

PENGARUH MEKANISME GCG, PROFITABILITAS, MARKET TO BOOK VALUE OF ASSETS TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI

¹Mutiara Lusiana Annisa, ²Febrianty

^{1,2} Akuntansi Politeknik PalComTech

Jl. Basuki Rahmat No. 05, Palembang 30129, Indonesia

e-mail: mutiaralusiamannisa@yahoo.com

Abstrak – Semakin berkembangnya instrument keuangan dipasar modal yaitu saham dan obligasi. Banyak investor lebih tertarik menanamkan modalnya pada obligasi hal ini dikarenakan volatilitas obligasi dibandingkan dengan saham lebih rendah. Obligasi menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham. Obligasi memiliki tingkat fluktuasi performa yang rendah serta lebih memberikan jaminan pengembalian dan keuntungan dibanding investasi saham.

Kata kunci – GCG, Rasio Profitabilitas, dan MVA

VII. PENDAHULUAN

Pasar modal didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *publik authorities*, maupun perusahaan swasta. Pasar modal mempunyai peranan yang sangat penting dalam perekonomian seperti dalam proses pengalokasian dana masyarakat. Pasar modal dalam hal ini memberikan tingkat likuiditas yang sangat tinggi kepada investor dalam bentuk penjualan berbagai instrumen keuangan setiap saat ketika dibutuhkan dana. Selain itu juga memberikan kemudahan dalam mendapatkan dana bagi pihak yang membutuhkan, dalam hal ini yaitu perusahaan untuk melakukan kegiatan investasi.

Berbagai instrumen keuangan dapat digunakan sebagai pilihan untuk menginvestasikan dana. Investasi pada pasar modal dibagi menjadi dua jenis yaitu Investasi dalam surat kepemilikan (saham) dan investasi dalam surat hutang (obligasi). Obligasi adalah utang jangka panjang yang akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo dengan bunga yang tetap jika ada. Obligasi sering dipandang sebagai investasi yang relatif aman, tetapi tidak tertutup kemungkinan investor mengalami kerugian baik yang berasal dari faktor diluar kinerja perusahaan maupun faktor internal perusahaan, misalnya risiko dana jatuh tempo tidak terbayar tepat waktu (Brigham *et al.*, 1999). Di Indonesia obligasi diterbitkan oleh berbagai

perusahaan, baik yang sahamnya oleh swasta seluruhnya, ataupun oleh perusahaan yang dimiliki. Banyak investor lebih tertarik menanamkan modalnya pada obligasi hal ini dikarenakan volatilitas obligasi dibandingkan dengan saham lebih rendah. Faerber (2000) dalam Setyapurnama (2006:2) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham. Obligasi memiliki tingkat fluktuasi performa yang rendah serta lebih memberikan jaminan pengembalian dan keuntungan dibanding investasi saham.

Hal lain yang menarik investor lebih memilih obligasi adalah resiko perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya membayar bunga dan pokok pinjaman. Ketidakmampuan ini dipengaruhi oleh kinerja perusahaan penerbit obligasi. Untuk mengkompensasikan investor obligasi atas resiko gagal bayar, obligasi harus memberikan premi gagal bayar, yaitu selisih dari tingkat keuntungan yang dijanjikan atas tingkat keuntungan yang diberikan oleh sekuritas pemerintah yang bebas resiko gagal bayar (Rodoni, 2008:55, dalam Nasarud 2010:19). Selain perusahaan penerbit (emiten), pasar obligasi juga mulai disukai oleh para investor. Haryanti (2003) berpendapat bahwa perkembangan obligasi yang pesat ini antara lain dikarenakan rendahnya tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan tingkat suku bunga deposito sehingga investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya di obligasi. Faerber (2000) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*). Selain itu, menurut Darmadji dan Fakhruddin (2006), pemegang obligasi akan me-nerima pendapatan berupa bunga secara rutin selama berlakunya obligasi dan para investor juga dapat menghasilkan pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi ke harga premium di pasar sekunder.

Peringkat obligasi mengukur adanya resiko gagal bayar berupa ketidakmampuan emiten sebagai

pengutang dalam membayar bunga selama umur obligasi dan pelunasannya pada jatuh tempo. Jewell dan Livingston (2000:6) menyimpulkan bahwa adanya informasi yang berbeda merupakan masalah yang menimbulkan adanya beragam karakteristik dari pihak penerbit obligasi. Peringkat obligasi yang diumumkan ke publik dapat mengurangi asimetri informasi perusahaan penerbit obligasi dan investor (Zuhrohtun dan Baridwan, 2005:355).

Seorang investor yang berminat membeli obligasi, sudah seharusnya memperhatikan peringkat obligasi karena peringkat tersebut memberikan informasi dan memberikan signal tentang probabilitas kegagalan hutang suatu perusahaan. Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Untuk melakukan investasi pada obligasi, selain diperlukan dana yang cukup, pemilik modal juga memerlukan pengetahuan yang cukup tentang obligasi serta diikuti dengan naluri bisnis yang baik untuk bisa menganalisis atau memperkirakan faktor-faktor yang bisa mempengaruhi investasi pada obligasi (Almilia dan Devi, 2007:35).

