

FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERINGKAT SUKUK PADA PERUSAHAAN PENERBIT SUKUK DI BURSA EFEK INDONESIA

Dita Melinda¹, Marita Kusuma Wardani²

Akuntansi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, IAIN Surakarta¹,

Akuntansi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam, IAIN Surakarta²

¹ditamelindadevitaru@yahoo.co.id

ABSTRACT

This study aims to examine the effect of leverage, institutional ownership, managerial ownership, independent commissioner, and auditor reputation on sukuk ratings. The dependent variable on this study is the rating sukuk. While independent variables are the leverage, institutional ownership, managerial ownership, independent commissioner, and auditor reputation. The population of the study is sukuk issued by a sukuk issuer company listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2013-2016. The sample method was done by purposive sampling and obtained 64 samples. The data used are secondary data such as annual reports of companies listed on the Indonesia Stock Exchange during the period 2013-2016, statistical data of sukuk, and rating data of sukuk. Analysis method used in this research is ordinal logistic regression. The test result of this study show that leverage and independent commissioner has a negative effect on the rating of sukuk. While the institutional ownership, managerial ownership, and auditor reputation have no effect on the rating of sukuk.

Keywords: *sukuk rating, leverage, institutional ownership, managerial ownership, independent commissioner, auditor reputation*

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menguji pengaruh leverage, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk. Variabel dependen pada penelitian ini adalah peringkat sukuk. Sedangkan variabel independen adalah leverage, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor. Populasi penelitian adalah sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2016. Metode sampel dilakukan dengan purposive sampling dan diperoleh 64 sampel. Data yang digunakan adalah data sekunder seperti laporan tahunan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode 2013-2016, data statistik sukuk, dan data peringkat sukuk. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi logistik ordinal. Hasil pengujian dari penelitian ini menunjukkan bahwa leverage dan komisaris independen memiliki efek negatif pada peringkat sukuk. Sedangkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan reputasi auditor tidak berpengaruh pada peringkat sukuk.

Kata kunci: *peringkat sukuk, leverage, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independent, reputasi audit*

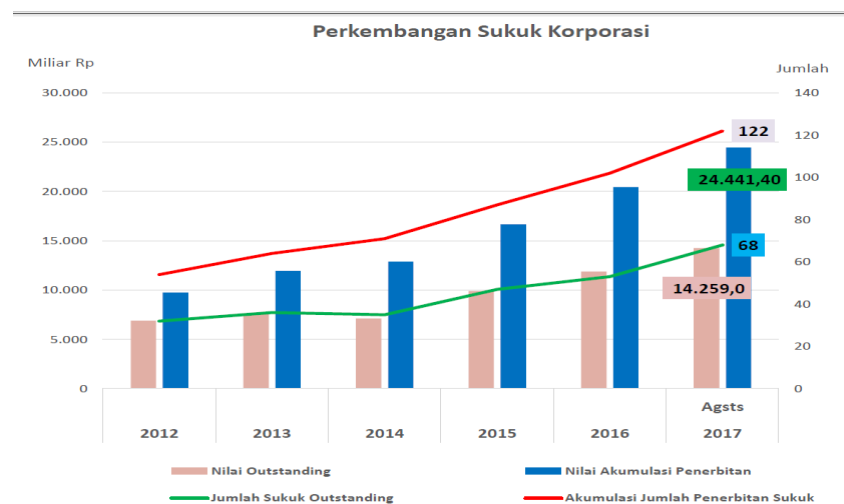
PENDAHULUAN

Pasar modal di Indonesia tidak hanya terdapat instrumen investasi konvensional, akan tetapi juga terdapat instrumen investasi yang mempunyai prinsip syariah, yakni obligasi syariah, reksadana syariah, dan saham syariah. Obligasi syariah di dunia internasional sering dikenal dengan istilah sukuk (Afiani, 2013: 111).

Adanya penerbitan instrumen investasi syariah memberikan keuntungan bagi pemerintah maupun pemilik dana. Berawal dari tahun 2009 Indonesia memanfaatkan perkembangan keuangan syariah global ini dengan mulai menerbitkan Sukuk Global Indonesia, yang mendapatkan sambutan baik dari para investor, sehingga mengakibatkan kelebihan permintaan (Hariyanto, 2017).

Indonesia sudah diakui sebagai *issuer* sukuk yang terpercaya dalam pasar keuangan syariah internasional. Pemerintah melalui Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) telah menjual Sukuk Global sebesar US\$ 3 miliar pada 22 Maret 2017. Penerbitan Sukuk Global tersebut merupakan yang terbesar di luar kawasan negara teluk. Negara anggota teluk, antara lain Bahrain, Qatar, Kuwait, Oman, Arab Saudi, dan Uni Emirate Arab (www.liputan6.com).

Di Indonesia sendiri sejak pertama kali diterbitkan tahun 2002 jumlah sukuk terus merambat naik ke arah yang positif. Perkembangan ini mengindikasikan bahwa minat perusahaan-perusahaan dalam menerbitkan sukuk terus meningkat. Hal ini bisa ditunjukkan dari Gambar 1.1 berikut.



Gambar 1. Perkembangan Sukuk Korporasi

Sumber: Otoritas Jasa Keuangan, 2017

Gambar di atas menunjukkan bahwa nilai dan jumlah sukuk *outstanding* mengalami peningkatan setelah mengalami penurunan di tahun 2014. Dimana pada tahun 2014 hanya ada 35 sukuk korporasi yang masih *outstanding* dengan total nilai Rp. 7,1 milyar lebih rendah dari tahun 2013 dengan 36 sukuk korporasi yang masih *outstanding* dengan total nilai Rp. 7,5 milyar. Namun, setelah tahun 2014 sukuk korporasi yang masih *outstanding* mengalami peningkatan. Pada tahun 2015 ada 47 sukuk *outstanding* dengan total nilai Rp.9,9 milyar. Pada tahun 2016 ada 53 sukuk *outstanding* dengan total nilai Rp. 11,8 milyar. Hingga saat ini

terdapat 68 sukuk yang masih *outstanding* dengan total nilai Rp. 14,3 milyar per Agustus 2017 (www.ojk.go.id).

Fakta pesatnya pertumbuhan sukuk membawa dampak yang positif bagi para pelaku ekonomi dan menjadi daya tarik tersendiri bagi pelaku ekonomi. Investasi sukuk merupakan investasi yang terbilang aman, akan tetapi tetap memiliki risiko (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 13-14).

Salah satu risiko pada investasi sukuk adalah gagal bayar. Gagal bayar adalah ketidakmampuan perusahaan untuk melunasi sukuk kepada investor. Karena jumlah hutang yang ditanggung oleh perusahaan lebih besar dibandingkan dengan kemampuan perusahaan untuk dapat melunasi hutangnya. Informasi kemungkinan gagal bayar dari investasi sukuk dapat diperlihatkan melalui peringkat sukuk (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 14).

Adanya risiko gagal bayar (*default risk*) dari perusahaan akan mempengaruhi peringkat sukuk sehingga akan mempengaruhi kepercayaan investor terhadap sukuk. Peringkat sukuk sangat membantu para investor yang ingin berinvestasi sukuk, sehingga investor dapat mengetahui risiko yang ditanggung dan return yang diperoleh. Hal ini dikatakan menjadi pertimbangan penting karena semakin tinggi peringkat suatu sukuk maka semakin kecil pula probabilitas gagal bayar oleh emiten (Pebruary, 2016: 98).

Beberapa faktor yang mempengaruhi peringkat sukuk yaitu faktor keuangan, *corporate governance*, dan faktor non keuangan. Menurut Fachrurrozie dan Jayanto (2014: 110) faktor keuangan dapat dilihat dari rasio-rasio seperti profitabilitas, *leverage*, solvabilitas, likuiditas, dan produktifitas.

