

Pengaruh Kualitas Informasi Akuntansi Dan *Corporate Governance* terhadap Peringkat Sukuk Korporasi Indonesia

Afifa Nurhanifah & Evony Silvino Violita

Universitas Indonesia

afifa.nurhanifah@gmail.com

ABSTRACT

This research aims to examine the association accounting information quality (accrual quality and cash flow management) and corporate governance to affects corporation sukuk rating. Using sukuk rating as dependent variable, ordered logit model selected to test research variable. Research periods start from year 2010 – 2015, with 92 observations sukuk rating in Indonesia. This research finds that accrual quality, cash flow management and corporate governance, positively associated with sukuk rating.

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh dari kualitas informasi akuntansi dengan menggunakan kualitas akrual dan manajemen arus kas, serta efektifitas corporate governance terhadap peringkat sukuk. Dengan menggunakan peringkat sukuk sebagai variabel independen, penelitian ini menggunakan order logit model sebagai alat uji hipotesis. Periode penelitian mulai dari tahun 2010 – 2015, dengan menggunakan sebanyak 92 observasi peringkat sukuk di Indonesia. Hasil dari penelitian ini menemukan bahwa kualitas akrual, manajemen arus kas, dan corporate governance secara positif berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

ARTICLE INFO:

Article history:

Received 09 August 2019

Revised 15 September 2019

Accepted 15 September 2019

*Available online 30
September 2019*

Keywords:

*Accounting information
quality, Corporate
governance, Sukuk rating*

Kata Kunci:

*Kualitas informasi
akuntansi, Corporate
governance, Peringkat
sukuk*

PENDAHULUAN

Sukuk merupakan salah satu instrumen keuangan Islam yang mengalami pertumbuhan dengan cepat. Otoritas Jasa Keuangan (OJK, 2015) mencatat hingga akhir 2015 nilai akumulasi penerbitan sukuk mencapai Rp16.114 miliar, dari yang awalnya hanya sebesar Rp175 miliar pada tahun 2002 oleh PT. Indosat. Pertumbuhan sukuk ini menjadi sebuah indikasi adanya respon yang baik dari pasar, dan dipertimbangkan oleh perusahaan sebagai alternatif pendanaan yang besar selain dari obligasi dan saham. Oleh karena itu, sukuk korporasi yang diterbitkan oleh perusahaan harus memiliki peringkat sebagai indikasi dari kualitas sukuk. Peringkat sukuk juga berperan menjadi alat ukur terhadap risiko *default*, serta mengurangi asimetri informasi antara pihak penerbit sukuk dengan pemegang sukuk atau investor (Arundina, Omar, & Kartiwi, 2015).

Pemeringkatan sukuk dilakukan oleh agen pemeringkat, seperti S&P, Fitch Rating, Moody atau PEFINDO yang merupakan lembaga pemeringkat domestik di Indonesia. Pemeringkatan terhadap sukuk memiliki metode tersendiri, meskipun secara umum beberapa pendekatan metodenya tidak jauh berbeda dengan yang digunakan terhadap pemeringkatan obligasi. Salah satu yang menjadi fokus agen pemeringkat adalah memprediksi kinerja sukuk dimasa yang akan datang, seperti arus kas yang dihasilkan dari aset – aset fundamental (FitchRatings, 2012). Oleh karena itu, kualitas informasi akuntansi menjadi bagian penting dalam mempengaruhi peringkat sukuk, karena sumber informasi utama yang digunakan oleh agen pemeringkat adalah laporan keuangan, yang dinilai sebagai sumber informasi yang paling mudah diperoleh.

Informasi yang digunakan untuk memprediksi kinerja sukuk tentunya harus berkualitas agar tidak menimbulkan ketidakpastian, sedangkan perusahaan memiliki kemampuan dalam melakukan manipulasi terhadap akrual yang akan mempengaruhi arus kas yang dihasilkan. Informasi akuntansi yang berkualitas tercermin dari tingginya kualitas akrual, namun selain dari akrual informasi arus kas yang dihasilkan juga dapat dipengaruhi dari aktivitas riil yang dilakukan oleh manajemen seperti manajemen arus kas. Salah satu kondisi yang mendorong perusahaan untuk melakukan manajemen arus kas adalah untuk mempengaruhi peringkat yang akan diperoleh, terutama pada saat perusahaan berada dalam posisi *cut off* antara *investment grade* dan *non investment grade* (Khurana, Pereira, & Zhang, 2014). Manajemen arus kas yang dilakukan akan berpengaruh terhadap kualitas peringkat sukuk yang diterbitkan, karena kas yang dimanipulasi akan merusak informasi sesungguhnya.

