

PENGARUH CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PERINGKAT DAN YIELD OBLIGASI DI BEI

Sihontang Dikson Terry

Alumni Fakultas Bisnis, Universitas Kristen Duta Wacana
Jl. Dr. Wahidin Sudiro Husodo 5-25, Yogyakarta, 55224

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine weather corporate governance impact on bond yield and rating. This study analyses sample 27 of bonds made of Indonesian Stock Exchange-listed finance firms over the period 2004-2008. Data is analysed by using multivariate logistic regression dan multivariate regression. Multivariate logistic regres-sion is used to analyse the effect of corporate governance impact on bond rating. Meanwhile, multivariate regres-sion is used to analyse the effect of corporate governance impact on bond yield. The analyses show two main findings. First, Independent board have negative impact on bond rating. How-ever, the coefficient of the variable result is not consistent with the prediction. Second, institutional ownership have negative impact on bond yield.

Keywords: Corporate Governance, Bond Rating, Bond Yield

PENDAHULUAN

Obligasi adalah salah satu cara untuk memperoleh modal jangka panjang perusahaan. Penerbit obligasi dan nilai obligasi yang diterbitkan cenderung terus meningkat dari tahun ke tahun. Per-soalannya adalah perubahan kecil pada *yield* obligasi dapat mengarah kepada pergeseran besar dalam alokasi modal. Demikian juga kemampuan bayar perusahaan atas utang atau obligasi akan mempengaruhi perubahan *rating* obligasi.

Rating dan *yield* obligasi pada dasarnya ditentukan oleh probabilitas bahwa perusahaan tidak mampu memenuhi kewajiban membayar utang, yaitu kemungkinan kebangkrutan. Kemung-kinan kegagalan perusahaan tergantung pada ketersediaan informasi yang terper-caya untuk mengevaluasi risiko kegagalan dan masalah keagenan yang terjadi.

Mekanisme *corporate governance* dapat mempengaruhi penilaian kemungkinan kegagalan, baik itu risiko kegagalan maupun masalah keagenan.

Masalah keagenan muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan (*principal*) dan pengendalian (*agent*). Untuk mengurangi risiko kegagalan dan risiko keagenan ini maka perlu adanya mekanisme pengendalian melalui pene-rapan *good corporate governance*. Mekanisme *corporate governance* untuk memonitor pihak manajerial dapat dilakukan melalui mekanisme peran kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, dan kepemilikan manajerial. Peran masing-masing faktor ini diharapkan mempengaruhi *rating* dan *yield* obligasi. Pernyataan ini sejalan dengan penelitian Bhojraj, Sanjeev dan Partha Sengupta (2003) yang

menghubungkan *corporate governance* dengan peringkat dan *yield* obligasi.

Kepemilikan institusional memiliki kemampuan besar untuk melakukan pengawasan kepada pihak manajemen (Easterbrook, 1984). Menurut Crutchley (1999) kepemilikan institusional yang tinggi menyebabkan para manajer tidak dapat mencapai tujuan yang diharapkan. Para pemilikan institusional yang terkonsentrasi lebih memaksa kepentingannya. Mereka lebih tertarik untuk memaksimalkan *return* dan harga sekuritas atas investasinya. Peran pemilik institusi yang besar ini bisa membuat kinerja perusahaan menjadi menurun. Penurunan kinerja perusahaan dapat menurunkan tingkat peringkat obligasi perusahaan. Sebaliknya kepemilikan institusional bukan pemilik mayoritas tidak mampu memonitor kinerja manajer secara baik (Jennings, 2002). Ketidakmampuan sebagai pemonitor ini, membuat tingkat risiko gagal bayar tinggi sehingga tingkat *yield* yang disyaratkan juga tinggi.

Komisaris independen berperan untuk mengawasi dan memberikan petunjuk serta arahan pada pengelola perusahaan (FCGI, 2001). Keberadaan komisaris independen dalam perusahaan dapat menghasilkan tata kelola yang baik dengan maksud meningkatkan kinerja perusahaan (Tjager *et al.*, 2002). Kinerja perusahaan yang meningkat dapat meningkatkan *rating* obligasi. Obligasi yang berperingkat tinggi akan menyediakan tingkat bunga atau tingkat *yield* yang disyaratkan rendah.

Komite audit dalam perusahaan bertanggung jawab untuk membantu kerja dewan komisaris dalam mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal dan audit internal. Dengan demikian keberadaan komite audit di dalam perusahaan yang beranggotakan pihak independen dapat mengurangi kecurangan dalam pelaporan keuangan sehingga kinerja perusahaan meningkat (Ahmed dan Nicholls, 1994). Kinerja

perusahaan yang meningkat akan menurunkan risiko gagal bayar atau dalam hal ini *rating* obligasi tinggi dan menaikkan harga jual obligasi, sehingga *yield* obligasi semakin rendah.

Kepemilikan manajerial memiliki peran untuk mendorong para manajer kemungkinan untuk melakukan kecurangan semakin kecil dan manajemen juga akan memperbaiki kinerjanya (Ismiyati dan Hanafi, 2004). Kinerja perusahaan yang tinggi, menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau *rating* obligasi tinggi. Obligasi yang berperingkat tinggi akan menyediakan *yield* yang disyaratkan rendah. Oleh karena itu, jika mekanisme *corporate governance* itu dapat mempengaruhi konflik keagenan maka perusahaan-perusahaan dengan sistem *corporate governance* yang kuat juga seharusnya berpengaruh pada tingkat *rating* dan *yield* obligasi yang tinggi. Namun demikian, kesimpulan hasil penelitian tentang *rating* dan *yield* obligasi berkaitan dengan masing-masing variabel *corporate governance* itu masih belum jelas. Hasil penelitian masih menunjukan hasil yang saling tidak konsisten (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Setyapurnama dan Norpratiwi, 2004). Inkonsistensi ini mendorong penelitian ini lebih lanjut.

Penelitian ini berbeda dari penelitian sebelumnya. Pertama, penelitian ini tidak hanya menguji variabel *corporate governance* yaitu kepemilikan institusional dan komisaris independen seperti yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta, 2003 tetapi juga menambah variabel *corporate governance* lainnya, komite audit dan kepemilikan manajerial (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2004). Kedua, penelitian ini menambah variabel penjas lainya seperti ROA dan ROE. Variabel ini diharapkan dapat memberikan penjelasan tentang tingkat *rating* dan *yield* obligasi. Tujuan penelitian ini untuk menguji pengaruh *corporate governance*

terhadap peringkat obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *yield* obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

KAJIAN LITERATUR DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Teori Keagenan

Eishenhardt (1989) menyatakan bahwa konflik keagenan muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan (*principal*) dan pengendalian (*agent*). *Principal* diwakili oleh investor mendelegasikan kewenangan kepada agen dalam hal ini manajer untuk mengelola kekayaan investor. Investor mempunyai harapan bahwa dengan mendelegasikan wewenang pengelolaan tersebut mereka akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor.

Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmurannya, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimumkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimumkan kompensasinya. Teori keagenan lebih menekankan pada penentuan pengaturan kontrak yang efisien dalam hubungan pemilik dengan agen. Kontrak yang efisien adalah kontrak yang jelas untuk masing-masing pihak yang berisi tentang hak dan kewajiban, sehingga dapat meminimumkan konflik keagenan.