Fenomena di Indonesia terjadi beberapa emiten yang mengalami gagal bayar (*default*) kebetulan memiliki peringkat layak investasi (*investment-grade*). Tahun 2009, obligasi gagal bayar (*default risk*) terjadi pada perusahaan yang cukup populer bagi masyarakat. PT. Mobile-8 Telecom Tbk. yang menerbitkan *Bond I Year* 2007, telah gagal bayar 2 kali untuk kupon 15 Maret 2009 dan 15 Juni 2009 dengan obligasi senilai Rp 675 Miliar yang jatuh tempo Maret 2012 (Kompas, 9 Februari 2010). Per Juni 2008 dan 2009, peringkat obligasi PT. Mobile-8 Telecom Tbk. pada *Indonesia Bond Market Directory* adalah idBBB+. Per Juni 2010, peringkatnya diturunkan menjadi D. Menurut Chan dan Jagadeesh (1999), salah satu alasan mengapa peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat tersebut bias karena agen pemeringkat tidak melakukan monitor terhadap kinerja perusahaan setiap hari. Agen pemeringkat hanya dapat menilai setelah terjadinya suatu peristiwa yang menyebabkan para pelaku pasar lebih memperhatikan informasi yang dimiliki perusahaan secara langsung sebagai dasar keputusan investasi obligasi. Sedangkan kasus lainnya mengenai peringkat obligasi adalah kecurangan pemberian peringkat utang yang dilakukan oleh lembaga peringkat utang Standard and Poor. Lembaga ini dinilai telah melakukan kecurangan pemberian peringkat utang kepada puluhan perusahaan dunia. Hal ini terdeteksi ketika S&P menurunkan peringkat utang AS dari AAA menjadi AA+. S&P terbukti melakukan kesalahan dalam kalkulasi utang sehingga perusahaan yang memiliki peringkat utang rendah namun dinaikkan peringkatnya oleh lembaga tersebut. Untuk mengendalikan kasus gagal bayar tersebut maka sebaiknya penerbit menerapkan konsep *Good Corporate Governance* (GCG) untuk mengantisipasi terjadinya kasus gagal bayar yang terjadi.

Sistem *Good Corporate Governance* (GCG) memberikan perlindungan efektif bagi pemegang saham dan kreditor sehingga mereka yakin akan memperoleh *return* atas investasinya dengan benar. *Good Corporate Governance* (GCG) juga membantu menciptakan lingkungan kondusif demi terciptanya pertumbuhan yang efisien dan *sustainable* di sektor korporat (Nasution dan Setiawan, 2008:2). Mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan komitmen, aturan main, serta praktik penyelenggaraan bisnis secara sehat dan beretika yang mengatur hubungan antara shareholders dengan stakeholders untuk menciptakan nilai tambah (value added) bagi perusahaan. Mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) tersebut dapat berupa dewan komisaris (*board of directors*), kepemilikan institusi, kepemilikan manajerial, pengawasan oleh tenaga kerja, auditor, dan lain-lain (Wardhani, 2008:12).

Selain menggunakan konsep mekanisme *Good Corporate Governance* (GCG) untuk melihat pengaruh peringkat obligasi dapat pula dilihat dari laporan keuangan yang dianalisis menggunakan rasio keuangan yaitu rasio profitabilitas. Profitabilitas adalah rasio yang mengukur kemampuan perusahaan menghasilkan keuntungan (profit) pada tingkat penjualan, aset, dan modal saham tertentu. Menurut Sari (2008:107) menyatakan semakin tinggi tingkat profitabilitas perusahaan maka semakin rendah risiko ketidakmampuan membayar (*default*) semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut.

Perusahaan yang bertumbuh memerlukan banyak dana untuk investasi. Dana tersebut bisa bersumber dari internal perusahaan, misalnya laba yang digunakan untuk investasi sehingga perusahaan bertumbuh biasanya tidak membagikan dividen. Karena investasi yang besar memerlukan banyak biaya, pendanaan yang bersifat internal bisa jadi tidak mencukupi kebutuhan biaya investasinya, maka diperlukan suatu pembiayaan eksternal. Pembiayaan eksternal tersebut bisa berupa saham dan utang.

Pertumbuhan perusahaan (*growth*) menggunakan komponen *Investment Opportunity Set* (IOS). Ukuran IOS yang digunakan dalam variabel pertumbuhan perusahaan adalah market value to book value karena berdasarkan Kallapur dan Trombley (1999) rasio ini paling mendekati realisasi pertumbuhan yaitu Rasio market value to book value of assets (MVA/BVA). $MVA/BVA = (\text{total aktiva} - \text{total ekuitas biasa} + (\text{saham beredar} \times \text{harga penutupansaham})) : (\text{total aktiva})$. Dalam penelitian Kallapur dan Trombley (1999) rasio yang diuji yaitu *market to book value asset* (MVA/BVA).

II. KAJIAN LITERATUR

Teori Keagenan

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dengan *agent*. Menurut Darmawati et al. (2005:22), inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan

(principal/investor) dan pengendalian (agent/manajer). Kepemilikan 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 kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncul 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. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut.

