

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Paparan Data Hasil Penelitian

4.1.1 Gambaran Umum Pasar Modal

Sejarah Pasar Modal Indonesia diawali oleh kegiatan jual beli saham dan obligasi pada abad 19. Menurut buku *Effectengids* yang dikeluarkan Verreniging voor den Effectenhandel 1939 adanya jual beli efek telah berlangsung sejak tahun 1880. Sekitar awal abad ke-19 pemerintah kolonial Belanda mulai membangun perkebunan secara besar-besaran di Indonesia. Sebagai salah satu sumber dana adalah dari para penabung yang telah dikerahkan sebaik-baiknya. Atas dasar itulah maka pemerintahan kolonial waktu itu mendirikan pasar modal. Setelah mengadakan persiapan, maka akhirnya berdiri secara resmi pasar modal di Indonesia yang terletak di Batavia (Jakarta) pada tanggal 14 Desember 1912 dan bernama **Vereniging voor de Effectenhandel** (bursa efek).

Perkembangan pasar modal di Batavia begitu pesat, banyak masyarakat kota lainnya ingin menghimpun dana pada pasar modal. Untuk menampung minat masyarakat tersebut pada tanggal 11 Januari 1925 di kota Surabaya dan 1 Agustus 1925 di Semarang resmi didirikan bursa. Perkembangan pasar modal waktu itu cukup menggembirakan yang terlihat dari nilai efek yang tercatat yang mencapai NIF 1,4 milyar (jika di indeks dengan harga beras yang disubsidi pada tahun 1925).

Perkembangan obligasi mulai menunjukkan peningkatan yang berarti sebagai alat investasi dan instrumen keuangan pada periode tahun 2000. Adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan menyebabkan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis atau melakukan pelunasan utangnya mulai melirik instrumen obligasi sebagai salah satu alternatif penggalangan dana. Beberapa alasan di antaranya adalah penerbitan obligasi lebih mudah dan fleksibel dibandingkan melakukan prosedur pinjaman di bank. Selain itu, tingkat suku bunga obligasi bisa dibuat lebih menguntungkan bagi perusahaan dibandingkan tingkat suku bunga pinjaman dari bank yang cenderung meningkat. Untuk perkembangan pasar modal saat ini Bursa Efek Jakarta dan Bursa Efek Surabaya bergabung menjadi Bursa Efek Indonesia yang disingkat menjadi BEI atau nama internasionalnya adalah Indonesia Stock Exchange yang disingkat IDX. BEI beroperasi mulai tanggal 1 Januari 2007 dengan alamat kantor pusat di Jl. Jend. Sudirman Jakarta Indonesia.

Fungsi Pasar Modal menurut Fakhruddin (2005:6) mempunyai dua fungsi. Yang pertama sebagai fungsi ekonomi dimana adanya pasar modal merupakan wadah bagi para *investor* dan *issuer* yang dapat saling menguntungkan. Fungsi yang kedua adalah sebagai fungsi keuangan karena memberikan kemungkinan dan kesempatan memperoleh hasil bagi pemilik dana sesuai karakteristik efek yang dipilih.

Instrumen atau produk yang diperdagangkan di Pasar Modal disebut dengan efek. Proses perdagangan efek dalam pasar modal dilakukan dalam 2 tahap, yaitu melalui pasar perdana dan pasar sekunder (Ahmed, 2008 : 17). Pasar

perdana adalah pasar dimana efek-efek diperdagangkan untuk pertama kalinya, sebelum dicatatkan di Bursa Efek. Pasar sekunder adalah pasar dimana efek-efek yang telah dicatatkan di Bursa Efek diperjualbelikan. Pasar sekunder memberikan kesempatan kepada para investor untuk membeli atau menjual efek-efek yang tercatat di bursa. Di pasar ini, efek-efek diperdagangkan dari satu investor ke investor lain.

Di dalam pasar modal Indonesia ada berbagai macam instrumen sekuritas yang diperjual belikan, pemodal diberi kesempatan untuk memilih instrumen tersebut. Salah satu instrumen yang diperdagangkan dipasar modal adalah obligasi. Obligasi merupakan surat pengakuan utang yang diterbitkan oleh pemerintah maupun perusahaan swasta kepada investor, di mana utang ini akan dibayarkan pada masa yang ditentukan (Ibrahim,2008:12). Atas pinjaman tersebut investor diberi imbalan berupa bunga. Sebagai salah satu instrumen yang dikenal dipasar modal, penerbitan obligasi dari suatu perusahaan merupakan sesuatu yang sangat menguntungkan dibandingkan dengan pinjaman bank, karena pembayaran bunga pada obligasi lebih rendah dan dapat dibayar secara berkala, bulan atau setahun sekali (Hulwati,2004 dalam Ibrahim, 2008:14).

