

PENGARUH *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI DAN *YIELD OBLIGASI*

Maria Rio Rita Dan Lluís Sarquella

Fakultas Ekonomika dan Bisnis
Universitas Kristen Satya Wacana-Salatiga

ABSTRACT

This paper investigated the effect of corporate governance to bond rating and bond yield. The proxies of corporate governance are institution ownership, independent committee, and managerial ownership. Those proxies are independent variables, and the dependent variables are bond rating and bond yield.

Logistic regression (logit) is used to examine first hypothesis, and multiple regression is used to examine second hypothesis. Sample are all bonds that issued period 2004-2007, and data are collected from Indonesia Stock Exchange and Bisnis Indonesia Daily.

The result proved that implementation corporate governance influences bond rating. The existence of independent committee have positive effect to bond rating but the opposite effect is to bond yield. The better of corporate governance implementation the higher bond ratings but bond yields wil decrease.

Keyword : *Corporate governance, bond rating, and bond yield*

PENDAHULUAN

Investasi pada aset finansial dapat berupa saham (surat penyertaan modal) ataupun obligasi (surat pernyataan hutang). Obligasi adalah surat hutang jangka panjang yang menjanjikan pembayaran bunga (kupon) secara periodik dan pelunasan pokok pinjaman pada saat obligasi tersebut jatuh tempo. *Return* obligasi disebut *yield* obligasi. Faktor lain yang dipertimbangkan saat investasi di obligasi adalah tingkat risiko (Widayanti, dkk, 2009:122)

Obligasi yang diperdagangkan biasanya mempunyai rating/ peringkat yang disesuaikan dengan risiko dari penerbit obligasi tersebut. Semakin tinggi peringkat suatu obligasi maka semakin kecil risiko obligasi tersebut. Peringkat dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat yang independen, seperti PT.PEFINDO dan Kasnic *Credit Rating* Indonesia.

Jewell dan Livingston (2000) menyatakan bahwa investor menghadapi masalah informasi yang disebabkan beragamnya karakteristik penerbit obligasi. Investor memerlukan informasi yang tepat mengenai *return* maupun risiko dari sebuah obligasi, sehingga laporan keuangan yang digunakan untuk mengambil keputusan harus merupakan laporan keuangan yang transparan, yang menggambarkan kinerja perusahaan secara tepat. *Corporate governance* mempunyai peran dalam hal transparansi laporan keuangan tersebut.

Evans, dkk (2002) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat kesepakatan/ aturan institusi yang secara efektif mengatur pengambilan keputusan.

Menurut *Organization for Economic Co-operation and Development* terdapat empat unsur penting dalam *corporate governance* yaitu *fairness* (keadilan), *transparency* (keterbukaan), *accountability* (akuntabilitas) dan *responsibility* (pertanggungjawaban). Keadilan menjelaskan mengenai jaminan perlindungan pemegang saham, baik pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing, serta menjamin terlaksananya komitmen dengan para investor. Sedangkan transparansi menyangkut kewajiban adanya suatu informasi yang terbuka, tepat waktu, serta jelas, dan dapat diperbandingkan yang menyangkut keadaan keuangan, pengelolaan perusahaan dan kepemilikan perusahaan. Sedangkan pertanggungjawaban dan akuntabilitas menyangkut peran dan tanggung jawab dalam mematuhi aturan yang ada serta penyeimbangan antara kepentingan manajemen dan pemegang saham (FCGI, 2001).

Menurut Bhojraj dan Sengupta (2003), *corporate governance* mempunyai hubungan positif dengan peringkat obligasi dan berhubungan negatif dengan *yield* obligasi. Penelitian *corporate governance* di Indonesia banyak dihubungkan dengan harga saham ataupun kinerja perusahaan. Sedangkan yang dikaitkan dengan obligasi masih jarang dilakukan. Hal ini disebabkan keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor tentang obligasi. Perdagangan obligasi sebagian besar

dilakukan melalui pasar negosiasi (*over the counter market*) dan secara historis tidak terdapat informasi harga yang tersedia pada saat penerbitan atau saat penjualan.

