

PENGARUH STRUKTUR *CORPORATE GOVERNANCE* PADA *YIELD TO MATURITY* OBLIGASI MELALUI PERINGKAT OBLIGASI

I Gusti Agung Pramesti Dwi Putri¹
Ni Ketut Rasmini²
Ni Putu Sri Harta Mimba³

^{1,2,3} Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Udayana (Unud), Bali, Indonesia
¹Email: igapramestidwiputri@gmail.com

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur *corporate governance* (CG) pada *yield to maturity* (YTM) obligasi dengan peringkat obligasi sebagai variabel intervening. Populasi penelitian adalah seluruh obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada periode 2013 hingga 2015. Sampel penelitian ditentukan dengan menggunakan metode *purposivesampling*. Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian adalah *path analysis*. Hasil pengujian membuktikan bahwa kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, komite audit, dan peringkat obligasi berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi. Kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan komite audit terbukti berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sedangkan kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada peringkat obligasi. Peringkat obligasi mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional pada YTM obligasi, pengaruh ukuran dewan komisaris pada YTM obligasi, dan pengaruh komite audit pada YTM obligasi. Namun, peringkat obligasi tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada YTM obligasi.

Kata kunci: struktur *corporate governance*, *yield to maturity* obligasi, peringkat obligasi

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of Corporate Governance (CG) structure on bond Yield To Maturity (YTM) using bond rating as the intervening variable. The population of this research covered all corporate bonds that listed in Indonesia Stock Exchange in 2013 to 2015. The sampling technique is purposive sampling method. Data analysis techniques used in this study is the path analysis. This research proves that institutional ownership, board size, audit committee, and bond rating negatively affects bond YTM. Managerial ownership positively affects bond YTM. Institutional ownership, board size, and audit committee positively affects bond rating. Managerial ownership negatively affects bond ratings. Bond rating shown mediated the association of institutional ownership on bond YTM, the association of board size on bond YTM, and the association of the audit committee on bond YTM. However, bond rating can not mediate the effect of managerial ownership on bond YTM.

Keywords: corporate governance structure, bond yield to maturity, bond rating

PENDAHULUAN

Salah satu instrumen investasi yang diperdagangkan di BEI adalah obligasi. Menurut Ibrahim (2008), obligasi ialah surat yang diterbitkan pihak pemerintah atau perusahaan swasta kepada investor sebagai bentuk pengakuan utang, dimana utang ini akan dibayarsesuaiwaktu yang telah ditetapkan. Obligasi menyediakan mekanisme bagi perusahaan dalam memperoleh dana segar untuk membiayai proyek baru atau melanjutkan proyek yang telah berjalan (Chikolwa, 2008). Bagi perusahaan, obligasitermasuk sebagaisumber pendanaan yang dinilailebih murah dibandingkan dengan pinjaman dari bank, sebab bunga obligasi yang harus dibayar perusahaan lebih rendah dari bunga pinjaman yang ditetapkan oleh bank.

Faktor untuk mengukur pengembalian tahunan investoryang diperoleh jikaberinvestasi pada obligasi adalah *yield* obligasi (Setyapurnama dan Vianey, 2007). Menurut Tandelilin (2010: 259), *yield to maturity* (YTM) adalah *yield* yang banyakdigunakan sebab YTM paling mencerminkan *return* dengan tingkat bungamajemuk yang diharapkan investor, apabila dua asumsi yang disyaratkan telah terpenuhi akan sama dengan *realized yield*. Asumsi pertama ialah investor mempertahankan obligasinya sampai jatuh tempo. Asumsi kedua yaitu investor kembali menginvestasikan pendapatan yang diperoleh dari obligasi pada tingkat YTM yang dihasilkan. Menurut Hapsari (2013), *yield* obligasi termasuk faktor terpenting sebagai pertimbangan investor dalam melakukan pembelian obligasi sebagai instrumen investasi. Maka dari itu, faktor-faktor yang dapat memengaruhi penerimaan YTM obligasi penting untuk diketahui oleh para investor.

Walaupun obligasi tergolong berisiko lebih rendah dibandingkan dengan saham, tidak berarti obligasi adalah instrumen investasi yang bebas risiko. Risiko yang melekat pada obligasi berupa *default risk*. *Default risk* ialah kondisi dimana perusahaan penerbit obligasi tidak memiliki kemampuan untuk membayar kupon dan pokok pinjaman obligasi, atau dapat dikatakan perusahaan penerbit obligasi mengalami gagal bayar. Fenomena *default risk* yang terjadi di Indonesia salah satunya dialami oleh PT Bakrie Telecom Tbk. (BTEL). Anak perusahaan PT Bakrie & Brothers Tbk yang bergerak di industri telekomunikasi ini tidak mampu membayar kupon obligasi yang bernilai 218 miliar rupiah. Kupon obligasi tersebut adalah bagian dari obligasi perusahaan senilai 3,8 triliun rupiah yang jatuh tempo pada Mei 2015 (Finance, 2016).

Investor dapat menggunakan informasi peringkat obligasi sebagai bahan pertimbangan sebelum membeli obligasi, agar terhindar dari kemungkinan terjadinya *default risk*. Peringkat obligasi diterbitkan oleh agen pemeringkat guna memberi informasi kepada investor tentang kemungkinan perusahaan penerbit obligasi mengalami gagal bayar. Pemberian peringkat ini penting dilakukan untuk menilai tingkat kelayakan suatu obligasi untuk diinvestasikan. Penelitian Baridwan dan Zuhrohtun (2005) membuktikan bahwa pengumuman peringkat oleh agen pemeringkat sudah menunjukkan secara implisit tingkat keamanan obligasi. Tingginya peringkat obligasi menggambarkan tingkat risiko obligasi yang rendah.

Peringkat obligasi berpengaruh pada YTM obligasi. Bhojraj dan Partha (2003) membuktikan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Hasil penelitian ini didukung pula oleh penelitian Crabtree dan Maher

(2005), Ibrahim (2008), Surya dan Teguh (2011), serta Sari dan Nyoman (2015). Hal ini menandakan bahwa tingginya peringkat obligasi akan diikuti dengan penerimaan YTM obligasi yang rendah, begitu pula sebaliknya.

Menurut Jensen dan William (1976), penerbitan surat utang dapat menimbulkan masalah keagenan diantara manajer, pemegang saham, dan kreditur. Pihak manajemen sebagai pelaksana perusahaan seringkali bertindak hanya mementingkan diri sendiri dan tidak memperhitungkan kepentingan pihak lain. Maka dari itu diperlukanlah suatu mekanisme perlindungan bagi pihak-pihak lain yang juga memiliki kepentingan dengan perusahaan, yaitu *corporate governance*. *Corporate governance* (CG) adalah sistem yang dapat melindungi dan menjamin hak *stakeholders* perusahaan. *Stakeholder* ini terdiri dari pemegang saham, kreditur, pegawai, pemerintah, konsumen dan *stakeholder* lainnya (Hastuti, 2005).

Penelitian mengenai struktur CG di Indonesia sebagian besar dihubungkan dengan harga saham, manajemen laba, atau kinerja perusahaan. Hastuti (2005) membuktikan tidak terdapat hubungan antara struktur kepemilikan dan manajemen laba pada kinerja perusahaan, namun *disclosure* berhubungan signifikan pada kinerja perusahaan. Nuryaman (2008) membuktikan bahwa kepemilikan yang terkonsentrasi dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif pada manajemen laba, komposisi dari dewan komisaris tidak berpengaruh pada manajemen laba, dan kualitas audit berpengaruh negatif tidak signifikan pada manajemen laba. Darmawati dkk. (2004) membuktikan bahwa CG memengaruhi kinerja operasi perusahaan namun tidak memengaruhi kinerja pasar perusahaan.