Corporate Governance

Forum for corporate governance in Indonesia (FCGI, jilid II) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak mereka atau dengan kata lain suatu sistem yang mengendalikan perusahaan.

Sementara itu, menurut *organization for economic corporation and development* (OECD, 1999), penerapan *corporate governance* memberikan beberapa manfaat yaitu memudahkan akses terhadap investasi domestik maupun asing, memberikan keputusan yang lebih baik dalam meningkatkan kinerja ekonomi perusahaan, meningkatkan keyakinan dan kepercayaan dari *shareholder* dan *stakeholder* terhadap perusahaan, melindungi direksi, komisaris, dewan pengawas dari tuntutan hukum dan melindungi dari intervensi politis serta usaha-usaha campur tangan diluar mekanisme korporasi.

Corporate governance juga memberikan suatu struktur yang memfasilitasi penentuan sasaran-sasaran dari suatu perusahaan, dan sebagai sarana untuk mencapai sasaran-sasaran tersebut dan sarana untuk menentukan teknik monitoring kinerja, serta harus memberikan insentif yang tepat untuk dewan komisaris dan manajemen dalam rangka mencapai sasaran-sasaran yang ditentukan dari sisi kepentingan perusahaan dan para pemegang saham dan juga harus dapat memfasilitasi *monitoring* yang efektif, sehingga mendorong perusahaan untuk menggunakan sumber daya secara efisien. Tujuan *corporate governance* ialah untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan.

Penelitian ini didasarkan pada penjelasan teori keagenan yang mengasumsikan bahwa para manajer lebih

mementingkan dirinya sendiri, akibatnya kinerja perusahaan yang tercermin pada *yield* dan *rating* bisa menurun. Penerapan *corporate governance* dalam perusahaan merupakan cara untuk menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan. Pengukuran *corporate governance* ini didasarkan pada variabel konsentrasi kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit, dan kepemilikan manajerial. Selain itu, penggunaan variabel kontrol diperlukan untuk mengontrol variabel independen. Variabel kontrol yang digunakan adalah Size, DER, ROA, ROE. Variabel *corporate governance* ini diharapkan berpengaruh terhadap peringkat dan *yield* obligasi.

Konsentrasi Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat dan Yield Obligasi

Konsentrasi kepemilikan institusional mencerminkan besarnya peran institusi dalam memonitor perusahaan. Easterbrook (1984) menyatakan bahwa pemegang saham yang memiliki kemampuan untuk melakukan pengawasan yang handal terhadap manajemen adalah kepemilikan institusional. Semakin besar tingkat konsentrasi yang dimiliki pihak investor institusional, maka mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen (agen), dan memiliki kemampuan untuk mempengaruhi maupun mengubah tindakan serta keputusan manajemen atau dalam hal ini kepemilikan institusional bisa bertindak sesuai kepentingan dirinya sendiri daripada kepentingan *agent* (manajer). Menurut Crutchley (1999), adanya proses monitoring yang semakin besar terhadap manajemen, membuat para manajer tidak dapat mencapai tujuan yang diharapkan. Ini disebabkan karena kepemilikan institusional yang besar, lebih tertarik untuk memaksimalkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sehingga

menimbulkan terjadinya konflik keagenan dan membuat kinerja perusahaan menjadi menurun. Menurut Sulistyastuti (2002) menyatakan bahwa proses pemeringkatan terhadap obligasi yang diterbitkan bertujuan untuk menilai kinerja perusahaan. Jadi dalam hal ini, jika kinerja perusahaan menurun, maka perusahaan tidak mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau peringkat obligasi rendah. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusi secara statistik berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H1a: Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada peringkat obligasi.

Jennings (2002) menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berhasil meningkatkan nilai perusahaan, yaitu kepemilikan institusional menurunkan nilai perusahaan. Hal ini disebabkan investor institusional bukan pemilik mayoritas sehingga tidak mampu memonitor kinerja manajer secara baik. Nilai perusahaan yang menurun akan menaikkan tingkat risiko gagal bayar atau dalam hal ini perusahaan tidak mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Ini berarti tingginya tingkat risiko gagal bayar, maka tingkat *yield* yang disyaratkan juga tinggi. Penelitian yang dilakukan Bhojraj dan Sengupta (2003) juga menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusi secara statistik berpengaruh positif terhadap *yield*. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H2a: Konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh positif pada *yield* obligasi

Komisaris Independen terhadap Peringkat dan Yield Obligasi

Komisaris independen merupakan pihak yang memegang peranan sangat penting dalam pelaksanaan *corporate governance* yaitu dalam mekanisme mengawasi dan mekanisme untuk memberikan petunjuk dan arahan pada pengelola perusahaan (FCGI, 2001). Komisaris independen merupakan pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi dan dewan komisaris lain, dan perusahaan itu sendiri baik dalam bentuk hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan (Pedoman tentang komisaris independen, KNKCG). Tujuan menghadirkan seorang komisaris yang independen adalah sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen dalam pengelolaan perusahaan melalui fungsi pengawasannya sehingga diharapkan keberadaan komisaris yang independen membuat kinerja perusahaan menjadi meningkat (Amirudin, 2004). Kinerja perusahaan yang tinggi akan membuat perusahaan mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya, sehingga *rating* obligasi menjadi naik. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2004); Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa komisaris independen berhubungan positif dengan *rating* obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H1b: Komisaris independen berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Untuk melancarkan pelaksanaan asas *corporate governance*, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga

masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain (Pedoman Umum *Good Corporate Governance*, 2006). Dengan demikian keberadaan komisaris independen sangat diperlukan untuk terciptanya tata kelola yang baik dengan maksud untuk meningkatkan kinerja perusahaan (Seri tata kelola perusahaan jilid II, FCGI). Kinerja perusahaan yang meningkat, membuat perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau dalam hal ini risiko gagal perusahaan rendah. Rendahnya risiko gagal bayar, menandakan bahwa tingkat *yield* yang disyaratkan juga rendah. Penelitian yang dilakukan Setyapurnama dan Norpratiwi (2004); Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa komisaris independen berpengaruh secara negatif terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya, hipotesis yang diajukan adalah:

H2b: Komisaris independen berpengaruh negatif pada *yield* obligasi

Komite Audit terhadap Peringkat dan Yield Obligasi

Komite audit dalam perusahaan bertanggung jawab untuk membantu kerja dewan komisaris dalam mengawasi laporan keuangan, mengawasi audit eksternal, dan mengamati sistem pengendalian internal termasuk audit internal. Tugas yang dilakukan komite audit ini akan membuat terciptanya informasi yang transparan, dan terjaminnya kualitas laporan keuangan. Dengan demikian keberadaan komite audit didalam perusahaan yang beranggotakan pihak independen dapat mengurangi kecurangan dalam pelaporan keuangan sehingga kinerja perusahaan akan semakin meningkat (Ahmed dan Nicholls, 1994). Kinerja perusahaan yang tinggi akan membuat perusahaan mampu untuk

membayar kewajiban jangka panjangnya, sehingga *rating* obligasi menjadi naik.