Teori keagenan merupakan versi *game theory* yang memodelkan proses kontrak antara dua orang atau lebih dan masing-masing pihak yang terlibat dalam kontrak mencoba mendapatkan yang terbaik bagi dirinya. Inti teori keagenan adalah konflik kepentingan antara agen dan prinsipal. Biaya keagenan yang timbul akibat adanya konflik kepentingan ini adalah biaya pengawasan (*monitoring costs*), biaya penjaminan (*bonding costs*), dan rugi residual (*residual loss*).

Konflik keagenan yang berhubungan dengan penerbitan obligasi dapat terjadi antara manajemen dengan kreditor. Manajemen yang perusahaannya menerbitkan obligasi berkepentingan agar obligasi yang diterbitkan dapat terjual seluruhnya. Para kreditor berkepentingan terhadap penjaminan kondisi perusahaan penerbit obligasi dalam keadaan baik sehingga nantinya tidak mendatangkan kerugian. Untuk mengurangi konflik tersebut maka manajemen menggunakan jasa lembaga pemeringkat obligasi sehingga dalam hal ini dapat mengurangi biaya penjaminan (*bonding cost*). Peringkat obligasi yang merupakan hasil pemeringkatan lembaga pemeringkat ini merupakan sinyal tentang probabilitas kegagalan pembayaran utang sebuah perusahaan sehingga menyatakan skala risiko atau tingkat keamanan suatu obligasi yang diterbitkan.

Teori Sinyal

Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak yang berkepentingan, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi ekstern yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang

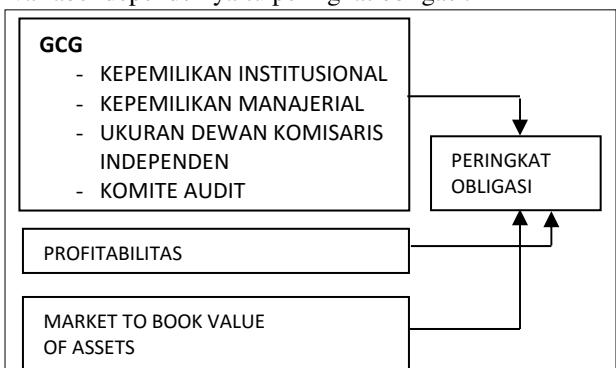
sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan peringkat obligasi.

Asimetri informasi muncul karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik, misalnya seorang manajer yang mengetahui informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan para investornya. Berkaitan dengan asimetri informasi, sangat sulit bagi para investor dan kreditur untuk membedakan antara perusahaan yang berkualitas tinggi dan rendah. Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian peringkat obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki (Raharja dan Sari, 2008:125).

Teori pensinyalan menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak lain yang berkepentingan dengan informasi tertentu. Teori ini menjelaskan mengapa perusahaan mempunyai inisiatif dan dorongan untuk memberikan informasi kepada pihak eksternal. Teori pensinyalan menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi kepada publik (Wolk *et al.*, 2001:308). Informasi tersebut bisa berupa laporan keuangan, informasi kebijakan perusahaan maupun informasi lain yang dilakukan secara sukarela oleh manajemen perusahaan.

Kerangka Pemikiran

Berdasarkan landasan teori dan penelitian sebelumnya yang telah diuraikan pada bagian terdahulu, maka dapat digambarkan suatu kerangka pemikiran teoritis mengenai pengaruh variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini terhadap peringkat obligasi. Terdapat enam variabel independen yang terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, komite audit, rasio likuiditas, rasio solvabilitas, rasio profitabilitas, rasio produktivitas, dan pertumbuhan perusahaan serta satu variabel dependen yaitu peringkat obligasi.



Gambar 1 Kerangka Pemikiran

Hipotesis Penelitian

Untuk mencapai tujuan penelitian ini maka dibutuhkan dugaan sementara atau hipotesis penelitian mengenai permasalahan yang dibahas dalam penelitian

ini mengacu pada literatur dan penelitian terdahulu. Berdasarkan pemikiran-pemikiran tersebut, dapat diturunkan hipotesis penelitian yaitu: Mekanisme GCG yang terdiri dari Kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris dan komite audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi sedangkan kepemilikan manajemen berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Rasio keuangan yang diwakili oleh profitabilitas berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Pertumbuhan perusahaan yang diwakili dengan *market to book value of assets* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

III. METODE PENELITIAN

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI) dan data peringkat dari Pefindo. *Good corporate governance* yang digunakan adalah mekanisme *corporate governance* yang diatur dalam Forum *Corporate Governance* Indeks (FCGI), yang diperoleh dari laporan keuangan yang dipublikasikan di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun 2012 sampai dengan tahun 2015. Data peringkat obligasi diperoleh dari *database website* Pefindo yaitu peringkat obligasi bagi perusahaan penerbit yang diperoleh dari BEI pada periode tahun 2012-2015.

Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang obligasinya masih aktif beredar dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan tahun 2013 sampai dengan tahun 2015. Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipilih dengan kriteria tertentu (*purposive sampling*), yaitu:

1. Semua perusahaan yang obligasinya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dirating oleh PT Pefindo tahun 2012-2015. Perusahaan yang obligasinya masih aktif beredar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2012-2015.
2. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan dan laporan tahunan untuk periode yang berakhir 31 Desember 2012 sampai dengan 2015. Apabila perusahaan tidak menerbitkan laporan keuangan dan tahunan di Bursa Efek Indonesia pada periode tahun ini maka tidak akan dijadikan sampel dalam penelitian ini.
3. Perusahaan yang memiliki data kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris independen dan komite audit. Jika pada laporan keuangan dan laporan tahunan perusahaan tidak memiliki salah satu data *good corporate governance* yang diwakili dengan keempat proksi ini maka perusahaan tersebut tidak dijadikan sampel dalam penelitian ini.

Berdasarkan 450 perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia hanya 10 perusahaan obligasinya masih aktif beredar pada periode penelitian, kemudian

dari 10 perusahaan yang umur obligasinya tidak jatuh tempo (*mature*) dan 10 perusahaan tsb memiliki data *good corporate governance* yang lengkap pada periode tahun 2012 sampai dengan 2015. Obligasi yang aktif beredar dari 10 perusahaan tersebut adalah sejumlah 16 obligasi. Jadi sampel dalam penelitian ini berjumlah 64 obligasi pada periode tahun 2013 sampai dengan 2015.

IV. HASIL DAN PEMBAHASAN

Ikhtisar Pemilihan Model Akhir

Model yang umum digunakan dalam regresi data panel ialah antara *random effects* dan *fixed effects*. Pakar ekonometrika telah membuat asumsi bahwa apabila data individu (*cross section*) lebih banyak dibandingkan data runtun waktu (*time series*) maka diasumsikan untuk memilih model RE, sedangkan apabila data runtun waktu lebih banyak dibandingkan data individu waktu maka model FE yang lebih tepat digunakan. Dalam penelitian ini data runtun waktu adalah sebanyak empat tahun dan data individual (obligasi) sebanyak 16, maka jumlah individu lebih banyak daripada jumlah data runtun waktu (16>4) sehingga permodelan yang sebaiknya digunakan adalah RE. Pengujian yang dilakukan sebelumnya, estimasi parameter dalam data panel menurut uji *chow* dan uji *hausman* akan lebih tepat menggunakan *random effects*. Jadi, model yang tepat digunakan dalam penelitian ini adalah model *random effects*. Sehingga diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$\text{Peringkat Obligasi} = 1,262689 - 0.045806 \text{ KI} + 0.349224 \text{ KM} - 0.095221 \text{ UDKI} + 0.088784 \text{ KAUD} - 0.026169 \text{ ROA} - 0.000226 \text{ MVA} + \varepsilon$$

Tabel 1. Hasil Uji t

Variabel	Koefisien	t-Statistik	Sig.	Hipotesis
Konstanta	1.262689	136.9923	0.0000	-
KI	0.045806	2.028459	0.0479	Diterima
KM	-0.349224	-1.051819	0.0566	Diterima
UDKI	-0.095221	-5.599795	0.0000	Ditolak
KAUD	0.088784	2.943260	0.0049	Diterima
ROA	-0.026169	-0.715245	0.4778	Ditolak
MVA	0.000226	0.125833	0.9004	Diterima

Sumber : Hasil Penelitian (Data Diolah)

Kepemilikan Institusional (KI)

Berdasarkan hasil pengujian di atas dapat dilihat bahwa variabel *Good Corporate Governance*(GCG) yaitu kepemilikan institusional signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan pada tabel 4.5 di atas, dimana nilai probabilitas atau taraf signifikansi sebesar 0.0479 lebih besar dibandingkan $\alpha = 0.05$ dengan nilai t hitung sebesar 2.028459 lebih besar dibandingkan t tabel 1.674 (2.028459 > 1.674). Dari data diperoleh bahwa rata-rata kepemilikan menggambarkan kepemilikan saham oleh institusi yang diobservasi pada proporsi 59% dari total saham yang beredar yang dimiliki oleh perusahaan yang terdaftar di

bursa efek Indonesia yang menjadi sampel penelitian ini.

Hasil penelitian ini sesuai dengan hipotesis yang dibentuk bahwa semakin besar jumlah kepemilikan institusional maka peringkat obligasi akan meningkat. Sesuai dengan teori keagenan bahwa semakin besar kepemilikan saham oleh institusi lain di luar manajemen akan memperkecil konflik keagenan yang timbul di dalam perusahaan. Masalah keagenan sering kali timbul akibat adanya konflik antara pihak manajemen dan pemegang saham. Keberadaan pihak institusional sebagai pemegang saham diharapkan dapat menurunkan resiko timbulnya konflik keagenan karena semakin banyak kepemilikan saham oleh pihak institusional, maka pengawasan peran manajerial dalam mengelola manajemen perusahaan akan semakin baik dan terkontrol.