Faktor keuangan yang digunakan dalam penelitian ini adalah rasio *leverage*. Karena rasio *leverage* dapat menunjukkan risiko yang akan dihadapi. Semakin tinggi rasio *leverage* maka semakin besar risiko yang didapatkan, karena menunjukkan proporsi modal yang rendah untuk membiayai aktiva dan aktiva lebih besar didanai oleh hutang (Sartono, 2014: 121). Semakin besar risiko yang akan dihadapi investor, sehingga mengakibatkan semakin rendah rating sukuknya (Pebruary, 2016: 103).

Pandangan di atas konsisten dengan hasil penelitian Pebruary (2016), Amalia (2013) dan Dali, Ronni, dan Malelak (2015) menghasilkan bahwa *leverage* yang diukur dengan *debt to equity* berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk. Namun, tidak konsisten dengan penelitian Sunarjanto dan Tulasi (2013) dan Purwaningsih (2013) yang menunjukkan bahwa *leverage* tidak signifikan untuk memprediksi peringkat.

Selain faktor keuangan, peringkat sukuk juga dipengaruhi oleh *corporate governance*. *Corporate governance* adalah salah satu elemen kunci dalam meningkatkan efisiensi ekonomis, yang meliputi serangkaian hubungan antara manajemen perusahaan, dewan komisaris, para pemegang saham dan *stakeholders* lainnya (Ujiyantho dan Pramuka, 2007: 2).

Corporate governance timbul karena kepentingan perusahaan untuk memastikan kepada pihak penyandang dana (*principal*) bahwa dana yang ditanamkan digunakan secara tepat dan efisien. Serta memberikan kepastian bahwa manajemen (*agent*) bertindak yang terbaik demi kepentingan perusahaan (Sunarjanto dan Tulasi, 2013: 233).

Mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi risiko gagal bayar (*default risk*) dengan cara mengurangi biaya agensi (*agency cost*) yaitu dengan memonitor kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara

perusahaan dengan kreditur (Bhoraj dan Sengupta dalam Endri, 2011: 179). Mekanisme *corporate governance* yang digunakan untuk memonitor pihak manajerial dapat dilakukan melalui mekanisme peran kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan komisaris independen (Terry, 2011: 11).

Kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional (Mariana, 2016: 97). Perusahaan yang memiliki komposisi kepemilikan institusional dalam jumlah besar (lebih dari 5%) kemampuan mengawasi manajemen akan lebih baik (Cai *et al.*, dalam Putri, Rasmini, dan Mimba, 2017: 2294). Tindakan pengawasan oleh investor institusional memotivasi manajer untuk lebih berfokus pada kinerja perusahaan, maka dapat mengurangi perilaku *opportunistic* atau mementingkan dirinya sendiri. Ketika suatu perusahaan berjalan dengan baik, maka risiko semakin kecil dan peringkat sukuk akan naik (Rita dan Sarquella, 2010: 63).

Pandangan di atas konsisten dengan penelitian Putri, Rasmini, dan Mimba (2017) dan Dali, Ronni, dan Malelak (2015) yang menghasilkan kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Namun, berbeda dengan Sunarjanto dan Tulasi (2013) dan Abulgasem *et al.*, (2016) yang menunjukkan kepemilikan institusional tidak signifikan untuk memprediksi peringkat.

Kepemilikan manajerial adalah konsentrasi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak agen (manajemen) perusahaan (Mariana, 2016: 97). Kepemilikan saham manajerial dapat membantu penyatuan kepentingan antara pemegang saham dengan manajer, dengan memperbesar kepemilikan saham manajerial sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya (Jensen dan Meckling, 1976).

Semakin besar prosentase kepemilikan manajerial, kemungkinan untuk melakukan kecurangan semakin kecil dan manajemen juga akan memperbaiki kinerjanya. Kinerja perusahaan yang semakin baik memperlihatkan perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sehingga peringkat sukuk tinggi (Terry, 2011: 16).

Pandangan di atas konsisten dengan hasil penelitian Dali, Ronni, dan Malelak (2015) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi. Abulgasem *et al.*, (2016) dan Putri, Rasmini, dan Mimba (2017) yang menemukan bahwa investor *insider* berpengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk. Namun, tidak konsisten dengan penelitian Sunarjanto dan Tulasi (2013) dan Endri (2011) menghasilkan bahwa kepemilikan manajerial tidak signifikan untuk memprediksi peringkat.

Komisaris independen adalah sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen dalam pengelolaan perusahaan melalui fungsi pengawasannya sehingga keberadaan komisaris independen membuat kinerja perusahaan menjadi meningkat. Kinerja perusahaan yang baik membuat perusahaan mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya, sehingga peringkat sukuk menjadi naik (Terry, 2011: 15).

Pandangan di atas konsisten dengan hasil penelitian Abulgasem *et al.*, (2015) yang menghasilkan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Dali, Ronni, dan Malelak (2015) menemukan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Namun, hal ini tidak konsisten dengan hasil penelitian Sunarjanto dan Tulasi (2013) dan

Endri (2011) menunjukkan bahwa komisaris independen tidak signifikan untuk memprediksi peringkat.

Selain faktor keuangan dan *corporate governance*, faktor non keuangan juga dapat menjadi faktor yang mempengaruhi peringkat sukuk. Faktor non keuangan penelitian ini adalah reputasi auditor. Laporan keuangan perusahaan yang diperiksa oleh KAP yang memiliki reputasi baik (*the big four*) cenderung akan dipercaya karena dipandang memiliki kredibilitas tinggi (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 18). Semakin baik reputasi KAP yang melakukan audit laporan perusahaan sehingga peringkat sukuk semakin tinggi (Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto, 2013: 42).

Pandangan di atas konsisten dengan hasil penelitian Thamida dan Lukman (2013) dan Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto (2013) yang menghasilkan bahwa reputasi auditor berpengaruh positif signifikan terhadap penentuan peringkat obligasi. Namun, tidak konsisten dengan penelitian Pranoto, Anggraini, dan Takidah (2017) yang menghasilkan bahwa reputasi auditor memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap peringkat sukuk. Pandutama (2012) menghasilkan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Penelitian ini dilatarbelakangi oleh penelitian Abulgasem *et al.*, (2016) yang menguji pengaruh struktur kepemilikan sebagai salah satu mekanisme pemantauan *corporate governance* terhadap peringkat sukuk. Dalam penelitian ini, peneliti mengambil variabel independen untuk *corporate governance* adalah variabel kepemilikan institusional dan kepemilikan manajerial. Dengan menambahkan variabel komisaris independen dan *leverage* dari penelitian Sunarjanto dan Tulasi (2013). Peneliti juga menambahkan variabel reputasi auditor dari penelitian Pranoto, Anggraini, dan Takidah (2017). Alasan peneliti mengambil variabel-variabel tersebut dikarenakan terdapat ketidakkonsistenan hasil penelitian pada penelitian sebelumnya.

TINJAUAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

1. Teori Signal

Teori signal menjelaskan dorongan perusahaan memberikan informasi laporan keuangan kepada pihak eksternal, karena adanya asimetri informasi diantara perusahaan dan pihak eksternal (investor dan kreditur). Dimana manajemen memiliki lebih banyak informasi dan prospek perusahaan dimasa yang akan datang (Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto, 2013: 37).

Namun kadang pihak manajemen memberikan informasi kondisi perusahaan yang tidak sesuai dengan kondisi yang sebenarnya. Sehingga para investor kesulitan dalam membedakan antara perusahaan yang mempunyai kualitas tinggi dan perusahaan yang mempunyai kualitas rendah (Raharja dan Sari, 2008: 214). Perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan dengan mengurangi asimetri informasi, yaitu dengan memberikan sinyal kepada pihak luar (Tamara, 2013: 234).