Berdasarkan penjelasan di atas, maka peneliti hendak menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat dan *yield* obligasi. *Corporate governance* diprosikan oleh kepemilikan institusi, komisaris independen, dan kepemilikan manajerial.

Rumusan masalah pada penelitian ini adalah : (a) Apakah kepemilikan institusi berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi? (b) Apakah komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi? (c) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi? (d) Apakah kepemilikan institusi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi? (e) Apakah komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi? (f) Apakah kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi?

Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan wawasan kepada para pembaca dalam melakukan investasi terhadap obligasi terutama dalam mempertimbangkan penerapan *corporate governance* pada perusahaan penerbit obligasi.

Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan adalah teori yang menjelaskan *agency relationship* dan masalah-masalah yang ditimbulkannya (Atahau dan Hartoro, 2007). Teori keagenan dipengaruhi oleh adanya konflik kepentingan antara agen (manajemen) dengan principal (pemilik) yang timbul ketika setiap pihak berusaha untuk mencapai atau mempertahankan tingkat kemakmuran yang dikendakinya (Latuheru, 2006). Pemilik modal menghendaki bertambahnya kemakmuran baginya, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan para manajer.

Penerapan *corporate governance* diharapkan memberi kepercayaan terhadap agen dalam mengelola kekayaan pemilik, dan pemilik menjadi lebih yakin bahwa agen tidak akan melakukan kecurangan untuk kesejahteraan agen.

Corporate Governance

Forum for Corporate Governance in Indonesia / FCGI (2001) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus perusahaan, kreditur, karyawan, pemerintah serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, sehingga menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Nilai tambah yang dimaksud adalah *corporate governance* memberi perlindungan efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi.

Masalah keagenan secara langsung berhubungan dengan struktur kepemilikan. Struktur kepemilikan yang tersebar akan membantu pemilik untuk memonitor dan

mengendalikan pihak manajemen secara efektif, sehingga dapat mengurangi risiko perusahaan.. Investor institusi menyediakan mekanisme yang dapat dipercaya terhadap penyajian informasi kepada investor. Peranan ini timbul karena investor institusi merupakan investor yang memiliki daya pengendali lebih baik dibandingkan investor individu (Ujiyantho dan Pramuka (2007).

Salah satu prinsip *corporate governance* menurut *Organization for Economic Co-operation and Development* (OECD) adalah menyangkut peran dewan komisaris. Komisaris adalah orang yang mengawasi kebijaksanaan direksi dalam menjalankan perusahaan serta memberikan nasihat kepada direksi (Pasal 97 UUPT tahun 1995). Menurut Pasal 98 UUPT tahun 1995 mengatakan bahwa komisaris wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas untuk kepentingan perseroan. Ada tiga elemen yang mempengaruhi tingkat efektivitas dewan komisaris, yaitu independensi, kompetensi dan komitmen. Independensi diharapkan timbul dengan keberadaan komisaris independen.

Keberadaan komisaris independen diharapkan untuk menciptakan iklim yang lebih obyektif dan independen serta mampu memberi keseimbangan antara kepentingan pemegang saham mayoritas dan perlindungan kepentingan bagi pemegang saham minoritas dan *stakeholder* lainnya.

Iskander dan Chamlou (2002) menyatakan bahwa salah satu elemen *corporate governance* yang penting adalah transparansi atau keterbukaan. Keterbukaan tidak mudah dilakukan jika manajemen memiliki kepentingan dan informasi privat yang mendukung kepentingannya. Kondisi seperti ini dapat terjadi jika dalam perusahaan terdapat manajemen yang memiliki andil sebagai pemilik (*managerial ownership*). Makin besar prosentase kepemilikan manajerial maka kemungkinan untuk melakukan keterbukaan semakin kecil, sehingga perusahaan akan lebih berisiko.

Peringkat Obligasi

Peringkat Obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan (Baker dan Mansi dalam Zuhrohtun dan Baridwan, 2005). Peringkat mengukur risiko *default*, yaitu peluang emiten atau peminjam akan mengalami kondisi tidak mampu memenuhi kewajiban keuangannya (Fabozzi, 2000). Semakin tinggi peringkat suatu obligasi maka semakin kecil risiko dari obligasi tersebut.