Hasil penelitian yang signifikan menandakan bahwa proses *monitoring* telah berjalan dengan optimal. Kepemilikan institusional sebagai pemegang saham mayoritas akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan meningkatkan peringkat obligasi. Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses *monitoring* secara efektif sehingga dapat meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi mewakili resiko investasi yang lebih rendah sehingga investor dapat terhindar dari risiko *default* (gagal bayar obligasi). Nilai perusahaan yang tinggi akan memberikan sinyal yang positif bagi investor sehingga investor bersedia membeli saham perusahaan tersebut

Kepemilikan Manajemen (KM)

Berdasarkan hasil pengujian di atas dapat dilihat bahwa variabel *Good Corporate Governance* (GCG) yaitu kepemilikan manajemen tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ditunjukkan pada tabel 4.5 di atas, dimana nilai probabilitas atau taraf signifikansi sebesar 0.0566 lebih besar dibandingkan $\alpha = 0.05$ dengan nilai t hitung sebesar -1.051819 lebih kecil dibandingkan t tabel 1.674 ($-1.051819 < 1.674$). Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis tidak berhasil didukung karena kepemilikan manajerial memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Walaupun variabel kepemilikan manajemen tidak berpengaruh signifikan tetapi tanda dari nilai koefisiennya telah sesuai dengan hipotesis yang diajukan (negatif).

Teori agensi memandang bahwa manajemen tidak dapat dipercaya untuk bertindak dengan sebaik-baiknya untuk kepentingan stakeholder. Hak pengendalian yang

dimiliki manajer memungkinkan untuk diselewengkan dan akan menimbulkan masalah keagenan yang dapat diartikan dengan sulitnya investor memperoleh keyakinan bahwa dana yang mereka tanamkan tidak dikelola dengan semestinya oleh manajer. Oleh karena itu, dengan adanya kepemilikan saham oleh pihak manajemen maka keputusan yang diambil manajemen akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya dan secara keseluruhan merugikan perusahaan. Hal ini akan menyebabkan perusahaan mengalami penurunan dan pada akhirnya peringkat obligasi menjadi rendah.

Hasil penelitian memperlihatkan bahwa kepemilikan manajemen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi. namun hasil penelitian menunjukkan arah hubungan yang sesuai dengan hipotesis yaitu negatif. Hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena persentase jumlah kepemilikan saham oleh manajemen relatif sedikit. Berdasarkan data diperoleh bahwa rata-rata kepemilikan manajemen hanya sebesar 0,31%. Belum banyak manajemen perusahaan di Indonesia (khususnya perusahaan dalam sampel) memiliki saham perusahaan yang dikelolanya dengan jumlah yang cukup signifikan.

Ukuran dewan komisaris independen (UDKI)

Berdasarkan hasil pengujian di atas bahwa ukuran dewan komisaris independen (UDKI) signifikan terhadap peringkat obligasi. Dimana nilai probabilitas atau taraf signifikansi sebesar 0,0000 lebih kecil dibandingkan $\alpha = 0.05$ dengan nilai t hitung sebesar -5.599795 lebih besar dibandingkan t tabel 1.674 ($-5.599795 > 1.674$). Kesimpulannya ukuran dewan komisaris independen secara parsial berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Hasil regresi variabel ukuran dewan komisaris independen (UDKI) menunjukkan koefisien regresi dengan arah yang negatif sebesar -5.599795 . Meskipun rata-rata ukuran komisaris independen dalam sampel lebih dari 50% dan sudah melampaui ketentuan Bursa Efek Indonesia yang mensyaratkan sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris. Tetapi suara mayoritas-pun tidak menjamin pengawasan oleh dewan komisaris independen oleh perusahaan hanya dilakukan untuk pemenuhan regulasi saja tapi tidak dimaksudkan untuk menegakkan GCG. Banyak perusahaan menempatkan komisaris independen yang tidak memiliki kompetensi pada bidang akuntansi dan keuangan. Ukuran dewan komisaris independen yang besar tidak selalu menguntungkan bagi *bondholders* karena ada kemungkinan semakin banyak anggota dewan, semakin sulit mengambil keputusan yang bisa disepakati bersama. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian Dyah Setyaningrum

(2005). Kemudian hasil penelitian ini juga sejalan dengan penelitian Sihotang Dikson Terry (2011) yang menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris independen berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Hasil tersebut menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen ternyata menurunkan peringkat 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 (KAUD)

Berdasarkan hasil pengujian diatas maka komite audit berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. hal ini bisa dilihat dari nilai t-hitung dan t-tabel, dari tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai t-hitung adalah 2.943260 sedangkan nilai t-tabel adalah 1.674. Jadi, $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ atau $2.943260 > 1.674$. Kesimpulannya komite audit secara parsial berpengaruh terhadap peingkat obligasi. Dari perusahaan yang masuk dalam sampel, lebih dari 50% telah memenuhi ketetapan BEI untuk mengangkat komite audit yang telah sesuai dengan persyaratan yang ditetapkan.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis yang diajukan berhasil didukung karena variabel komite audit memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini berarti semakin besar jumlah komite audit yang dimiliki perusahaan maka semakin besar pula perusahaan mendapatkan peringkat obligasi berkategori *investment grade*.