Adanya peringkat sukuk mencerminkan kinerja perusahaan yang memberikan sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor untuk membuat keputusan investasi. Dalam teori signal, tingginya peringkat sukuk menunjukkan sinyal positif mengenai kondisi perusahaan yang akan datang (Mariana, 2016: 101). Selain itu, cara mengurangi asimetri informasi adalah dengan memberikan sinyal pada pihak luar berupa kualitas informasi yang

diungkapkan perusahaan dalam laporan keuangan (Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto, 2013: 42).

Pihak manajemen dapat menyampaikan sinyal berupa laporan keuangan yang digambarkan melalui rasio keuangan. Rasio *leverage* dapat memberikan sinyal negatif terhadap peringkat sukuk. Karena semakin tinggi rasio *leverage* sehingga risiko yang dihadapi besar, maka mengakibatkan semakin rendah peringkat sukuk (Pebruary, 2016: 103).

Selain itu, laporan keuangan yang diperiksa oleh KAP yang memiliki reputasi baik (*the big four*) cenderung akan lebih dipercaya karena dianggap memiliki kredibilitas tinggi. Sehingga menyebabkan meningkatnya peringkat sukuk (Pranoto, Anggraini, dan Takdiah, 2017: 18).

2. Teori Agensi

Teori agensi (*agency theory*) digunakan untuk menjelaskan hubungan antara *agent* (pengelola) dan *principal* (pemegang saham). Hubungan keagenan adalah sebagai kontrak antara *principal* dengan *agent* untuk menjalankan operasional perusahaan dengan pendelegasian beberapa wewenang pengambilan keputusan dari *principal* kepada *agent* (Jensen dan Meckling, 1976: 308).

Teori ini didasarkan atas perbedaan kepentingan antara *agent* yang bertugas menjalankan perusahaan dan pihak pemegang saham (pemilik) yang menginvestasikan dananya di perusahaan (Sutedi, 2011: 14-15). Konflik kepentingan antara investor dan manajer terjadi karena, pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmurannya, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraannya (Terry, 2011: 13).

Abulgasem *et al.*, (2016: 705) menjelaskan bahwa konflik kepentingan akan mengarah pada agensi biaya. Biaya pemantauan yang dikeluarkan oleh pemegang saham dalam kegiatan mengukur, memantau, dan mengendalikan aktivitas manajer.

Eisenhardt dalam Ujiyantho dan Pramuka (2007:5) menjelaskan tiga asumsi sifat dalam teori agensi, yaitu manusia selalu mementingkan diri sendiri (*self interest*), mempunyai daya pikir yang terbatas mengenai pandangan masa depan (*bounded rationaly*), serta menghindari risiko (*risk averse*). Berdasarkan asumsi tersebut manajer sebagai manusia akan bertindak *opportunistic*, yakni lebih mengutamakan kepentingan pribadinya.

Manajer sebagai pengelola perusahaan lebih banyak mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan di masa yang akan datang dibandingkan pemilik (pemegang saham). Asimetri antara agent dengan pemilik dapat memberikan kesempatan bagi manajer untuk melakukan manajemen laba (Ujiyantho dan Pramuka, 2007: 6).

Perilaku manipulasi oleh manajer yang berawal dari konflik kepentingan dapat dimimalkan melalui mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan (*alignment*) berbagai kepentingan. Pertama, kepemilikan saham oleh investor institusional yang merupakan pihak yang dapat memonitor agen dengan kepemilikannya yang besar sehingga keinginan manajer dalam mengatur laba menjadi berkurang. Kedua, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*), sehingga kepentingan kepemilikan atau pemegang saham akan dapat disejajarkan dengan kepentingan manajer. Ketiga, melalui peran monitoring oleh komisaris independen mempengaruhi kemampuan dalam memonitor proses pelaporan keuangan

(Ujiyantho dan Pramuka, 2007: 2). Menurut teori keagenan, keberadaan *corporate governance* merupakan dasar untuk menangani asimetri informasi dan menurunkan biaya keagenan (*agency cost*) (Ujiyantho dan Pramuka, 2007: 6).

3. Pengembangan Hipotesis

Pengaruh Rasio *Leverage* terhadap Peringkat Sukuk

Sartono (2014: 120) mendefinisikan rasio *leverage*, menunjukkan kapasitas perusahaan untuk memenuhi kewajiban baik jangka pendek maupun panjang. Menurut Pandutama (2012: 83) rasio *leverage* merupakan rasio keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Menurut Afiani (2013: 112) *leverage* yang diproksikan melalui perbandingan total hutang dengan modal (DER) berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk di PT. PEFINDO.

Rasio *leverage* yang semakin tinggi maka semakin besar risiko yang didapatkan, karena menunjukkan proporsi modal yang rendah untuk membiayai aktiva dan aktiva lebih besar didanai oleh hutang (Sartono, 2014: 121). Semakin besar risiko yang akan dihadapi investor, sehingga mengakibatkan semakin rendah rating sukuknya (Pebruary, 2016: 103). Sebaliknya, semakin rendahnya nilai rasio *leverage* dapat diartikan bahwa hanya sebagian kecil aktiva didanai dengan utang dan maka risiko kegagalan perusahaan semakin kecil. Sehingga, makin rendahnya *leverage* perusahaan maka peringkat yang diberikan pada perusahaan akan semakin tinggi (Pandutama, 2012: 83).

Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Pebruary (2016), Amalia (2013) dan Dali, Ronni, dan Malelak (2015) bahwa *leverage* yang diproksikan melalui total hutang dengan total modal (*Debt Equity Ratio*) memiliki pengaruh yang negatif dalam prediksi peringkat sukuk. Jika proporsi hutang yang dimiliki perusahaan lebih tinggi dari ekuitas yang dimiliki maka kemampuan perusahaan rendah dalam memenuhi kewajibannya. *Leverage* yang tinggi dalam sebuah perusahaan menunjukkan bahwa tingginya *default risk* keuangan perusahaan, sehingga akan menurunkan nilai perusahaan dan peringkat sukuk. Maka dapat disimpulkan bahwa rasio *leverage* dapat mempengaruhi *rating* sukuk. Maka hipotesis penelitian ini adalah:

H1: Rasio *leverage* berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat Sukuk

Mariana (2016: 97) mendefinisikan kepemilikan institusional sebagai presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional yaitu investor dari sektor keuangan (bank, asuransi, perusahaan efek, dan lembaga pembiayaan non bank). Kepemilikan institusional dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total saham yang beredar (Abulgasem *et al.*, 2016: 711).

Kepemilikan institusional dapat bertindak sebagai pihak yang memonitor perusahaan (Dali, Ronni, dan Malelak, 2015: 31). Cai *et al.*, dalam Putri, Rasmini, dan Mimba (2017: 2294) menyatakan bahwa perusahaan yang memiliki komposisi kepemilikan institusional dalam jumlah besar (lebih dari 5%) memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengawasi manajemen. Tindakan pengawasan yang dilakukan oleh pihak investor institusional dapat membatasi perilaku/kecurangan para manajer. Ketika suatu perusahaan berjalan dengan baik (risiko semakin kecil), maka peringkat sukuk naik. Namun, jika kecurangan

terjadi maka dapat menurunkan nilai perusahaan, sehingga peringkat sukuk akan turun.

Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dali, Ronni, dan Malelak (2015) dan Putri, Rasmini, dan Mimba (2017) bahwa kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk. Maka hipotesis penelitian ini adalah:

H2: Kepemilikan institusional berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Peringkat Sukuk

Mariana (2016: 97) mendefinisikan kepemilikan manajerial sebagai konsentrasi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen (agen) dalam suatu perusahaan. Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dibagi dengan total saham yang beredar (Abulgasem *et al.*, 2016: 711).