Selain dari kualitas informasi akuntansi, agen pemeringkat juga memperhatikan manajemen serta struktur kepemilikan yang menjadi bagian dari efektifitas tata kelola perusahaan atau *corporate governance*. Tata kelola yang semakin efektif diyakini mampu mempengaruhi penilaian *default risk* dengan melihat dari sisi risiko agensi dan risiko informasi (Bhojraj & Sengupta, 2003). Efektifitas tata kelola yang tinggi juga dinilai mampu memperkuat posisi keuangan karena memberikan kontribusi dalam terciptanya kinerja yang semakin lebih baik (Ashbaugh-skaife, Collins, & Lafond, 2006). Sehingga perusahaan yang memiliki efektifitas tata kelola yang semakin baik, akan meningkatkan perolehan peringkat sukuk karena akan menurunkan keraguan

agen pemeringkat terhadap risiko *default* perusahaan.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji apakah kualitas informasi akuntansi yang menggunakan kualitas akrual dan manajemen arus kas, serta efektifitas tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Melihat referensi mengenai peringkat sukuk masih sedikit jumlahnya, dalam penelitian ini banyak menggunakan referensi dari peringkat obligasi dan peringkat kredit perusahaan. Hal ini dikarenakan sukuk dan obligasi memiliki teori yang hampir sama, yaitu sebagai salah satu sumber pendanaan perusahaan selain dari saham.

KAJIAN LITERATUR

Peringkat Sukuk

Sukuk dalam definisi luasnya yaitu bukti kepemilikan yang tidak terpisahkan atas suatu aset, hak manfaat, kepemilikan jasa atas suatu proyek, maupun investasi tertentu. Sukuk merupakan efek berbasis penyertaan dan bukan berbasis utang, yang menjadi salah satu alternatif sumber pendanaan bagi perusahaan namun dengan menggunakan prinsip syariah (Ahmed, 2011). Peringkat sukuk diterbitkan oleh agen pemeringkat, salah satu tujuannya adalah untuk menginformasikan apakah perusahaan mampu membayar kembali sukuk sesuai dengan akadnya dan memberikan sinyal informatif mengenai probabilitas *default* dari sukuk yang diterbitkan. Regulasi peringkat sukuk di Indonesia diatur dalam BAPEPAM-LK No. IX.C.11 tentang Pemeringkatan Efek Bersifat Utang dan/atau Sukuk tahun 2012. Peraturan tersebut menyebutkan, emiten yang menerbitkan efek bersifat utang dan/atau sukuk wajib memperoleh peringkat atas setiap klasifikasi efek bersifat utang

dan/atau sukuk dari perusahaan pemeringkat efek yang paling sedikit mencakup informasi: 1) Kemampuan emiten dalam memenuhi kewajiban atas efek bersifat utang dan/atau sukuk, 2) Kelemahan emiten serta kaitannya dengan risiko yang dihadapi oleh *bondholders* maupun *sukukholders*, 3) Simbol peringkat yang mencerminkan informasi poin 1 dan 2, 4) Masa berlaku peringkat selama satu tahun, 5) prospek (*outlook*). Agen pemeringkat tidak memberikan rekomendasi apapun untuk tujuan transaksi dan juga tidak memberikan pendapat terhadap prinsip syariah yang melekat pada sukuk, namun hanya memberikan pendapat terkait dengan risikonya saja (Arundina et al., 2015; MARC, 2012; RAM, 2011; S&P, 2015).

Agen pemeringkat domestik di Indonesia yang melakukan pemeringkatan sukuk korporasi adalah PT. Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), meskipun bisa juga menggunakan agen pemeringkat seperti S&P, Moody's, dan Fitch Rating sebagai agen pemeringkat internasional yang berpengalaman dalam peringkat sukuk. PEFINDO sendiri menyatakan bahwa metodologi yang digunakan dalam peringkat sukuk tidak berbeda dengan obligasi. Meskipun demikian S&P, Moody's, dan Fitch Rating memiliki metode tersendiri dalam pemeringkatan sukuk, dimana salah satunya adalah memperhatikan arus kas dan manajemen perusahaan. Simbol dan *outlook* peringkat sukuk dan arti simbol yang digunakan oleh PEFINDO sama seperti peringkat obligasi, yaitu AAA, AA, A, BBB, B, CCC, dan D, hanya saja pada peringkat sukuk dibelakang simbol ditambahkan indikasi syariah seperti AAA_{sy} untuk membedakan dengan simbol peringkat obligasi.

Teori Keagenan

Teori kontrak dan keagenan dalam perspektif Islam tidak hanya mencakup antara pemilik bisnis dan manajemen, namun ada komitmen keterlibatan dengan pencipta dan pihak sosial lainnya (Iqbal & Mirakhor, 2007). Munculnya perbedaan kepentingan dalam teori keagenan, bisa jadi disebabkan karena manusia tidak memegang prinsip tunduk dan patuh terhadap pencipta, sehingga manusia akan lebih memikirkan kepentingannya sendiri. Konflik keagenan tidak hanya terjadi antara pemilik dan manajemen, namun juga bisa antara *stakeholder* seperti pemegang sukuk dan manajemen (Ashbaugh-skaife *et al.*, 2006). Pemegang sukuk memiliki kepentingan untuk memastikan sukuk dapat dibayarkan tepat waktu dan sesuai akad, sedangkan manajemen berkepentingan untuk mempengaruhi perolehan peringkat sukuk yang lebih baik karena peringkat juga dapat menggambarkan kondisi perusahaan. Agen pemeringkat menjadi pihak yang berperan dalam mengurangi asimetri informasi antara pemegang sukuk dan penerbit sukuk. Namun jika asimetri informasi nya muncul karena disebabkan dari perilaku oportunistis manajemen seperti melakukan manipulasi terhadap akrual dan manajemen arus kas, maka informasi yang diterima oleh agen pemeringkat juga akan menjadi tidak berkualitas dan dampak pada peringkat yang diterbitkan menjadi tidak berkualitas juga. Dengan hadirnya tata kelola perusahaan yang semakin efektif, seharusnya konflik kepentingan yang dapat menyebabkan asimetri informasi dapat diminimalisir. Tata kelola perusahaan yang efektif akan memberikan pengawasan terhadap kinerja perusahaan dan memastikan hak – hak *stakeholder* juga terpenuhi. Sehingga pada saat efektifitas tata

