

SUB TEMA:
AKUNTANSI DAN PERBANKAN SYARIAH

ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERINGKAT OBLIGASI SYARIAH: STUDI EMPIRIS PADA PASAR OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA

Ani Kusbandiyah dan Sri Wahyuni

Fakultas Ekonomi Universitas Muhammadiyah Purwokerto

Jl. Raya Dukuhwaluh PO BOX 202 Purwokerto, 53182

email: ani.kusbandiyah@yahoo.com

Abstract

This study aims to examine the factors that affect the ranking of Islamic bonds in the bond market in Indonesia. Specifically, this study will examine the influence of risk factors such as firm size, leverage, profitability, coverage, firm age and bank debt, 2) risk factors, namely maturity bond, bond size, and duration; 3) non-financial risk factors, that the auditor quality toward Indonesian Islamic bond ratings. The population in this study are all companies that issue bonds in the period 2006-2010. Sampling was conducted with a purposive sampling approach and produce 48 samples observasian. The analysis was performed with multiple regression models. The analysis showed that the factors affecting the Islamic bond ranking is firm size. This means that size firm is a factor considered in the rank of Islamic bonds.

Keywords: *factors, ranking, islamic bonds*

A. PENDAHULUAN

Obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan bagi pemerintah dan perusahaan yang diperoleh dari pasar modal. Obligasi merupakan efek bersifat utang yang diterbitkan oleh suatu pihak (*issuer*) dengan jangka waktu pelunasan tertentu (di atas satu tahun), disertai janji tertulis bahwa pada periode atau interval waktu tertentu akan dibayarkan bunga (*coupon*) kepada pemegang obligasi, dan pada saat jatuh tempo akan dibayarkan pula pokok pinjaman (*principal*) kepada pemegang obligasi yang bersangkutan (IBPA, 2010). Jadi, obligasi merupakan subset dari efek.

Obligasi diterbitkan oleh perusahaan dalam rangka memenuhi kegiatan pendanaan perusahaan tersebut, untuk pengembangan usaha dan menutup hutang yang jatuh tempo (Setiawan dan Shanti, 2009). Obligasi menarik bagi investor karena obligasi memiliki beberapa kelebihan yang terkait keamanan dibandingkan dengan saham, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi sehingga daya tarik saham berkurang, dan (2) obligasi menawarkan tingkat *return* yang positif dan memberikan *income* yang tetap Faeber (2001) dalam Purwaningsih (2003).

Obligasi biasanya akan mendapatkan peringkat secara berkala oleh lembaga pemeringkat, dan risiko obligasi tercermin dalam peringkat obligasi tersebut, sehingga dapat

digunakan untuk membantu calon investor di instrumen obligasi untuk mengukur risiko kegagalan (*default risk*). Semakin tinggi peringkat obligasi, menunjukkan tingginya kemampuan penerbit obligasi untuk membayar utangnya (IBPA, 2010).

Penelitian ini ingin membuktikan apakah: 1) faktor-faktor risiko perusahaan yaitu ukuran perusahaan (*firm size*), *leverage*, *profitability*, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*) dan bank debt; 2) faktor-faktor risiko sekuritas yaitu maturitas (*time to maturity/tenor*), ukuran obligasi (*bond size*), dan *duration* ; 3) faktor-faktor risiko non keuangan, yaitu kualitas auditor merupakan prediktor dari peringkat obligasi syariah dan variabel manakah yang paling signifikan.

Penelitian ini penting dilakukan karena berdasarkan penelitian-penelitian sebelumnya terdapat inkonsistensi hasil serta belum adanya penelitian yang meneliti obligasi syariah, sedangkan obligasi syariah merupakan alternatif investasi berwawasan syariah yang tepat bagi umat Islam yang mempunyai peranan penting dalam pertumbuhan ekonomi dan perkembangan pasar modal Syariah Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji faktor-faktor risiko yang mempengaruhi peringkat obligasi obligasi. Faktor-faktor risiko yang akan diuji adalah faktor-faktor risiko perusahaan, yaitu ukuran perusahaan (*firm size*), *leverage*, *profitability*, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*) dan utang bank (*bank debt*) terhadap peringkat obligasi syariah; faktor-faktor risiko sekuritas yaitu maturitas (*time to maturity/tenor*), ukuran obligasi (*bond size*), dan *duration*; faktor-faktor risiko non keuangan, yaitu kualitas audit.