Semakin besar prosentase kepemilikan manajerial, kemungkinan untuk melakukan kecurangan semakin kecil dan manajemen juga akan memperbaiki kinerjanya. Kinerja perusahaan yang semakin baik menunjukkan bahwa perusahaan mampu untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya sehingga peringkat sukuk tinggi (Terry, 2011: 16). Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Dali, Ronni, dan Malelak (2015) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat. Maka hipotesis penelitian ini adalah:

H3: Kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Pengaruh Komisaris Independen terhadap Peringkat Sukuk

Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (2006) komisaris independen merupakan anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi pada perusahaan yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen. Proporsi Komisaris Independen dihitung dengan menggunakan indikator presentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dibagi jumlah seluruh dewan komisaris pada sebuah perusahaan penerbit sukuk (Endri, 2011: 181).

Tujuan menghadirkan komisaris yang independen adalah sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen dalam pengelolaan perusahaan melalui fungsi pengawasannya sehingga diharapkan keberadaan komisaris yang independen membuat kinerja perusahaan menjadi meningkat. Kinerja perusahaan yang tinggi akan membuat perusahaan mampu untuk membayar kewajiban jangka panjangnya, sehingga peringkat sukuk menjadi naik (Terry, 2011: 15).

Hal ini konsisten dengan penelitian sebelumnya oleh Abulgasem *et al.*, (2015) dan Dali, Ronni, dan Malelak (2015) menemukan bahwa komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat sukuk. Maka hipotesis penelitian ini adalah:

H4: Komisaris independen berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

Pengaruh Reputasi Auditor terhadap Peringkat Sukuk

Kinerja keuangan perusahaan akan dinilai berdasarkan laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan. Lembaga Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) menilai sebuah peringkat sukuk salah satunya dengan menggunakan profil keuangan perusahaan. Laporan keuangan perusahaan yang diperiksa oleh KAP yang memiliki reputasi baik (*the big four*) cenderung akan dipercaya karena dianggap memiliki kredibilitas tinggi. Perusahaan yang diaudit oleh KAP yang bereputasi baik maka akan memiliki kualitas audit yang baik pula sehingga dapat mempengaruhi peringkat sukuk (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 18).

Dalam penelitian ini reputasi auditor diprosikan dengan afiliasi dengan *The Big Four Auditors*. Variabel reputasi auditor merupakan variabel dummy. Jika perusahaan diaudit oleh KAP *Big-4* maka diberikan nilai 1. Sedangkan, jika perusahaan diaudit oleh KAP *non Big-4* maka diberikan nilai 0 (Thamida dan Lukman, 2013: 206).

Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto (2013: 42) menyimpulkan bahwa semakin baik reputasi KAP yang mengaudit laporan perusahaan maka semakin tinggi peringkat sukuk. Semakin tinggi peringkat sukuk memberikan sinyal bahwa probabilitas resiko kegagalan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya semakin rendah. Hal ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Thamida dan Lukman (2013) dan Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto (2013) bahwa reputasi auditor berpengaruh positif terhadap peringkat. Maka hipotesis penelitian ini adalah:

H5: Reputasi auditor berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

METODE PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2013-2016. Sampel dalam penelitian ini adalah sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2016 yang sukuknya masih beredar pada tahun pengamatan dan diperingkat oleh PT. PEFINDO.

Teknik pengambilan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah *purposive sampling*. Sampel dalam penelitian ini diambil berdasarkan ketentuan sebagai berikut:

1. Semua sukuk yang diterbitkan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Sukuk yang beredar selama tahun pengamatan yaitu selama periode 2013-2016.
3. Sukuk yang diperingkat oleh PT. PEFINDO.
4. Perusahaan yang mempublikasikan laporan keuangan tahunan secara lengkap per 31 Desember dari tahun 2013 sampai tahun 2016.

Berdasarkan ketentuan di atas dapat diperoleh jumlah sampel sebagai berikut:

Tabel 1. Penjelasan Sampel

No.	Ketentuan Sukuk	Jumlah Sukuk
1.	Jumlah sukuk yang diterbitkan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia	53
2.	Sukuk yang tidak terdaftar selama 4 tahun berturut-turut (2013-2016)	(33)
3.	Sukuk yang tidak diperingkat oleh PT.PEFINDO	(4)
4.	Sukuk yang beredar selama 4 tahun berturut-turut	16
Jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian 16x4 tahun		64

2. Sumber Data dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan sumber data yang berupa data sekunder dan pengumpulan datanya dengan dokumentasi, yang diunduh pada www.idx.co.id untuk melihat informasi laporan keuangan tahunan perusahaan dalam kurun waktu tahun 2013-2016. Data sukuk yang beredar diakses pada www.ojk.go.id. Serta data perusahaan yang mendapat peringkat sukuk di website PT.PEFINDO www.pefindo.co.id.

3. Definisi Operasional Variabel

Variabel Dependen

Peringkat sukuk merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok hutang dan bagi hasil obligasi syariah, yaitu mencerminkan skala risiko dari semua obligasi syariah yang diperdagangkan. Peringkat (*rating*) yang diberikan oleh *rating agency* akan menyatakan apakah obligasi berada pada peringkat *investment grade* (AAA, AA, A, BBB) atau *non investment grade* (BB, B, CCC, dan D) (Afiani, 2013: 111).

Tabel 2. Kategori Peringkat Sukuk

Peringkat Obligasi	Skala Ordinal	Kategori
idAAA(sy)	4	<i>Investment grade</i>
idAA(sy) ⁺	3	<i>Investment grade</i>
idAA(sy)	3	<i>Investment grade</i>
idAA(sy) ⁻	3	<i>Investment grade</i>
idA(sy) ⁺	2	<i>Investment grade</i>
idA(sy)	2	<i>Investment grade</i>
idA(sy) ⁻	2	<i>Investment grade</i>
idBBB(sy) ⁺	1	<i>Investment grade</i>
idBBB(sy)	1	<i>Investment grade</i>
idBBB(sy) ⁻	1	<i>Investment grade</i>
idBB(sy) ⁺ - idD(sy)	0	<i>Non investment grade</i>

Sumber: (Purwaningsih, 2013)

Variabel Independen

a. Rasio Leverage

Menurut Pandutama (2012: 83) rasio *leverage* menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang dimiliki. Rasio *leverage* dalam penelitian ini diukur menggunakan DER (*Debt to Equity Ratio*). Amalia (2013: 144) menyatakan bahwa *leverage* yang diproksikan

melalui total hutang dengan total modal (*Debt Equity Ratio*) memiliki pengaruh yang besar dalam prediksi peringkat sukuk.

$$DER = \frac{\text{Total hutang}}{\text{Total Ekuitas}} \dots \dots \dots (1)$$

b. Kepemilikan Institusional

Mariana (2016: 97) mendefinisikan kepemilikan institusional adalah presentase saham yang dimiliki oleh investor institusional yaitu investor dari sektor keuangan (bank, asuransi, perusahaan efek, dan lembaga pembiayaan non bank). Kepemilikan institusional dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total saham yang beredar (Abulgasem *et al.*, 2016: 711).

$$\text{Kepemilikan Institusional} = \frac{\text{jumlah saham institusional}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \dots \dots \dots (2)$$

c. Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen (Mariana, 2016: 97). Kepemilikan manajerial dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh manajemen dibagi dengan total saham yang beredar (Abulgasem *et al.*, 2016: 711).

$$\text{Kepemilikan Manajerial} = \frac{\text{jumlah saham manajemen}}{\text{jumlah saham yang beredar}} \dots \dots \dots (3)$$

d. Komisaris Independen

Proporsi Komisaris Independen dihitung dengan menggunakan indikator presentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dibagi jumlah seluruh dewan komisaris pada sebuah perusahaan penerbit sukuk (Endri, 2011: 181).

$$\text{Proporsi komisaris independen} = \frac{\text{jumlah komisaris independen}}{\text{total jumlah komisaris}} \dots \dots \dots (4)$$

e. Reputasi Auditor

Laporan keuangan perusahaan yang diperiksa oleh KAP yang memiliki reputasi baik (*the big four*) cenderung akan dipercaya karena dianggap memiliki kredibilitas tinggi. Dan akan memiliki kualitas audit yang baik pula sehingga dapat mempengaruhi peringkat sukuk (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 18).