Hasil pemeringkatan surat hutang didasarkan atas beberapa hal, yaitu : (a) Kemungkinan pelunasan pembayaran yaitu kemampuan obligor untuk memenuhi kewajiban finansialnya sesuai dengan yang dijanjikan. (b) Struktur, karakteristik serta berbagai ketentuan yang diatur dalam surat hutang. (c) Perlindungan yang diberikan maupun posisi klaim dari pemegang surat hutang tersebut bila terjadi pembubaran/ likuidasi serta konsekuensi hukum lainnya yang mempengaruhi hak kreditor.

Yield Obligasi

Yield merupakan faktor pengukur tingkat pengembalian tahunan yang akan diterima oleh investor, atau hasil yang akan diperoleh investor apabila menanamkan dananya pada obligasi. Terdapat dua istilah dalam penentuan *yield*, yaitu *current yield* dan *yield to maturity* (Fabozzi, 2000).

Current yield adalah hubungan kupon tahunan dengan harga pasar obligasi. *Yield to Maturity* adalah tingkat *return* yang diperoleh investor apabila mereka membeli suatu obligasi pada harga tertentu dan memegang obligasi tersebut sampai waktu jatuh temponya.

Hipotesis Penelitian

Tindakan pengawasan oleh pihak investor institusional dapat mendorong manajer untuk lebih menfokuskan perhatiannya terhadap kinerja perusahaan sehingga akan mengurangi perilaku *opportunistic*. Cornertt, dkk dalam Ujijantho dan Pramuka (2007) menemukan bukti yang menyatakan bahwa tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak investor institusional dapat membatasi perilaku/ kecurangan para manajer. Ketika suatu perusahaan berjalan dengan baik (risiko semakin kecil), maka *return (yield)* obligasi akan turun. Namun jika kecurangan terjadi maka dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga peringkat obligasi akan turun dan *yield* obligasi meningkat.

Bhojraj dan Sengupta (2003) meneliti tentang pengaruh *corporate governance* pada peringkat dan *yield* obligasi. *Corporate governance* diproksikan oleh kepemilikan institusi dan komisaris independen. Hasilnya menunjukkan bahwa kepemilikan institusi dan komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Sedangkan kepemilikan institusi dan komisaris independen berhubungan negatif dengan *yield* obligasi.

Hasil senada dari Setyapurnama dan Norpratiwi (2004) menunjukkan bahwa semakin besar jumlah komisaris independen maka peringkat obligasinya akan semakin tinggi dan *yield* obligasi semakin rendah. Adanya komisaris independen yang mengawasi manajemen akan meminimalkan risiko yang diakibatkan oleh kecurangan manajemen.

Komisaris independen bertanggung jawab untuk mendorong diterapkannya prinsip tata kelola perusahaan yang baik di dalam perusahaan melalui pemberdayaan dewan komisaris, menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas (FCGI, 2001).

Berdasarkan penelitian-penelitian terdahulu, maka diajukan hipotesis sebagai berikut:

H1a : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan institusi terhadap peringkat obligasi.

H2a : Terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan institusi terhadap *yield* obligasi.

H1b : Terdapat pengaruh positif antara komisaris independen terhadap peringkat obligasi.

H2b : Terdapat pengaruh negatif antara komisaris independen terhadap *yield* obligasi.

Iskander dan Chamlou (2000) menyatakan jika presentase kepemilikan manajerial semakin besar, maka kemungkinan manajemen untuk melakukan transparansi kecil, sehingga risiko dalam perusahaan tersebut akan semakin tinggi.

Hermalin dan Weisbach (1991), menguji pengaruh presentase kepemilikan manajerial dengan terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa semakin tinggi presentase kepemilikan manajerial akan menurunkan kinerja perusahaan. Kepemilikan manajerial yang tinggi akan membuat manajer berusaha menutupi tingkat risiko dalam perusahaan tersebut ketika mereka berhadapan dengan investor yang akan berinvestasi.

Berdasarkan penelitian tersebut, hipotesis yang diajukan adalah sebagai berikut:

H1c :Terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial terhadap peringkat obligasi.

H2c : Terdapat pengaruh positif antara kepemilikan manajerial terhadap *yield* obligasi.