Penelitian ini diharapkan bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan, khususnya pasar modal dan investasi, dan pemecahan masalah pembangunan dengan memberikan acuan manajemen risiko bagi investor dalam berinvestasi pada obligasi syariah di Indonesia, sehingga perkembangan pasar obligasi syariah di Indonesia semakin meningkat.

B. TINJAUAN PUSTAKA

1. State of Art Penelitian

Obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan (*financing*) bagi pemerintah dan perusahaan yang diperoleh dari pasar modal. Obligasi merupakan efek bersifat utang yang diterbitkan oleh suatu pihak (*issuer*) dengan jangka waktu pelunasan tertentu (di atas satu tahun), disertai janji tertulis bahwa pada periode atau interval waktu tertentu akan dibayarkan

bunga (*coupon*) kepada pemegang obligasi (*bondholder*), dan pada saat jatuh tempo akan dibayarkan pula pokok pinjaman (*principal*) kepada pemegang obligasi yang bersangkutan. Jadi, obligasi merupakan subset dari efek (Wahyuni, 2013).

Obligasi biasanya akan mendapatkan peringkat secara berkala oleh lembaga pemeringkat, dan risiko obligasi tercermin dalam peringkat obligasi tersebut, sehingga dapat digunakan untuk membantu calon investor di instrumen obligasi untuk mengukur risiko kegagalan (*default risk*). Semakin tinggi peringkat obligasi, menunjukkan tingginya kemampuan penerbit obligasi untuk membayar utangnya (IBPA, 2010).

Lembaga pemeringkat obligasi menyusun peringkat obligasi dengan menggunakan informasi terbaru mengenai prospek kemampuan perusahaan dalam membayar bunga sesuai yang disyaratkan. Komponen penting dari set informasi yang digunakan oleh lembaga pemeringkat dalam membuat keputusan tersebut adalah laporan keuangan perusahaan auditan (Standard & Poors, S&P Rating Group, 2003).

Di Indonesia, penelitian yang menguji faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi dilakukan oleh Manurung et al. (2009). Sampel yang digunakan sebanyak 108 perusahaan yang dirating oleh PEFINDO tahun 2007 dan menggunakan rasio-rasio keuangan seperti *Curent Ratio* (CR), *Total Asset Turnover* (TAT), *Net Profit Margin* (NPM), *Return on Equity* (ROE), *Return On Asset* (ROA), *Debt to Equity Ratio* (DER) serta *Beta* (risiko sistematis). Manurung et al. (2009) menemukan bukti empiris bahwa variabel fundamental yang mempengaruhi peringkat obligasi yaitu *Curent Ratio* (CR), *Total Asset Turnover* (TAT), dan *Return on Asset* (ROA).

De Crabtree et al. (2006) menyatakan bahwa peringkat obligasi mencerminkan persepsi agen pemeringkat atas pengujian laporan keuangan oleh auditor. Hasil pengujian De Crabtree et al. (2006) mendukung isu tersebut. Semakin tinggi kualitas laporan keuangan yang dipersepsikan, *ceteris paribus*, seharusnya mengarah pada peringkat obligasi perusahaan yang semakin tinggi. Semakin tinggi peringkat obligasi menunjukkan semakin kecil risiko kegagalan, dan konsisten dengan pengurangan tingkat bunga efektif yang dilakukan oleh perusahaan (Wahyuni, 2013).

2. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Peringkat Obligasi Syariah

Ukuran perusahaan menunjukkan banyak sedikitnya informasi yang dipublikasikan. Wati (2004) menyatakan bahwa semakin besar perusahaan dan semakin dikenal oleh masyarakat, maka semakin banyak informasi yang bisa diperoleh investor dan semakin kecil pula ketidakpastian yang dimiliki oleh investor. Alasan lain ialah dengan ukuran perusahaan investor dapat mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar bunga obligasi secara

periodik dan melunasi pokok pinjaman yang dapat meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Ukuran perusahaan dapat diproksikan dengan total aset, penjualan, atau ekuitas. Jika jumlah aset, penjualan, atau ekuitas tersebut besar, maka logaritma terhadap jumlah tersebut digunakan untuk tujuan penelitian (Miswanto dan Husnan, 1999). Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis pertama yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H1: Ukuran perusahaan (*firm size*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi obligasi syariah.

Rasio *leverage* menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rendahnya nilai rasio *leverage* dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aktiva didanai dengan utang dan semakin kecil risiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan maka semakin tinggi peringkat obligasi (Burton *et. al.*, 1998). Perusahaan dengan tingkat *leverage* yang tinggi cenderung memiliki kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. Dengan demikian, semakin rendah *leverage* perusahaan maka akan semakin tinggi peringkat obligasi yang diberikan pada perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat dikembangkan hipotesis sebagai berikut:

H2 : *Leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi perusahaan syariah.