Dalam penelitian ini reputasi auditor diproksikan dengan afiliasi dengan *The Big Four Auditors*. Variabel reputasi auditor merupakan variabel dummy. Jika perusahaan diaudit oleh KAP *Big-4* maka diberikan nilai 1. Sedangkan, jika perusahaan diaudit oleh KAP *non Big-4* maka diberikan nilai 0 (Pranoto, Anggraini, dan Takidah, 2017: 20).

4. Analisis Data

Model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis adalah dilakukan dengan analisis *multivariate* menggunakan *regresi logistik ordinal* (*ordinal logistic regression*).

a. Uji Model *Fitting Information*

Model ini digunakan untuk mengetahui seberapa efektif variabel yang dipergunakan dalam penelitian dengan cara mencocokkan keseluruhan model dengan uji hubungan secara keseluruhan. Dengan kata lain, pengujian ini untuk mengetahui apakah dengan memasukkan variabel independen (variabel bebas) ke dalam model hasilnya lebih baik dibandingkan dengan model yang hanya memasukkan intersep saja (Ghozali, 2016: 328).

Pada pengujian ini dilakukan dengan cara membandingkan nilai antara $-2 \log \text{likelihood}$ awal (*intercept only*) dengan $-2 \log \text{likelihood}$ pada model final, yang akan terjadi pengurangan atau penurunan nilai menandakan model baik. Tidak hanya melihat pada nilai $-2 \log \text{likelihood}$ tetapi juga melihat bahwa $p < 0,05$. Berdasarkan ketentuan tersebut, akan menunjukkan bahwa model fit dengan data empiris (Ghozali, 2016: 346).

b. Uji *Goodness of Fit*

Menurut Ghozali (2016: 329) pengujian ini memberikan informasi apakah model yang digunakan fit dengan data atau tidak (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Pengujian *Goodness of Fit* ini berfungsi untuk menguji parameter secara simultan untuk mengetahui kecocokan model analisis tersebut. Harapan dari pengujian ini adalah nilai *Chi-Square* kecil sementara probabilitas tidak signifikan dengan 0,05 ($p > 0,05$). Model yang baik adalah model yang tidak dapat menolak hipotesis nol, yakni model yang sesuai dengan data empiris.

c. Uji *Pseudo R-Square*

Pengujian ini berfungsi untuk mengetahui kekuatan hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen. Selain itu sebagai interpretasi terhadap nilai rasio kecenderungan yang terbentuk. Dengan cara melihat salah satu nilai *Cox and shell's* dan *Nagelkerke's*. Bisa juga diartikan bahwa pengujian *Pseudo R-Square* ukuran yang mencoba meniru ukuran R^2 pada *Multiple Regression* (Ghozali, 2016: 333).

Pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 sehingga sulit diinterpretasikan. Berdasarkan pengukuran ini akan diketahui seberapa besar presentase variabel dependen yang mampu dijelaskan oleh variabel-variabel lain diluar dari model yang digunakan dalam penelitian (Ghozali, 2016: 346).

d. Uji *Parallel Lines*

Pengujian ini menilai apakah asumsi bahwa semua kategori memiliki parameter yang sama atau tidak. Nilai yang diinginkan adalah tidak signifikan yaitu $p > 0,05$. Ketika terjadi ketidakcocokan sebuah model dapat disebabkan karena salah dalam memilih *link function* atau juga bisa kesalahan dalam membuat peringkat kategori. Ketika hal ini terjadi maka dapat dilakukan permodelan kembali dengan memilih *link function* yang lain (Ghozali, 2016: 349).

e. Model Regresi *Logistic Ordinal* dan Pengujian Hipotesis

Regresi *logistic ordinal* pada penelitian ini digunakan untuk mengetahui apakah faktor keuangan berupa *leverage*, serta *corporate governance* berupa kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan faktor non keuangan berupa reputasi auditor berpengaruh terhadap peringkat sukuk perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Oleh karena itu, penelitian ini cocok jika menggunakan regresi *logistic* karena variabel dependennya menggunakan non metrik yaitu berskala *ordinal*. Sedangkan pada

variabel independennya tidak hanya memiliki variabel yang bersifat *metrik* saja akan tetapi juga memiliki variabel yang bersifat *non metrik* atau campuran keduanya (Ghozali, 2016: 343).

Adapun model persamaan *regresi logistic ordinal* untuk variabel independen dan dependen dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\text{Logit (p1+p2+...+p5)} = \alpha_1 + \beta_1\text{Lev} + \beta_2\text{Institusional} + \beta_3\text{Manajerial} + \beta_4\text{Koms_Ind} + \beta_5\text{Rep_aud} + e \dots \dots \dots (5)$$

Keterangan :

Logit (p1+p2+...+p5) = Peringkat sukuk yang diterbitkan oleh PEFINDO

α_1 = Konstanta

$\beta_1\text{Lev}$ = *Leverage*

$\beta_2\text{Institusional}$ = Kepemilikan Institusional

$\beta_3\text{Manajerial}$ = Kepemilikan Manajerial

$\beta_4\text{Koms_Ind}$ = Komisaris Independen

$\beta_5\text{Rep_aud}$ = Reputasi Auditor

e = Standar error

Pengujian hipotesis penelitian ini dilakukan dengan cara membandingkan nilai probabilitas terhadap nilai signifikansi. Untuk mengetahui pengaruh dari masing-masing variabel independen yakni *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor terhadap variabel dependen yakni peringkat sukuk.

HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS DAN PEMBAHASAN

1. Hasil Analisis

a. Gambaran Umum Penelitian

Sampel pada penelitian ini adalah sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan penerbit sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2013-2016 yang sukuknya masih beredar pada tahun pengamatan dan diperingkat oleh PT. PEFINDO. Berdasarkan pengambilan sampel dengan *purposive sampling* diperoleh 16 sukuk yang beredar selama 4 tahun pengamatan. Sehingga jumlah sampel penelitian yang digunakan adalah sebanyak 64. Berikut ini adalah nama-nama sukuk sebagai berikut:

Tabel 3. Daftar Nama Sukuk

No.	Nama Sukuk
1.	Sukuk <i>Ijarah Summarecon Agung I Tahap I Tahun 2013</i>
2.	Sukuk <i>Ijarah blkt I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri A</i>
3.	Sukuk <i>Ijarah blkt I PLN Tahap II Tahun 2013 Seri B</i>
4.	Sukuk <i>Ijarah I PLN Tahap I Tahun 2013</i>
5.	Sukuk <i>Ijarah PLN V Tahun 2010 Seri B</i>
6.	Sukuk <i>Ijarah PLN IV Tahun 2010 Seri A</i>
7.	Sukuk <i>Ijarah PLN IV Tahun 2010 Seri B</i>
8.	Sukuk <i>Ijarah PLN II Tahun 2007</i>
9.	Sukuk <i>Ijarah TPS Food I Tahun 2013</i>
10.	Sukuk <i>Ijarah Sumberdaya Sewatama I Tahun 2012</i>
11.	Sukuk Subordinasi <i>Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap II Tahun 2013</i>
12.	Sukuk Subordinasi <i>Mudharabah Berkelanjutan I Adhi Tahap I Tahun 2012</i>

13.	Sukuk Subordinasi <i>Mudharabah</i> Berkelanjutan I Tahap II Bank Muamalat Tahun 2013
14.	Sukuk Subordinasi <i>Mudharabah</i> Berkelanjutan I Tahap I Bank Muamalat Tahun 2012
15.	Sukuk <i>Ijarah</i> Indosat V Tahun 2012
16.	Sukuk <i>Mudharabah</i> II Mayora Indah Tahun 2012

Sumber : Data Obligasi Syariah OJK (Otoritas Jasa Keuangan)

b. Pengujian Hipotesis

Tahap selanjutnya melakukan pengujian hipotesis dengan menggunakan regresi logistik ordinal, berikut ini tahapan selanjutnya:

Uji Model Fitting Information

Tabel 4. Model Fitting Information

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	Df	Sig.
Intercept Only	120,161			
Final	,000	120,161	5	,000

Sumber: Output SPSS 23, 2018

Berdasarkan tabel 4 dapat dilihat bahwa hasil pengujian menunjukkan nilai -2 log likelihood (*intercept only*) sebesar 120,161 sedangkan jika variabel independen dimasukkan ke dalam model nilai -2 log likelihood (*final*) sebesar 0,000. Nilai tersebut terjadi penurunan nilai -2 log likelihood sebesar 120,161 dan signifikan pada 0,000 yang berarti ($0,000 < 0,05$). Jadi, model dengan variabel *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor lebih baik dalam menentukan pengaruh terhadap peringkat sukuk dibanding dengan model yang hanya memasukkan *intercept* saja. Dengan kata lain model tersebut dikatakan fit.