Sejak tahun 1995, surat utang atau obligasi khususnya yang diterbitkan melalui penawaran umum wajib untuk diperingkat (di-rating) oleh lembaga pemeringkat yang terdaftar di Bapepam (BES, 2001). Pemeringkatan terhadap obligasi yang akan diterbitkan bertujuan untuk menilai kinerja perusahaan. Pemeringkatan terhadap obligasi dinilai sangat penting karena dapat dimanfaatkan untuk memutuskan apakah obligasi tersebut layak terbit atau tidak serta

mengetahui tingkat risikonya. Proses pemeringkatan obligasi dilakukan oleh suatu lembaga pemeringkat (rating agency). Lembaga pemeringkat yang ada di Indonesia adalah PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Credit Rating Indonesia (Moody's Indonesia).

4.1.2 Profil PT.PEFINDO

PT. PEFINDO atau PT. Pemeringkat Efek Indonesia berdiri pada tanggal 21 Desember 1993 di Jakarta. PEFINDO berdiri diprakarsai oleh BAPEPAM dan Bank Indonesia. PEFINDO merupakan Perseroan Terbatas yang sahamnya per Desember 2006 tercatat dimiliki oleh 96 perusahaan domestik.

Pada tanggal 13 Agustus 1994 PEFINDO mendapatkan lisensi sebagai lembaga pendukung pasar modal Indonesia yang mempunyai fungsi memberikan peringkat yang obyektif, independen, dan dapat dipercaya terhadap resiko kredit sekuritas utang terhadap publik. Guna meningkatkan metodologi peringkat yang digunakan dan kriteria-kriteria yang dipakai sebagai acuan dalam memeringkat, maka PEFINDO di dukung oleh mitra global yaitu Standard & Poor's Rating Service (S&P's).

Metode yang digunakan untuk memeringkat adalah memperhatikan risiko usaha dan risiko keuangan. Secara khusus, dalam jangka pendek, dievaluasi faktor-faktor yang akan dengan segera mempengaruhi kondisi keuangan emiten, seperti likuiditas siklus konversi aset dan tingkat keyakinan pada kinerja. Menurut Amrullah (2007: 54) peringkat yang diberikan didasarkan pada pertimbangan :

1. Risiko industri
2. Posisi pasar dan lingkungan operasional

3. Kompetensi manajemen perusahaan
4. Risiko keuangan
5. Kualitas dari data dan laporan keuangan
6. Pendapatan dan arus kas,
7. Struktur utang dan modal,
8. Pendanaan dan likuiditas; fleksibilitas keuangan,
9. Perbandingan dengan perusahaan lain yang sejenis,
10. Analisa sensitivitas,
11. Struktur kelompok usaha,
12. *Back-up policy*, dan
13. Kerahasiaan

4.1.3 Deskripsi Obyek Penelitian

Obyek dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listing di BEI dan mengeluarkan obligasi pada periode 2010-2011. Sedangkan sampel yang digunakan adalah sampel yang diambil menggunakan metode *purposive sampling*. Proses seleksi sampel yang dilakukan harus terdaftar di dalam laporan GCG dan mengeluarkan obligasi, selain itu juga diperingkat oleh perusahaan PEFINDO. Adapun yang termasuk dalam sampel tersebut tersebut adalah sebagai berikut:

Tabel 4.1
Sampel perusahaan

No	Sektor	Perusahaan
1	Automotive, Related Industry	<ul style="list-style-type: none"> • Selamat Sempurna • Serasi Auto Raya • Sarana Multi Griya
2	Finance Company	<ul style="list-style-type: none"> • Adira Dinamika Multi Finance • Astra Sedaya Finance • BFI Finance Indonesia Tbk • Clipan Finance Indonesia Tbk