Dalam teori agensi disebutkan bahwa permasalahan muncul ketika manajer mempunyai informasi pribadi mengenai perusahaan lebih banyak daripada pihak prinsipal (asimetri informasi). Untuk mengatasi masalah ini maka dibutuhkan adanya transparansi yang menyangkut keadaan keuangan dan pengelolaan perusahaan untuk memastikan kepada pihak penyandang dana bahwa dana yang ditanamkan digunakan secara tepat dan efisien. Bapepam dan BEI mensyaratkan bahwa dalam rangka penyelenggaraan GCG, perusahaan yang tercatat di BEI wajib memiliki komite audit.

Rasio Profitabilitas (ROA)

Berdasarkan hasil pengujian di atas maka rasio profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. hal ini bisa dilihat dari nilai t-hitung dan t-tabel dari tabel 4.5 dapat dilihat bahwa nilai t-hitung adalah -0.715245 sedangkan nilai t-tabel sebesar 1.674. Jadi $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ atau $-0.715245 < 1.674$. Kesimpulannya yaitu profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Alasan profitabilitas secara parsial tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dapat disebabkan rata-rata rasio

profitabilitas pada sampel penelitian mengalami penurunan tiap tahunnya. Banyak terjadi penurunan yang berarti kemampuan perusahaan rendah untuk menghasilkan laba perusahaan atau terjadi penurunan laba perusahaan. Rata-rata rendahnya rasio profitabilitas tidak sebanding dengan peringkat obligasi yang rata-ratanya bernilai tinggi A sampai AAA+, oleh karena itu rasio profitabilitas tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian Kadek yuni lestari dan Gerianta Wirawan Yasa (2014) yang menunjukkan bahwa profitabilitas tidak berpengaruh yang signifikan terhadap peringkat obligasi.

Hasil regresi variabel rasio profitabilitas menunjukkan koefisien regresi yang negatif sebesar -0.026169. Koefisien regresi yang negatif dari rasio profitabilitas menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki profitabilitas yang rendah akan memiliki laba ditahan yang sedikit, sehingga perusahaan ini perlu untuk menerbitkan hutang obligasi yang besar dan sebaliknya. Hal ini sesuai dengan penelitian Rajan dan Zingales (1995).

Pada umumnya suatu perusahaan dapat bertahan apabila perusahaan tersebut dapat mempertahankan dan meningkatkan kinerja perusahaannya. Upaya ini dapat dilakukan dengan mengukur kemampuan struktur modal dalam mempengaruhi tingkat profitabilitas perusahaan. Profitabilitas merupakan tingkat kemampuan perusahaan untuk mengukur efektivitas manajemen yang dihitung oleh laba yang dihasilkan dari penjualan perusahaan. Menurut Bringham dan Weston (2005:151) cara menghitung rasio profitabilitas yang berhubungan dengan struktur modal salah satunya adalah *Return on Asset* (ROA). Semakin besar penggunaan hutang dalam struktur modal maka akan meningkatkan ROA suatu perusahaan (Bringham dan Weston, 2001:10).

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian sebelumnya yaitu penelitian Sihotang (2011) dimana hasil penelitiannya tersebut menunjukkan ROA tidak mampu untuk meningkatkan rating obligasi atau peringkat obligasi. hal ini terjadi karena laba perusahaan tidak cukup mampu untuk meningkatkan peringkat obligasi. ROA yang negatif menunjukkan kemampuan dari asset yang diinvestasikan secara keseluruhan tidak cukup mampu menghasilkan laba.

Market to book value of assets (MVA)

Berdasarkan tabel 1. dapat diketahui bahwa rasio *market to book value of assets* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini bisa dilihat dari nilai t-hitung dan t-tabel. Berdasarkan tabel 1 dapat dilihat bahwa nilai t-hitung adalah sebesar 0.125833 sedangkan nilai t-tabel sebesar 1.674. Jadi, $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ atau $0.125833 < 1.674$. Kesimpulannya yaitu *market to book value of assets* secara parsial tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Alasan rasio *market to book value of asset* secara parsial tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi dapat disebabkan rata-rata rasio *market to book value of asset* pada sampel penelitian banyak yang mengalami penurunan tiap tahunnya. Banyak terjadi penurunan pada rasio *market to book value of asset* yang berarti terjadi perubahan (penurunan atau peningkatan) total aktiva yang dimiliki oleh perusahaan. Rasio *market to book value of assets* dengan dasar pemikiran bahwa prospek pertumbuhan perusahaan terefleksi dalam harga saham. Pasar menilai perusahaan yang sedang tumbuh lebih kecil dari nilai bukunya (nilai buku merupakan nilai sebuah barang setelah dikurangi akumulasi penyusutan. yang dikurangi akumulasi penyusutan adalah nilai atau harga pembelian/harga perolehan. Secara matematis, nilai buku dapat dipersamakan dengan harga perolehan dikurangi akumulasi penyusutan. Akumulasi penyusutan sendiri merupakan jumlah penyusutan mulai dari bulan saat pembelian barang sampai bulan penghitungan nilai buku barang tersebut). *Market to book value of assets* yang diukur dalam harga-harga saham dan perusahaan yang tumbuh akan memiliki nilai pasar (nilai pasar adalah nilai atau harga jual sebuah barang jika barang tersebut dijual. Besarnya harga barang tergantung dengan nilai pasar yang berlaku untuk barang tersebut. nilai pasar tidak bergantung dengan penyusutan barang tersebut, nilai pasar hanya dipengaruhi oleh kondisi pasar.