H1c: Komite audit berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Forum for Corporate Governance in Indonesia (FCGI) mengemukakan bahwa komite audit mempunyai tujuan membantu dewan komisaris untuk memenuhi tanggung jawab dalam memberikan pengawasan secara menyeluruh. Komite audit beranggotakan komisaris independen, dan terlepas dari kegiatan manajemen sehari-hari dan mempunyai tanggung jawab utama untuk membantu dewan komisaris dalam menjalankan tanggung jawabnya terutama dengan masalah yang berhubungan dengan pengawasan internal, dan sistem pelaporan keuangan (IICG, 2000).

Keberadaan komite audit berperan untuk menciptakan informasi yang transparan dalam pelaporan keuangan. Informasi laporan keuangan yang diungkapkan secara transparan akan meningkatkan pencapaian mekanisme *corporate governance*. Jika mekanisme *corporate governance* dilakukan dengan baik maka kinerja perusahaan juga akan semakin meningkat (Brown dan Caylor 2004). Kinerja perusahaan yang meningkat, berarti perusahaan memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau dengan kata lain risiko gagal perusahaan menjadi rendah. Hal ini berarti rendahnya risiko gagal bayar, maka tingkat *yield* yang disyaratkan juga rendah. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2004) yang menunjukkan bahwa keberadaan komite audit secara statistik berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2c: Komite audit berpengaruh negatif pada *yield* obligasi.

Kepemilikan Manajerial terhadap Peringkat dan *Yield* Obligasi

Konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (*share holder*) sebagai akibat adanya perbedaan kepentingan dapat diselesaikan jika manajemen juga mempunyai kepemilikan di dalam perusahaan (Listyani dan Tyas, 2003). Persentase kepemilikan yang dimiliki oleh manajemen, secara aktif ikut juga dalam pengambilan keputusan perusahaan. Semakin besar prosentase kepemilikan pihak manajemen, kemungkinan untuk melakukan kecurangan semakin kecil dan manajemen juga akan memperbaiki kinerjanya. Kinerja perusahaan yang semakin membaik ini menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau *rating* obligasi tinggi. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1d: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Eishenhardt (1989) menyatakan konflik keagenan muncul karena adanya pemisahan antara kepemilikan (*investor*) dan pengendalian (*manajer*). Konflik yang terjadi antara manajer dan pemegang saham (*share holder*) dapat diselesaikan jika manajemen juga mempunyai kepemilikan di dalam perusahaan (Ismiyati dan Hanafi, 2004). Dengan demikian adanya andil manajemen dalam kepemilikan perusahaan dapat mengurangi konflik kepentingan antara manajer dan berbagai pihak yang berkepentingan dengan perusahaan. Adanya kepemilikan manajerial didalam perusahaan, membuat manajemen bersama-sama untuk mencapai tujuan perusahaan yaitu untuk memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi akan menurunkan tingkat risiko gagal perusahaan atau dalam hal ini perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Ini berarti risiko gagal bayar rendah, maka

tingkat *yield* yang disyaratkan juga rendah. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2d: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada *yield* obligasi.

Variabel Penjelas lainnya terhadap Peringkat dan *Yield* Obligasi

Variabel penjelas lainnya digunakan untuk mengontrol variabel independen, sehingga hasil penelitian nanti benar-benar akan menjelaskan bahwa variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Dalam penelitian ini, variabel kontrol yang digunakan adalah ukuran perusahaan (*size*), *Debt to equity* (DER), *Return on equity* (ROE), dan *Return on asset* (ROA).

Ukuran perusahaan (*Size*) diukur menggunakan total asset perusahaan. Ukuran perusahaan merupakan faktor penting dalam penentuan peringkat obligasi, karena semakin tinggi total asset yang dimiliki, maka perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya atau peringkat obligasi tinggi. Penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa *log size* berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1e: *Size* berpengaruh positif terhadap *rating* obligasi

Menurut Elton dan Gruber (1995) perusahaan-perusahaan besar kurang berisiko dibandingkan perusahaan-perusahaan kecil. Ini berarti perusahaan besar memiliki risiko gagal bayar rendah atau dalam hal ini perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Risiko gagal bayar rendah, maka tingkat *yield* yang disyaratkan juga rendah. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menunjukkan bahwa *log size*

berpengaruh secara negatif terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2e: *Size* berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Rasio *debt to equity* (DER) merupakan perbandingan antara total kewajiban pada akhir tahun dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun. Perusahaan yang mempunyai DER yang tinggi, memungkinkan perusahaan tidak mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjang (Sulistyastuti, 2002). Dalam hal ini, DER yang tinggi dapat menurunkan *rating* obligasi. Penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa DER berpengaruh secara negatif terhadap *rating* obligasi. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1f: DER berpengaruh negatif terhadap *rating* obligasi.

Sulistyastuti 2002 menyatakan bahwa rasio DER penting diketahui karena untuk memprediksi kemampuan dengan aktivitas perusahaan dimasa mendatang. Jika DER perusahaan tinggi, maka tingkat risiko gagal perusahaan tinggi atau perusahaan tidak mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya. Risiko gagal bayar yang tinggi, maka tingkat *yield* yang disyaratkan juga tinggi. Pernyataan ini didukung oleh penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) menunjukkan bahwa DER berpengaruh secara positif terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2f: DER berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Rasio *return on assets* (ROA) digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan

aktivanya untuk memperoleh laba. Penelitian Manurung, Silitonga, dan Tobing (2008) menunjukkan bahwa (*ROA*) berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat. Berdasarkan penjelasan dan penelitian sebelumnya tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1g: *ROA* berpengaruh positif terhadap *rating* obligasi

Menurut Sartono (1994) *ROA* juga dipengaruhi oleh besar kecilnya utang perusahaan. Jika *ROA*nya tinggi, maka tingkat risiko gagal perusahaan rendah atau dalam hal ini perusahaan mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya. Risiko gagal bayar yang rendah maka tingkat *yield* yang dihasilkan juga rendah. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2g: *ROA* berpengaruh secara negatif terhadap *yield* obligasi

Menurut Sartono (1994), *return on equity* (*ROE*) digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan modal (*equity*) untuk memperoleh laba. Rasio ini dipengaruhi oleh besar kecilnya utang perusahaan. Apabila *ROE* yang dihasilkan tinggi, maka perusahaan mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya atau *rating* obligasi tinggi. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H1h: *ROE* berpengaruh positif terhadap *rating* obligasi.

Lebih lanjut dijelaskan bahwa apabila *ROE*-nya tinggi, maka risiko gagal perusahaan rendah. Hal ini mencerminkan bahwa tingkat *yield* yang disyaratkan juga rendah. Berdasarkan penjelasan tersebut, hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

H2h: *ROE* berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi

METODA PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data obligasi yang beredar dalam kurun waktu 2004-2008. Menurut catatan Bursa Efek Indonesia pada tahun 2004 perdagangan obligasi marak dilakukan bahkan hingga tahun 2005 perdagangan obligasi mengalami kenaikan. Data peringkat diperoleh dari PT.PEFINDO yang merupakan lembaga independen pemeringkat obligasi di Indonesia.