Uji Goodness of Fit

Berdasarkan tabel 5 dapat dilihat bahwa pengujian *goodness of fit* menghasilkan nilai signifikan sebesar 0,543 dan 0,839. Sesuai dengan ketentuan pengujian ini, diharapkan bahwa nilai $p > 0,05$, hal ini terbukti nilai $0,0543 > 0,05$ dan $0,839 > 0,05$. Maka dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan fit atau model sudah cocok dengan data empiris.

Tabel 5. Goodness of Fit

	Chi-Square	Df	Sig.
Pearson	55,192	57	,543
Deviance	46,485	57	,839

Sumber: Output SPSS 23, 2018

Uji Pseudo R-Square

Tabel 6. Pseudo R-Square

Cox and Snell	,847
Nagelkerke	1,000
McFadden	1,000

Sumber: Output SPSS 23, 2018

Berdasarkan tabel 6 dapat dilihat bahwa hasil uji *Pseudo R-Square* pada nilai *McFadden* sebesar 1,000. Sehingga dapat diartikan bahwa variasi variabel dependen yaitu peringkat sukuk dapat dijelaskan oleh semua variabel independen yaitu *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor sebesar 100% yang diwakili oleh nilai *McFadden*.

Uji *Parallel Lines*

Tabel 7. Test of Parallel Lines

Model	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Null Hypothesis	,000			
General	,000 ^b	,000	5	1,000

Sumber: Output SPSS 23, 2018

Berdasarkan tabel 7 dapat dilihat bahwa hasil pengujian *test of parallel lines* menunjukkan nilai signifikansi sebesar 1,000 yang berarti pengujian ini sesuai yang diharapkan bahwa $p > 0,05$ ($1,000 > 0,05$) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan kategori antara variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Maka, dapat disimpulkan bahwa model yang digunakan cocok atau sudah sesuai.

Model Regresi Logistik Ordinal dan Pengujian Hipotesis

Tabel 8. Parameter Estimates

		Estimate	Std. Error	Wald	Df	Sig.
Threshold	[PRT_SUKUK = 2]	-6,179	2,050	9,086	1	,003
	[PRT_SUKUK = 3]	-5,452	2,003	7,408	1	,006
Location	LEV	-,562	,203	7,636	1	,006
	INSTITUSIONAL	1,186	1,153	1,058	1	,304
	MANAJERIAL	,698	4,888	,020	1	,886
	KOMS_IND	-13,534	3,280	17,020	1	,000
	[REP_AUD=0]	-,693	,595	1,357	1	,244
	[REP_AUD=1]	0 ^a	.	.	0	.

Sumber: Output SPSS 23, 2018

Berdasarkan tabel 8 menunjukkan bahwa variabel independen yang signifikan pada nilai $p < 0,05$ adalah *leverage* dan komisaris independen. Dalam hal ini variabel yang signifikan adalah *leverage* dan komisaris independen, sehingga persamaan regresinya adalah sebagai berikut:

$$\begin{aligned} \text{Logit } p1 &= -6,179 - 0,562 \text{ LEV} + 1,186 \text{ INSTITUSIONAL} + 0,698 \\ &\quad \text{MANAJERIAL} - 13,534 \text{ KOM_IND} - 0,693 \text{ REP_AUD} \\ \text{Logit } (p1+p2) &= -5,452 - 0,562 \text{ LEV} + 1,186 \text{ INSTITUSIONAL} + 0,698 \\ &\quad \text{MANAJERIAL} - 13,534 \text{ KOM_IND} - 0,693 \text{ REP_AUD} \end{aligned}$$

Dimana:

$p1$ = probabilitas peringkat sukuk $idA(sy)^- - idA(sy)^+$

$p2$ = probabilitas peringkat sukuk $idAA(sy)^- - idAA(sy)^+$

Perkiraan dari parameter pada tabel 4.6 merupakan parameter estimasi untuk model regresi logistik ordinal dan menghasilkan persamaan regresi di atas. Pada penelitian ini, variabel independen yang berpengaruh terhadap peringkat sukuk yaitu *leverage* dan komisaris independen. Berikut interpretasi masing-masing variabel tersebut yang berpengaruh terhadap peringkat sukuk sebagai berikut:

a. Pengaruh variabel *leverage* terhadap peringkat sukuk

Pengaruh variabel *leverage* terhadap peringkat sukuk dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

Jika, variabel *leverage* = 1 dan variabel independen lainnya = 0, maka:

$$p1 = \frac{\text{Exp}(-6,179-0,562)}{1+\text{Exp}(-6,179-0,562)} = \frac{(0,001181)}{1+(0,001181)} = 0,00118$$

$$p1 + p2 = \frac{\text{Exp}(-5,452-0,562)}{1+\text{Exp}(-5,452-0,562)} = \frac{(0,002444)}{1+(0,002444)} = 0,002438$$

$$\text{Jadi, } p2 = 0,002438 - 0,00118 = 0,001258$$

Jadi, dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan memiliki peningkatan *leverage* yang diproksikan dengan DER (*Debt to Equity Ratio*) untuk kenaikan 1 persen *leverage* akan menurunkan probabilitas peringkat sukuk idA(sy)⁻ - idA(sy)⁺ sebesar 0,00118 dan menurunkan probabilitas peringkat sukuk idAA(sy)⁻ - idAA(sy)⁺ sebesar 0,001258. Interpretasi lainnya adalah apabila terjadi kenaikan 1 persen *leverage*, maka akan menurunkan odd ratio ($\exp -0,562$) = 0,570068 peringkat sukuk.

b. Pengaruh variabel komisaris independen terhadap peringkat sukuk

Pengaruh variabel komisaris independen terhadap peringkat sukuk dapat diinterpretasikan sebagai berikut:

Jika, variabel komisaris independen = 1 dan variabel independen lainnya = 0, maka:

$$p1 = \frac{\text{Exp}(-6,179-13,534)}{1+\text{Exp}(-6,179-13,534)} = \frac{(0,000000003)}{1+(0,000000003)} = 0,000000003$$

$$p1 + p2 = \frac{\text{Exp}(-5,452-13,534)}{1+\text{Exp}(-5,452-13,534)} = \frac{(0,000000006)}{1+(0,000000006)} = 0,000000006$$

$$\text{Jadi, } p2 = 0,000000006 - 0,000000003 = 0,000000003$$

Jadi, dapat disimpulkan bahwa ketika perusahaan melakukan penambahan komisaris independen, maka untuk kenaikan 1 persen komisaris independen akan menurunkan probabilitas peringkat sukuk idA(sy)⁻ - idA(sy)⁺ sebesar 0,000000003 dan menurunkan probabilitas peringkat sukuk idAA(sy)⁻ - idAA(sy)⁺ sebesar 0,000000003. Interpretasi lainnya adalah apabila terjadi penambahan 1 anggota komisaris independen, maka akan menurunkan odd ratio ($\exp -13,534$) = 0,0000013 peringkat sukuk.