		<ul style="list-style-type: none"> • Federal International Finance • Indomobil Finance Indonesia • Oto Multiartha • Sarana Multigriya Financial (Persero) • Summit Oto Finance • Surya artha Nusantara Finance • Mandiri Tunas Finance • Toyota Astra Finance Services • Wahana Oto Multiartha (WOM)
3	Retail	<ul style="list-style-type: none"> • Matahari Putra Prima Tbk • Mitra Adiperkasa Tbk
4	Shipping Marine Transport Service	<ul style="list-style-type: none"> • Berlian Laju Tanker Tbk • Arpeni Putra Pratama Tbk
5	Wood Based and Agro	<ul style="list-style-type: none"> • BW Plantantion Tbk • PTPN 7 • JAPFA
6	Fertilizer	<ul style="list-style-type: none"> • Pupuk Kalimantan Timur
7	Chemical	<ul style="list-style-type: none"> • Lautan Luas Tbk
8	Consumer Goods	<ul style="list-style-type: none"> • Indofood Sukses Makmur Tbk • Mayora Indah Tbk • PT.Salim Ivomas Pratama
9	Infrastructure	<ul style="list-style-type: none"> • Jasa Marga (Persero) • PLN (Persero)
10	Mining, Oil, and Natural	<ul style="list-style-type: none"> • Apexindo Pratama Duta Tbk • Medco Energy International Tbk
11	Poultry	<ul style="list-style-type: none"> • JAPFA comfeed Indonesia • Malindo Feedmill Tbk
12	Property and Construction	<ul style="list-style-type: none"> • Agung Podomoro Land • Adhi Karya (Persero) Tbk • Summarecon Agung Tbk • Bakrieland Development Tbk
13	Securities Company	<ul style="list-style-type: none"> • MNC securities • Danareksa (Persero)
14	Telecommunication	<ul style="list-style-type: none"> • Indosat Tbk • PerusahaanPerseroan (Persero)Telekomunikasi Indonesia

Sumber: data sekunder yang diolah

Berdasarkan populasi penelitian terdapat 105 perusahaan yang terlisting di dalam peringkat obligasi yang diperingkat oleh PEFINDO dan terdapat 20 perusahaan yang tidak terlisting tetapi mempunyai laporan GCG. Berdasarkan kriteria yang sudah ada sampel pada penelitian ini adalah 74 perusahaan yang mengeluarkan obligasi. Perusahaan pada sampel tersebut sudah memenuhi kriteria yaitu mempunyai laporan GCG dan laporan keuangan serta sudah mempunyai

peringkat pada PEFINDO periode 2010-2011. Pada sampel tersebut dibagi kedalam dua kategori yaitu kategori *speculative grade dan investmen grade*.

Tabel 4.2
Kategori Peringkat Obligasi

Lembaga Peringkat	Kategori Peringkat	
PT. PEFINDO	Investment Grade	Speculative Grade
	AAA sampai A-	BBB sampai D

Sumber : PEFINDO

4.1.4 Uji Asumsi Klasik

4.1.4.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu atau residual memiliki distribusi normal. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk mendeteksi normalitas data dilakukan dengan uji kolmogorov-smirnov dengan nilai signifikansi yang dihasilkan lebih besar dari 5 persen. Hasil SPSS uji normalitas adalah sebagai berikut :

Tabel 4.3
One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		Standar
N		74
Normal Parameters ^a	Mean	.0000000
	Std. Deviation	.38032504
Most Extreme Differences	Absolute	.129
	Positive	.097
	Negative	-.129
Kolmogorov-Smirnov Z		.794
Asymp. Sig. (2-tailed)		.554

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Berdasarkan output diatas terlihat bahwa nilai Sig. (2-tailed) sebesar 0,554, yang berarti nilai lebih besar dari 0,05. Oleh sebab itu H_0 tidak dapat ditolak. Hal itu berarti nilai residual terstandarisasi dinyatakan menyebar dengan secara normal. Dan hal ini menyatakan bahwa data tersebut normal.

4.1.4.2 Uji Multikolinieritas

Uji multikolinieritas digunakan untuk menguji apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antara variabel bebas. Jika terjadi multikolinieritas pada variabel-variabel bebas akan berakibat koefisien regresi tidak dapat ditentukan dari standart deviasi atau VIF (variabel inflation factor) dari masing-masing variabel, dengan kriteria pengujian hipotesis sebagai berikut:

1. Jika nilai toleransi $< 0,10$ atau $VIF > 10$, maka ada multikolinieritas
2. Jika nilai toleransi $> 0,10$ atau $VIF < 10$, maka tidak terjadi multikolinieritas.

Tabel 4.4
Tabel multikolinieritas

FAKTOR	VIF	KETERANGAN
ROA	1.555	Bebas multikolinieritas
DER	1.312	Bebas multikolinieritas
ROE	1.219	Bebas multikolinieritas
CR	1.187	Bebas multikolinieritas
NPM	1.146	Bebas multikolinieritas
SALES	1.512	Bebas multikolinieritas
INSTITUSI	1.389	Bebas multikolinieritas
MANAJERIAL	1.323	Bebas multikolinieritas
JUMLAH KOMISARIS	1.223	Bebas multikolinieritas

Sumber : data sekunder yang diolah

Dari persamaan tabel diatas dijelaskan bahwa faktor pada variabel independent terbebas dari multikolinieritas. Hal ini dapat dilihat dari nilai VIF yang $>$ dari 1 dan $<$ 10.