Bhojraj dan Sengupta (2003) dalam penelitiannya menggunakan beberapa data akuntansi sebagai variabel kontrol. Data tersebut adalah *debt equity ratio* (DER) dan total asset pada akhir tahun (ASSET). Temuannya menyatakan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi dan berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. ASSET berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Raman dan Wilson dalam Setyapurnama dan Norpratiwi (2004) menguji pengaruh kualitas audit (KUA) terhadap *yield premium* dan peringkat obligasi. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh KAP *big 8* berpengaruh yang secara statistik signifikan terhadap *yield premium* dan peringkat obligasi.

Penelitian di atas menunjukkan bahwa ukuran perusahaan (ASSET), rasio DER dan kualitas audit (KUA) dapat menjadi faktor yang mempengaruhi hubungan *corporate governance* terhadap perin; dan *yield* obligasi. Berdasarkan hal itu maka penelitian ini akan menggunakan ketiga variabel tersebut sebagai variabel kontrol.

METODE

Populasi dan Sampel

Penelitian ini menggunakan sampel semua obligasi yang beredar dalam kurun waktu 2004-2007 dan terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia. Pemilihan sampel

dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel, yaitu: (a) Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2004 sampai dengan 31 Desember 2007. (b) Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak termasuk dalam industri perbankan, keuangan, dan asuransi. (c) Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak termasuk dalam obligasi yang berdasarkan syariah (sukuk).

Berdasarkan kriteria di atas maka terkumpul 30 sampel obligasi yang memenuhi syarat.

Identifikasi Variabel

Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Variabel peringkat (RATING) ditentukan dengan menggolongkan peringkat sesuai kategori peringkatnya. Variabel peringkat dikelompokkan menjadi dua kategori, yaitu: (1) kategori *speculative grade* untuk perusahaan yang risiko *defaultnya* tinggi dan (2) kategori *investment grade* untuk perusahaan yang risiko *defaultnya* rendah. Dalam kategori *investment grade* juga terdapat subkategori lagi yaitu kategori *high grade*, dengan peringkat AAA s/d A+ menurut S&P dan kategori *medium grade* dengan peringkat A s/d BBB menurut S&P. Kategori *investment grade* ini dinyatakan dengan *dummy*, yaitu 0 jika masuk dalam kategori *medium grade* dan 1 jika masuk dalam kategori *high grade*.

Yield obligasi (YTM) dihitung dengan pendekatan *yield to maturity* (YTM). Rumus YTM adalah:

$$YTM = \frac{I + \frac{M - Bo}{n}}{\frac{M + Bo}{2}}$$

Keterangan :

- YTM : Yield to Maturity
- I : Kupon Obligasi
- M : Nilai Nominal Obligasi
- Bo : Harga Pasar Obligasi
- n : Waktu Jatuh Tempo

Variabel Independen

Kepemilikan institusi (INST) merupakan salah satu proksi dari *corporate governance*. Variabel ini merupakan besarnya saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total jumlah saham yang beredar.

Komisaris Independen (KIND) merupakan salah satu proksi dari *corporate governance*. Variabel ini diukur dengan perbandingan antara jumlah komisaris independen dengan banyaknya komisaris pada perusahaan penerbit.

Kepemilikan manajerial (KMAN) adalah ada tidaknya komisaris dan direksi yang memiliki saham pada perusahaan dimana mereka menjabat sebagai komisaris dan direksi. Jumlah kepemilikan manajerial sebagian besar kurang dari 1% sehingga variasi jumlah kepemilikan manajerial tidak banyak, sehingga variabel ini menggunakan dummy, yaitu 0 jika tidak terdapat kepemilikan manajerial, dan 1 jika terdapat kepemilikan manajerial.

