant	DER	CFOTL	ROA
Step 1	51,331	-1,475	,482	3,901	3,425
1 2	45,198	-2,288	,592	5,651	12,017
3	42,055	-3,096	,679	6,924	23,585
4	41,455	-3,554	,759	7,378	31,157
5	41,426	-3,675	,785	7,440	33,289
6	41,425	-3,682	,787	7,442	33,409
7	41,425	-3,682	,787	7,442	33,410

a. Method: Enter

b. Constant is included in the model.

c. Initial -2 Log Likelihood: 64,443

d. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than ,001.

Omni bus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	23,018	3	,000
	Block	23,018	3	,000
	Model	23,018	3	,000

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	41,425 ^a	,381	,516

- a. Estimation terminated at iteration number 7 because parameter estimates changed by less than ,001.

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	8,335	8	,401

Contingency Table for Hosmer and Lemeshow Test

		Peringkat_Obligasi_Syariah = Low Investment		Peringkat_Obligasi_Syariah = High Investment		Total
		Observed	Expected	Observed	Expected	
Step 1	1	4	4,263	1	,737	5
1	2	4	3,916	1	1,084	5
	3	3	3,301	2	1,699	5
	4	2	2,899	3	2,101	5
	5	5	2,372	0	2,628	5
	6	0	1,175	5	3,825	5
	7	1	,771	4	4,229	5
	8	0	,267	5	4,733	5
	9	0	,035	5	4,965	5
	10	0	,001	3	2,999	3

Classification Table ^a

Observed			Predicted		Percentage Correct	
			Peringkat_Obligasi_Syariah			
			Low Investment	High Investment		
Step 1	Peringkat_Obligasi_Syariah	Low Investment	16	3	84,2	
		High Investment	7	22	75,9	
	Overall Percentage				79,2	

- a. The cut value is ,500

Variables in the Equation

	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95,0% C.I for EXP(B)	
							Lower	Upper
Step 1 ^a	DER	,787	,409	3,692	1	,055	2,196	,984 4,900
	CFOTL	7,442	4,104	3,289	1	,070	1706,882	,548 5312764,128
	ROA	33,410	13,766	5,890	1	,015	3,233E+014	619,110 1,689E+026
	Constant	-3,682	1,263	8,498	1	,004	,025	

a. Variable(s) entered on step 1: DER, CFOTL, ROA.

Correlation Matrix

		Constant	DER	CFOTL	ROA
Step	Constant	1,000	-,750	-,536	-,588
1	DER	-,750	1,000	,129	,288
	CFOTL	-,536	,129	1,000	,040
	ROA	-,588	,288	,040	1,000

Casewise List ^b

Case	Selected Status ^a	Observed		Predicted Group	Temporary Variable		
		Peringkat_Obligasi_Syariah			Resid	ZResid	
		Selected	Status ^a				
39	S	H**		,146	L ,854	2,417	
45	S	L**		,847	H -,847	-2,349	

a. S = Selected, U = Unselected cases, and ** = Misclassified cases.

b. Cases with studentized residuals greater than 2,000 are listed.