Penelitian mengenai struktur CG yang dikaitkan dengan YTM obligasi jumlahnya masih terbatas. Beberapa penelitian yang dilakukan pun memberikan hasil yang tidak konsisten. Isnurhadi dan Dwi (2011) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi. Sedangkan kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan kualitas auditor memiliki pengaruh negatif pada YTM obligasi. Komposisi dewan komisaris independen terbukti tidak memiliki pengaruh pada YTM obligasi. Terakhir, komite audit memiliki pengaruh pada YTM obligasi namun tidak signifikan. Hasil penelitian Rita dan Lluís (2010) membuktikan bahwa komite audit dan kepemilikan institusional berpengaruh positif pada YTM obligasi namun ukuran dewan komisaris dan komposisi dewan komisaris independen memiliki pengaruh negatif pada YTM obligasi. Hasil penelitiannya juga menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh pada YTM obligasi.

Mustikasari (2010) melakukan penelitian tentang pengaruh mekanisme CG pada YTM obligasi dengan skor *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) sebagai bentuk penilaian penerapan CG di perusahaan. Hasil penelitiannya membuktikan bahwa skor CGPI berpengaruh positif pada YTM obligasi. Terry (2011) membuktikan bahwa konsentrasi kepemilikan institusional, keberadaan komisaris independen, komite audit, serta kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif pada YTM obligasi. Febrian (2014) membuktikan bahwa kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan jumlah komisaris independen berpengaruh negatif pada *yield* obligasi. Sedangkan komite audit berpengaruh positif pada *yield* obligasi.

Struktur CG juga berpengaruh pada peringkat obligasi perusahaan. Bhojrajan Partha (2003) membuktikan bahwa terdapat hubungan antara mekanisme CG dengan *bond yield* dan peringkat obligasi. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa mekanisme CG dapat mengurangi terjadinya gagal bayar karena adanya pengawasan atas kinerja manajemen. Mekanisme CG juga dapat mengurangi masalah asimetri informasi antara kreditur dengan pihak perusahaan. Selain itu, adanya kepemilikan institusional dan ukuran komisaris independen yang besar membuat obligasi perusahaan mendapat peringkat surat utang yang tinggi dan memberikan *bond yield* yang rendah. Namun, peringkat obligasi dan *yield* obligasi akan menjadi lebih rendah jika perusahaan memiliki struktur kepemilikan institusional yang terpusat.

Skaife *et al.* (2006) menyatakan bahwa perusahaan dengan implementasi CG yang baik memiliki peringkat kredit yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang mengimplementasikan CG pada tingkat yang lebih rendah. Mungniyati dan Arya (2013) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, kualitas audit, dan komite audit berpengaruh pada peringkat obligasi. Hasil penelitian Rasyid dan Ervina (2013) membuktikan adanya pengaruh komite audit pada peringkat obligasi.

Berdasarkan uraian di atas, penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh struktur CG pada YTM obligasi dengan peringkat obligasi sebagai variabel intervening. Rumusan masalah penelitian terdiri dari: 1) Apakah struktur CG berpengaruh pada YTM obligasi?; 2) Apakah struktur CG berpengaruh pada YTM obligasi?; 3) Apakah peringkat obligasi berpengaruh pada YTM obligasi?;

dan4)Apakah peringkat obligasi memediasi pengaruh struktur CG pada YTM obligasi?Variabel struktur CG diproksikan dengan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, dan komite audit. Struktur CG dipilih sebagai variabel independen sebab penelitian mengenai struktur CG yang terkait dengan YTM obligasi jumlahnya masih terbatas. Hasil dari penelitian-penelitian yang ada pun masih menunjukkan hasil yang beragam seperti yang sudah dipaparkan sebelumnya.Pada penelitian ini, pengaruh struktur CG pada YTM obligasi akan dimediasi oleh peringkat obligasi. Hal ini dilakukan sebab adanya hasil penelitian yang menunjukkan bahwa struktur CG berpengaruh pada peringkat obligasi dan YTM obligasi. Selanjutnya ditemukan pula bahwa peringkat obligasi secara langsung juga memengaruhi YTM obligasi. Dapat diasumsikan bahwa antara struktur CG dan YTM obligasi memiliki hubungan secara langsung, dan hubungan tidak langsung melalui variabel intervening. Sehingga penelitiingin menguji pengaruhlangsungdanpengaruhtidaklangsung struktur CG pada YTM obligasi melalui peringkat obligasi.

Grand theory penelitian ini adalah teori keagenan. Jensen dan William (1976)mendefinisikan hubungankeagenan merupakan bentuk kontrakantara satuorang ataulebih (prinsipal)yang mempekerjakan oranglain (agen) untukmemberikan pelayananjasa sesuai dengan kepentingan pemberi kontrak, termasuk menerima delegasi dan memiliki kewenangan untuk mengambil suatu keputusan.Kepemilikan yang diwakili oleh investor mendelegasikan wewenang pada agen yaitu manajeruntuk mengelolakekayaaninvestor. Investormemiliki harapanbahwa adanya pendelegasian wewenangtersebut, akanmembuat mereka

mendapatkan keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor.

Konflik keagenan mampu diatasi dengan penerapan *corporate governance* (CG). Sebagai suatu sistem, CG terdiri atas berbagai sub sistem yang saling terintegrasi sebagai usaha untuk meningkatkan performa perusahaan, yang berbentuk mekanisme dan struktur *governance*, baik dari sisi eksternal maupun dari sisi internal perusahaan (Lastanti, 2004). Struktur CG mengatur hubungan pertanggungjawaban dan pembagian peran diantara organ utama perusahaan yang berperan penting dalam penerapan CG. Menurut Parker *et al.* (2005) struktur CG terdiri dari dewan komisaris, struktur kepemilikan saham, serta komite audit.

Sesuai dengan teori keagenan, kepemilikan institusional adalah salah satu alat yang dapat dipakai untuk meminimalisir konflik keagenan. Adanya investor institusional dianggap memiliki kemampuan untuk menjadikan mekanisme pengawasan yang efektif pada setiap keputusan yang dibuat oleh manajer (Jensen dan William, 1976). Cai *et al.* (2001) membuktikan bahwa perusahaan yang memiliki komposisi kepemilikan institusional dalam jumlah besar (lebih dari 5%) memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengawasi manajemen. Bhojraj dan Partha (2003), Isnurhadid dan Dwi (2011) serta penelitian Setyapurnama dan Vianey (2007) membuktikan bahwa kepemilikan institusional memiliki pengaruh negatif pada YTM obligasi. Semakin tinggi persentase kepemilikan institusional akan menurunkan risiko perusahaan yang membuat investor bersedia berinvestasi pada obligasi dengan harga yang mahal sehingga YTM obligasi yang diperoleh semakin rendah.

Pengawasan yang lebih handal dari pemilik institusi memberikan pengaruh positif pada peringkat obligasi. Hal ini dibuktikan oleh Bhojraj dan Partha (2003), Setyaningrum (2005), Setyapurnama dan Vianey (2007), Mungniyati dan Arya (2013), Rasyid dan Ervina (2013), serta Sari dan Henny (2015). Pengawasan yang baik mampu meningkatkan kinerja keuangan perusahaan sehingga risiko berupa *default risk* bisa dihindari. Hal ini akan menambah keyakinan agen pemeringkat tentang kemampuan perusahaan dalam melunasi bunga dan pokok obligasi, sehingga membuat agen pemeringkat memberikan peringkat obligasi yang tinggi.