Dalam penelitian ini metode pengambilan sampel yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu sampel yang dipilih berdasarkan kriteria: (1) Perusahaan keuangan, sekuritas, dan perbankan yang terdaftar di BEI tahun 2004-2008. (2) Obligasi yang diterbitkan dan beredar selama periode pengamatan. (3) Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2008. (4) Obligasi yang perusahaan penerbitnya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO. (5) Perusahaan yang menerapkan *corporate governance* ditinjau dari salah satu aspek *corporate governance*.

Variabel dependen dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Variabel independen adalah variabel *Corporate Governance*. Variabel *corporate governance* ini terdiri dari konsentrasi kepemilikan institusional, komisaris independen (KIND), Komite audit (KAUD), dan Kepemilikan Manajerial (KMAN). Ringkasan definisi operasional variabel *corporate governance* dan *yield* obligasi perusahaan disajikan dalam tabel 1.

Tabel 1
Definisi Operasional Variabel *Corporate Governance* dan *Yield* Obligasi Perusahaan

No	Variabel	Simbol	Pengukuran (Proksi)
1	Peringkat Obligasi	RATING	variable dummy, 1 jika masuk dalam kategori <i>very high quality</i> dan 0 jika masuk dalam kategori <i>high quality</i>
2	<i>Yield</i> obligasi	YTM	<i>Yield</i> obligasi perusahaan.
3	Konsentrasi Kepemilikan Institusi	KINT	diukur dengan total persentase kepemilikan institusi luar terhadap kepemilikan perusahaan penerbit
4	Komisaris Independen	KIND	variabel dummy, 0 jika tidak terdapat komisaris independen dan 1 jika terdapat komisaris independen.
5	Komite Audit	KAUD	variabel dummy, 0 jika tidak terdapat komite audit dan 1 jika terdapat komite audit.
6	Kepemilikan Manajerial	KMAN	variabel dummy, 0 jika tidak terdapat kepemilikan manajerial dan 1 jika terdapat kepemilikan manajerial.
7	Ukuran Perusahaan	SIZE	logaritma natural total asset.
8	Debt Equity Ratio	DER	rasio total kewajiban dibagi total ekuitas.
9	Return On Asset	ROA	rasio laba bersih dibagi rata-rata total asset.
10	Return On Equity	ROE	rasio laba bersih dibagi rata-rata ekuitas saham.

Variabel dependen dalam model 1 adalah peringkat obligasi. Variabel peringkat (*rating*) obligasi ditentukan dengan menggolongkan peringkat sesuai dengan kategori peringkatnya. Variable peringkat digolongkan menjadi dua kategori yaitu 1) kategori *very high quality* untuk perusahaan yang sangat layak investasi, kategori ini dinyatakan dalam peringkat AAA-AA. 2) kategori *high quality* untuk perusahaan yang kualitas tinggi. Kategori ini dinyatakan dalam peringkat A-BBB (Menurut *standar S & P*). Variable ini dinyatakan dengan *variable dummy*, 1 jika masuk dalam kategori *very high quality* dan 0 jika masuk dalam kategori *high quality*.

Sementara itu, variabel dependen dalam model 2 adalah *yield* obligasi. *Yield*

obligasi di hitung dengan menggunakan rumus *yield to maturity (YTM)*. *Yield to maturity* merupakan tingkat pengembalian atau pendapatan yang akan diperoleh apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo.

Konsentrasi kepemilikan institusional (KINT). Variabel ini diukur dengan perbandingan persentase kepemilikan institusi luar terhadap kepemilikan perusahaan penerbit. Hasil pengujian terhadap peringkat obligasi diharapkan terdapat tanda negatif, sebaliknya hasil pengujian *yield* obligasi diharapkan terdapat tanda positif.

Komisaris independen (KIND). Variabel ini diukur dengan menggunakan variabel *dummy*, 1 jika perusahaan memiliki komisaris independen dan 0 jika

perusahaan tidak memiliki komisar independen. Hasil pengujian terhadap peringkat diharapkan terdapat tanda positif, sebaliknya hasil pengujian *yield* obligasi diharapkan terdapat tanda negatif.

Komite audit (KAUD) harus terdiri dari individu-individu yang mandiri dan tidak terlibat dengan tugas sehari-hari dari manajemen yang mengelola perusahaan dan yang memiliki pengalaman untuk melaksanakan fungsi pengawasan secara efektif. Pengukuran komite audit dilakukan dengan ada tidaknya komite audit disetiap perusahaan emiten yaitu dengan menggunakan *variable dummy*, 1 jika perusahaan memiliki komite audit dan 0 jika perusahaan tidak memiliki komite audit. Hasil pengujian terhadap peringkat diharapkan terdapat tanda positif, sebaliknya hasil pengujian *yield* obligasi diharapkan terdapat tanda negatif.

Kepemilikan manajerial (KMAN) adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Pengukuran kepemilikan manajerial dilakukan dengan menggunakan *variable dummy*, yaitu 1 jika terdapat kepemilikan manajerial dan 0 jika tidak terdapat kepemilikan manajerial. Hasil pengujian terhadap peringkat diharapkan terdapat tanda positif, sebaliknya hasil pengujian *yield* obligasi diharapkan terdapat tanda negatif.

Variabel penjelas lainnya digunakan untuk mengontrol variabel independen, sehingga hasil penelitian nanti benar-benar akan menjelaskan bahwa variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Dalam penelitian ini, variabel penjelas lainnya adalah ukuran perusahaan (*size*), *Debt to equity* (DER), *Return on equity* (ROE), dan *Return on asset* (ROA). Ukuran perusahaan (*Size*). Indikator untuk mengukur ukuran perusahaan yaitu dengan melihat log total *asset* perusahaan penerbit obligasi. *Debt to equity* (DER) merupakan perbandingan antara hutang-hutang dan

ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan untuk memenuhi seluruh kewajibannya. DER tinggi menunjukkan tingginya penggunaan hutang perusahaan, sehingga hal ini membuat perusahaan kesulitan keuangan. *Return on equity* (ROE) merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur kemampuan dari modal sendiri untuk menghasilkan keuntungan. *Return on asset* (ROA) merupakan ukuran kemampuan perusahaan menghasilkan laba bersih. ROA yang tinggi akan menunjukkan efisiensi manajemen aktiva.

Dalam penelitian ini akan menggunakan teknik analisis *logistic regression* dan teknik analisis regresi linear berganda. Analisis logit digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi. Penggunaan analisis *logit* pada penelitian ini disebabkan peringkat obligasi sebagai variabel dependen merupakan variabel kategorikal yang terdiri dari dua kategori (Ghozali 2005). Selain itu, penggunaan analisis logit ini tidak perlu penggunaan asumsi klasiknya terpenuhi. Pada analisis ini semua variabel independen dan variabel kontrol diregres terhadap variabel dependen yang terdiri dari dua kategori. Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis 1 adalah

$$\text{RATING} = \alpha + \beta_1 \text{KINT} + \beta_2 \text{KIND} + \beta_3 \text{KAUD} + \beta_4 \text{KMAN} + \beta_5 \text{SIZE} + \beta_5 \text{DER} + \beta_5 \text{ROA} + \beta_5 \text{ROE} + e \dots\dots\dots 1)$$

Keterangan: RATING adalah Peringkat Obligasi; KINT adalah konsentrasi kepemilikan institusional; KIND adalah Komisaris independen; KAUD adalah Komite audit; KMAN adalah Kepemilikan manajerial; SIZE adalah Ukuran perusahaan. DER adalah *debt equity ratio*. ROA adalah *return on asset*. ROE adalah *return on equity*.