Rasio profitabilitas yang diukur dengan ROA mempunyai pengaruh yang positif terhadap pertumbuhan laba karena rasio ini mengukur kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba bersih berdasarkan tingkat asset tertentu (Mark *et al.* 2001) dalam (Almilia dan Devi 2007). ROA digunakan untuk mengukur efisiensi perusahaan dalam menghasilkan laba dengan memanfaatkan perputaran aktiva yang dimilikinya. Semakin tinggi rasio *profitability* semakin baik kemampuan perusahaan dalam membayar bunga periodik dan melunasi pokok pinjaman sehingga dapat meningkatkan peringkat obligasi perusahaan. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis ketiga yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H3 : Profitabilitas (*profitability*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

Variabel *coverage* menunjukkan rasio antara laba operasi sebelum bunga dan pajak dibagi dengan biaya bunga. Semakin tinggi rasio *coverage* menunjukkan kemampuan perusahaan membayar biaya bunga. Variabel *coverage* diprediksikan berhubungan positif dengan peringkat obligasi, sehingga hipotesis keempat yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H4: *Coverage* berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

Variabel umur perusahaan diekspektasikan berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Karena perusahaan yang sudah lama berdiri biasanya merupakan perusahaan yang sudah mapan, sehingga peringkat obligasinya tinggi. Berdasarkan uraian tersebut, maka dapat hipotesis kelima yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H5: Umur perusahaan (*firm age*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

Utang bank (*bank debt*) digunakan untuk mengetahui apakah perusahaan mempunyai utang di bank atau tidak. Bank berperan sebagai fungsi *monitoring*. Variabel ini diekspektasikan berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Semakin besar utang perusahaan kepada bank semakin besar fungsi *monitoring* bank terhadap perusahaan, sehingga peringkatnya semakin besar. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis keenam yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H6: Utang Bank (*bank debt*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

Investor cenderung tidak menyukai obligasi dengan umur yang lebih panjang karena risiko yang akan didapat juga akan semakin besar. Dengan demikian semakin panjang umur obligasi semakin rendah kemampuan perusahaan dalam membayar bunga periodik dan melunasi pokok pinjaman akan menurunkan peringkat obligasi. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis ketujuh yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H7: Umur obligasi (*time to maturity/tenor*) berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi syariah.

Ukuran obligasi diekspektasikan berhubungan negatif dengan peringkat obligasi. Semakin besar ukuran obligasi, semakin besar beban utang perusahaan kepada pihak luar, sehingga risikonya besar. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kedelapan yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H8: Ukuran obligasi (*bond size*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

Durasi merupakan salah satu fungsi yang dapat digunakan untuk menganalisis volatilitas harga dari obligasi. Fungsi durasi adalah menunjukkan aproksimasi tingkat perubahan harga dari obligasi terhadap perubahan tingkat suku bunga. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kesembilan yang akan diuji adalah sebagai berikut:

H9: Durasi (*duration*) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

Argumentasi yang mendasari dimasukkannya kualitas auditor adalah semakin tinggi kualitas auditor maka akan memberikan hasil audit yang dapat dipercaya sehingga kecil kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan (Sejati, 2010). Dengan begitu investor dapat mengetahui kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban-kewajibannya, yang berdampak pada obligasi yang aman untuk diinvestasikan sehingga peringkat obligasi perusahaan dapat meningkat. Berdasarkan uraian tersebut, maka hipotesis kesepuluh yang akan diuji sebagai berikut:

H10: Kualitas auditor berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah.

C. METODE PENELITIAN

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data keuangan, meliputi: laporan keuangan auditan, nilai nominal, harga penutupan obligasi syariah, dan tingkat bunga obligasi syariah serta data tanggal penerbitan obligasi syariah dan tanggal jatuh tempo obligasi syariah. Sumber data laporan keuangan auditan dan data harga obligasi diperoleh dari Bursa Efek Indonesia, *Indonesian Capital Market Directory*, Pusat Referensi Pasar Model, Bursa Efek Indonesia, serta Pusat Data Bisnis Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Gadjah Mada. Data yang terkait dengan obligasi diperoleh dari PT Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) serta Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA).