H_{1a}: Kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada YTM obligasi.

H_{2a}: Kepemilikan institusional berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Hermalindan Michael (1991) membuktikan tingginya persentase kepemilikan saham pihak manajemen dapat membuat kinerja perusahaan menurun. Semakin besar tingkat kepemilikan manajerial akan memperbesar kemungkinan pihak manajemen untuk tidak melakukan transparansi, sehingga risiko perusahaan akan semakin tinggi. Isnurhadi dan Dwi (2011), Terry (2011), serta Setyapurnama dan Vianey (2007) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi. Tingkat kepemilikan manajerial yang tinggi membuat kinerja perusahaan akan lebih mengarah pada kepentingan manajer saja dan mengabaikan kepentingan diluar pihak manajemen. Asumsi ini didasari oleh salah satu asumsi teori keagenan yang menyatakan bahwa setiap individu cenderung untuk mementingkan dirinya sendiri.

Mungniyati dan Arya (2013) membuktikan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh pada peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen

pemeringkat. Kepemilikan manajerial dapat dijadikan sebagai indikator untuk mengukur tingkat kepentingan pribadi manajemen, yang mengakibatkan peringkat obligasi menjadi rendah karena kualitas laba perusahaan yang buruk (Skaife *et al.*, 2006). Iskander dan Nedereh (2000) pun membuktikan bahwa persentase kepemilikan manajerial yang semakin besar akan memungkinkan manajemen untuk melakukan transparansi semakin kecil, sehingga risiko perusahaan menjadi semakin tinggi. Kemungkinan risiko yang timbul salah satunya adalah risiko gagal bayar obligasi. Tingginya risiko gagal bayar akan membuat agen pemeringkat menerbitkan peringkat yang rendah untuk obligasi perusahaan.

H_{1b}: Kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi.

H_{2b}: Kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada peringkat obligasi.

Dewan komisaris memastikan strategi perusahaan terlaksana dengan baik, memantau tindakan manajemen, dan memastikan akuntabilitas perusahaan (KNKG, 2016). Pembentukan dewan komisaris diharapkan mampu menjadikan laba perusahaan lebih berkualitas dengan membatasi tingkat manajemen laba, melalui fungsi pengawasan atas pelaporan keuangan (Vafeas, 2000). Hasil penelitian Isnurhadi dan Dwi (2011), Febrian (2014), serta Rita dan Lluís (2010) membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Ukuran dewan komisaris yang besar akan meningkatkan fungsi pengawasan sehingga dapat menekan kemungkinan terjadinya gagal bayar. Hal ini dapat meningkatkan harga obligasi, sehingga *yield* yang diterima investor menjadi lebih rendah.

Klein (2001) dalam Kanagaretnam *et al.* (2007) membuktikan ukuran dewan komisaris yang lebih besar merupakan pengendali manajemen yang efektif. Hal ini membuat manajer tidak mempunyai kesempatan untuk bertindak oportunistik dengan menyembunyikan informasi material terkait kondisi perusahaan sehingga risiko perusahaan dapat diminimalisir dan akan memperoleh peringkat yang tinggi untuk obligasi yang diterbitkannya. Bhojraj dan Partha (2003) serta Prasetyo (2010) membuktikan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Semakin besar ukuran dewan komisaris, tanggung jawab memastikan kualitas laporan dapat dijalankan dengan semakin baik sehingga berdampak baik pada peringkat obligasi perusahaan.

H_{1c}: Ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif pada YTM obligasi.

H_{2c}: Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Komite audit bertugas memberi pandangan tentang masalah-masalah yang terkait dengan akuntansi, pengendalian internal, dan kebijakan keuangan (Susiana dan Arleen, 2007). Gill dan John (2012) membuktikan bahwa jumlah komite audit berpengaruh positif pada kinerja keuangan perusahaan. Semakin banyak jumlah komite audit dapat meningkatkan efektifitas komite dalam mengawasi kinerja manajemen sehingga berdampak baik pada kinerja keuangan perusahaan. Setyapurnama dan Vianey (2007) serta Suaryana (2005), membuktikan komite audit berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Keberadaan komite audit mampu menambah nilai perusahaan, dan membuat investor bersedia menginvestasikan dananya pada obligasi perusahaan dengan harga yang mahal, sehingga *yield* yang diterima menjadi rendah.

Mungniyati dan Arya (2013), Setyaningrum (2005), Prasetyo (2010), serta Rasyid dan Ervina (2013) membuktikan bahwa komite audit berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Hal ini menandakan bahwa keberadaan komite audit mampu meningkatkan kualitas laporan keuangan. Dengan kata lain, komite audit dapat meningkatkan kinerja keuangan perusahaan. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik diasumsikan sanggup melunasi obligasi yang diterbitkan. Hal ini menambah keyakinan agen pemeringkat bahwa perusahaan akan terhindar dari gagal bayar sehingga memberikan peringkat yang baik untuk obligasi perusahaan.

H_{1d}: Komite audit berpengaruh negatif pada YTM obligasi.

H_{2d}: Komite audit berpengaruh positif pada peringkat obligasi.

Salah satu tolak ukur untuk mendeteksi tingkat risiko yang dihadapi oleh perusahaan penerbit obligasi dapat dilihat dari peringkat obligasinya. Obligasi berperingkat tinggi tergolong sebagai *investment grade* yang mencerminkan risiko kredit yang rendah. Obligasi berperingkat rendah tergolong sebagai *non investment grade* dan mencerminkan risiko kredit yang tinggi. Berdasarkan hasil penelitian dari Bhojraj dan Partha (2003), Crabtree dan Maher (2005), Ibrahim (2008), Surya dan Teguh (2011), serta Sari dan Nyoman (2015) ditemukan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Obligasi dengan peringkat tinggi memberikan *yield* yang rendah, sebaliknya, obligasi dengan peringkat rendah memberikan *yield* yang tinggi. Hal ini terkait dengan risiko yang melekat pada obligasi. Semakin tinggi peringkat obligasi maka risiko *default* semakin rendah, *yield* yang diterima investor juga semakin rendah. Begitu pula sebaliknya.

H₃: Peringkat obligasi berpengaruh negatif pada YTM obligasi.

Peringkat obligasi merupakan variabel yang dapat memediasi pengaruh antara struktur CG pada YTM obligasi. Struktur CG secara langsung dapat memengaruhi YTM obligasi dan secara tidak langsung juga dapat memengaruhi YTM obligasi melalui peringkat obligasi. Bhojraj dan Partha (2003) membuktikan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *yield* obligasi perusahaan. Hasil penelitiannya menunjukkan bahwa mekanisme CG adalah alat yang mampu mengurangi terjadinya gagal bayar dengan adanya pengawasan atas kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur. Selain itu, perusahaan dengan kepemilikan institusional dan komposisi komisaris independen yang besar memiliki peringkat surat utang yang tinggi dan *yield* obligasi yang rendah. Namun, kepemilikan institusional yang terkonsentrasi memiliki dampak yang buruk terhadap peringkat obligasi dan *yield* obligasi.