Sementara itu, penelitian ini juga menggunakan teknik analisis regresi linear berganda. Analisis regresi berganda digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *yield obligasi*. Dalam analisis ini variabel dependen dan variabel penjelas lainnya diregres terhadap variabel dependen yaitu *yield obligasi*. Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis 2:

$$YTM = \alpha + \beta_1 KINT + \beta_2 KIND + \beta_3 KAUD + \beta_4 KMAN + \beta_5 SIZE + \beta_6 DER + \beta_7 ROA + \beta_8 ROE + e$$

.....2)

Keterangan: YTM adalah *yield Obligasi* perusahaan; KINT adalah konsentrasi

kepemilikan institusional; KIND adalah Komite audit; KAUD adalah Komite audit; KMAN adalah Kepemilikan manajerial; SIZE adalah Ukuran perusahaan. DER adalah *debt equity ratio*. ROA adalah *return on asset*. ROE adalah *return on equity*.

HASIL PENELITIAN

Data deskriptif dalam penelitian ini dapat dilihat dari statistik deskriptif yang meliputi angka minimum, maksimum, mean dan standar deviasi. Angka ini disajikan dalam tabel 2 sebagai berikut.

Tabel 2
Statistik Deskriptif Variabel

Variabel	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KINT	60	0,58	1,00	0,9087	0,1306
KIND	60	0,00	1,00	0,6833	0,4691
KAUD	60	0,00	1,00	0,8833	0,3237
KMAN	60	0,00	1,00	0,1667	0,3758
SIZE	60	6,21	13,13	9,6280	2,5138
DER	60	0,96	19,29	6,0915	3,9570
ROA	60	-0,07	0,23	0,0487	0,0544
ROE	60	-0,69	0,51	0,1538	0,2214
RATING	60	0,00	1,00	0,4000	0,4940
YTM	60	0,11	0,56	0,2643	0,1158

Tabel 2 menunjukkan bahwa selama periode 2004-2008 nilai dari 27 perusahaan dengan obyek observasi sebanyak 60, *yield obligasi* mencerminkan bahwa kemampuan perusahaan dalam meningkatkan *yield obligasi* rata-ratanya adalah sebesar 0,264% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam meningkatkan *yield obligasi* adalah sebesar 0,1158%. Variabel RATING mencerminkan bahwa kemampuan perusahaan untuk meningkatkan *rating*

obligasi rata-ratanya adalah sebesar 0,40% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam meningkatkan *rating* adalah sebesar 0,49%. Variabel KINT mencerminkan bahwa rata-rata konsentrasi kepemilikan institusi dalam perusahaan sebagai pemonitor handal adalah sebesar 0,908% dan besarnya penyimpangan adalah sebesar 0,1305%. Variabel KIND mencerminkan bahwa rata-rata keberadaan dewan komisaris independen dalam perusahaan untuk memberikan arahan

kepada pengelola perusahaan adalah sebesar 0,683% dan besarnya penyimpangan adalah sebesar 0,4691%. Variabel KAUD mencerminkan bahwa rata-rata keberadaan komite audit dalam perusahaan untuk membantu kerja dewan komisaris dalam memonitor proses pelaporan keuangan adalah sebesar 0,883% dan besarnya penyimpangan adalah sebesar 0,3237%. Variabel mencerminkan bahwa rata-rata adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan untuk mengurangi konflik keagenan adalah sebesar 0,166% dan besarnya penyimpangan adalah sebesar 0,3758%.

Variabel SIZE mencerminkan rata-rata kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan adalah sebesar 9,628% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam memperoleh laba adalah sebesar 2,513%. Variabel DER mencerminkan rata-rata kemampuan perusahaan dalam menutupi sebagian atau seluruh kewajibannya adalah sebesar 6,091% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam memperoleh laba adalah sebesar 3,957%. Variabel ROA mencerminkan rata-rata kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan adalah sebesar 0,048% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam memperoleh laba adalah sebesar 0,0543%. Variabel ROE mencerminkan rata-rata kemampuan perusahaan dalam memperoleh keuntungan adalah sebesar 0,143% dan besarnya penyimpangan yang akan terjadi dalam memperoleh laba adalah sebesar 0,221%.

Dalam penelitian ini menguji apakah *corporate governance* memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi periode 2004-2008. Untuk menilai model fit adalah berdasarkan pada fungsi Likelihood (Ghozali 2005). Likelihood L dari model adalah probabilitas bahwa model yang dihipotesiskan menggambarkan data input. Untuk pengujian L ditransformasikan menjadi –

2LogL, apabila nilai -2LogL setiap *block number* terjadi penurunan maka dapat ditarik kesimpulan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik. Hasil analisis menunjukkan nilai - 2LogL block number = 1 adalah 80,762 kemudian terjadi penurunan nilai -2LogL block number = 2 menjadi 80,761 dan di nilai - 2LogL block number = 3 menjadi tetap yaitu 80,761. Hasil ini menunjukkan bahwa model tersebut menunjukkan model regresi yang baik. Jika dilihat dari nilai Cox & Snell R Square sebesar 0,414 dan Nagelkerke R Square sebesar 0,559 dapat menggambarkan bahwa variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variasi variabel bebas sebesar 55,9 % sedangkan 44,1 % sisanya dipengaruhi oleh variabel lain. Homer and Lemeshow's Goodness of fit Test menguji bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model, sehingga model dapat dikatakan fit. Dasar pengambilan keputusan tersebut jika nilai probabilitas Hosmer & Lemeshow Test lebih besar dari tingkat signifikan 0,05. Nilai statistik Hosmer & Lemeshow Test sebesar 8,850 dengan tingkat probabilitas signifikansi sebesar 0,264, yang berarti jauh di atas 0,05 sehingga model regresi ini layak digunakan.

Pengujian dilakukan terhadap asumsi model regresi logit. Uji normalitas menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov* (KS) dengan nilai 1,055 ($p\text{-value} = 0,215$). Hal ini berarti nilai residual berdistribusi secara normal. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas di atas, nilai *tolerance* > 0.1 dan nilai VIF < 10 setiap variabel independen. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas. Hasil uji heteroskedastisitas di atas, dapat dilihat nilai $p\text{-value} < 5\%$ untuk variabel KAUD, KMAN, SIZE, dan DER. Hasil ini mengindikasikan terjadi heteroskedastisitas. Nilai *Durbin Watson* adalah 1,137 < (du) 1,298, menunjukkan bahwa terdapat autokorelasi.