Populasi penelitian ini adalah semua perusahaan yang menerbitkan obligasi syariah baik di pasar primer dan pasar sekunder. Periode penelitian yang dilakukan adalah tahun 2006-2010. Pengambilan sampel menggunakan metode purposive sampling, yaitu pengambilan sampel sesuai dengan kriteria yang telah ditentukan. Adapun kriterianya adalah sampel harus mempunyai:

a) laporan keuangan auditan berturut-turut antara tahun 2006-2010; b) data obligasi syariah tersedia dengan lengkap dari tahun 2006-2010, meliputi: tanggal penerbitan, tanggal jatuh tempo, nilai nominal, tingkat pembayaran bunga, dan periode pembayaran bunga, serta harga penutupan obligasi pada hari terakhir diperdagangkan.

Variabel Penelitian

Variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Variabel dependen penelitian ini adalah peringkat obligasi syariah.

- b. Variabel independen dalam penelitian ini adalah 1) faktor-faktor risiko perusahaan yaitu ukuran perusahaan (*firm size*), *leverage*, *profitability*, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*) dan utang bank (*bank debt*); 2) faktor-faktor risiko sekuritas yaitu maturitas (*time to maturity/tenor*), ukuran obligasi (*bond size*), dan *duration*; 3) faktor-faktor risiko non keuangan, yang dalam penelitian ini adalah kualitas auditor.

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel

Operasionalisasi dan pengukuran variabel penelitian ini adalah sebagai berikut:

a. Peringkat (*rating*) Obligasi

Peringkat obligasi merupakan indikator utama dari risiko, yang diterbitkan oleh lembaga pemeringkat. Peringkat obligasi adalah suatu opini yang obyektif untuk menilai kemampuan dan kemauan suatu emiten dalam memenuhi kewajiban finansialnya secara tepat waktu (Wahyuni, 2013). Peringkat obligasi memberikan indikasi mengenai kemungkinan investor memperoleh kembali investasinya sesuai dengan yang dijanjikan, namun tidak memberikan prediksi yang spesifik atas probabilitas terjadinya *default* (IBPA,2010). Semakin tinggi peringkat suatu obligasi maka semakin kecil kemungkinan obligasi tersebut gagal memenuhi kewajibannya di masa mendatang. Penelitian ini menggunakan data peringkat obligasi dari PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO). Dengan pengukuran sebagai berikut: idAAA: 20, idAAA-: 19; idAA+: 18; idAA:17; idAA-:16; idA+:15; idA: 14; idA-:13; idBBB+:12; idBBB: 11; idBBB-: 10; idBB+: 9; idBB: 8; idBB-:7; idB+:6; idB:5; idB-:4; idCCC+: 3; idCCC: 2; idD: 1.

b. Ukuran perusahaan (*firm size*)

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini diukur dengan logaritma natural dari aset total perusahaan.

$$Firm\ Size = \ln(\text{total asset})$$

c. *Leverage*

Leverage merupakan rasio antara kewajiban total dan aset total.

$$Leverage = \frac{\text{Total liability}}{\text{Total Aset}}$$

d. Profitabilitas

Profitabilitas diukur dengan menggunakan rasio antara laba operasi sebelum pajak dibagi dengan aset total, sebagai berikut:

$$Profitability = \frac{\text{Operating Income before Tax}}{\text{Total Asset}}$$

e. *Coverage*

Coverage diukur dengan menggunakan rasio antara laba operasi sebelum bunga dan pajak dibagi dengan biaya bunga, sebagai berikut:

$$\text{Coverage} = \frac{\text{Operating Income before Interest and Tax}}{\text{Interest Expense}}$$

f. Umur perusahaan (*firm age*)

Umur perusahaan diukur dengan logaritma natural sejak perusahaan berdiri.

g. Utang bank (*bank debt*) digunakan untuk mengetahui apakah perusahaan mempunyai utang di bank atau tidak. Bank berperan sebagai fungsi monitoring. Variabel ini diukur dengan variabel *dummy*, 1 untuk perusahaan yang mempunyai utang bank, 0 jika tidak.

h. Maturitas (*time to maturity/tenor*) obligasi.

Maturitas (tenor) obligasi adalah umur obligasi yang diukur dari tanggal penerbitan sampai dengan tanggal obligasi jatuh tempo. Umur obligasi yang semakin pendek memberikan peringkat obligasi yang semakin baik. Semakin panjang umur obligasi, semakin rendah kemampuan perusahaan dalam membayar bunga periodik dan melunasi pokok pinjaman dapat menurunkan peringkat obligasi

i. Ukuran obligasi (*bond size*).