Rinaningsih (2008) dalam Hariani (2011) juga menemukan bahwa praktek CG dapat digunakan untuk menjelaskan *default risk* yang diprosikan dengan peringkat surat utang, dimana peringkat surat utang berhubungan positif dengan praktek CG. Rendahnya kemungkinan *default risk* akan mendorong badan pemeringkat memberikan peringkat *investment grade* bagi perusahaan. Tingginya peringkat obligasi membuat *yield* yang diterima investor akan lebih rendah sebab harga obligasi akan cenderung naik mengingat kinerja perusahaan yang baik. Sebaliknya, obligasi dengan peringkat rendah menunjukkan obligasi tersebut lebih

berisiko sehingga investor akan memperoleh *yield* yang lebih tinggi sebagai kompensasi risiko yang besar.

H_{4a}: Peringkat obligasi memediasi pengaruh kepemilikan institusional pada YTM obligasi.

H_{4b}: Peringkat obligasi memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada YTM obligasi.

H_{4c}: Peringkat obligasi memediasi pengaruh ukuran dewan komisaris pada YTM obligasi.

H_{4d}: Peringkat obligasi memediasi pengaruh komite audit pada YTM obligasi.

METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan PT. PEFINDO dengan mengakses www.idx.co.id dan www.pefindo.com. Data yang digunakan dalam penelitian adalah data sekunder yang terlebih dahulu dikumpulkan dan diolah oleh organisasi atau pihak lain. Data yang digunakan berupalaporan tahunan perusahaan yang terdaftar di BEI dari seluruh sektor industri, data emisi obligasi, serta data peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO. Populasi penelitian terdiri dari seluruh obligasi korporasi yang terdaftar di BEI pada periode 2013 hingga 2015, sejumlah 260 obligasi yang diterbitkan oleh 90 perusahaan. Sampel penelitian dipilih melalui metode *purposive sampling* yang menghasilkan 75 obligasi yang diterbitkan oleh 40 perusahaan sebagai sampel. Kriteria pemilihan sampel terdiri dari: 1) Obligasi korporasi yang diterbitkan oleh perusahaan *go public* yang terdaftar di BEI selama periode 2013 hingga 2015; 2) Obligasi perusahaan diperingkat oleh PT. PEFINDO; 3) Obligasi belum jatuh

tempo; 4) Membayar kupon dalam jumlah tetap; 5) Obligasi bernominasi rupiah; dan 6) Perusahaan penerbit obligasi mempunyai laporan keuangan lengkap selama periode pengamatan dengan mata uang rupiah.

Variabel penelitian terdiri dari variabel dependen, variabel independen, dan variabel intervening. Variabel dependen yaitu YTM obligasi dihitung dengan rumus sebagai berikut (Rahardjo, 2003):

$$YTM = \frac{C + \frac{F - p_{bond}}{n}}{\frac{F + p_{bond}}{2}} \times 100\% \dots\dots\dots(1)$$

Keterangan:

- C: *coupon* / kupon
- F: *face value* / nilai nominal
- p *bond*: *price* / harga pasar obligasi
- n: sisa waktu jatuh tempo

Variabel independen terdiri dari kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, dan komite audit. Kepemilikan institusional diukur dengan persentase jumlah saham yang dimiliki oleh investor institusi dari seluruh total saham yang beredar. Kepemilikan manajerial diukur dengan persentase saham yang dimiliki manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar. Ukuran dewan komisaris diukur dengan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan. Komite audit diukur dengan jumlah anggota komite perusahaan.

Variabel intervening yaitu peringkat obligasi, adalah peringkat yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO. Peringkat yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO disajikan dalam bentuk huruf. Oleh karena itu, peringkat tersebut dikonversi

menjadi angka dengan skala tertinggi untuk perusahaan yang memiliki peringkat tertinggi dan sebaliknya, dengan asumsi jarak antar peringkat sama (Manurung dkk., 2008). Skor peringkat obligasi disajikan pada Tabel 1.

Tabel 1.
Skor Peringkat Obligasi

| Peringkat | Skor Peringkat |
|-----------|----------------|
| AAA+ | 20 |
| AAA | 19 |
| AAA- | 18 |
| AA+ | 17 |
| AA | 16 |
| AA- | 15 |
| A+ | 14 |
| A | 13 |
| A- | 12 |
| BBB+ | 11 |
| BBB | 10 |
| BBB- | 9 |
| BB+ | 8 |
| BB | 7 |
| BB- | 6 |
| B+ | 5 |
| B | 4 |
| B- | 3 |
| CCC | 2 |
| D / SD | 1 |

Sumber: Manurung dkk., 2008

Teknik analisis data yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah analisis jalur. Analisis jalur digunakan dengan tujuan untuk mengetahui pengaruh langsung ataupun tidak langsung seperangkat variabel bebas terhadap variabel terikat. Terdapat dua sistem persamaan struktural pada penelitian ini. Sub struktur 1 menjelaskan hubungan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, dan komite audit pada peringkat obligasi. Sub struktur 2 menjelaskan hubungan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, dan komite audit pada YTM obligasi. Sub struktur 1 dan sub struktur 2 dinyatakan sebagai berikut:

$$X_5 = p_1X_1 + p_2X_2 + p_3X_3 + p_4X_4 + e_1 \dots \dots \dots (2)$$

$$Y = p_5X_1 + p_6X_2 + p_7X_3 + p_8X_4 + p_9X_5 + e_2 \dots \dots \dots (3)$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Populasi penelitian ini terdiri atas seluruh obligasi perusahaan yang terdaftar diBEI dalam kurun waktu 2013 hingga 2015. Jumlah populasi penelitian adalah sebanyak 260 obligasi. Berdasarkan populasi penelitian ini, dilakukanlah pemilihan sampel dengan metode *purposivesampling*. Hasilnya, didapatkan sampel sejumlah 75 obligasi dengan jumlah data amatan sebanyak 208 amatan. Rincian jumlah data amatan penelitian disajikan pada Tabel 2.

Tabel 2.
Rincian Jumlah Data Amatan Penelitian

| Keterangan | Jumlah |
|--|------------|
| Populasi penelitian | 260 |
| Populasi yang tidak sesuai kriteria <i>purposive</i> | (185) |
| Sampel per tahun | 75 |
| Tahun amatan | 3 |
| Jumlah data amatan (75×3) | 225 |
| Data <i>outlier</i> | (17) |
| Total data amatan | 208 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Rangkuman hasil analisis statistik deskriptif penelitian disajikan pada Tabel 3. Berdasarkan Tabel 3 dapat diketahui nilai minimum, nilai maksimum, nilai *mean*, dan nilai standar deviasi setiap variabel. Standar deviasi menggambarkan rentangan antara nilai minimum dan maksimum suatu variabel. Nilai standar deviasi kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, komite audit, peringkat obligasi, dan YTM obligasi masing-masing lebih kecil dari nilai *mean*. Hal ini menunjukkan variasi antara nilai maksimum dan nilai minimum variabel-variabel tersebut tergolong rendah. Sedangkan nilai standar deviasi kepemilikan

manajerial lebih besar dari nilai *mean*. Hal ini menunjukkan bahwa variasi antara nilai maksimum dan nilai minimum kepemilikan manajerial tergolong tinggi.