kelola perusahaan semakin baik, akan semakin memberikan keyakinan kepada agen pemeringkat dalam melakukan pemeringkatan karena risiko ketidakpastian dan asimetri informasi yang timbul juga semakin rendah.

Pengembangan Hipotesis

Akrual dinilai mampu memprediksi arus kas perusahaan dimasa yang akan datang lebih baik dibandingkan dengan arus kas saat ini. Sedangkan arus kas menjadi salah satu faktor yang diperhitungkan oleh agen pemeringkat dalam mempengaruhi peringkat sukuk karena sebagai salah satu indikator kinerja sukuk dimasa yang akan datang. Akrual yang berkualitas akan memetakan angka laba terhadap arus kas, jika kualitas akrualnya rendah berarti lemah dalam pemetaan tersebut dan risiko informasi akan meningkat yang kemudian prediksi arus kas mendatang juga menjadi lemah (Francis, Lafond, Olsson, & Schipper, 2005). Geiszler (2014) juga mengungkapkan bahwa kualitas akrual yang rendah berarti memiliki asimetri informasi yang tinggi, dan dampaknya akan berpengaruh terhadap prediksi arus kas yang dilakukan oleh agen pemeringkat yang kemudian berdampak juga terhadap peringkat yang dihasilkan. Ashbaugh-skaife *et al.* (2006) menggunakan kualitas akrual sebagai bentuk transparansi informasi, hasilnya terbukti bahwa akrual yang semakin berkualitas berpengaruh positif dengan peringkat obligasi yang diperoleh perusahaan. Semakin tinggi kualitas akrual yang dihasilkan, semakin rendah asimetri informasi, maka akan semakin meningkatkan perolehan peringkat sukuk.

H1: Kualitas akrual berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk

Arus kas menjadi faktor yang diperhatikan oleh agen pemeringkat karena merupakan salah satu kinerja perusahaan yang mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban finansialnya. Arus kas tidak mudah dimanipulasi seperti laba, namun jika arus kas akan dimanipulasi biasanya akan dilakukan dengan menggunakan aktivitas riil, seperti mengubah klasifikasi pada aktivitas arus kas operasi, arus kas pembiayaan, dan arus kas investasi (Dechow & Schrand, 2004). Alissa *et al.*, 2013 dan Kim *et al.*, 2013 mencoba untuk menguji apakah perusahaan melakukan manajemen laba riil dengan pemetaan kas untuk mengetahui *expected cash flow* terhadap perubahan peringkat obligasi. Hasilnya menyimpulkan bahwa, perusahaan akan berusaha mempengaruhi posisi peringkat menjadi *upgrade* dengan lebih memilih melakukan manajemen laba melalui aktivitas riil dibandingkan melalui akrual. Lee (2012) dan Khurana *et al.* (2014) mengungkapkan adanya insentif untuk mengelola arus kas salah satunya karena peringkat utang perusahaan berada pada *cut off investment* atau *non investment grade*, dan hasil penelitiannya membuktikan bahwa perusahaan mencoba untuk menggembungkan angka arus kas operasi yang dilaporkan pada saat peringkat kreditnya berada di area *cut off* tersebut. Semakin tinggi manajemen arus kas yang dilakukan, akan semakin menurunkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi.

H2: Manajemen arus kas berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk

Agen pemeringkat sangat memperhatikan tata kelola perusahaan karena tata kelola yang lemah akan