4.1.4.3 Uji Heteroskedasitas

Uji heteroskedasitas bertujuan untuk mengetahui terjadinya varian tidak sama untuk variabel bebas yang berbeda. Jika varian dari residual satu pengamatan ke pengamatan lain tetap, maka disebut homoskedasitas, dan kebalikannya jika berbeda disebut heteroskedasitas. Ghozali (2005:69) menjelaskan heteroskedasitas diuji dengan menggunakan uji koefisien korelasi Rank Spearman, bila signifikansi hasil korelasi lebih kecil dari 0,05 (5%) maka persamaan regresi tersebut mengandung heteroskedasitas dan sebaliknya berarti non heteroskedasitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedasitas atau tidak terjadi heteroskedasitas.

Tabel 4.5
Tabel Uji Heteroskedasitas

variabel	Sig dari Abs_res	Keterangan
Roa	0.279	Homoskedasitas
Der	0.430	Homoskedasitas
CR	0.418	Homoskedasitas
Roe	0.401	Homoskedasitas
Npm	0.398	Homoskedasitas
Sales to Current asset	0.413	Homoskedasitas
Kepemilikan institusi	0.374	Homoskedasitas
Kepemilikan manajerial	0.456	Homoskedasitas
Jumlah komisaris	0.415	Homoskedasitas

Sumber : data sekunder yang diolah

Gejala heteroskedasitas ditunjukkan oleh koefisien regresi dari masing-masing variabel yang bebas dari nilai absolut residualnya. Data diatas tidak ada yang mengandung heteroskedasitas berarti dapat dikatakan bebas dari heteroskedasitas.

4.1.4.1 Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan untuk menguji apakah di dalam sebuah model regresi terdapat korelasi antara kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ (sebelumnya). Jika terjadi autokorelasi, maka dinamakan problem auto korelasi. Untuk menentukan ada dan tidaknya autokorelasi dalam penelitian ini digunakan uji autokorelasi dengan menggunakan Metode Lagrange Multiplier (LM Test) yang akan menguji apakah terjadi masalah auto korelasi atau tidak. Hal ini diuji tidak hanya pada derajat pertama tetapi juga digunakan pada berbagai tingkat derajat autokorelasi.

Tabel 4.6
Data Uji Autokorelasi

model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	0.627	0.393	-0.281	0.45788209

Sumber : data sekunder yang diolah

Pada output model summary diatas terlihat bahwa $R^2 = 0.393$. Nilai R^2 digunakan sebagai dasar untuk menghitung nilai X^2 dengan rumus $X^2 = (n-1) * R^2$. Jika nilai X^2 hitung $< X^2$ tabel maka tidak terjadi autokorelasi. Perhitungan nilai $X^2 : (74 x 0,393) = 29,082$. Sedangkan nilai X^2 sebesar 88,850, karena X^2 hitung $< X^2$ tabel, maka tidak terjadi autokorelasi.

4.1.5 Analisis Regresi Logistic

Logistic Regression atau regresi logistik adalah analisis untuk memperkirakan suatu hasil berdasarkan pada perubahan-perubahan nilai variabel independen (Prayitno,2009:106). Analisis ini sama dengan regresi linier hanya saja variabel dependen yang digunakan adalah dikotomi.

Data yang digunakan dalam analisis regresi logistik untuk variabel dependen adalah dikotomi (dummy variabel), sedangkan variabel independen adalah bertipe interval atau rasio (scale) (Suharjo,2008:149). Jika variabel penjelasnya hanya satu fungsi yang dapat digunakan adalah sebagai berikut (Suharjo,2008:149)

$$E(Y|X) = \frac{\epsilon\beta^0 + \beta^1}{1 + \epsilon\beta^0 + \epsilon\beta^1}$$

Tabel 4.7
Regression Logistic

	B	S.E	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95,0% C.I for EXP (B)	
							Lower	Upper
Roa	5.522	1,890	8.536	1	.003	250.111	6.157	1.016E4
Der	1.638	.715	5.254	1	.022	.194	.048	.789
CR	2.265	.957	5.595	1	.018	.104	.016	.678
ROE	.648	1.264	.263	1	0.60	1.913	.161	22.768
NPM	-.283	.923	.094	1	.075	.754	.123	4.603
Sales	1.058	.941	1.264	1	.261	2.881	.455	8.227
Komisaris	1.182	1.542	.587	1	.044	3.260	.159	66.991
Kep.Inst	-.302	.844	.128	1	.720	.739	.141	3.865
Kep.Manaje	20.712	11.559	3.211	1	.073	9.884E8	.143	6.816E18
Kom.audit	-.155	3.436	.002	1	.010	.856	.001	720.134
Juml.komis	-34.372	24.651	1.944	1	.163	.000	.000	1.137E6
Constan	1.228	1.357	.819	1	.365	3.415		