Tabel 3.
Hasil Analisis Statistik Deskriptif

| Variabel | Minimum | Maksimum | Mean | Standar Deviasi |
|---------------------------|---------|----------|-------|-----------------|
| Kepemilikan institusional | 4,51 | 99,63 | 48,89 | 28,29 |
| Kepemilikan manajerial | 0,00 | 12,35 | 0,72 | 2,31 |
| Ukuran dewankomisaris | 3,00 | 10,00 | 5,03 | 1,88 |
| Komite audit | 2,00 | 6,00 | 3,32 | 0,97 |
| Peringkat obligasi | 10,00 | 19,00 | 14,80 | 2,13 |
| YTM obligasi | 7,90 | 12,15 | 9,27 | 0,77 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel pengganggu, atau residual berdistribusi normal. Pengujian normalitas pada penelitian ini menggunakan *Kolmogorov-Smirnov*. Berdasarkan hasil pengujian, nilai signifikansi *Kolmogorov-Smirnov* pada model regresi substruktur 1 bernilai 0,060 dan 0,703 pada model regresi substruktur 2. Nilai-nilai ini lebih besar dari 0,05, sehingga dapat disimpulkan bahwa asumsi normalitas pada model penelitian telah terpenuhi. Hasil uji normalitas disajikan pada Tabel 4.

Tabel 4.
Hasil Uji Normalitas

| Substruktur | N | Asymp. Sig. (2-tailed) |
|---------------|-----|------------------------|
| Substruktur 1 | 208 | 0,060 |
| Substruktur 2 | 208 | 0,703 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independennya. Adanya korelasi antar variabel bebas dapat dideteksi dari nilai *tolerance* dan nilai *variance inflation factor* (VIF) pada uji multikolinieritas. Asumsi tidak terjadinya multikolinieritas diketahui dari nilai VIF kurang dari 10 dan nilai *tolerance* di atas 0,1. Berdasarkan hasil pengujian,

seluruh variabel independen pada model regresi substruktur 1 dan substruktur 2 memiliki nilai VIF kurang dari 10 dan nilai koefisien *tolerance* diatas 0,1. Ini berarti tidak terdapat gejala multikolinearitas pada model regresi yang dibuat. Hasil uji multikolinearitas disajikan pada Tabel 5 dan Tabel 6.

Tabel 5.
Hasil Uji Multikolinearitas Substruktur 1

| Variabel Bebas | Tolerance | VIF |
|---------------------------|------------------|------------|
| Kepemilikan Institusional | 0,952 | 1,051 |
| Kepemilikan Manajerial | 0,966 | 1,036 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 0,979 | 1,022 |
| Komite Audit | 0,967 | 1,035 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Tabel 6.
Hasil Uji Multikolinearitas Substruktur 2

| Variabel Bebas | Tolerance | VIF |
|---------------------------|------------------|------------|
| Kepemilikan Institusional | 0,939 | 1,065 |
| Kepemilikan Manajerial | 0,835 | 1,198 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 0,944 | 1,059 |
| Komite Audit | 0,946 | 1,057 |
| Peringkat Obligasi | 0,816 | 1,226 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Uji autokorelasi dilakukan untuk mengetahui korelasi antara kesalahan pengganggu periode t dengan kesalahan pengganggu pada periode $t-1$ dalam model regresi, dengan pengujian *Durbin-Watson* (DW). Nilai d harus terletak diantara d_U dan $(4-d_U)$. Persyaratan yang harus dipenuhi model substruktur 1 agar bebas dari gejala autokorelasi adalah nilai DW terletak diantara 1,715-2,285. Berdasarkan hasil pengujian, nilai DW adalah sebesar 2,000. Hal ini berarti model substruktur 1 bebas dari gejala autokorelasi. Hasil uji autokorelasi substruktur 1 disajikan pada Tabel 7. Model substruktur 2 bebas dari gejala autokorelasi jika nilai DW terletak diantara 1,736-2,264. Berdasarkan hasil pengujian, nilai DW

adalah sebesar 2,249 Hal ini berarti model substruktur 2 bebas dari gejala autokorelasi. Hasil uji autokorelasi substruktur 2 disajikan pada Tabel8.

Tabel7.
Hasil Uji Autokorelasi Substruktur 1

| Variabel Bebas | N | DW |
|---------------------------|----------|-----------|
| Kepemilikan Institusional | 208 | 2,000 |
| Kepemilikan Manajerial | 208 | 2,000 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 208 | 2,000 |
| Komite Audit | 208 | 2,000 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Tabel 8.
Hasil Uji Autokorelasi Substruktur 2

| Variabel Bebas | N | DW |
|---------------------------|----------|-----------|
| Kepemilikan Institusional | 208 | 2,249 |
| Kepemilikan Manajerial | 208 | 2,249 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 208 | 2,249 |
| Komite Audit | 208 | 2,249 |
| Peringkat Obligasi | 208 | 2,249 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Uji heteroskedastisitas bermaksud untuk mengetahui apakah pada model regresi terdapat ketidaksamaan *variance* dari residual antara satu pengamatan ke pengamatan yang lain, menggunakan uji glejser. Apabila nilai signifikansi antara variabel independen dengan absolut residual lebih dari 0,05 maka tidak terdapat masalah heteroskedastisitas. Berdasarkan hasil pengujian, nilai signifikansi masing-masing variabel bebas pada model substruktur 1 dan substruktur 2 bernilai lebih besar dari 0,05. Ini berarti bahwa model penelitian tidak memiliki masalah heteroskedastisitas, sehingga layak untuk digunakan. Hasil uji heteroskedastisitas substruktur 1 dan substruktur 2 disajikan pada Tabel 9 dan Tabel 10.

Tabel9.
Hasil Uji Heteroskedastisitas Substruktur 1

| Variabel Bebas | Sig. t |
|---------------------------|--------|
| Kepemilikan Institusional | 0,381 |
| Kepemilikan Manajerial | 0,274 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 0,120 |
| Komite Audit | 0,268 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Tabel10.
Hasil Uji Heteroskedastisitas Substruktur 2

| Variabel Bebas | Sig. t |
|---------------------------|--------|
| Kepemilikan Institusional | 0,213 |
| Kepemilikan Manajerial | 0,611 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 0,195 |
| Komite Audit | 0,182 |
| Peringkat Obligasi | 0,465 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Perhitungan koefisien jalur dilakukan dengan melakukan analisis regresi.

Hasil analisis koefisien jalur untuk regresi substruktur 1 disajikan pada Tabel 11.

Nilai standar eror substruktur 1 (e_1) adalah sebesar 0,903. Berdasarkan hasil pengujian, maka persamaan struktural substruktur 1 adalah sebagai berikut.

$$X_5 = 0,110 X_1 - 0,364 X_2 + 0,175 X_3 + 0,136 X_4 + 0,903 \dots \dots \dots (4)$$

Tabel 11.
Hasil Analisis Jalur (Regresi Substruktur 1)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. |
|---------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 12,794 | 0,660 | | 19,379 | 0,000 |
| Kepemilikan Institusional | 0,008 | 0,005 | 0,110 | 1,686 | 0,046 |
| Kepemilikan Manajerial | -0,334 | 0,059 | -0,364 | -5,637 | 0,000 |
| Ukuran Dewan Komisaris | 0,187 | 0,068 | 0,175 | 2,737 | 0,004 |
| Komite Audit | 0,281 | 0,133 | 0,136 | 2,108 | 0,018 |
| R ² | 0,184 | | | | |
| F statistik | 11,473 | | | | |
| Sig. | 0,000 | | | | |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Hasil analisis koefisien jalur untuk regresi substruktur 2 disajikan pada Tabel 12. Nilai standar eror substruktur 2 (e_2) adalah sebesar 0,836. Berdasarkan hasil pengujian, maka persamaan struktural substruktur 2 adalah sebagai berikut.