Ukuran obligasi diukur dengan logaritma natural nilai nominal obligasi pada saat diterbitkan. Ukuran obligasi diekspektasikan berhubungan negatif dengan peringkat obligasi

j. Durasi (*duration*)

Durasi merupakan salah satu fungsi yang dapat digunakan untuk menganalisis volatilitas harga dari obligasi. Fungsi durasi adalah menunjukkan aproksimasi tingkat perubahan harga dari obligasi terhadap perubahan tingkat suku bunga/*yield*.

Pendekatan perhitungan durasi, dalam penelitian ini menggunakan formula *Modified Duration*, sebagai berikut:

$$\text{Modified Duration} = \frac{\frac{C}{i^2} \left[1 - \frac{1}{(1+i)^n} \right] + \frac{n \left(R - \frac{C}{i} \right)}{(1+i)^{n+1}}}{P}$$

k. Kualitas Auditor

De Angelo (1981) dalam Wahyuni, (2010) menyatakan bahwa kualitas auditor diartikan sebagai independensi yang tinggi sebagai faktor kemungkinan auditor dapat menemukan dan melaporkan pelanggaran dalam sistem akuntansi klien. Penemuan pelanggaran merupakan ukuran kualitas audit yang terkait dengan pengetahuan, pengalaman dan kemampuan, serta keahlian auditor, sehingga kualitas auditor dapat diprosikan dengan ukuran dan spesialisasi auditor. Ukuran auditor dalam penelitian ini dikelompokkan menjadi 3 yaitu: besar (*Big 4*)¹, medium (KAP *non Big 4* yang berafiliasi dengan KAPA dan OAA), kecil (*non Big 4*, dan tidak mempunyai afiliasi dengan KAPA dan OAA).

Metode Pengujian Asumsi Klasik

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis terlebih dulu dilakukan berbagai uji asumsi klasik. Uji ini harus dipenuhi oleh suatu model regresi agar model tersebut dapat menghasilkan suatu regresi yang tidak bias atau memberikan hasil yang *Best Linier Unbiased Estimator* (BLUE) (Gujarati, 1995). Asumsi klasik tersebut adalah multikolinearitas, heteroskedasitas dan autokorelasi

Pengujian Multikolinearitas

Uji multikolinearitas bertujuan untuk mengetahui apakah dalam model regresi ditemukan adanya korelasi antar variabel bebas (independen). Menurut Ghazali (2001), model regresi yang baik seharusnya tidak terjadi korelasi di antara variabel independen, karena jika saling berkorelasi variabel-variabel tersebut tidak ortogonal.

Cara yang digunakan untuk mendeteksi masalah multikolinearitas adalah dengan melihat nilai *Variance Inflation Factor* (VIF). Nilai VIF ini bisa dihitung dengan rumus: $VIF = 1/(1-R^2_{xt})$. Sebagai *rule of thumb*, jika VIF dari suatu variabel melebihi 10, maka terjadi multikolinearitas.

¹ Meliputi: 1) Price Water Coopers (PWC); 2) Deloitte Touche Tohmatsu; 3) Ernst & Young; 4) KPMG. KAP di Indonesia yang berafiliasi dengan KAP *Big-4*, meliputi:

1. KAP Haryanto Sahari dan Rekan (2000-2009); KAP Tanudiredja, Wibisana dan Rekan (2010) yang berafiliasi dengan KAP PWC.
2. KAP Hans Tuanakotta dan Rekan (2000-2004); KAP Osman Bing Satrio (2005-2010) yang berafiliasi dengan KAP Deloitte Touche Tohmatsu.
3. KAP Prasetyo, Sarwoko, & Sanjaja (2003-2005); KAP Purwantono, Sarwoko, & Sanjaja (2006-2009); KAP Purwantono, Suherman dan Surja (2010) yang berafiliasi dengan KAP Ernst & Young.
4. KAP Sidharta, Sidharta dan Widjaya yang berafiliasi dengan KAP KPMG.

Metoda lain yang digunakan untuk menguji tinggi rendahnya kolinearitas antar variabel penjelas adalah dengan menggunakan ukuran *tolerance* (TOL), yang dihitung dengan rumus: $TOL = 1 - R^2_{xt} = 1/VIF$. *Rule of thumb* yang digunakan adalah jika $TOL = 1$ maka terjadi multikolinearitas.