Sumber : data sekunder yang diolah

Berdasarkan tabel diatas di dapat persamaan logistik sebagai berikut :

$$Y = 1,228 - 34,372 \text{ KOMIN} - 0,155\text{AUDIT} + 20,712\text{MANAJERIAL} - 0,302\text{INSTITUSI} + 1,182\text{KOMIS} + 1,058\text{SALES} - 0,283\text{NPM} + 0,648\text{ROE} + 2,265\text{CR} + 1,638\text{DER} + 5,522\text{ROA}$$

Variabel bebas ROA signifikan pada 0,03, variabel DER signifikan pada 0,022, variabel CR signifikan pada 0,018, variabel komisaris signifikan pada 0,44 dan variabel komite audit signifikan pada 0,10. Untuk melihat kecocokan model (*model fit*), kriteria yang digunakan adalah nilai *-2Log Likelihood (-2LL)*.

Tabel 4.8
Model Fit

Iteration	-2Log Likelihood	Coefficient
		constant
Step 0 1	98.165	.486
2	98.163	.496
3	98.163	.496

Sumber : data sekunder yang diolah

Melihat model fit dapat dilihat dari statistik *-2Log Likelihood*, yaitu tanpa konstanta sebesar 98,165 sedangkan setelah dimasukan variabel turun menjadi 98,163. Hal ini dapat diartikan bahwa penambahan variabel independen dapat memperbaiki model fit. Untuk melihat model fit yang lain dapat dilihat dengan nilai pada tabel Cox and Snell's R Square dan Nagelkerke's R.

Tabel 4.9
Model Summary

Step	2Log Likelihood	Cox and Snell's R Square	Nagelkerke's R Square
1	71.687	.301	.459
	Chi-square	Df	Sig
	15.149	8	.563

Sumber : data sekunder yang diolah

Nilai Nagelkerke's r Square diinterpretasikan seperti nilai R² pada regresi linier. Hasil output SPSS memberikan nilai Cox and Snell's R Square sebesar 0,301 dan nilai Nagelkerke's r Square sebesar 0,459. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel dependen

sebesar 45,9%, sedangkan sisanya 54,1% dapat dijelaskan oleh variabel lainnya diluar variabel yang diteliti.

Model fit dapat juga dilihat dari uji Hosmer and Lemeshow's Goodness of fit, dimana jika nilai signifikansi dari Hosmer and Lemeshow's lebih dari 0,05 maka hipotesis nol diterima, yang berarti bahwa model tersebut dikatakan fit dan dapat diterima.

Dengan adanya Model Fit dalam penelitian ini mengindikasikan bahwa variabel dalam penelitian ini dapat dikatakan baik. Menggunakan 11 variabel independen dalam model ini yaitu pertumbuhan perusahaan yang di proxy dengan ROA, rasio solvabilitas yang di proxy dengan ROE, rasio Leverage di proxy dengan DER, rasio likuiditas di proxy dengan CR, rasio profitabilitas di proxy oleh NPM, dan rasio produktivitas yang di proxy dengan SALES to CA, kepemilikan manajerial, kepemilikan institusi, komite audit, dewan komisaris dan jumlah komisaris independen menunjukkan bahwa kebenaran prediksi model suatu perusahaan dikategorikan dalam *speculative grade* sebesar 60,7% dan *investment grade* sebesar 87,7%. Hal ini menunjukkan bahwa pengujian dengan metode regresi tersebut dapat membedakan antara perusahaan yang termasuk dalam *speculative grade* dan *investment grade*.

Kecilnya variabel peringkat obligasi yang dapat dijelaskan oleh variabel independen *corporate governance* dan rasio akuntansi dikarenakan adanya faktor-faktor lain yang mampu mempengaruhi peringkat obligasi tersebut. Faktor lain dapat dicontohkan seperti resiko industri, posisi pasar, arus kas, dan faktor lainnya (www.pefindo.com).

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

Berdasarkan penelitian yang telah diuraikan secara statistik diatas maka untuk memproleh gambaran hasil penelitian yang lebih komprehensif akan ditelaah lebih lanjut setiap data hasil perhitungan sesuai dengan hipotesis yang telah dirumuskan.