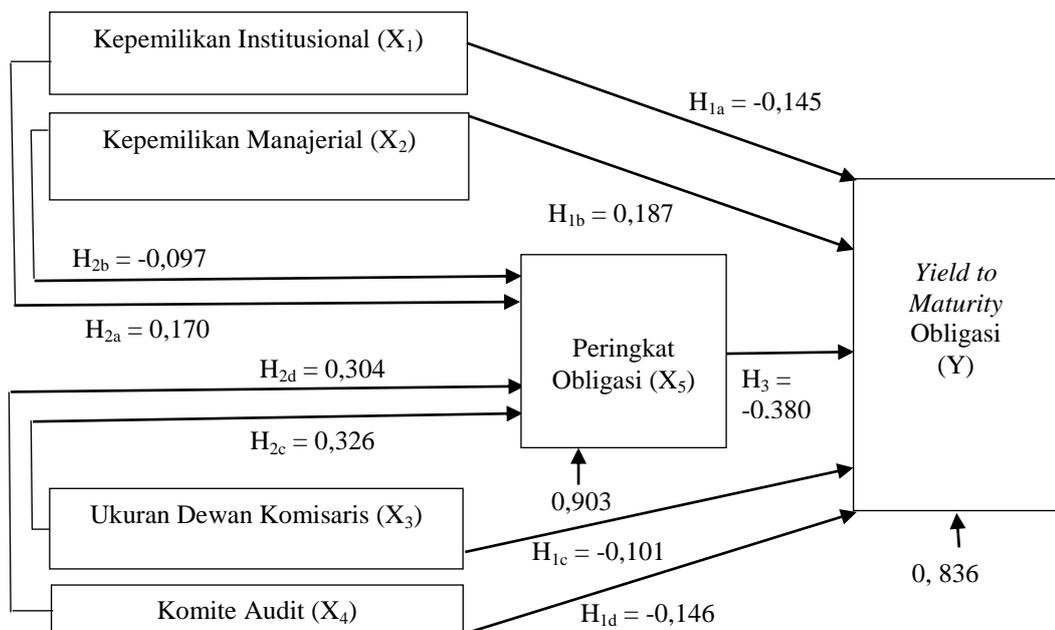
$$Y = -0,145 X_1 + 0,187 X_2 - 0,101 X_3 - 0,146 X_4 - 0,380 X_5 + 0,836 \dots \dots \dots (5)$$

Nilai koefisien jalur dan nilai standar eror yang disusun dalam model diagram akan tampak seperti Gambar 1.

Tabel 12.
Hasil Analisis Jalur (Regresi Substruktur 2)

| Model | Unstandardized Coefficients | | Standardized Coefficients | T | Sig. |
|--------------------------|-----------------------------|------------|---------------------------|--------|-------|
| | B | Std. Error | Beta | | |
| (Constant) | 11,989 | 0,373 | | 32,142 | 0,000 |
| Kepemilikan Instiusional | -0,004 | 0,002 | -0,145 | -2,385 | 0,009 |
| Kepemilikan Manajerial | 0,062 | 0,021 | 0,187 | 2,909 | 0,002 |
| Ukuran Dewan Komisaris | -0,039 | 0,023 | -0,101 | -1,671 | 0,048 |
| Komite Audit | -0,108 | 0,045 | -0,146 | -2,406 | 0,009 |
| Peringkat Obligasi | -0,137 | 0,023 | -0,380 | -5,838 | 0,000 |
| R ² | 0,301 | | | | |
| F statistik | 17,390 | | | | |
| Sig. | 0,000 | | | | |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016



Gambar 1. Diagram Jalur Akhir

Berdasarkan Gambar 1, nilai pengaruh langsung, pengaruh tidak langsung, dan pengaruh total antar variabel dapat dihitung. Perhitungan pengaruh antar variabel dirangkum pada Tabel 13.

Tabel 13.
Pengaruh Antar Variabel

| | Pengaruh Langsung | Pengaruh Tidak Langsung | Pengaruh Total | Sig. | Error |
|---|------------------------------|--|---------------------------|-------------|--------------|
| Ukuran Dewan Komisaris (X ₃) ke Peringkat Obligasi (X ₅) | 0,175 | | 0,175 | 0,004 | 0,903 |
| Komite Audit (X ₄) ke Peringkat Obligasi (X ₅) | 0,136 | | 0,136 | 0,018 | 0,903 |
| Kepemilikan Institusional (X ₁) ke Peringkat Obligasi (X ₅) | 0,110 | | 0,110 | 0,046 | 0,903 |
| Kepemilikan Manajerial (X ₂) ke Peringkat Obligasi (X ₅) | -0,364 | | -0,364 | 0,000 | 0,903 |
| Kepemilikan Manajerial (X ₂) ke YTM Obligasi (Y) | 0,187 | 0,138 | 0,325 | 0,002 | 0,836 |
| Ukuran Dewan Komisaris (X ₃) ke YTM Obligasi (Y) | -0,101 | -0,067 | -0,168 | 0,048 | 0,836 |
| Kepemilikan Institusional (X ₁) ke YTM Obligasi (Y) | -0,145 | -0,042 | -0,187 | 0,009 | 0,836 |
| Komite Audit (X ₄) ke YTM Obligasi (Y) | -0,146 | -0,052 | -0,198 | 0,009 | 0,836 |
| Peringkat Obligasi (X ₅) ke YTM Obligasi (Y) | -0,380 | | -0,380 | 0,000 | 0,836 |

Sumber: Data diolah peneliti, 2016

Kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,145 dengan tingkat signifikansi 0,009 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh negatif pada YTM obligasi, sehingga H_{1a} diterima. Temuan ini sesuai dengan teori keagenan yang menyatakan bahwa adanya kepemilikan institusional dapat menekan konflik keagenan yang mungkin timbul diantara manajer dan investor. Adanya investor institusi dianggap mampu menjadi mekanisme pengawasan yang efektif atas keputusan yang dibuat manajer dan akan meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menggambarkan risiko investasi yang rendah, sehingga membuat investor bersedia

membeli obligasi dengan harga yang tinggi dan menerima *yield* obligasi yang rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Bhojraj dan Partha (2003), Isnurhadi dan Dwi (2011), serta Setyapurnama dan Vianey (2007).

Kepemilikan manajerial memiliki koefisien regresi positif sebesar 0,187 dengan tingkat signifikansi 0,002 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini menunjukkan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi, sehingga H_{1b} diterima. Besarnya proporsi kepemilikan manajerial menimbulkan kemungkinan kinerja perusahaan akan lebih berorientasi pada kepentingan pihak manajer saja. Asumsi ini didasarkan pada salah satu asumsi teori keagenan yang menyatakan bahwa setiap orang mempunyai perilaku yang mementingkan diri sendiri atau *self-interested behaviour*. Pihak manajerial yang berorientasi untuk kepentingannya sendiri akan meningkatkan risiko gagal bayar sehingga investor enggan membeli obligasi dengan harga yang tinggi dan YTM yang diterima investor menjadi semakin tinggi. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Isnurhadi dan Dwi (2011), Terry (2011), serta Setyapurnama dan Vianey (2007).