cenderung memperlemah posisi keuangan perusahaan dan dikhawatirkan akan mudah terkena kesulitan keuangan dan utang jangka panjang tidak akan terbayarkan (Ashbaugh-skaife *et al.*, 2006). Perusahaan yang semakin efektif dalam menerapkan tata kelola dinilai memberikan kontribusi dalam terciptanya kinerja yang semakin lebih baik. Hal ini karena tata kelola perusahaan memiliki peranan dalam pengawasan serta merumuskan keputusan – keputusan arah strategik secara efektif dan terkoordinasi (Kirana, 2008). Beberapa penelitian seperti Ashbaugh-skaife *et al.*, (2006), Bhojraj & Sengupta (2003); Elhaj, Muhamed, & Ramli, (2015), dan Hariani (2011) membuktikan bahwa komponen – komponen tata kelola perusahaan berpengaruh terhadap peringkat obligasi maupun sukuk seperti peranan dari dewan komisaris independen, jumlah struktur dewan, efektifitas komite, dan jumlah *block holder*. Hal ini mengindikasikan bahwa tata kelola yang semakin efektif berpengaruh terhadap peringkat baik obligasi maupun sukuk. Bereskin, Kim, & Dongchuhl (2015) menyatakan bahwa perusahaan termotivasi untuk melakukan efektifitas tata kelola yang lebih baik karena memiliki perhatian terhadap peringkat yang akan diperoleh. Karena untuk mendapatkan peringkat yang lebih tinggi, perusahaan akan berusaha untuk memperbaiki tata kelola yang didalamnya mencakup pengawasan, pengendalian, serta kepatuhan terhadap regulasi. Pengimplementasian tata kelola yang semakin baik dan efektif, akan menurunkan keraguan atau kekhawatiran agen pemeringkat terhadap risiko kredit atau *default risk* perusahaan, sehingga akan memungkinkan untuk perusahaan memperoleh peringkat yang lebih tinggi.

H3: Efektifitas tata kelola perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk

METODE PENELITIAN

Data dan Sampel Penelitian

Populasi dalam penelitian ini yaitu seluruh sukuk di Indonesia yang masih beredar dan memiliki peringkat selama periode 2010 – 2015. Kemudian sampel dipilih dengan menggunakan teknik *purposive sampling* dengan kriteria; a) perusahaan penerbit sukuk sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI), b) perusahaan penerbit sukuk merupakan perusahaan non keuangan, c) memiliki peringkat sukuk yang diterbitkan oleh PEFINDO, d) sampel observasi yang digunakan adalah peringkat dari setiap sukuk yang diterbitkan, e) memiliki laporan keuangan dan tahunan lengkap.

Setelah dilakukan pemilihan sampel dengan kriteria, diperoleh sebanyak 92 observasi dari 10 perusahaan. Data yang diperoleh dalam penelitian merupakan data sekunder dari situs web PEFINDO (www.pefindo.com), *Datastream* yang tersedia di Pusat Data Ekonomi dan Bisnis FEUI, laporan keuangan perusahaan dan tahunan yang diunduh melalui situs BEI dan perusahaan sampel.

Model Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

Penelitian ini menggunakan regresi *ordered logit model*, karena karakter dari variabel dependen yang bersifat order tidak dapat menggunakan regresi OLS seperti pada umumnya. Model matematis yang digunakan untuk menguji hipotesis 1 - 3 dalam penelitian ini yaitu :

$$\begin{aligned}
 Rating_{id_{ijt}} = & \beta_0 + \beta_1 AVGAcc_{ijt-1} \\
 & + \beta_2 UCFO_{ijt-1} \\
 & + \beta_3 CG_{ijt-1} \\
 & + \beta_4 SIZE_{ijt-1} \\
 & + \beta_5 LEV_{ijt-1} \\
 & + \beta_6 ROA_{ijt-1} \\
 & + \beta_7 GROWTH_{ijt-1} + \epsilon_{ijt}
 \end{aligned}$$

Keterangan:

Rating_id_{it} : Peringkat sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t*

AVGAcc_{it-1} : Kualitas akrual sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

UCFO_{it-1} : Manajemen arus kas sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

CG_{it-1} : Efektifitas *corporate governance* sukuk *i* perusahaan *j* tahun *t-1*

SIZE_{it-1} : Ukuran perusahaan sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

LEV_{it-1} : *Leverage* perusahaan sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

ROA_{it-1} : Profitabilitas perusahaan sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

GROWTH_{it-1} : Pertumbuhan perusahaan sukuk *i* perusahaan *j* pada tahun *t-1*

Penelitian ini menggunakan 3 variabel yaitu variabel dependen, independen dan kontrol.

Variabel dependen yang digunakan yaitu *Rating_id* yang merupakan bentuk order dari peringkat sukuk. Adapun klasifikasi order yang digunakan adalah sebagai berikut:

Klasifikasi	Symbol Peringkat	Grade
5	AAA	<i>Investment</i>
4	AA+, AA, AA_	<i>Investment</i>
3	A+, A, A-	<i>Investment</i>
2	BBB+, BBB, BBB-	<i>Investment</i>
1	BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, D	<i>Non investment</i>

Pengukuran order dari peringkat sukuk yang digunakan mengacu dari beberapa penelitian yang menggunakan pengukuran serupa, diantaranya Ashbaugh-skaife *et al.* (2006), Elhaj, Muhamed, & Ramli (2015), Geiszler (2014), yaitu dengan mengelompokkan peringkat yang sama tanpa melihat tanda atau *outlook* (+/-). Selain itu, karena keterbatasan sampel observasi pada penelitian ini untuk peringkat yang berada di *non investment grade* jumlahnya sangat sedikit, sehingga dijadikan satu klasifikasi order. Hal ini menjadi keterbatasan pada penelitian karena kemungkinan akan menyebabkan bias dari peringkat *subclass* yang diikutsertakan dalam klasifikasi kategori order dan menjadi tidak sama antar peringkat.

Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini ada tiga yaitu:

a. Kualitas akrual sebagai variabel dari kualitas informasi akuntansi, menggunakan variabel *AVGACC* dengan proksi dari persamaan yang dikembangkan oleh Dechow & Dichev (2002) yang dipergunakan dalam penelitian Ames, Hines, & Sankara (2014).

$$AVGAccruals_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

AVG Accruals merupakan perhitungan dari laba bersih dikurangi arus kas dibagi rata – rata aset. Dan CFO merupakan arus kas operasi dibagi rata – rata aset. Pengukuran ini mengukur abnormal akrual, yang diperoleh dari hasil residual antara total akrual dan arus kas periode tahun kemarin, tahun ini, dan tahun selanjutnya. Angka residual yang mengindikasikan

mengindikasikan bahwa nilai residual yang semakin besar menunjukkan angka *unexpected accruals*. Semakin kecil nilai residual, menunjukkan komponen akrual yang semakin baik dalam memprediksi *cash flow* dan memiliki nilai kualitas akrual yang semakin tinggi (Ashbaugh-skaife *et al.*, 2006).

b. Manajemen arus kas sebagai variabel dari kualitas informasi akuntansi menggunakan variabel *UCFO* dengan proksi *cash flow management* (CFO manajemen) dari persamaan model Dechow & Dichev (1998) yang dikembangkan oleh Lee (2012).

$$\frac{CFO_t}{TA_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{TA_{t-1}} + \beta_2 \frac{SALE_t}{TA_{t-1}} + \beta_3 \frac{\Delta SALE_t}{TA_{t-1}} + \varepsilon_t$$

Untuk mengukur manajemen arus kas yang dilakukan akan dilihat dari nilai *unexpected CFO* (UCFO) yang diperoleh dari selisih nilai aktual *CFO* dikurangi *expected CFO*, atau dari residual persamaan (3). Semakin tinggi nilai UCFO, mengimplikasikan semakin tinggi manajemen arus kas yang dilakukan (Khurana *et al.*, 2014 dan Lee, 2012).

c. Pengukuran variabel efektifitas tata kelola perusahaan menggunakan variabel *CG*. Diukur dengan menggunakan skoring indeks ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS) tahun 2015, yaitu indeks pengukuran *corporate governance* yang diterbitkan oleh ASEAN Capital Markets Forum. Terdapat 5 part dalam skoring nya yaitu dari A sampai dengan E, namun pada penelitian ini hanya menggunakan part D & E saja yaitu transparansi dan peran & tanggung jawab dewan. Skoring menggunakan 1 dan 0, kemudian perhitungan skornya yaitu jumlah skor yang

diperoleh dibagi dengan total skor indeks dikali 100%.

Penelitian ini menggunakan empat variabel kontrol yaitu 1) *SIZE* sebagai ukuran perusahaan, diukur menggunakan logaritma natural total aset. *SIZE* dipertimbangkan karena saat ukuran perusahaan semakin besar maka semakin dapat mengelola risikonya dengan baik, dan akan menurunkan kemungkinan terjadinya *default risk* (Arundina *et al.*, 2015). 2) *LEV* sebagai rasio *leverage* diukur menggunakan perbandingan total liabilitas dan total aset. Variabel ini dipertimbangkan karena *lavarage* yang tinggi berarti memiliki risiko kredit yang tinggi, dan mengindikasikan penggunaan utang yang tinggi pada perusahaan dalam membiayai investasinya (Arundina *et al.*, 2015). 3) *ROA* sebagai ukuran profitabilitas, dengan menggunakan proksi membagi laba sebelum pajak dengan total aset. Variabel ini dipertimbangkan untuk mengukur sejauh mana perusahaan mampu menggunakan aktivasinya dalam memperoleh laba, serta mengukur kinerja fundamental perusahaan. 4) *GROWTH* mengukur pertumbuhan perusahaan yang diprosikan menggunakan presentase terhadap penjualan tahun sebelumnya. Variabel ini dipertimbangkan karena pertumbuhan perusahaan akan mengindikasikan prospek *cash flow* perusahaan di masa mendatang serta meningkatkan nilai ekonomi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif dari seluruh variabel yang digunakan, disajikan dalam table 1. Tabel 1 menunjukkan bahwa variabel *RATING_ID* memiliki nilai rata – rata sebesar 3,56 yang mengindikasikan bahwa rata – rata peringkat pada observasi berada pada antara peringkat A sampai dengan AA. Variabel *AVGACC* yang merupakan variabel kualitas akrual, angka rata – rata nya menunjukkan sebesar -0,0398, yang berarti rata – rata perusahaan yang berada dalam sampel memiliki kualitas akrual yang tinggi. Variabel *UCFO* menunjukkan angka rata – rata -0,0305 yang mengindikasikan bahwa rata – rata perusahaan dalam melakukan manajemen arus kas rendah. Variabel *CG* menunjukkan angka rata – rata 0.5880 atau berkisar di 58%. Variabel kontrol *SIZE* menunjukkan angka rata – rata sebesar 23.692 yang berarti bahwa rata – rata aset perusahaan yang dimiliki adalah Rp18.100.764.285,-. Variabel kontrol *LEV* menunjukkan angka rata – rata sebesar 0,7788 atau 77,88%, hal ini menunjukkan bahwa utang masih menjadi alternatif utama dalam pendanaan aktivitas perusahaan di Indonesia. Variabel kontrol *ROA* menunjukkan angka rata – rata sebesar 0.0215, yang mengindikasikan bahwa efektifitas pengelolaan aset oleh perusahaan masih kurang, karena *return* hanya sebesar 2%. Variabel kontrol *GROWTH* menunjukkan angka rata – rata sebesar 0.1011 atau 10.11%, yang mengindikasikan bahwa pertumbuhan perusahaan pada sampel penelitian rata – rata cukup rendah.