Pengujian Heteroskedastisitas

Uji heteroskedastisitas bertujuan menguji apakah dalam model regresi terjadi ketidaksamaan varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain. Jika varians dari residual satu pengamatan ke pengamatan yang lain tetap, disebut homoskedastisitas, dan jika berbeda disebut heteroskedastisitas. Model regresi yang baik adalah yang homoskedastisitas atau tidak terjadi heteroskedastisitas. Untuk mendeteksi ada tidaknya heteroskedastisitas dalam penelitian ini dilakukan Uji *White*.

Pengujian Autokorelasi

Autokorelasi terjadi jika faktor pengganggu (residual) yang berhubungan dengan observasi dipengaruhi oleh faktor pengganggu yang berhubungan dengan pengamatan lainnya. Karena sampel penelitian ini kecil (kurang dari 100 observasi) metoda yang digunakan untuk mengetahui ada tidaknya autokorelasi, menggunakan Uji Durbin-Watson.

Metode Pengujian Hipotesis

Untuk menguji hipotesis dilakukan dengan meregresikan faktor-faktor risiko pada peringkat obligasi syariah. Model yang dibangun adalah sebagai berikut:

$$\text{Islamic Bond Rating} = \alpha_0 + \beta_{1...n} \text{Faktor-faktor Risiko Perusahaan} + \gamma_{1...n} \text{Faktor-faktor Risiko Sekuritas} + \lambda_1 \text{Kualitas Audit} + \varepsilon \dots \dots \dots$$

Variabel faktor-faktor risiko perusahaan meliputi: ukuran perusahaan (*firm size*), *leverage*, *profitability*, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*) dan utang bank (*bank debt*). Faktor-faktor risiko sekuritas meliputi: maturitas (tenor), ukuran obligasi (*bond size*), dan *duration*. Faktor risiko non keuangan meliputi kualitas audit.

D. HASIL ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini berisikan hasil pengujian hipotesis disertai dengan pembahasan hasil penelitian. Bagian pertama menyajikan karakteristik sampel serta statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Bagian-bagian selanjutnya menyajikan hasil uji asumsi klasik, dan hasil pengujian hipotesis.

Karakteristik Sampel

Karakteristik sampel ditunjukkan pada tabel 1 yang terdapat pada lampiran 1.

Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 2 yang terdapat pada lampiran 1

Hasil Uji Asumsi Klasik

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, terlebih dulu dilakukan uji asumsi klasik. Hasil pengujian multikolinieritas tampak pada Tabel 3 yang terdapat pada lampiran 1.

Tabel 3 menunjukkan bahwa pada semua variabel independen yang digunakan, tidak ada yang melebihi *rule of thumb* untuk $TOL=1$, $VIF=10$ (Ghozali, 2005). Dengan demikian tidak terjadi multikolinieritas pada model penelitian.

Uji asumsi klasik selanjutnya adalah uji heteroskedastisitas dengan uji White, yang dilakukan dengan cara meregres nilai residual kuadrat sebagai variabel dependen dan variabel independennya terdiri atas variabel independen yang sudah ada ditambah kuadrat variabel independen dan ditambah lagi dengan perkalian dua variabel independen. Kriteria pengujiannya dengan program *eviews*, jika probabilitas nilai $Obs*R-squared$ lebih besar dari α 5%, maka tidak terjadi heteroskedastisitas, dan sebaliknya. Hasil pengujian menunjukkan nilai $Obs*R-squared$ -nya 43,11 dengan probabilitas 0,001 menunjukkan indikasi adanya heteroskedastisitas. Perbaikan model dilakukan dengan uji White.

Uji asumsi klasik berikutnya adalah autokorelasi dengan jika menggunakan uji Durbin-Watson, karena sampel relatif sedikit (kurang dari 100). Hasil Uji Durbin-Watson menunjukkan nilai DW test-nya 1,754 yang berarti tidak ada autokorelasi.

Hasil Pengujian Hipotesis dan Pembahasan

Hasil Pengujian Hipotesis

Tabel 4 pada lampiran 1, menyajikan hasil pengujian hipotesis dari analisis regresi dengan model sebagai berikut: $Credit\ Rating = \alpha_0 + \beta_{1...n} \text{Faktor-faktor Risiko Perusahaan} + \gamma_{1...n} \text{Faktor-faktor Risiko Sekuritas} + \lambda_1 KwAudit + \varepsilon \dots \dots \dots (1)$

Keterangan :

Firm Size = ukuran perusahaan, yang diukur dengan logaritma natural aset total.