Hasil regresi variabel rasio *market to book value of assets* menunjukkan koefisien regresi yang positif sebesar 0.000226. Koefisien positif tersebut memiliki arah yang sesuai dengan hipotesis penelitian. *Market to book value of assets* merupakan rasio yang digunakan dalam investment opportunity set dalam berinvestasi. Rasio *market to book value of assets* mengukur prospek pertumbuhan perusahaan berdasarkan banyaknya aset yang digunakan dalam menjalankan usahanya. Bagi para investor, rasio tsb dapat dijadikan pertimbangan dalam penilaian kondisi perusahaan. Perusahaan berkembang akan direfleksikan dari peningkatan harga saham perusahaan, sehingga perusahaan yang memiliki kesempatan investasi yang tinggi akan memiliki prospek ke depan yang lebih baik dan akan berpengaruh terhadap harga saham perusahaan.

Menurut Myers (1977) mendeskripsikan bahwa nilai pasar perusahaan saat ini merupakan kombinasi dari *asset* yang ada saat ini ditambah dengan kesempatan tumbuh di masa yang akan datang. Prospek kesempatan berinvestasi yang tinggi tsb akan memberikan sinyal positif bagi investor dalam mengambil pertimbangan dan keputusan untuk menanamkan modal saham yang dimiliki dengan harapan akan mendapatkan pengembalian return yang tinggi pula. Sinyal positif tersebut akan meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Menurut Young dan Stephen (2001:26) *market to book value of assets* yang positif menunjukkan pihak manajemen telah mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham dan *market*

to book value of assets yang negatif mengakibatkan berkurangnya nilai modal pemegang saham, jika *market to book value of assets* sama dengan nol maka perusahaan tidak meningkatkan kekayaan bagi pemegang saham. Sehingga memaksimalkan nilai *market to book value of assets* seharusnya menjadi tujuan utama perusahaan dalam meningkatkan kekayaan pemegang saham (Zaky, 2002:139).

V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan diperoleh kesimpulan antara lain :

1. Hasil pengujian mekanisme *good corporate governance* yang terdiri atas variabel kepemilikan institusional (KI) secara parsial berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, kepemilikan manajemen (KM) secara parsial berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi, ukuran dewan komisaris independen (UDKI) berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi, dan komite audit (KAUD) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi menyatakan bahwa secara parsial berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Sedangkan kepemilikan manajemen secara parsial tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Jadi KI, KM, dan komite audit (KAUD) dapat dijadikan sebagai salah satu mekanisme *good corporate governance* dalam menentukan peringkat obligasi sehingga dapat menjadi alat pertimbangan bagi investor dalam berinvestasi obligasi di Bursa Efek Indonesia.
2. Hasil pengujian rasio keuangan profitabilitas tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Jadi, rasio profitabilitas tidak yang dapat dijadikan indikator keuangan dalam menentukan peringkat obligasi.
3. *Market to book value of assets* secara parsial tidak berpengaruh tetapi tanda yang dihasilkan telah sesuai yaitu positif.

VI. SARAN

Hasil penelitian dapat diajukan beberapa saran bagi penelitian selanjutnya, yaitu:

1. Bagi penelitian selanjutnya diharapkan kepemilikan manajemen dapat digolongkan menjadi ada atau tidak ada kepemilikan manajemen. Hal ini disebabkan karena kebanyakan perusahaan di Indonesia memiliki kepemilikan manajerial dengan persentase kepemilikan minoritas, sehingga dengan dilakukan penggolongan kepemilikan manajemen sehingga hasil yang diperoleh pada penelitian selanjutnya akan lebih akurat.
2. Bagi penelitian selanjutnya apabila menggunakan data tahunan, tahun pengamatan dapat dibatasi menjadi dua tahun atau menggunakan periode penelitian secara bulanan agar jumlah sampel yang diobservasi

menjadi lebih besar dan beragam sehingga hasil penelitian dapat lebih mewakili kondisi yang ada. Semakin lama jangka waktu penelitian dengan menggunakan data tahunansampel obligasi yang didapatkan akan semakin berkurang, hal ini diakibatkan adanya obligasi yang sudah jatuh tempo.

UCAPAN TERIMA KASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada pihak PalComTech (POLTEK PALCOMTECH) yang telah memberi dukungan finansial terhadap penelitian ini.