Tabel 1. Statistik Deskriptif

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
<i>RATING_ID</i>	92	3.5652	0.9412	1	5
<i>AVGACC</i>	92	-0.0398	0.1444	-0.5495	0.4602
<i>UCFO</i>	92	-0.0305	0.1051	-0.3387	0.2175
<i>CG</i>	92	0.5880	0.0965	0.4124	0.7423
<i>SIZE</i>	92	23.6192	0.9646	21.9008	24.7347
<i>LEV</i>	92	0.7788	0.2903	0.3747	1.5562
<i>ROA</i>	92	0.0215	0.1462	-0.5747	0.5079
<i>GROWTH</i>	92	0.1011	0.1676	-0.2644	0.5676

Keterangan: Tabel ini memberikan penjelasan statistik deskriptif variabel yang digunakan dalam penelitian. Variabel dependen yaitu *RATING_ID* yang merupakan peringkat sukuk dan menggunakan *ordered 1 – 5*. *AVGACC* merupakan variabel independen kualitas akrual yang diukur dengan *unexpected accrual*. *UCFO* merupakan variabel independen manajemen CFO yang diukur dengan menggunakan *unexpected CFO*. *CG* merupakan variabel independen efektifitas *corporate governance* yang diukur menggunakan indeks ASEAN CG Scorecard. Empat variabel kontrol didalam penelitian yaitu; *SIZE*, *LEV*, *ROA* dan *GROWTH*.

Analisis Hasil Regresi *Ordered Logit*

Tabel 2 menunjukkan hasil dari regresi *ordered logit* terhadap model penelitian pada persamaan (1). Hasil dari $Prob > Chi2$ mengindikasikan *model fitting information*, dengan angka sebesar $0.000 < 0.05$, artinya bahwa model dalam penelitian dapat digunakan dan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen. Nilai dari *Pseudo R2* menunjukkan angka sebesar 0.4512 artinya variabel independen yang digunakan dalam penelitian mampu menjelaskan sebesar 45%, dan sisanya dari variabel yang tidak masuk kedalam model penelitian.

Tabel 2 juga menunjukkan uji parsial untuk menjawab setiap hipotesis yang digunakan. Secara keseluruhan hasil uji regresi *ordered logit* berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk, hanya saja untuk hipotesis dua yang menggunakan variabel *UCFO* memiliki arah yang berkebalikan dengan hipotesis. Pada hipotesis pertama dengan variabel *AVGACC* menunjukkan hasil berpengaruh positif pada tingkat

signifikansi 5%. Hal ini menjelaskan bahwa kualitas akrual yang semakin tinggi akan meningkatkan sukuk untuk memperoleh peringkat yang lebih tinggi. Kualitas akrual yang tinggi mengindikasikan bahwa informasi akuntansi yang disajikan juga berkualitas, sehingga agen pemeringkat sebagai pengguna informasi dapat mengurangi risiko ketidakpastian dan lebih yakin terhadap penilaian peringkat sukuk karena perusahaan menyajikan informasi sesuai keadaan sebenarnya.

Hipotesis kedua pada variabel *UCFO* menunjukkan hasil berpengaruh positif pada tingkat signifikansi 10%. Hasil uji pada hipotesis ini memiliki arah yang berkebalikan dengan prediksi hipotesis, sehingga kesimpulan untuk hipotesis kedua ditolak. Angka *unexpected CFO* yang tinggi mengindikasikan semakin tinggi manajemen arus kas yang dilakukan. Jika hasil pengaruhnya menunjukkan arah yang positif, bisa jadi karena angka arus kas yang dihasilkan dari manipulasi manajemen arus