Ukuran dewan komisaris memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,101 dengan tingkat signifikansi 0,048 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif pada YTM obligasi, sehingga H_{1c} diterima. Besarnya ukuran dewan komisaris dipercaya memiliki kemampuan yang lebih baik untuk mengawasi pengelolaan perusahaan dan menyelaraskan kepentingan investor dan manajemen. Pengelolaan yang baik akan meningkatkan nilai perusahaan dan risiko gagal bayar obligasi perusahaan menjadi rendah. Hal

ini akan meningkatkan harga obligasi, sehingga YTM obligasi yang diterima investor menjadi lebih rendah. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Isnurhadi dan Dwi (2011), Febrian (2014), serta Rita dan Lluís (2010).

Komite audit memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,146 dengan tingkat signifikansi 0,009 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti komite audit berpengaruh negatif pada YTM obligasi, sehingga H_{1d} diterima. Ukuran komite audit yang besar dinilai mampu meningkatkan integritas dan kredibilitas laporan keuangan perusahaan. Laporan keuangan yang handal akan meningkatkan nilai perusahaan dan menambah keyakinan investor bahwa risiko gagal bayar obligasi tidak akan terjadi. Investor beranggapan obligasi perusahaan layak untuk diinvestasikan sehingga bersedia membeli obligasi dengan harga yang tinggi dan menerima *yield* yang rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Setyapurnama dan Vianey (2007) serta Suaryana (2005).

Hasil pengujian H_{2a} menunjukkan variabel kepemilikan institusional memiliki koefisien regresi positif sebesar 0,110 dengan tingkat signifikansi 0,046 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti kepemilikan institusional berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sehingga H_{2a} diterima. Besarnya komposisi kepemilikan institusi pada perusahaan mampu menambah keyakinan agen pemeringkat bahwa perusahaan dapat melunasi bunga dan pokok obligasi yang diterbitkan sehingga akan memberikan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung hasil penelitian Bhojraj dan Partha (2003), Setyaningrum (2005), Setyapurnama dan Vianey (2007), Mungniyati dan Arya (2013), Rasyid dan Ervina (2013), serta Sari dan Henny (2015).

Hasil pengujian H_{2b} menunjukkan variabel kepemilikan manajerial memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,364 dengan tingkat signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti kepemilikan manajerial berpengaruh negatif pada peringkat obligasi, sehingga H_{2b} diterima. Adanya kepemilikan saham oleh manajemen dianggap akan membuat manajemen lebih fokus pada keuntungan perusahaan jangka pendek saja dan akan mendorong manajemen melakukan praktik manajemen laba untuk memaksimalkan insentif mereka. Jumlah kepemilikan manajerial yang besar juga akan menurunkan tingkat transparansi. Hal ini menurunkan keyakinan agen pemeringkat akan kemampuan perusahaan dalam membayar bunga dan melunasi pokok obligasi sehingga memberikan peringkat obligasi yang rendah. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mungniyati dan Arya (2013), Rasyid dan Ervina (2013), Skaife *et al.* (2006), serta Iskander dan Nedereh (2000).

Ukuran dewan komisaris memiliki koefisien regresi positif sebesar 0,175 dengan tingkat signifikansi 0,004 yang lebih kecil dari α (0,05). Hal ini berarti ukuran dewan komisaris berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sehingga H_{2c} diterima. Semakin besar ukuran dewan komisaris maka tanggung jawab memastikan kualitas laporan akan dilakukan oleh lebih banyak pihak dan dianggap dapat berjalan dengan semakin baik. Kondisi ini akan menurunkan risiko gagal bayar, sehingga obligasi akan diberikan peringkat yang tinggi. Hasil ini mendukung penelitian Bhojraj dan Partha (2003) serta Prasetyo (2010).

Hasil pengujian H_{2d} menunjukkan variabel komite audit memiliki koefisien regresi positif sebesar 0,136 dengan tingkat signifikansi 0,018 yang lebih kecil dari

α (0,05). Hal ini berarti komite audit berpengaruh positif pada peringkat obligasi, sehingga H_{2d} diterima. Agen pemeringkat memberikan respon yang positif atas besarnya ukuran komite audit. Semakin banyak jumlah komite audit dianggap dapat meningkatkan efektifitas komite audit dalam mengawasi kinerja manajemen sehingga akan berdampak baik pada kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan yang baik dapat meyakinkan agen pemeringkat bahwa perusahaan akan mampu melunasi bunga dan pokok obligasinya sehingga memberikan peringkat obligasi yang tinggi. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Mungniyati dan Arya (2013), Setyaningrum (2005), Prasetyo (2010), serta Rasyid dan Ervina (2013).

Hasil pengujian H_3 menunjukkan bahwa peringkat obligasi memiliki koefisien regresi negatif sebesar -0,380 dengan tingkat signifikansi 0,000 yang lebih kecil dari α (0,05). Ini berarti peringkat obligasi berpengaruh negatif pada YTM obligasi, sehingga H_3 diterima. Semakin tinggi peringkat obligasi maka risiko *default* semakin rendah, *yield* yang diterima investor semakin rendah. Sebaliknya, semakin rendah peringkat obligasi, semakin tinggi risiko *default*, semakin tinggi juga *yield* yang akan diterima investor. Hasil penelitian ini mendukung penelitian Bhojraj dan Partha (2003), Crabtree dan Maher (2005), Ibrahim (2008), Surya dan Teguh (2011), serta Sari dan Nyoman (2015).

Hasil pengujian H_{4a} , H_{4c} , dan H_{4d} menunjukkan nilai koefisien masing-masing pengaruh langsungnya lebih kecil dari nilai koefisien pengaruh tidak langsungnya yaitu $-0,145 < 0,042$, $-0,101 < -0,067$, dan $-0,146 < -0,052$. Hal ini menunjukkan bahwa peringkat obligasi mampu memediasi pengaruh kepemilikan

institusional pada YTM obligasi, pengaruh ukuran dewan komisaris pada YTM obligasi, dan pengaruh komite audit pada YTM obligasi, sehingga H_{4a} , H_{4c} , dan H_{4d} diterima. Besarnya jumlah kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan komite audit membuat agen pemeringkat memberikan peringkat yang tinggi pada obligasi yang diterbitkan perusahaan. Tingginya peringkat obligasi tersebut menjadi sinyal positif dan membuat investor bersedia membeli obligasi dengan harga yang tinggi sehingga menerima YTM obligasi yang rendah, begitu pula sebaliknya.

Nilai koefisien pengaruh langsung jalur kepemilikan manajerial pada YTM obligasi adalah sebesar 0,187 yang lebih besar dari koefisien pengaruh tidak langsungnya sebesar 0,138. Ini membuktikan bahwa peringkat obligasi tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada YTM obligasi, sehingga H_{4b} ditolak. Adanya kepemilikan manajerial dianggap sudah mampu menunjukkan kondisi perusahaan dan sudah cukup sebagai bahan pertimbangan untuk membuat keputusan investasi, sehingga investor tidak lagi merespon sinyal berupa peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh agen pemeringkat.

SIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, penelitian ini memperoleh empat kesimpulan. Pertama, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan komite audit berpengaruh negatif pada YTM obligasi. Sedangkan, kepemilikan manajerial berpengaruh positif pada YTM obligasi. Kedua, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, dan komite audit berpengaruh positif pada peringkat obligasi. Ketiga, peringkat obligasi berpengaruh negatif

pada YTM obligasi. Keempat, peringkat obligasi mampu memediasi pengaruh kepemilikan institusional pada YTM obligasi, pengaruh ukuran dewan komisaris pada YTM obligasi, dan pengaruh komite audit pada YTM obligasi. Namun, peringkat obligasi tidak mampu memediasi pengaruh kepemilikan manajerial pada YTM obligasi.