Tabel 3
Koefisien Regresi Logistik dan Tingkat Signifikansi

Hipotesis	Variabel	Prediksi (β)	β	Wald test (<i>p-value</i>)	Simpulan
H1a	KINT	$\beta < 0$	5,433	0,084	Tidak didukung
H1b	KIND	$\beta > 0$	-2,566	0,011	Tidak didukung
H1c	KAUD	$\beta > 0$	-1,198	0,215	Tidak didukung
H1d	KMAN	$\beta > 0$	-21,498	0,499	Tidak didukung
H1e	SIZE	$\beta > 0$	-,348	0,040	Tidak didukung
H1f	DER	$\beta < 0$	-,251	0,051	Didukung
H1g	ROA	$\beta > 0$	-16,796	0,276	Tidak didukung
H1h	ROE	$\beta > 0$	12,111	0,137	Tidak didukung

Hasil koefisien model regresi logistik disajikan dalam tabel 3. Konsentrasi kepemilikan institusional (KINT) dan peringkat obligasi. Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa (KINT) menunjukkan koefisien positif (5,433) dan tidak signifikan (*p-value*: $0,084 > \alpha = 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan insti-tusi yang semakin terkonsentrasi justru meningkatkan *rating* obligasi. Hasil ini berlawanan dengan pernyataan bahwa kepemilikan institusi yang semakin terkonsentrasi seharusnya menurunkan *rating* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap *rating* obligasi.

Komisaris independen dan peringkat obligasi. Hasil analisis model logistik (Tabel 3) menunjukkan bahwa koefisien variabel KIND negatif (-2,566) dan signifikan (*p-value*: $0,011 < \alpha = 0,05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan justru menurunkan *rating* obligasi. Hasil ini juga berlawanan dengan pernyataan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan dapat meningkatkan *rating* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan

bahwa komisaris independen mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi.

Komite audit dan peringkat obligasi. Berdasarkan tabel 3 dapat diketahui bahwa (KAUD) menunjukkan koefisien negatif (-1,198) dan tidak signifikan (*p-value*: $0,215 > \alpha = 0,05$). Hasil ini mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit dalam perusahaan ternyata menurunkan peringkat obligasi. Indikasi ini berlawanan dengan pernyataan bahwa keberadaan komite audit dalam perusahaan seharusnya meningkatkan *rating* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa komite audit mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi.

Kepemilikan manajerial dan peringkat obligasi. Berdasarkan hasil analisis model logistik (Tabel 3) menunjukkan bahwa koefisien variabel KMAN negatif (-21,498) dan tidak signifikan (*p-value*: $0,499 > \alpha = 0,05$). Hasil ini memiliki makna bahwa adanya andil pihak manajemen sebagai pemilik, tidak dapat membantu pihak manajemen untuk meningkatkan *rating* obligasi. Indikasi ini berlawanan dengan pernyataan bahwa adanya andil pihak manajemen sebagai pemilik, dapat meningkatkan *rating* obligasi. Oleh karena itu, hasil penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan

manajerial mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi.

Variabel penjelas lainnya dan peringkat obligasi. Berdasarkan hasil pada tabel 3 koefisien variabel DER menunjukkan tanda negatif (-0,251) dan signifikan ($p\text{-value}: 0,051 > \alpha = 0,05$). Hasil ini menunjukkan bahwa DER yang tinggi dapat menurunkan peringkat obligasi. Dengan demikian, penelitian ini mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa DER mempunyai pengaruh negatif terhadap *rating* obligasi. Sementara itu, koefisien variabel ROE menunjukkan tanda positif (12,111) dan tidak signifikan ($p\text{-value}: 0,137 > \alpha = 0,05$). Hasil koefisien ini searah dengan pernyataan hipotesis, tetapi tidak signifikan. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa ROE mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi. Koefisien variabel SIZE negatif (-0,348) dan signifikan ($p\text{-value}: 0,040 < \alpha = 0,05$). Hasil koefisien ini berlawanan arah dengan pernyataan hipotesis tetapi signifikan. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa SIZE mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi. Sementara itu, koefisien variabel ROA menunjukkan tanda negatif (-16,796) dan tidak signifikan ($p\text{-value}: 0,276 > \alpha =$

0,05). Hasil koefisien ini berlawanan arah dengan pernyataan hipotesis. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa ROA mempunyai pengaruh positif terhadap *rating* obligasi.

Dalam pengujian hipotesis 2 menggunakan pengujian regresi linear berganda yang dapat dilihat dalam tabel 4. Pengujian dilakukan terhadap asumsi model regresi berganda. Uji normalitas dengan menggunakan non-parametrik Kolmogorov-Smirnov (KS). Hasil analisis menunjukkan bahwa besarnya nilai Kolmogorov-Smirnov adalah 0,902 dan tingkat signifikan pada alfa 0,389. hal ini berarti data residual berdistribusi secara normal. Berdasarkan hasil uji multikolinieritas, nilai *tolerance* > 0,1 setiap variabel independen dan nilai VIF < 10 setiap variabel independen. Hasil ini menunjukkan bahwa tidak terjadi multikolinieritas. Hasil uji heteroskedastisitas, $p\text{-value} > 0,05$ untuk masing-masing variabel independen. Hasil ini tidak ada indikasi terjadinya heteroskedastisitas. Hasil analisis menunjukkan nilai DW sebesar 1,934 > (du) 1,298 dan < 8-1,298 (8-du). Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa dapat disimpulkan tidak terdapat autokorelasi.

Tabel 4
Hasil Regresi Berganda dan Tingkat Signifikansi

Hipotesis	Variabel	Prediksi (β)	β	t-hitung	Signifikansi	Simpulan
H2a	KINT	$\beta > 0$	0,415	3,522	0,0005	Didukung
H2b	KIND	$\beta < 0$	0,120	3,281	0,001	Tidak didukung
H2c	KAUD	$\beta < 0$	0,041	0,971	0,168	Tidak didukung
H2d	KMAN	$\beta < 0$	0,005	0,141	0,444	Tidak didukung
H2e	SIZE	$\beta < 0$	-0,004	-0,623	0,268	Tidak didukung
H2f	DER	$\beta > 0$	-0,005	-1,324	0,095	Tidak didukung
H2g	ROA	$\beta < 0$	0,210	0,411	0,341	Tidak didukung
H2h	ROE	$\beta < 0$	-0,182	-1,561	0,062	Tidak didukung

Konsentrasi kepemilikan institusional dan *yield* obligasi. Berdasarkan tabel 4, diketahui bahwa KINT menunjukkan koefisien positif (0,415) dan signifikan ($p\text{-value: } 0,0005 < \alpha = 0,05$), atau $t\text{-hitung} = 3,522 > t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang semakin terkonsentrasi dalam perusahaan ternyata meningkatkan *yield* obligasi. Hasil ini mendukung pernyataan bahwa kepemilikan institusi yang semakin terkonsentrasi dalam perusahaan meningkatkan *yield* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Komisaris independen dan *yield* obligasi. Berdasarkan tabel 4, KINT menunjukkan koefisien positif (0,120) dan signifikan ($p\text{-value: } 0,001 < \alpha = 0,05$), atau $t\text{-hitung} = 3,281 > t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil ini memiliki makna keberadaan komisaris independen dalam perusahaan ternyata meningkatkan *yield* obligasi. Indikasi ini berlawanan dengan pernyataan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan menurunkan *yield* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa dewan komisaris independen mempunyai pengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Komite audit dan *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pada tabel 4, KAUD menunjukkan koefisien positif (0,041) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,168 > \alpha = 0,05$), atau $t\text{-hitung} = 0,971 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Arah koefisien ini mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit dalam perusahaan meningkatkan *yield* obligasi, namun demikian hasil ini tidak signifikan. Arah koefisien ini ternyata berlawanan dengan pernyataan bahwa keberadaan komite audit dalam perusahaan menurunkan *yield* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini juga tidak

mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan komite audit mempunyai pengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Kepemilikan manajerial dan *yield* obligasi. Berdasarkan tabel 4 KMAN menunjukkan koefisien positif (0,005) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,444 > \alpha = 0,05$), atau $t\text{-hitung} = 0,141 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Arah koefisien ini memiliki makna adanya andil pihak manajemen sebagai pemilik dapat membantu pihak manajemen untuk meningkatkan *yield* obligasi, sekalipun demikian hasil ini tidak signifikan. Indikasi ini berlawanan dengan pernyataan bahwa kepemilikan manajemen dalam perusahaan dapat menurunkan *yield* obligasi. Dengan demikian, penelitian ini juga tidak mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial seharusnya berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Variabel penjelas lainnya dan *yield* obligasi. Berdasarkan tabel 4, Size menunjukkan koefisien negatif (-0,004) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,268 > \alpha = 0,05$) atau $t\text{-hitung} = -0,623 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil koefisien ini searah dengan pernyataan hipotesis, tetapi tidak signifikan. Sementara itu, koefisien variabel ROE negatif (-0,182) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,062 > \alpha = 0,05$) atau $t\text{-hitung} = -1,561 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil koefisien ROE searah dengan pernyataan hipotesis, namun demikian hasil tidak signifikan. Koefisien variabel DER negatif (-0,005) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,095 > \alpha = 0,05$), atau $t\text{-hitung} = -1,324 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil koefisien ini berlawanan arah dengan pernyataan hipotesis. Dengan demikian, penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa DER berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Koefisien variabel ROA positif (0,210) dan tidak signifikan ($p\text{-value: } 0,341 > \alpha = 0,05$) atau $t\text{-hitung} = 0,411 < t\text{-tabel} = 1,6736$. Hasil koefisien ini berlawanan dengan pernyataan hipotesis.

Hasil ini tidak mendukung pernyataan bahwa ROA seharusnya menurunkan *yield* obligasi.

PEMBAHASAN

Konsentrasi kepemilikan institusional dan peringkat obligasi. Penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif terhadap *rating* obligasi. Walaupun hasil signifikan pada α 10% ($p\text{-value}$, $0,084 < \alpha = 10\%$), namun arah koefisien menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang semakin terkonsentrasi justru meningkatkan *rating* obligasi. Hal ini bisa terjadi karena, sekalipun tingkat kepemilikan para investor institusi terkonsentrasi, namun mereka memiliki insentif untuk melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen, dan memiliki kemampuan untuk mempengaruhi maupun mengubah tindakan serta keputusan manajemen yang dianggap tidak sesuai dengan kepentingan para investor.

Komisaris independen dan peringkat obligasi. Penelitian ini juga tidak mendukung pernyataan hipotesis bahwa keberadaan komisaris independen mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Sebaliknya, hasil menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen ternyata menurunkan *rating* obligasi. Hal ini terjadi karena kemungkinan kurang dominannya komisaris independen dari luar sehingga keberadaan mereka tidak cukup berperan sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen.

Komite audit dan peringkat obligasi. Hasil penelitian untuk komite audit tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa komite audit

berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Berdasarkan arah koefisien variabel komite audit mengindikasikan bahwa keberadaan komite audit justru menurunkan peringkat obligasi tetapi hasilnya tidak signifikan. Hal ini dapat terjadi karena anggota komite audit diangkat oleh dewan komisaris yang lebih didominasi dari dalam. Hal ini dapat berakibat pada benturan kepentingan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2004).

Kepemilikan manajerial dan peringkat obligasi. Penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial justru menurunkan peringkat obligasi. Hal ini terjadi karena kemungkinan besarnya kepemilikan manajerial di dalam perusahaan tidak signifikan sehingga tidak dapat menjadi tolak ukur kinerja manajer akan menjadi baik.

Konsentrasi kepemilikan institusional dan *Yield* Obligasi. Hasil penelitian ini mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional mempunyai pengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Hal ini terjadi karena kepemilikan institusional terkonsentrasi tidak berdampak terhadap naiknya *rating* obligasi. Oleh karena itu, para investor tetap mensyaratkan *yield* obligasi yang tinggi sebagai kompensasi atas kemungkinan risiko gagal bayar perusahaan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menyatakan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Komisaris independen dan *yield* obligasi. Penelitian ini tidak mendukung pernyataan hipotesis bahwa komisaris independen mempunyai pengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan bahwa

keberadaan komisaris independen ternyata meningkatkan *yield* obligasi. Hal ini bisa terjadi karena keberadaan komisaris independen dari luar yang kurang dominan sehingga tidak menjamin tingkat *rating* obligasi naik. Jika terjadi penurunan *rating* maka akan menyebabkan *yield* obligasi naik.

Komite audit dan *yield* obligasi. Hasil penelitian menunjukkan keberadaan komite audit justru meningkatkan *yield* obligasi. Hal ini dapat terjadi karena peran komite audit, yang bertanggung jawab dengan pengawasan internal dan sistem pelaporan keuangan, tidak cukup mampu untuk meningkatkan *rating* obligasi. Oleh karena itu, ketika *rating* obligasi turun, *yield* obligasi yang disyaratkan akan naik. Hasil penelitian untuk komite audit tidak mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa komite audit berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Kepemilikan manajerial dan *yield* obligasi. Hasil mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial justru meningkatkan *yield* obligasi. Hasil penelitian ini berlawanan dengan arah hipotesis yang diajukan. Hasil ini bisa terjadi karena adanya kepemilikan manajemen ini tidak menjamin kinerja manajer menjadi baik atau dapat meningkatkan *rating* obligasi. Jika *rating* obligasi turun, maka *yield* yang disyaratkan seharusnya naik. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2004).

Variabel penjelas lainnya dan peringkat obligasi. Penelitian ini mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Hasil ini menggambarkan bahwa risiko keuangannya tinggi sehingga kemungkinan kemampuan perusahaan untuk mengembalikan utang rendah dan *rating* obligasi menjadi turun. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003). Pernyataan hipotesis yang menyatakan

bahwa ROA berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi tidak terdukung. Hasil menunjukkan ROA tidak mampu untuk meningkatkan *rating* obligasi. Hal ini terjadi karena laba perusahaan tidak cukup mampu untuk meningkatkan *rating* obligasi. Hasil penelitian untuk ROE mendukung pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa ROE berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi, tetapi tidak signifikan. Hal ini bisa terjadi karena ada kemungkinan penurunan laba dalam perusahaan. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Manurung, Silitonga dan Tobing (2008). Pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa SIZE berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi tidak terdukung. Hasil menunjukkan bahwa *Size* justru menurunkan *yield* obligasi. Hal ini terjadi karena total asset yang dimiliki perusahaan sangat kecil sehingga tidak mampu untuk meningkatkan *rating* obligasi. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003).