kas tidak terlihat oleh agen pemeringkat. Sehingga angka arus kas yang dihasilkan semakin bagus dan sesuai dengan yang diharapkan oleh perusahaan dalam mempengaruhi peringkat sukuk yang diperoleh. Hipotesis ketiga menunjukkan hasil berpengaruh positif pada tingkat signifikansi 1%. Hasil ini sesuai dengan prediksi hipotesis bahwa perusahaan yang semakin tinggi menerapkan efektifitas tata kelola perusahaan, akan semakin meningkatkan sukuk untuk memperoleh peringkat yang lebih tinggi. Hasil uji pada variabel kontrol secara keseluruhan memiliki pengaruh terhadap peringkat sukuk, terkecuali untuk variabel *ROA* yang memiliki arah berbeda dengan arah prediksi. Variabel *SIZE* berpengaruh positif pada signifikansi 1%, hal ini menunjukkan bahwa semakin besar ukuran perusahaan akan semakin meningkatkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi. Pengaruh ini diyakini karena perusahaan yang memiliki ukuran semakin besar, semakin dapat mengelola risikonya dengan baik dan risiko terhadap *default risk* nya semakin kecil. Variabel *LEV* menunjukkan hasil berpengaruh negatif dan arah sesuai dengan prediksi. Kesimpulan pada variabel ini adalah semakin rendah rasio utang yang dimiliki oleh perusahaan, akan meningkatkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi. Variabel *ROA* berpengaruh negative terhadap peringkat sukuk, dan berkebalikan dengan arah prediksi. *ROA* mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam mengelola aset untuk menghasilkan laba. Dalam penelitian ini angka statistik deskriptif menunjukkan rasio profitabilitas yang cukup rendah yaitu sebesar 2%, sehingga arah yang berkebalikan dalam penelitian ini bisa jadi karena agen pemeringkat tidak

terlalu memperhatikan angka laba dalam mempengaruhi penilaian peringkat sukuk. Agen pemeringkat kemungkinan lebih memperhatikan aset yang dimiliki perusahaan dalam menghasilkan arus kas karena untuk sukuk maupun obligasi lebih mempertimbangkan kemampuan perusahaan dalam membayar sukuk atau obligasi secara tepat waktu. Variabel *GROWTH* berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, yang berarti semakin bertumbuh perusahaan akan meningkatkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi. Hasil ini mengindikasikan agen pemeringkat memperhatikan prospek arus kas dimasa yang akan datang dengan melihat dari pertumbuhan penjualan perusahaan.

Uji Sensitivitas

Pengujian pada variabel dependen yang bersifat order dapat dilakukan menggunakan *ordered logit* atau *probit*. Secara teknik kedua model tersebut memiliki kinerja yang sama, sedangkan perbedaannya hanya terdapat pada nilai residual yang dihasilkan. Residual pada *ordered probit* merupakan *cumulative normal* sedangkan pada *ordered logit* merupakan *cumulative logistic*. Pada pengujian model sebelumnya menggunakan metode *ordered logit*, maka untuk uji sensitivitas akan menggunakan *ordered probit* dengan menggunakan model matematis penelitian yang sama seperti persamaan model (1). Tabel 3 merupakan hasil uji regresi *ordered probit*, dan hasilnya menunjukkan hasil yang konsisten dengan pengujian utama yang menggunakan *ordered logit* terhadap seluruh variabel penelitian yang digunakan.

Tabel 2. Hasil Pengujian Regresi *Ordered Logit*

Variabel dependen : <i>Rating_id</i>			
Var Independen	Prediksi Tanda	Koef	<i>P-Value</i>
<i>AVGACC</i>	+	8.5562	0.002**
<i>UCFO</i>	-	12.6014	0.074***
<i>CG</i>	+	3.7644	0.000*
<i>SIZE</i>	+	2.1116	0.000*
<i>LEV</i>	-	-4.5833	0.000*
<i>ROA</i>	+	-4.7497	0.016**
<i>GROWTH</i>	+	7.0660	0.000*
<i>Prob > Chi2</i>		0.0000	
<i>Pseudo R2</i>		0.4512	
<i>cut 1</i>		45.9265	
<i>cut 2</i>		48.7026	
<i>cut 3</i>		53.6058	
<i>cut 4</i>		57.9123	
* signifikan pada tingkat 1% (one-tailed), ** signifikan pada tingkat 5% (one-tailed), *** signifikan pada tingkat 10% (one-tailed).			

Tabel 3. Hasil Uji Sensitivitas - Regresi *Ordered Probit*

Variabel dependen : <i>Rating_id</i>			
Var Independen	Prediksi Tanda	Koef	<i>P-Value</i>
<i>AVGACC</i>	+	1.5024	**0.002
<i>UCFO</i>	-	-0.0218	**0.026
<i>CG</i>	+	3.3926	*0.000
<i>SIZE</i>	+	0.5871	*0.000
<i>LEV</i>	-	-3.2474	*0.000
<i>ROA</i>	+	-5.0729	**0.016
<i>GROWTH</i>	+	1.5086	*0.000
<i>Prob > Chi2</i>		0.0000	
<i>Pseudo R2</i>		0.4394	
<i>cut 1</i>		22.9600	
<i>cut 2</i>		24.4304	
<i>cut 3</i>		26.8810	
<i>cut 4</i>		29.2050	
* signifikan pada tingkat 1% (one-tailed), ** signifikan pada tingkat 5% (one-tailed), *** signifikan pada tingkat 10% (one-tailed).			