4.2.1 Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Peringkat Obligasi

Dari hasil analisis SPSS kepemilikan institusi yang dilihat dari kepemilikan saham mempunyai nilai koefisien sebesar negatif 0,302 dengan tingkat signifikansi 0,720. Nilai signifikansi yang dihasilkan lebih besar dari 0,05 yang dapat disimpulkan bahwa H1 ditolak. Hasil penelitian ini tidak berhasil di dukung karena kepemilikan institusi mempunyai nilai signifikansi yang lebih besar dari 5%. Hal ini berarti besar kecilnya proporsi saham yang ada pada perusahaan yang dimiliki oleh pihak institusi tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Selain itu juga tanda koefisien yang dihasilkan juga negatif yang mengindikasikan bahwa tidak berpengaruh secara signifikan negatif. Hasil penelitian yang tidak signifikan menandakan bahwa adanya kepentingan dari pihak institusi dalam mengelola perusahaan. Atau dapat diartikan bahwa monitoring dalam suatu perusahaan tidak berjalan optimal (Prasetyo,2010:89). Hal yang menyebabkan tidak signifikan mungkin dikarenakan jumlah pemilik institusi dibandingkan dengan pemilik manajerial jauh lebih besar, sehingga

mengindikasikan sebagian besar saham terkonsentrasi pada mayoritas investor dan kemungkinan informasi akuntansi yang dihasilkan oleh manajemen dibuat berdasarkan kepentingan pemegang saham mayoritas.

Hasil penelitian ini berbanding terbalik dengan teori keagenan yang menyebutkan bahwa pemegang saham mayoritas akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan peringkat obligasi. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2006), Rinaningsih (2008) dimana variabel kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Setyaningrum (2005) dan Bhoraj dan Sengupta (2003) yang membuktikan bahwa peringkat obligasi mempunyai hubungan yang signifikan positif dengan persentase kepemilikan institusi.

4.2.2 Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis dua menyatakan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Hasil SPSS menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial mempunyai nilai signifikansi 0,73 dan koefisien 20,712 dimana hasil ini menunjukkan bahwa H2 diterima. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Anik Malikhah (2009:269) yang mengemukakan bahwa struktur kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan.

Variabel yang digunakan dalam kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki oleh pihak manajemen individu. Ausbaugh et.al (2004) dalam Setyaningrum (2005) mengungkapkan adanya kepemilikan

manajerial menyebabkan peringkat obligasi menjadi rendah karena buruknya kualitas laba perusahaan.

Teori agensi memandang bahwa manajemen tidak dapat dipercaya mengelola kepentingan stakeholders. Hak pengendalian yang dimiliki manajer memungkinkan untuk diselewengkan dan akan menyebabkan masalah keagenan. Dan hal ini tentunya akan membuat peringkat obligasi menurun.

Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan karena jumlah persentase kepemilikan manajerial terlalu sedikit. Belum banyak perusahaan di Indonesia yang memiliki saham atau obligasi yang dikelola dengan jumlah yang signifikan.

4.2.3 Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Peringkat Obligasi

Dewan komisaris memegang peranan yang sangat penting di dalam perusahaan. Hipotesis tiga menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil pengujian regresi logistik terhadap ukuran dewan komisaris mendapatkan nilai signifikansi 0,044% dan koefisien nilai positif sebesar 1,182. Nilai signifikansi tersebut lebih kecil daripada 0,05, seakan tanda koefisien sesuai dengan tanda yang diajukan yaitu positif.

Hal ini berarti H3 diterima. Teori agensi menyatakan bahwa dewan komisaris adalah penanggung jawab yang mengawasi tindakan manajemen. Semakin banyak jumlah dewan komisaris maka semakin baik pengendalian yang ada pada perusahaan tersebut. Penelitian ini membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh secara signifikan positif terhadap peringkat obligasi. Jadi

semakin banyak atau semakin tinggi ukuran dewan komisaris maka akan berpengaruh pada peringkat obligasi, yaitu semakin baik peringkat obligasi.

Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan Kusumawati dan Riyanto (2005) yang menyatakan bahwa jumlah dewan komisaris berpengaruh positif terhadap kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang baik akan berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

4.2.4 Pengaruh Jumlah Komisaris Independen terhadap Peringkat Obligasi

Sejumlah penelitian memberikan kesimpulan bahwa perusahaan yang mempunyai proporsi anggota dewan komisaris dari luar, maka akan mempengaruhi tindakan manajemen laba. Hipotesis empat menyatakan bahwa jumlah komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Dari hasil penelitian ini diperoleh nilai signifikansi sebesar 0,163 dan tanda negatif -3.437. Hal ini berarti hipotesis empat ditolak.