Variabel Kontrol

Karena variasi perusahaan yang menggunakan KAP *big 4* dan *non big 4* jumlahnya sedikit, maka pengukuran variabel kualitas audit (KUA) menggunakan dummy, yaitu 0 jika auditor berasal dari KAP *non big 4*, dan 1 jika auditor dari KAP *big 4*. Yang termasuk KAP *big 4* adalah KPMG, Deloitte, Ernst & Young, dan Pricewatercoopers (PwC). KAP *big 4* ini berafiliasi dengan KAP di Indonesia, yaitu:

- Tahun 2004, 2005, 2006, dan 2007 KPMG berafiliasi dengan Siddharta Siddharta & Wijaya.
- Tahun 2004 dan 2005 Ernst & Young berafiliasi dengan Prasetyo, Sarwoko, & Sandjaja, Sedangkan tahun 2006 dan 2007 Ernst & Young berafiliasi dengan Purwantono, Sarwoko & Sandjaja.
- Tahun 2004, 2005, 2006, dan 2007 Pricewatercoopers (PwC) berafiliasi dengan Haryanto Sahari & Rekan.
- Tahun 2004 Deloitte berafiliasi dengan Hans Tuanakotta, Mustofa & Halim, sedangkan tahun 2005, 2006, dan 2007 Deloitte berafiliasi dengan Osman Ramli Satrio & Rekan.

Total Asset (LTA) yang digunakan dalam penelitian ini adalah logaritma natural dari total asset yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun. Rasio *debt equity ratio* (DER) merupakan perbandingan antara total kewajiban perusahaan pada akhir tahun dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun.

Metode Analisis Data

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah *logistic regression* (*logit*) dan *multiple/multivariate regression*. Analisis logit digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi. Analisis *multivariate regression* digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *yield* obligasi.

Persamaan *logistic regression*:

$$\text{Rating}_{it+1} = a_0 + a_1\text{INST}_{it} + a_2\text{KIND}_{it} + a_3\text{KAUD}_{it} + a_4\text{KMAN}_{it} + a_5\text{KUA}_{it} + a_6\text{LTA}_{it} + a_7\text{DER}_{it} + \epsilon$$

Persamaan *multivariate regression*:

$$\text{YTM}_{it+1} = a_0 + a_1\text{INST}_{it} + a_2\text{KIND}_{it} + a_3\text{KAUD}_{it} + a_4\text{KMAN}_{it} + a_5\text{KUA}_{it} + a_6\text{LTA}_{it} + a_7\text{DER}_{it} + \epsilon$$

Keterangan :

Rating_{it+1} = Peringkat obligasi perusahaan i pada tahun t+1

INST_{it} = Kepemilikan institusi penerbit obligasi i tahun t

- KIND_{it} = Komisaris Independen penerbit obligasi i tahun t
- KMAN_{it} = Kepemilikan manajerial penerbit obligasi i tahun t
- KUA_{it} = Kualitas audit. KAP yang mengaudit penerbit obligasi i tahun t
- LTA_{it} = Logaritma natural dari total asset penerbit obligasi i tahun t
- DER_{it} = Rasio total kewajiban dibagi total ekuitas penerbit obligasi i tahun t
- YTM_{it+1} = Yield Obligasi perusahaan i pada tahun t+1

HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil Pengujian Hipotesis Pertama

Setelah dilakukan pengujian hipotesis pertama diperoleh hasil pengujian Logit sebagai berikut:

Tabel 1. Pengujian *Logistic Regression* Hipotesis Pertama (H1)

Variabel	B	Sig.
INST	-0.010	0.717
KIND	0.004	0.025*
KMAN	3.244	0.033
KUA	-1.230	0.465
LTA	0.659	0.105
DER	-0.005	0.206
Constant	-19.063	0.082

Sumber: diolah

* Signifikansi pada $\alpha = 5\%$

Dari hasil tersebut persamaan logit dapat dinyatakan sebagai berikut:

$$\text{Ln} \frac{P}{1-p} = -19.063 - 0.010 \text{ INST} + 0.004 \text{ KIND} + 3.244 \text{ KMAN} - 1.230 \text{ KUA} + 0.659 \text{ LTA} - 0.005 \text{ DER} + \epsilon$$

Pengujian hipotesis 1a (H1a) menyatakan bahwa kepemilikan institusi (INST) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.717 (>0.05). Berdasarkan bukti tersebut disimpulkan bahwa penelitian ini menerima Ho1a, sehingga kepemilikan institusi tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi. Tanda koefisien INST adalah -0.010, artinya tidak terdapat pengaruh positif dan signifikan antara kepemilikan institusi dengan peringkat obligasi. Kepemilikan institusi belum tentu menjadi tolak ukur utama dalam menentukan tingkat risiko sebuah perusahaan. Kemungkinan adanya faktor lain selain presentase kepemilikan institusi juga dapat mempengaruhi dalam menentukan tingkat risiko yang nantinya dijadikan dasar dalam penentuan peringkat obligasi.