2. Pembahasan

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik ordinal diperoleh koefisien negatif sebesar -0,562 dengan nilai wald sebesar 7,636 dan tingkat signifikansi sebesar 0,006. Tingkat signifikansi pada variabel ini signifikan pada 0,05 ($0,006 < 0,05$), dengan demikian maka H1 diterima. Hal ini menunjukkan bahwa

variabel *leverage* dengan proksi DER (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk dengan arah hubungan negatif. Penelitian ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Amalia (2013), Dali, Ronni, dan Malelak (2015), Pebruary (2016), dan Widowati, Nugrahanti, dan Kristanto (2013) yang membuktikan bahwa *leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk. Amalia (2013: 144) menyatakan bahwa *leverage* yang diproksikan dengan DER berpengaruh negatif terhadap peringkat, karena *leverage* yang diproksikan melalui total hutang dengan total modal (*Debt to Equity Ratio*) memiliki pengaruh yang besar dalam memprediksi peringkat. Pasalnya, perbandingan ini menunjukkan interpretasi yang baik dalam memandang proporsi pendanaan perusahaan. Semakin rendah *leverage* maka semakin tinggi peringkat sukuk yang diperoleh perusahaan. Sebaliknya, semakin tinggi *leverage* perusahaan maka semakin rendah peringkat yang diperoleh perusahaan. Sehingga *leverage* merupakan salah satu faktor yang dapat digunakan untuk memprediksi peringkat sukuk. Dali, Ronni, dan Malelak (2015) dan Pebruary (2016) menyatakan bahwa *leverage* berpengaruh negatif signifikan dalam memprediksi peringkat. Jika proporsi hutang yang dimiliki perusahaan lebih tinggi dari ekuitas maka perusahaan cenderung mempunyai kemampuan yang rendah dalam memenuhi kewajibannya. *Leverage* yang tinggi dalam sebuah perusahaan menunjukkan bahwa tingginya *default risk* perusahaan, sehingga menurunkan peringkat sukuk.

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik ordinal diperoleh koefisien positif sebesar 1,186 dengan nilai wald sebesar 1,058 dan tingkat signifikansi sebesar 0,304. Tingkat signifikansi pada variabel ini tidak signifikan pada 0,05 ($0,304 > 0,05$), dengan demikian maka H2 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hal tersebut menunjukkan bahwa besar kecilnya proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi tidak akan mempengaruhi peringkat (Maria, 2014). Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Abulgasem *et al.*, (2016), Endri (2011), Maria (2014), Rasyid dan Kostaman (2013), dan Utami, (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap peringkat.

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik ordinal diperoleh koefisien positif sebesar 0,698 dengan nilai wald sebesar 0,020 dan tingkat signifikansi sebesar 0,886. Tingkat signifikansi pada variabel ini tidak signifikan pada 0,05 ($0,886 > 0,05$), dengan demikian maka H3 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hal tersebut menunjukkan bahwa tinggi rendahnya peringkat tidak dipengaruhi oleh ada tidaknya kepemilikan saham manajerial (Endri, 2011: 189). Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut, hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Endri (2011), Sunarjanto dan Tulasi (2013), dan Utami (2012) yang menyatakan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap peringkat.

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik ordinal diperoleh koefisien negatif sebesar -13,534 dengan nilai wald 17,020, dan tingkat signifikansi sebesar 0,000. Tingkat signifikansi pada variabel ini signifikan pada 0,05 ($0,000 < 0,05$), dengan demikian maka H4 diterima. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk dengan arah hubungan negatif. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang

dilakukan oleh Terry (2011) dan Mariana (2016) yang menyatakan bahwa komisaris independen berpengaruh negatif terhadap peringkat. Hal ini mengindikasikan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan justru menurunkan peringkat sukuk. Hal ini terjadi karena kemungkinan kurang dominannya komisaris independen dari luar sehingga keberadaan mereka tidak cukup berperan sebagai penyeimbang pengambilan keputusan dalam susunan keanggotaan dewan komisaris serta menyeimbangkan kekuatan pihak manajemen (Terry, 2011: 26). Mariana (2016: 114) menyatakan bahwa dengan melihat fenomena perusahaan di Indonesia yang mayoritas dimiliki keluarga, terkadang faktor independensi dan kompetensi kurang diperhatikan. Pemberian jabatan komisaris independen kepada seseorang sebagai bentuk penghargaan dan mungkin hanya dilakukan untuk pemenuhan regulasi saja tetapi tidak dimaksudkan untuk menegakkan *good corporate governance*. Banyak perusahaan menempatkan komisaris independen tidak memiliki kompetensi pada bidang akuntansi dan atau keuangan. Selain itu juga, semakin besarnya jumlah komisaris independen semakin besar juga kemungkinan sulit mengambil keputusan yang bisa disepakati bersama. Maka, keberadaan komisaris independen dalam perusahaan tidak mempunyai manfaat hanya menambah *cost* bagi perusahaan. Sehingga, keberadaan komisaris independen dalam perusahaan telah gagal menjadi salah satu mekanisme *corporate governance* (Mariana, 2016: 114).

Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik ordinal diperoleh koefisien negatif sebesar -0,693 dengan nilai wald sebesar 1,357 dan tingkat signifikansi sebesar 0,244. Tingkat signifikansi pada variabel ini tidak signifikan pada 0,05 ($0,244 > 0,05$), dengan demikian maka H_5 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa variabel reputasi auditor tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat sukuk. Hal tersebut menunjukkan bahwa belum tentu perusahaan yang diaudit oleh auditor *big four* dapat melunasi semua kewajiban-kewajibannya termasuk utang obligasinya (Pandutama, 2012: 86). Berdasarkan hasil pengujian hipotesis tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Pandutama (2012), Sejati (2010), Almilia dan Devi (2007), dan Rusfika dan Wahidahwati (2017) bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Sejati (2010: 75) dan Rusfika dan Wahidahwati (2017: 100) menyatakan bahwa hasil yang tidak signifikan ini disebabkan karena perusahaan penerbit sukuk yang diaudit oleh auditor *big four* belum tentu sukuk yang diterbitkannya memperoleh peringkat *investment grade* dan perusahaan yang diaudit oleh auditor non *big four* belum tentu sukuk yang diterbitkan memperoleh peringkat *non investment grade*. Dengan demikian, reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

KESIMPULAN, KETERBATASAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil penelitian mengenai pengaruh *leverage*, kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independen, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk dapat disimpulkan bahwa: *Leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk. Berdasarkan hasil uji hipotesis, ketika *leverage* mengalami kenaikan 1 persen maka akan menurunkan probabilitas peringkat sukuk $idA(sy)^- - idA(sy)^+$ sebesar 0,00118 dan menurunkan probabilitas peringkat sukuk $idAA(sy)^- - idAA(sy)^+$ sebesar 0,001258.

Demikian juga dengan variabel komisaris independen berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk. Berdasarkan hasil uji hipotesis, ketika komisaris

independen mengalami kenaikan 1 persen maka akan menurunkan probabilitas peringkat sukuk $idA(sy)^- - idA(sy)^+$ sebesar 0,000000003 dan probabilitas peringkat sukuk $idAA(sy)^- - idAA(sy)^+$ sebesar 0,000000003.

Namun untuk variabel lainnya dalam penelitian ini hasilnya tidak berpengaruh, yaitu kepemilikan institusional tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Artinya besar kecilnya proporsi saham investor institusional di perusahaan tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Kepemilikan manajerial tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Artinya bahwa besar kecilnya proporsi saham manajerial di perusahaan tidak mempengaruhi peringkat sukuk. Reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Artinya, bahwa perusahaan yang diaudit oleh auditor *big four* atau *non big four* tidak mempengaruhi peringkat sukuk.