Jumlah proporsi komisaris independen menunjukkan tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Kemungkinan hal ini dikarenakan ketentuan minimum 30% belum cukup untuk memenuhi dewan komisaris independen dalam mengambil kebijakan. Hal ini berpengaruh pada kekuasaan dewan komisaris dalam memonitor. Jika mayoritas atau 50% ukuran dewan komisaris dapat terpenuhi, maka bisa dikatakan monitoring yang ada pada perusahaan tersebut akan berjalan optimal karena kebijakan yang diambil dapat langsung berpengaruh terhadap peringkat obligasi perusahaan tersebut.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Setyaningrum dan Norpratiwi (2006), Ausbaugh et.al (2006), Bhoraj dan Sengupta (2003) yang menemukan bukti bahwa komposisi dewan komisaris independen yang besar secara signifikan akan membuat peringkat obligasi menjadi tinggi. Namun penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Setyaningrum (2005) yang menemukan bukti bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

4.2.5 Pengaruh Komite Audit terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis lima menyatakan bahwa komite audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil pengujian regresi menunjukkan bahwa komite audit yang diproksi oleh jumlah dewan komite audit perusahaan mendapatkan nilai signifikansi sebesar 0,010 dan tanda negatif sebesar -0,155. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Indoyama Nasarud (2010) yang menemukan bahwa adanya hubungan positif bahwa komite audit berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

Dapat disimpulkan bahwa semakin tinggi atau semakin banyak komite audit, maka akan menyebabkan peringkat obligasi semakin baik. Di dalam teori agensi disebutkan bahwa adanya masalah agensi adalah ketika manajer mempunyai informasi pribadi tetapi tidak ingin ditransparankan atau terjadinya asimetri informasi. Maka untuk mengatasi hal ini diperlukan adanya komite audit. Komite audit mempunyai wewenang dalam menilai pengendalian internal dan pelaporan eksternal.

Komite audit ini akan meningkatkan kualitas keseluruhan dari proses pelaporan keuangan perusahaan dan akan memastikan bahwa perusahaan menerapkan prinsip-prinsip akuntansi yang akan menghasilkan informasi keuangan yang akurat dan berkualitas maka hal ini akan berdampak pada reputasi dan akan berdampak pada peringkat obligasi perusahaan tersebut. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Setyaningrum (2005) dan Rinaningsih (2008) yang menemukan bukti bahwa kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diukur dengan komite audit memiliki hubungan yang positif signifikan dengan peringkat obligasi.

4.2.6 Pengaruh Pertumbuhan Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi

Tingkat profitabilitas atau pertumbuhan perusahaan yang baik diharapkan akan membuat resiko ketidakmampuan membayarnya (*default*) semakin rendah dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut. Hasil hipotesa enam menyatakan bahwa profitabilitas perusahaan yang diaproksi oleh *Return On Asset* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil pengujian regresi memiliki nilai koefisien 5,522 dengan tingkat signifikansi sebesar 0,003 dan nilai statistik wald sebesar 8,536. Nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka H_0 diterima. Hasil penelitian terhadap variabel pertumbuhan berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi perusahaan. Artinya semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka akan semakin rendah resiko ketidakmampuan membayar dan diharapkan peringkat yang akan diberikan kepada perusahaan tersebut semakin baik.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007) yang menemukan bahwa ROA tidak berpengaruh terhadap prediksi peringkat obligasi. Namun hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Manurung (2009) yang membuktikan bahwa ROA berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi yang positif antara pertumbuhan perusahaan terhadap peringkat obligasi.

4.2.7 Pengaruh Rasio Leverage terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis tujuh menyatakan bahwa pengaruh rasio leverage terhadap peringkat obligasi adalah positif. Rasio leverage adalah rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang membiayai investasi terhadap modal (Brealey, 2007:86). Pada penelitian ini rasio leverage yang di proxy oleh *Debt to Equity Ratio* mempunyai nilai signifikansi sebesar 0,022 dan tanda koefisien adalah positif 1,638 dan wald sebesar 5,254.

Nilai signifikansi pada penelitian ini sebesar 0,022 merupakan nilai yang mendukung hipotesa bahwa pengaruh rasio leverage terhadap peringkat obligasi adalah positif. Hal ini dapat disimpulkan bahwa H7 diterima. Artinya setiap kenaikan satu *Debt to Equity Ratio* akan membuat rating obligasi naik sebesar 0,022. Dilihat dari tanda koefisiennya pada proxy rasio leverage mempunyai tanda positif. Hal ini kemungkinan menandakan semakin tingginya rasio leverage maka semakin baik peringkat yang diberikan (Hardwic, dkk 1998 dalam Manurung, 2010:11).