Variabel penjelas lainnya dan *yield* obligasi. Penelitian ini mendukung hipotesis yang menyatakan bahwa *Size* berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi, tetapi tidak signifikan. Hal ini diduga karena perusahaan yang berukuran besar memiliki kelebihan kas yang besar dan mapan, sehingga kemungkinan tingkat risiko gagal bayarnya rendah atau dalam hal ini *rating* obligasi tinggi. Jika obligasi yang berperingkat tinggi, maka *yield* obligasi yang disyaratkan rendah. Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003). Pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa ROA berpengaruh secara negatif terhadap *yield* obligasi tidak terdukung. Hasil menunjukkan bahwa ROA justru meningkatkan *yield* obligasi. Hal ini bisa terjadi karena kemungkinan kemampuan perusahaan menghasilkan laba dari aktiva

yang dipergunakan sangat kecil sehingga tidak berpengaruh terhadap *rating* obligasi. Hasil penelitian ini menunjukkan arah koefisien ROE negatif terhadap peringkat obligasi, tetapi tidak signifikan. Hal ini karena pendapatan perusahaan tinggi tidak berdampak pada peningkatan *rating* obligasi. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Manurung, Silitonga dan Tobing (2008). Pernyataan hipotesis yang menyatakan bahwa DER berpengaruh secara positif terhadap *yield* obligasi tidak terdukung. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2004).

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan, maka dapat disimpulkan beberapa hal penting. Pertama, variabel komisaris independen menunjukkan signifikan, namun arah koefisien berlawanan dengan pernyataan hipotesis. Hal ini terjadi karena kemungkinan kurang dominannya komisaris independen dari luar sehingga keberadaan mereka tidak cukup berperan sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen. Namun demikian variabel *corporate governance* seperti konsentrasi kepemilikan institusi; komite audit; kepemilikan manajerial; serta variabel penjelas lainnya seperti *Size*; ROA; ROE tidak terdukung dalam penelitian ini, sedangkan variabel DER didukung dalam penelitian ini.

Kedua, berdasarkan hasil analisis regresi linear berganda, variabel *corporate governance* yang terdukung adalah konsentrasi kepemilikan institusional. Hasil penelitian menunjukkan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Dalam hal ini jika kepemilikan

institusional semakin terkonsentrasi maka dapat meningkatkan *yield* obligasi. Hal ini terjadi karena kepemilikan institusional terkonsentrasi tidak berdampak terhadap naiknya *rating* obligasi. Oleh karena itu, para investor tetap mensyaratkan *yield* obligasi yang tinggi sebagai kompensasi atas kemungkinan risiko gagal bayar perusahaan. Sementara itu variabel komisaris independen signifikan namun arah koefisien berlawanan dengan pernyataan hipotesis. Hal ini bisa terjadi karena keberadaan komisaris independen dari luar kurang dominan sehingga tidak menjamin tingkat *rating* obligasi naik. Jika terjadi penurunan *rating* maka akan menyebabkan *yield* obligasi naik. Namun demikian, komite audit; kepemilikan manajerial; serta variabel penjelas lainnya seperti *Size*; DER; ROA; ROE tidak terdukung dalam penelitian ini.

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan. 1) penelitian ini terbatas pada variabel *corporate governance* seperti kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit dan kepemilikan manajerial sehingga bisa saja variabel yang dipilih tidak cukup relevan dengan fenomena yang ada. 2) penelitian ini menggunakan *rating* dari AAA-BBB, sehingga pengelompokan *rating* terlalu dekat. Hal ini bisa berakibat hasil penelitian tidak sesuai dengan yang diharapkan. 3) pemilihan sampel tidak memasukkan industri non keuangan lainnya yang terdaftar di BEI.

Keterbatasan Penelitian dan Saran Penelitian Ke Depan

Saran penelitian ke depan berdasarkan keterbatasan penelitian yang ada. Pertama, penelitian ini terbatas pada variabel *corporate governance* seperti kepemilikan institusional, komisaris independen, komite audit dan kepemilikan manajerial sehingga bisa saja variabel yang dipilih tidak cukup relevan dengan fenomena yang ada. Penelitian

selanjutnya dapat menambah variabel *corporate governance* lainnya yang dapat mempengaruhi peringkat obligasi dan *yield* obligasi pada perusahaan yang terdaftar di BEI.

Kedua, Penelitian ini menggunakan *rating* dari AAA-BBB, sehingga pengelompokan *rating* terlalu dekat. Hal ini bisa berakibat hasil penelitian tidak sesuai dengan yang diharapkan. Penelitian ke depan dalam pemilihan sampel *rating* yang digunakan diharapkan tidak menggolongkan terlalu dekat.

Ketiga, Pemilihan sampel tidak memasukkan industri non keuangan lainnya yang terdaftar di BEI. Penelitian ke depan dapat dilakukan dengan cara perusahaan yang dijadikan sampel mencakup perusahaan dari sektor keuangan maupun non keuangan yang terdaftar di BEI dan dengan memperpanjang periode pengamatan sehingga diharapkan hasilnya berbeda.

DAFTAR REFERENSI

- Bhojraj, S. dan 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.
- Darmawati, D. Khomsiyah, and Rahayu, R.G. 2005."Hubungan Corporate Governance and Kinerja Perusahaan". *Journal Riset Akuntansi Indonesia*, 8: 65-81.
- Eisenhardt, K.M. 1989. "Agency Theory: An Assesment and Review". *Academy of Management Review*, 14: 57-74.
- FCGI (Forum for Corporate Governance in Indonesia). Seri Tata Kelola
- Perusahaan (Corporate Governance) jilid II. Peranan Komisaris Independen dan Komite Audit dalam pelaksanaan *Corporate Governance*.
- Frequently Asked Question (FAQ). Surat Edaran Bank Indonesia No.9/12/DPNP perihal Pelaksanaan *Good Corporate Governance* bagi Bank Umum.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan program SPSS.12 for Windows*, Semarang: Universitas Diponegoro.
- Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG). 2006. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. WWW.knkg-Indonesia.com/KNKGDOWNLOADS/
- Manurung, A.H, Silitonga, D. dan Tobing, W. 2008. "Hubungan Rasio-rasio Keuangan dengan Peringkat Obligasi". WWW.finansialbisnis.com/Data2/Riset/rating%20paper%20-%20Des. Diakses Desember 2008
- Mendenhall, W. dan Beaver J, R. 1998. *A Course in Business Statistic*. Third Edition
- Rahardjo, S. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta: Gramedia Pustaka Utama, anggota IKAPI.
- Sulistyastuti, D. R. 2002. *Saham & Obligasi, Ringkasan Teori dan Soal Jawab*. Yogyakarta: Penerbit UAJY.
- Sartono, A. 2001. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*. Yogyakarta: Penerbit BPFE-UGM

Task Force Komite Nasional Kebijakan
Corporate Governance, susunan,
Ketua *Indonesian Society of*
Independent Commissioner. Pedoman
tentang Komisaris Independen

Tjager, I., Alijoyo, A. Djemat, R.H. dan
Soembodo, B. 2003. *Corporate*
Governance (Tantangan dan Kesem-
patan bagi Komunitas Bisnis
Indonesia).

Suprayitno, G, Y., Khomisyah ,
Sedarnawati, S. dan Darmawati, D.
2005. *Internalisasi Good Corporate*
Governance, Penerbit : The
Indonesian Institute for Corporate
Governance (IICG).

Setyapurnama, Y. S. dan Norpratiwi, A.
M. V. 2004. "Pengaruh Corporate
Governance Terhadap Peringkat
Obligasi dan Yield". [WWW.stieykpn.
ac.id/images/artikel/ corporate](http://WWW.stieykpn.ac.id/images/artikel/corporate)