<i>Leverage</i>	= rasio <i>leverage</i> perusahaan, yang diukur dengan cara membagi kewajiban total dengan aset total.
Profit	= rasio profitabilitas perusahaan, yang diukur dengan cara membagi laba operasi sebelum pajak dengan aset total.
<i>Coverage</i>	= rasio <i>coverage</i> perusahaan, yang diukur dengan cara membagi laba operasi sebelum bunga dan pajak dengan beban bunga.
<i>Firm Age</i>	= umur perusahaan, yang diukur dengan logaritma natural sejak perusahaan berdiri.
<i>Bank Debt</i>	= utang bank, yang diukur dengan variabel <i>dummy</i> : 1 untuk perusahaan yang mempunyai utang di bank, 0 jika sebaliknya.
<i>Duration</i>	= durasi, yang diukur dengan <i>modified duration</i> .
<i>Tenor</i>	= <i>time to maturity</i> /umur obligasi, yang diukur dari tanggal penerbitan obligasi sampai dengan jatuh tempo.
<i>Bond Size</i>	= ukuran obligasi, yang diukur dengan logaritma natural nilai nominal obligasi.
KwAudit	= kualitas audit, yang diukur dengan skala ordinal: 5 untuk auditor besar dan spesialis; 4 untuk auditor besar dan bukan spesialis; 3 untuk auditor medium dan spesialis; 2 untuk auditor medium dan bukan spesialis; 1 untuk auditor kecil.

Hasil dan Pembahasan Hipotesis

Tabel 5.4 menunjukkan bahwa koefisien pada variabel *firm size* (ukuran perusahaan) adalah positif dan signifikan, yang berarti bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka akan semakin tinggi peringkat obligasi, atau sebaliknya. Dengan demikian hipotesis pertama yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, terdukung. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang diperhitungkan dalam menyusun peringkat obligasi oleh agen pemeringkat..

Koefisien pada variabel *leverage*, profitabilitas, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*), utang bank (*bank debt*), maturitas (*tenor/time to maturity*), ukuran obligasi (*bond size*), dan kualitas auditor yang tidak signifikan berarti bahwa agen pemeringka tidak mempertimbangkan variabel-variabel di atas dalam menyusun peringkat obligasi syariah.

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Penelitian ini bertujuan menguji faktor-faktor risiko yang mempengaruhi peringkat obligasi syariah. Faktor-faktor risiko yang diuji dalam penelitian ini adalah faktor-faktor risiko perusahaan meliputi ukuran perusahaan (*firm size*), *leverage*, *profitability*, *coverage*, umur perusahaan (*firm age*) dan bank debt; 2) faktor-faktor risiko sekuritas yaitu maturitas (*time to maturity/tenor*), ukuran obligasi (*bond size*), dan *duration*; serta faktor non keuangan yaitu kualitas audit.

Dari hasil analisis dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi syariah. Hal ini menunjukkan bahwa ukuran perusahaan merupakan faktor yang diperhitungkan dalam menyusun peringkat obligasi syariah oleh agen pemeringkat.
2. Variabel *leverage*, profitabilitas (*profitability*), *coverage*, umur perusahaan (*firm age*), utang bank (*bank debt*), maturitas (*tenor/time to maturity*), ukuran obligasi (*bond size*), yang tidak signifikan berarti bahwa agen pemeringkat tidak mempertimbangkan variabel-variabel di atas dalam menyusun peringkat obligasi syariah.

Keterbatasan

Variabel keuangan dalam penelitian ini didasarkan pada laporan keuangan konvensional karena perusahaan tidak memisahkan laporan keuangan syariah dan konvensional, sehingga hasilnya mungkin akan bias.

Saran

Penelitian selanjutnya hendaknya menguji langsung laporan keuangan syariah untuk mengukur variabel-variabel yang mempengaruhi peringkat obligasi syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Allen, A.C., 1994. "The Effect of Large-Firm Audits on Municipal Bond Rating Decision". *Auditing: Journal Of Practice & Theory* : 13: 115-124.
- Almilia, Luciana Spica dan Devi, Vieka. 2007. "*Faktor-faktor yang mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta*". Seminar Nasional Manajemen.
- Andry, Wydia. 2005. "*Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi*. Jurnal Buletin Ekonomi dan Moneter Perbankan".