Rendahnya leverage pada suatu perusahaan mengindikasikan bahwa proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki memiliki kemampuan yang baik. Hal ini mengindikasikan perusahaan dengan tingkat leverage yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Adler Manurung (2007) yang menemukan bahwa rasio leverage berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

4.2.8 Pengaruh Rasio Produktivitas terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis delapan mengindikasikan bahwa rasio produktivitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hal ini dibuktikan dengan hasil penelitian yang di proxy oleh *Sales to Current Assets* mempunyai nilai signifikansi 0,261 dan tanda koefisien positif 1,05 dengan wald sebesar 0,261. Dengan nilai signifikansi sebesar 0,261 maka dapat disimpulkan bahwa rasio produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Tetapi dilihat dari tanda koefisiennya sama dengan hipotesis yaitu positif. Dapat disimpulkan bahwa H8 ditolak.

Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan Karim Amrullah (2007) yang menemukan bahwa rasio produktivitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi, namun koefisien yang diharapkan sama dengan penelitian Margaretha dan Popy Nurmayanti (2010) yaitu positif. Proxi rasio produktivitas tidak berpengaruh kemungkinan dikarenakan masih kurangnya perusahaan yang dijadikan obyek pada penelitian memanfaatkan aktiva yang dimilikinya. Hal itu berpengaruh pada rasio yang dihasilkan dan juga pada kinerja

perusahaan. Tetapi dilihat dari tanda positif yang ada, bahwa setiap kenaikan *Sales to Current Assets* maka hal tersebut akan membuat kenaikan peringkat obligasi sebesar 0,26 satuan.

4.2.9 Pengaruh Rasio Solvabilitas Terhadap Peringkat Obligasi

Rasio Solvabilitas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya yang ada pada saat perusahaan tersebut dilikuidasi. Dengan demikian solvabilitas adalah kemampuan suatu perusahaan membayar semua kewajiban atau utang-utangnya baik jangka panjang ataupun jangka pendek. Dalam penelitian yang dilakukan Horigon (1996) dalam Purnomo (2005:28) menemukan bahwa rasio solvabilitas cenderung signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Semakin tinggi tingkat solvabilitas perusahaan maka semakin baik peringkat perusahaan tersebut. Dalam penelitian ini rasio solvabilitas yang di proxi oleh *Return on equity* dimana hasil dari signifikansi sebesar 0,06 (λ 10%) dan tanda koefisien adalah positif.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan Karim Amrullah (2007) yang menemukan bahwa rasio solvabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Berpengaruh positif hal ini dikarenakan perusahaan mampu dengan baik membayar semua kewajiban jangka panjangnya. Hal ini tentunya berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Karena kewajiban jangka panjang termasuk pembiayaan obligasi. Jadi semakin tinggi rasio solvabilitas, maka semakin baik peringkat obligasinya. Dapat disimpulkan bahwa H_9 diterima.

4.2.10 Pengaruh Rasio Likuiditas terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis sepuluh adalah rasio likuiditas berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Hal ini dibuktikan dengan hasil signifikansi sebesar 0,018 dengan tanda koefisien negatif 2,265. Artinya setiap penurunan satu *current ratio* akan membuat rating turun sebesar 2,265. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian yang dilakukan Manurung (2009) yang menemukan bahwa rasio likuiditas yang di proxy oleh *current ratio* mempunyai hubungan yang negatif.

Rasio likuiditas menunjukkan kemampuan perusahaan untuk membayar finansial jangka pendek tepat pada waktunya. Semakin tinggi rasio likuiditas pada perusahaan tersebut maka semakin baik peringkat obligasinya. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan dapat membayar kewajiban jangka pendek dengan tepat sehingga membuat kinerja keuangan pada perusahaan baik dan dapat dikatakan sehat. Penelitian ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan Margareta (2009) dimana hasil dari penelitian yang dilakukan menyebutkan bahwa rasio likuiditas tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

4.2.11 Pengaruh Rasio Profitabilitas terhadap Peringkat Obligasi

Rasio profitabilitas adalah rasio yang menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Proxi yang digunakan dalam mengukur rasio profitabilitas adalah *Net Profit Margin*. Hasil hipotesis sebelas adalah signifikan positif. Hasil regresi menunjukkan bahwa signifikansi adalah sebesar 0,75 dan koefisien negatif. Nilai signifikansi sebesar 0,75 lebih besar dari 0,05 yang menyatakan bahwa ini berarti H11 ditolak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Almilia dan Devi (2007) yang menemukan bahwa rasio profitabilitas tidak

berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Hal ini mungkin dikarenakan bahwa rasio profitabilitas yang dilihat dari laba bersih masih kurang dalam membiayai atau mendapatkan keuntungan dari penjualan yang dilakukan perusahaan.