Saran untuk penelitian selanjutnya adalah melakukan penelitian dengan menggunakan obligasi yang diperingkat oleh agen pemeringkat lainnya. Variabel dewan komisaris dan komite audit pada penelitian ini hanya dinilai berdasarkan sisi kuantitatif atau hanya melihat jumlah anggotanya saja. Penelitian selanjutnya dapat dilakukan dengan melakukan pengembangan dari karakteristik lain dewan komisaris dan komite audit. Misalnya saja dengan memerhatikan sisi perilaku dari dewan komisaris dan komite audit. Selain itu, struktur kepemilikan perusahaan juga dapat diteliti dengan melihat sisi kepemilikan tersebar dan sisi kepemilikan terkonsentrasi. Penilaian mengenai penerapan CG di perusahaan dapat juga menggunakan ukuran yang lain, seperti skor *Corporate Governance Perception Index (CGPI)*.

REFERENSI

- Baridwan, Zaki dan Zuhrohtun. 2005. Pengaruh Pengumuman Peringkat terhadap Kinerja Obligasi. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo, 15-16 September: 355-366.
- Bhojraj, Sanjeev dan Partha Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investor and Outside Directors. *The Journal of Business*. Vol. 76 No. 3: 455-475.
- Cai, F, Kaul, G dan Lu, Z. 2001. Institutional Trading and Stock Returns. *Working Paper*. University of Michigan.

- Chikolwa, Bwembya. 2008. Determinants of Australian Listed Property Trust Bond Ratings. *Pacific Rim Property Research Journal*. Vol. 14 No. 2: 123-149.
- Crabtree, Aaron D. dan Maher, John J. 2005. Earning Predictability, Bond Ratings and Bond Yields. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. Vol. 25: 233-253.
- Darmawati, Deni, Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. 2004. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi VII*. Denpasar, 2-3 Desember: 126-142.
- Febrian, Febi. 2014. "Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Yield Obligasi" (*skripsi*), (online), (<http://digilib.unila.ac.id/>) diakses 1 November 2016.
- Finance, Detik. 2016, (online), (<http://finance.detik.com>) diakses 26 Agustus 2016.
- Hapsari, Riska Ayu. 2013. Kajian Yield To Maturity (YTM) Obligasi pada Perusahaan Korporasi. *Accounting Analysis Journal*. Vol. 2 No. 1: 74-81.
- Hariani, Dessy. 2011. "Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Risiko Kredit dan Yield Sukuk Ijarah Korporasi" (*tesis*). Jakarta: Universitas Indonesia.
- Hastuti, Theresia Dwi. 2005. Hubungan antara Good Corporate Governance dan Struktur Kepemilikan dengan Kinerja Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo, 15-16 September: 238-247.
- Hermalin, Benjamin E. dan Michael S. Weisbach. 2003. Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literature. *Economic Policy Review*. April: 7-26.
- Ibrahim, Hadiasman. 2008. "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan dan DER terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006" (*tesis*). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Iskander, Magdi R. dan Nedereh Chamlou. 2000. Corporate Governance: A Framework for Implementation. *The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank*.
- Isnurhadi dan Dwi Yanti. 2011. The Effect of Good Corporate Governance Practices and Bond Rating on Bond Yield To Maturity. *MIICEMA 12th University of Bengkulu*: 1513-1543

- Jensen, M.C. dan William H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics*3: 305-360.
- Kanagaretnam, Kiridaran, Gerald J. Lobo, dan Dennis J. Whalen. 2007. Does Good Corporate Governance Reduce Information Asymmetry Around Quarterly Earnings Announcements?. *Journal of Accounting and Public Policy* 26: 497-522.
- Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG). 2016, (online), (<http://knkg-indonesia.com>) diakses 29 Oktober 2016.
- Lastanti, Sri Hexana. 2004. Hubungan Struktur Corporate Governance dengan Kinerja Perusahaan dan Reaksi Pasar. *Konferensi Nasional Akuntansi*: 1-16.
- Mungniyati dan Arya Pradipta. 2013. The Effect of Corporate Governance, Financial Ratio, Firm Size, and Audit Quality on Bond Rating. *Media Bisnis*. September: 99-105.
- Mustikasari, Greta Ita. 2010. "Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi" (*skripsi*). Surakarta: Universitas Sebelas Maret.
- Nuryaman. 2008. Pengaruh Konsentrasi Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Mekanisme Corporate Governance Terhadap Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak. 23-24 Juli. 147-158.
- Parker, Susan, Gary F. Peters, dan Howard F. Turetsky. 2005. Corporate Governance and Corporate Failure: A Survival Analysis. *The International Journal of Business in Society*. Vol. 2 No. 2: 4-12.
- Prasetyo, Adhi. 2010. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi" (*skripsi*). Semarang: Universitas Diponegoro.
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. PT. Gramedia Pustaka Utama: Jakarta.
- Rasyid, Rosmita dan Ervina Joice Kostaman. 2013. Analisis Pengaruh Mekanisme *Good Corporate Governance* dan Profitabilitas Perusahaan terhadap Peringkat Obligasi. *Jurnal Akuntansi Ukrida*. Vol. 1 No. 1, April: 1-25.
- Rita, Maria Rio dan Lluís Sarquella. 2010. Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Peringkat Obligasi dan *Yield Obligasi*. *Jurnal Manajemen dan Keuangan*. Vol.8 No.1, Maret: 59-71.

- Sari, Leli Kurnia dan Henny Murtini. 2015. Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi pada Perusahaan Non Keuangan. *Accounting Analysis Journal*. Vol. 4 No. 1: 1-13.
- Sari, Ni Wayan Linda Naluritha dan Nyoman Abundanti. 2015. Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Yield Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *E-Jurnal Manajemen Unud*. Vol. 4 No. 11: 3796-3824.
- Setyaningrum, Dyah. 2005. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 2 No. 2, Juli – Desember: 73-102.
- Setyapurnama, Yudi Santara dan A.M. Vianey Norpratiwi. 2007. Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi. *Jurnal Akuntansi dan Bisnis*. Vol. 7 No. 2, Agustus: 107-108.
- Skaife, Hollis Ashbaugh, Daniel W. Collins, dan Ryan LaFond. 2006. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42: 203-243.
- Suaryana, Agung. 2005. Pengaruh Komite Audit terhadap Kualitas Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo. 15-16 September: 147-158.
- Surya, Budhi Arta dan Teguh Gunawan Nasher. 2011. Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Exchange Rate, Ukuran Perusahaan, Debt To Equity Ratio dan Bond terhadap Yield Obligasi Korporasi di Indonesia. *Jurnal Manajemen Teknologi*. Vol. 10 No. 2: 186-195.
- Susiana dan Arleen Herawaty. 2007. Analisis Pengaruh Independensi, Mekanisme Corporate Governance, dan Kualitas Audit terhadap Integritas Laporan Keuangan. *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makasar. 26-28 Juli: 1-31.
- Tandelilin, Prof. Dr. Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Edisi Pertama. Penerbit Kanisius: Yogyakarta.
- Terry, Sihotang Dikson. 2011. Pengaruh Corporate Governanceterhadap Peringkat dan Yield Obligasi di BEI. *Jurnal Riset Manajemen dan Bisnis*. Vol. 6 No.1, Juni: 11-30.
- Vafeas, Nikos. 2000. Board Structure and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Public Policy*. Vol.19: 139-160.