REFERENSI

- [1] Agus Widarjono (2007). *Ekonometrika dan Aplikasi*. Yogyakarta : Ekonisia FE UII.
- [2] Ajija, Shochrul R, Dyah W. Sari, Rahmat H. Setianto dan Martha R. Primanti. 2011. *Cara Cerdas Menguasai EVIEWS*. Jakarta: Salemba Empat.
- [3] Alijoyo, Antonius dan Subarto Zaini. 2004. Komisaris Independen, *Penggerak Praktik GCG di Perusahaan*. PT Indeks Kelompok Gramedia
- [4] Almilia, Luciana Spica dan Vieka Devi. 2007. "Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta". Proceeding Seminar Nasional Manajemen SMART. 3 November.
- [5] Amrullah, Karim. 2007. *Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur*. Jurnal UNNES.
- [6] Andry, Wydia. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi. *Jurnal Ekonomi dan Perbankan*. Vol.5, No.2 Nov 2003 : hal. 123-132.
- [7] Anthony, J. H. and Ramesh, K. 1992, Association Between Accounting Performance Measures and Stock Prices, *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203-227.
- [8] Arifin, Zainal. 2005. *Teori Keuangan & Pasar Modal*. Edisi Pertama, Cetakan Pertama. Yogyakarta: Penerbit Ekonisia.
- [9] Baltagi, B.H. 2001. *Econometric Analysis of Panel Data*. Edisi ke-2. Chichester: Wiley&Sons
- [10] Bhojraj, Sanjeev dan Partha Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *The Journal of Business* 76 (Juli): 455-475.
- [11] Brigham, E. E., L. C. Gapenski, dan P. R. Daves. 1999. *Intermediate Financial Management*. 6th ed. Orlando: The Dryden Press.
- [12] Bradley, M., Dong Chen, George Dallas and Elizabeth Snyderwine. 2007. The Relation between Corporate Governance and Credit Risk, Bond Yields and Firm Valuation. *Working Paper*. www.ssrn.com.
- [13] Brigham, Eugene dan Joel F. Houston, 2001. *Manajemen Keuangan*, Edisi Kedelapan, Buku Kedua, Terjemahan Dodo Suharto, Herman Wibiwo: Editor, Yanti Sumiharti, Wisnu Chandra Kridhaji. Erlangga, Jakarta, hal 5.
- [14] Brigham, E,F & Weston, J,F. 2005. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, Edisi Kesembilan, Jilid 2, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- [15] Brigham, Eugene F dan Joel F.Houston, 2006. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Alih bahasa Ali Akbar Yulianto, Buku satu, Edisi sepuluh. Jakarta: PT Salemba Empat.
- [16] Boediono, giedon. 2005 "Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba dengan Menggunakan Analisis Jalur". Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo.
- [17] Burton, B.,M., Adam, dan P, Hardwick. 1998. "The Determinant of Credit Ratings in the UK Insurance Industry."
- [18] Chan, Jagadeesh, dan Warga A. (1999). Market Based Evaluation fot Model to Predict Bond Ratings and Corporate Bond Trading Strategy. *Working Paper*. www.google.com.
- [19] Crutchley, C. and R. Hansen (1989), "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends", *Financial Management*, Vol. 18, pp. 36-76.
- [20] Darmawati, Deni, Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu, 2005, *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*, Jurnal Riset Akuntansi Indonesia, 8(2) : 65-81.
- [21] Dyah Ratih Sulistyastuti.2002. Saham dan Obligasi. Edisi Pertama. Cetakan Pertama. UAJY. Yogyakarta.

- [22] Easterbrook, F. (1984), Two Agency Cost Explanations of Dividends, *American Economic Review*, 74, 650-659.
- [23] Eisenhardt, K.M. 1989. "Agency Theory: An Assessment and Review". *Academy of Management Review*, 14: 57-74.
- [24] Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*. Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat.
- [25] Fabozzi, frank. Franco Modigliani dan Michael G ferry. 1999. *Pasar dan Lembaga Keuangan*. Edisi pertama. Jakarta: salemba empat.
- [26] Weston, J Fred dan Thomas E. Copeland, "Manajemen Keuangan" Binarupa Aksara, Jakarta, 1995
- [27] Widuri, Rindang dan Asteria Paramita. 2008. Analisis Hubungan Peranan Budaya Perusahaan Terhadap Penerapan Good Corporate Governance Pada PT. Aneka Tambang Tbk. *The 2nd National Conference UKWMS* (Sept) : 01-14
- [28] Wijaya, M.S.V., & Hadianto, B., (2008), Pengaruh Struktur Aktiva, Ukuran, Likuiditas, dan Profitabilitas Terhadap Struktur Modal Emiten Sektor Ritel di Bursa Efek Indonesia: Sebuah Pengujian Hipotesis Pecking Order, *Jurnal Ilmiah Akuntansi*, 7 (1): 71-84.
- [29] Wolk, Harry I., Michael G. Tearney dan James L. Dodd. 2001. *Accounting Theory. A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing. 5thEdition
- [30] Yasa, Gerianta Wirawan. 2007. "Manajemen Laba Sebelum Pemeringkatan Obligasi Perdana: Bukti Empiris Dari Pasar Modal Indonesia" (*disertasi*). Yogyakarta : UGM.
- [31] Zarkasyi, Wahyudin. 2008. Good Corporate Governance pada Badan Usaha Manufaktur, Perbankan dan Jasa Keuangan Lainnya. Bandung. Alfabeta.
- [32] Zuhrotun dan Baridwan. 2005. "Pengaruh Pengumuman Peringkat Terhadap Kinerja Obligasi". Simposium Nasional Akuntansi VIII. Solo. 15-16 September".