Pengujian terhadap hipotesis 1b (H1b) membuktikan bahwa komisaris independen (KIND) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.025 (<0.05), sehingga komisaris independen berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

Tanda koefisien positif tersebut sesuai dengan yang diharapkan peneliti bahwa semakin besar jumlah komisaris independen, maka peringkat obligasinya makin tinggi pula (tingkat risiko semakin kecil). Koefisien positif ini konsisten dengan penelitian Bhoraj dan Sengupta (2003) serta Setyapurnama dan Norpratiwi (2004) yang menunjukkan bahwa jumlah komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa peringkat obligasi memperhatikan jumlah komisaris independen sebagai lembaga pengendali nilai perusahaan dan menjadi variabel utama sebagai penentu peringkat obligasi.

Pengujian terhadap hipotesis 1c (H1c) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial (KMAN) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.033, namun koefisien yang diperoleh bertanda positif. Ini tidak sejalan dengan hipotesis yang diajukan yaitu terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dan peringkat obligasi. Sehingga disimpulkan bahwa Ho1c diterima dan menolak H1c walaupun nilai signifikansi lebih kecil daripada 5%. Faktor lain seperti perilaku manajemen yang memiliki kepemilikan perusahaan dimungkinkan sebagai indikator yang dipertimbangkan pula dalam menentukan risiko dari perusahaan tersebut selain presentase dari kepemilikan manajerial.

Hasil Pengujian Hipotesis Kedua

Analisis pengujian untuk hipotesis kedua adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Pengujian *Multivariate Regression* Hipotesis Kedua (H2)

Variabel	Unstandardized	Sig.
	Coefficients	
	B	
INST	0.048	0.043
KIND	-0.023	0.045*
KMAN	0.020	0.060
KUA	0.015	0.130
LTA	-0.006	0.034
DER	-0.002	0.440
(Constant)	0.264	0.002

Sumber : diolah

*Signifikansi pada $\alpha = 5\%$

Dari hasil tersebut, persamaan *multivariate regression* dari hasil pengujian hipotesis kedua dinyatakan sebagai berikut:

$$YTM = 0.264 + 0.048 \text{ INST} - 0.023 \text{ KIND} + 0,020 \text{ KMAN} + 0,015 \text{ KUA} - 0,006 \text{ LTA} - 0,002 \text{ DER} + \epsilon$$

Pengujian terhadap hipotesis 2a (H2a) menyatakan bahwa kepemilikan institusi (INST) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.043 (<0.05) sedangkan koefisien INST

adalah 0.048. Hasil ini menunjukkan ketidaksesuaian dengan hipotesis yang diajukan bahwa semakin besar kepemilikan institusi maka return (*yield*) yang didapat semakin kecil.

Pengujian terhadap hipotesis 2b (H2b) menyatakan bahwa komisaris independen (KIND) memiliki nilai signifikansi sebesar 0.451 (>0.05) sedangkan koefisien KIND adalah -0.023. tanda koefisien negatif konsisten dengan penelitian Bhoraj dan Sengupta (2003) serta Setyapurnama dan Norpratiwi (2004) yang menunjukkan bahwa jumlah komisaris independen berhubungan negatif dengan *yield* obligasi. Jumlah komisaris independen yang makin banyak diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang makin tinggi akan menurunkan tingkat risiko dan menaikkan harga jual obligasi, sehingga *yield* obligasi makin rendah.