KESIMPULAN

Penelitian ini melakukan analisis pengaruh dari kualitas informasi akuntansi dengan menggunakan kualitas akrual dan manajemen arus kas, serta efektifitas tata kelola perusahaan terhadap peringkat sukuk. Hasilnya menemukan bahwa kualitas akrual berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, yang berarti semakin tinggi kualitas akrual akan semakin meningkatkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi dan hasil ini konsisten dengan prediksi hipotesis. Manajemen arus kas berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, dan hasil ini tidak konsisten dengan prediksi arah hipotesis. Hal ini bisa jadi mengindikasikan bahwa arus kas yang dihasilkan dari tindakan manajemen arus kas sesuai dengan harapan perusahaan dalam mempengaruhi peringkat sukuk yang akan diperoleh, namun agen pemeringkat tidak menyadari adanya tindakan manajemen arus kas tersebut. Efektifitas tata kelola perusahaan juga berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, dan hasilnya konsisten dengan prediksi

hipotesis yaitu semakin tinggi perusahaan menerapkan efektifitas perusahaan akan meningkatkan sukuk dalam memperoleh peringkat yang lebih tinggi.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan yaitu diantaranya, pada variabel dependen kemungkinan menimbulkan bias karena pengklasifikasian yang tidak sama antar peringkat dan mengabaikan *outlook* terhadap klasifikasi order peringkat sukuk. Kedua, terdapat subjektifitas pada pengukuran indeks tata kelola perusahaan, karena skoring dilakukan sendiri terhadap laporan tahunan perusahaan dan bukan dari lembaga yang mengeluarkan skor indeks secara langsung. Ketiga, hanya menggunakan satu pengukuran kualitas akrual sehingga tingkat kekonsistenan belum teruji. Pada penelitian berikutnya diharapkan untuk dapat menggunakan klasifikasi order yang lebih spesifik terhadap peringkat sukuk termasuk memperhitungkan *outlook*, dan dapat menggunakan pengukuran kualitas akrual lainnya seperti model *Modified Jones* atau model lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, K. (2011). Sukuk: Definition, Structure and Accounting Issues. *MPRA Paper*, (33675).
- Alissa, W., Bonsall, S. B., Koharki, K., & Penn, M. W. (2013). Firms' use of accounting discretion to influence their credit ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 55(2–3), 129–147.
- Ames, D., Hines, C. S., & Sankara, J. (2014). Are earnings quality attributes reflected in financial strength ratings? *American Journal of Business*, 29(34), 293–311.
- Arundina, T., Omar, M. A., & Kartiwi, M. (2015). The predictive accuracy of Sukuk ratings ; Multinomial Logistic and Neural Network inferences. *Pacific-Basin Finance Journal*, 34, 273–292.
- Ashbaugh-skaife, H., Collins, D. W., & Lafond, R. (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203–243.
- Bereskin, F. L., Kim, B., & Dongchuhl, F. (2015). Pacific-Basin Finance Journal Do credit rating concerns lead to better corporate governance? Evidence from Korea ☆. *Pacific-Basin Finance Journal*, 35, 592–608.
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors *. *Journal of Business*, 76(3), 455–475.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors Author. *The Accounting Review*, 77(2002), 35–59.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. M. (2004). *Earnings Quality*. United States of America: Research Foundation of CFA Institute.
- Elhaj, M. A. A., Muhamed, N. A., & Ramli, N. M. (2015). The Influence of Corporate Governance, Financial Ratios, and Sukuk Structure on Sukuk Rating. *Procedia Economics and Finance*, 31(McMillen 2007), 62–74.
- FitchRatings. (2012). *Pemeringkatan Sukuk Laporan Kriteria Antar Sektor*.
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295–327. <https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2004.06.003>
- Geiszler, M. (2014). *The Effect of Accrual Quality, Real Activities Earnings Management and Corporate Governance on Credit Ratings*. Kent State University.
- Hariani, D. (2011). PENGARUH PENERAPAN GOOD CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP RISIKO KREDIT DAN YIELD SUKUK IJARAH KORPORASI. *Tesis Universitas Indonesia*.
- Khurana, I. K., Pereira, R., & Zhang, E. (2014). Cash Flow Management and Bond Rating Quality, 1–53.
- Kim, Y. S., Kim, Y., & Song, K. (2013). Credit rating changes and earnings management.

Asia Pacific Journal of Financial Studies,
42(1), 109–140.

Kirana, D. (2008). *Pengaruh Corporate Governance dan Free Cash Flow terhadap Kinerja Perusahaan*. Universitas Indonesia.

Lee, L. F. (2012). Incentives to Inflate Reported Cash from Operations Using Classification and Timing. *The Accounting Review*, 87(1), 1–33.
<https://doi.org/10.2308/accr-10156>

MARC. (2012). *METHODOLOGY RATING APPROACH TO SUKUK: A MARC PERSPECTIVE*.

OJK. (2015). *Statistik Sukuk Korporasi*.

RAM. (2011). *Criteria & Methodolgy: General Approach to Sukuk Ratings*. Retrieved from www.ram.com.my

S&P. (2015). *Methodology For Rating Sukuk*.