- Fabozzi, F.J. 2000. “*Bond Market, Analysis, and Strategies*”. Prentice – Hall, Inc. 4th edition.
- Fama, E., and K. French. 1993. “Common Risk Factors in the Returns of Stocks and Bonds”. *Journal of Financial Economics* 33: 3-56.
- Francis, J.R., and M.D, Yu. 2009. “Big-4 Office Size and Audit Quality. *The Accounting Review*” 84: 1521-1552.
- Gujarati, D.N. 1995. “*Basic Econometrics*”, 3rd edition. McGraw-Hill, Inc.
- Gozhali, Imam. 2006. “*Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS*”. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA). 2010. “*Introduction to Bonds Instruments and Market*”. School of Bonds & Fixed Income. Jakarta: 20-21 Desember.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. “Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Lou, Y., and F.P. Vasvari. 2009. “Auditor Specialization and The Cost of Public Debt”. *Working paper*. London Business School.
- Mansi, SA., W.F. Maxwell., and D.P. Miller. 2004. “Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investor? Evidence from the Bond Market”. *Journal of Accounting Research* 42: 755-792.
- Manurung, A., D. Silitonga dan W.R.L. Tobing. 2009. “Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi”. www.google.com.
- Presiden Republik Indonesia. 1995. *Undang-Undang Republik Indonesia No.8. tentang “Pasar Modal”*. Bagian Perencanaan dan Teknologi Informasi Departemen Keuangan.
- S & P Rating Group. 2003. “*S&P Corporate Rating Criteria*”. New York.
- Wahyuni, Sri. 2013. “*Pengaruh Ukuran dan Tenur Auditor terhadap Cost of Debt Financing: Pengujian Dual Roles Auditor pada Pasar Obligasi di Indonesia*”. Laporan Penelitian yang tidak Dipublikasikan (tersimpan di perpustakaan UMP).

Lampiran 1 : Tabel-Tabel

TABEL 1 HASIL PEMILIHAN SAMPEL

Jumlah seri obligasi syariah yang terdaftar di BEI tahun 2006-2010	18
Sampel yang datanya tidak lengkap	6
Jumlah seri obligasi syariah yang datanya lengkap	12
Jumlah sampel obseravasian (<i>firm-years</i>) dari tahun 2006-2010	48

TABEL 2 STATISTIK DESKRIPTIF VARIABEL PENELITIAN

VARIABEL	RATA-RATA	MEDIAN	MAKSIMUM	MINIMUM	DEVIASI STANDAR
<i>RATING</i>	14.187	14	18	2	2.606
<i>FIRM SIZE</i>	30.130	29.598	33.543	27.217	1.462
<i>LEVERAGE</i>	0.634	0.614	1.152	0.002	0.220
<i>PROFITABILITY</i>	0.055	0.042	0.280	-0.289	0.095
<i>COVERAGE</i>	1.884	1.435	9.766	-3.704	2.544
<i>FIRM AGE</i>	3.439	3.496	3.891	2.833	0.279
<i>BANK DEBT</i>	0.812	1	1	0	0.394
<i>TENOR</i>	2.791	3	8	0	1.761
<i>DURATION</i>	0.078	0.086	0.152	0	0.035
<i>BONDSIZE</i>	26.524	26.650	28.036	24.789	0.969
KUALITAS AUDIT	2.479	3	3	1	0.798

TABEL 3 HASIL UJI MULTIKOLINEARITAS

VARIABEL*	TOLERANCE	VIF
<i>Firm Size</i>	0.246	4.065
<i>Leverage</i>	0.371	2.695
<i>Profitability</i>	0.356	2.812
<i>Coverage</i>	0.321	3.113
<i>Firm Age</i>	0.362	2.761
<i>Bank Debt</i>	0.536	1.867
<i>Tenor</i>	0.483	2.072
<i>Bond Size</i>	0.765	1.307
<i>Duration</i>	0.284	3.522
Kualitas Audit	0.645	1.550

TABEL 4 HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Variabel Independen	Koefisien (t-hitung)
Konstanta	-22.875 (-1.678)
<i>Firm Size</i>	0.858 (2.149)**
<i>Leverage</i>	-2.968 (-1.291)
<i>Profit</i>	5.907 (0.559)
<i>Coverage</i>	0.066 (0.240)
<i>Firm Age</i>	1.740 (0.980)
<i>Bank Debt</i>	0.147 (0.104)
<i>Tenor</i>	-0.416 (-1.490)
<i>BondSize</i>	9.170 (0.925)
<i>Duration</i>	0.259 (0.722)
KwAudit	0.038 (0.114)
N	48
R ²	43,81

***= signifikan pada α 1%; **= signifikan pada α 5%; *= signifikan pada α 10%