Pengujian hipotesis 3b (H3b) tentang kepemilikan manajerial (KMAN) menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.060 ($>0,05$). Berarti tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan manajerial terhadap *yield* obligasi.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan analisis, maka dapat disimpulkan bahwa tidak semua elemen *corporate governance* berpengaruh terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Jumlah komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan yang perlu diperhatikan dan dapat dijadikan sebagai dasar perbaikan untuk penelitian selanjutnya, yaitu: (a) Data untuk variabel independen seperti kepemilikan manajerial dan komisaris independen hanya dilihat dari segi kuantitatif atau presentase jumlahnya. Sehingga kemungkinan faktor lain seperti perilaku individu dari manajemen dan independensi komisaris independen dapat dipertimbangkan dalam penelitian selanjutnya. Untuk penelitian mendatang, perilaku manajemen dan komisaris independen seperti seberapa besar tanggung jawab yang dimiliki manajemen dan komisaris independen terhadap tugas-tugas yang ada, loyalitas dari manajemen dan komisaris independen, independensi dari komisaris independen, dan sebagainya dapat dijadikan juga sebagai proksi. Herwidayatmo dalam FCGI, 2001 menyatakan bahwa independensi dewan komisaris diragukan karena hubungan khususnya dengan pemegang saham mayoritas ataupun hubungannya dengan dewan direksi ditambah kurangnya integritas serta kemampuan dewan komisaris. (b) Sampel yang digunakan tidak memasukkan industri perbankan, keuangan dan asuransi. Sehingga untuk penelitian mendatang dapat memasukkan obligasi jenis tersebut.

DAFTAR PUSTAKA

- Atahau, Apriani Dorkas dan Rudy Agung Hartoro, (2007), "*Analisis Interdependensi Insider Ownership, Tingkat Hutang, dan Dividen Perusahaan secara Simultan di Indonesia periode 1990-1992 dan 2000-003*", Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Volume XIII No.1 Maret, 1-19.
- Bhojraj, S., Sengupta P., (2003), "*Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*", The Journal of Business, 76 (July), 455-457.
- Christiawan, Yulius J., Josua Tarigan, (2007), "*Kepemilikan Manajerial: Kebijakan Hutang, Kinerja dan Nilai Perusahaan*". <http://puslit.petra.ac.id/journals/accounting>.
- Evans, John., Roert Evans, Serena Loh, (2002), "*Corporate Governance and Declining Firm Performance*," International Journal of Business Studies (June), 1-18.
- Fabozzi, Frank J, (2000), *Bond Market, Analysis and Strategies*, Prentice Hall, Inc.4th.
- FCGI, (2001), Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan *Corporate Governance* (Tata Kelola Perusahaan), Jilid II. http://www.cic-fcgi.org/news/files/FCGI_Booklet_II.pdf.
- Hermalin. Benjamin E., Michael S. Weisbach, (1991), "*The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance*", Financial management (Winter), 101-112.
- Iskander, Magdi R., Nedereh Chamlou, (2002), "*Corporate Governance: A Framework for Implementation*", The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank.
- Jewell, Jeff., Miles Livingston, (2000), "*The Impact of a Third Credit Rating on the Pricing of Bond*," The Journal of Fixed Income (Dec), 69-85.
- Latuheru, Belianus Patria, (2006), "*Pengaruh Partisipasi Anggaran terhadap Senjangan Anggaran dengan Komitmen Organisasi sebagai Variabel Moderating (Studi Empiris pada Kawasan Industri Maluku)*", Jurnal Ekonomi dan Bisnis, Volume .Xii No.2 September, 205-220.
- Republik Indonesia. Undang-Undang Nomor 1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. LN. No. 13 Tahun 1995, TLN. No.3587.
- Setyapurnama, Yudi S., A.M. Vianey Norpratiwi, (2004), "*Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi*". <http://www.stieykpn.ac.id>.
- Ujiyantho, M., Bambang Agus Pramuka, (2007), "*Mekanisme Corporate Governance, Manajemen Laba, dan Kinerja Keuangan (Studi Pada Perusahaan go publik Sektor Manufaktur)*". <https://info.perbanasinstitute.ac.id/pdf/AKPM/AKPM01.pdf>.

Widayanti, Rita, dkk, (2009), *Pengantar Manajemen Keuangan*, Edisi Revisi, Fakultas Ekonomi-UKSW, Salatiga.

Zuhrohtun, Zaki Baridwan, (2005), “*Pengaruh Pengumuman Peringkat terhadap Kinerja Obligasi*”, Simposium Nasional Akuntansi VIII.