Berdasarkan kesimpulan di atas saran yang diajukan dalam penelitian ini yaitu: a) bagi perusahaan, untuk memperhatikan jumlah hutang yang dimiliki supaya *leverage* perusahaan tidak terlalu tinggi dan menyebabkan peringkat sukuk menurun yang akan mempengaruhi kepercayaan investor terhadap sukuk. Serta, perusahaan juga harus memperhatikan keberadaan komisaris independen dengan melakukan evaluasi baik dari proses rekrutmentnya, remunerasinya, atau hal-hal lain agar peran komisaris independen sesuai dengan harapan, b) pada penelitian selanjutnya untuk menambahkan variabel independen lain, serta menambah periode penelitian agar didapat data yang lebih bervariasi dan hasil yang lebih terlihat pengaruhnya.

REFERENSI

- Abulgasem, M., Elhaj, A., Aini, N., dan Mazna, N. (2015). The influence of corporate governance, financial ratios, and sukuk structure on sukuk rating. *Procedia Economics and Finance*, 31(1), 62–74. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(15\)01132-6](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(15)01132-6)
- Abulgasem, M., Elhaj, A., Muhamed, N. A., Ramli, N. M., dan Zakaria, N. B. (2016). Ownership monitoring mechanism over sukuk credit rating. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences*, 6(12), 700–720. <https://doi.org/10.6007/IJARBS/v6-i12/2530>
- Afiani, D. (2013). Pengaruh likuiditas, produktivitas, profitabilitas, dan leverage terhadap peringkat sukuk (Studi empiris pada Bank Umum Syariah dan Unit Usaha Syariah periode 2008-2010). *Accounting Analysis Journal*, 2(1), 111–115.
- Almilia, L. S., dan Devi, V. (2007). Faktor-faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta. *Proceding Seminar Nasional Manajemen SMART*, 1–23.
- Amalia, N. (2013). Pemeringkatan obligasi PT Pefindo: Berdasarkan informasi keuangan. *Accounting Analysis Journal*, 2(2), 139–147.
- Ariyanti, F. (2017). *RI jual sukuk global US\$3 M terbesar ketimbang negara ini*. 14 November 2017. www.liputan6.com.

- Brigham, E. F., dan Houston, J. F. (2010). *Dasar-dasar manajemen keuangan (Ed. ke-11)*. Jakarta: Salemba Empat.
- Dali, C. L., Ronni, S., dan Malelak, M. I. (2015). Pengaruh mekanisme corporate governance dan rasio keuangan terhadap peringkat obligasi. *FINESTA*, 3(1), 30–35.
- Effendi, M. A. (2009). *The power of good of corporate governance: Teori dan implementasi*. Jakarta: Salemba Empat.
- Endri. (2011). Corporate governance terhadap peringkat sukuk korporasi di Indonesia. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 15(2), 178–190.
- Fachrurrozie, T. N., dan Jayanto, P. Y. (2014). Pengaruh rasio keuangan terhadap rating sukuk dengan manajemen laba sebagai variabel intervening. *Accounting Analysis Journal*, 3(1), 109–117.
- Fatwa Dewan Syariah Nasional. (2002). *Fatwa No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syari'ah*. Jakarta: Dewan Syariah Nasional MUI.
- Ghozali, I. (2016). *Aplikasi analisis multivariete dengan program IBM SPSS 23 (Ed. ke-8)*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Hariyanto, E. (2017). *Reputasi sukuk global Indonesia*. 14 November 2017. www.kemenkue.go.id.
- Indriantoro, N., & Supomo, B. (1999). *Metode penelitian bisnis untuk akuntansi dan manajemen*. Yogyakarta: BPF.
- Jensen, M. C., dan Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Finance Economics*, 3(1), 305–360.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. (2006). *Pedoman umum good corporate governance Indonesia*. Jakarta: KNKG. 1 Oktober 2017. www.knkg-indonesia.org.
- Malia, L., dan Andayani. (2015). Pengaruh rasio keuangan terhadap peringkat sukuk. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 4(11), 1–15.
- Maria, D. (2014). Pengaruh mekanisme corporate governance dan profitabilitas perusahaan terhadap peringkat obligasi. *Jurnal Ilmiah ESAI*, 8(2).
- Mariana. (2016). Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap peringkat obligasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia periode tahun 2008-2010. *AKRUAL Jurnal Akuntansi*, 7(2), 91–119.

- Otoritas Jasa Keuangan. (2017). *Statistik pasar modal syariah (Perkembangan sukuk Desember 2012-Agustus 2017)*. 1 Oktober 2017. <http://www.ojk.go.id/data-statistik-syariah-sukuk>.
- Pandutama, A. (2012). Faktor-faktor yang mempengaruhi prediksi peringkat obligasi pada perusahaan manufaktur di BEI. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Akuntansi*, 1(4), 82–87.
- Pebruary, S. (2016). Pengaruh rasio profitabilitas, rasio likuiditas, rasio leverage, dan pendapatan bunga terhadap rating sukuk korporasi periode 2010-2013. *Jurnal Dinamika Ekonomi & Bisnis*, 13(1), 94–112.
- PEFINDO. (2010). *Credit rating agency*. 1 Oktober 2017. www.pefindo.com.
- Pranoto, G. E., Anggraini, R., dan Takidah, E. (2017). Pengaruh profitabilitas, ukuran perusahaan, produktivitas, dan reputasi auditor terhadap peringkat sukuk. *Jurnal Ilmiah Wahana Akuntansi*, 12(1), 13–27.
- Purwaningsih, S. (2013). Faktor yang mempengaruhi rating sukuk yang ditinjau dari faktor akuntansi dan non akuntansi. *Accounting Analysis Journal*, 2(3), 360–368.
- Putri, I. G. A. P. D., Rasmini, N. K., dan Mimba, N. P. S. H. (2017). Pengaruh struktur corporate governance pada yield to maturity obligasi melalui peringkat obligasi. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Universitas Udayana*, 6(6), 2287–2318.
- Rahardjo, S. (2003). *Panduan investasi obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Raharja, dan Sari, M. P. (2008). Kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi (PT Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*, 8(2), 212–232.
- Rasyid, R., dan Kostaman, E. J. (2013). Analisis pengaruh mekanisme good corporate governance dan profitabilitas perusahaan terhadap peringkat obligasi. *Jurnal Akuntansi UKRIDA*, 1(1), 1–25.
- Rita, M. R., dan Sarquella, L. (2010). Pengaruh corporate governance terhadap peringkat obligasi dan yield obligasi. *JMK*, 8(1), 59–71.
- Rusfika, R., dan Wahidahwati, W. (2017). Kemampuan faktor akuntansi dan non akuntansi dalam memprediksi bond rating. *Jurnal Ekonomi dan Keuangan*, 1(1), 85–103.
- Sari, N. M. S. K., dan Badjra, I. B. (2016). Pengaruh likuiditas, ukuran perusahaan, leverage dan jaminan terhadap peringkat obligasi pada sektor keuangan. *Jurnal Manajemen Unud*, 5(8), 5041–5069.

- Sartono, A. (2014). *Manajemen keuangan teori dan aplikasi (Ed. ke-4)*. Yogyakarta: BPFE.
- Sejati, G. P. (2010). Analisis faktor akuntansi dan non akuntansi dalam memprediksi peringkat obligasi perusahaan manufaktur. *Jurnal Ilmu Administrasi Dan Organisasi*, 17(1), 70–78.
- Sudaryanti, N., Mahfudz, A. A., dan Wulandari, R. (2011). Analisis determinan peringkat sukuk dan peringkat obligasi di Indonesia. *TAZKIA: Islamic Finance & Business Review*, 6(2), 105–137.
- Sugiyono. (2011). *Metode penelitian kuantitatif, kualitatif, dan kombinasi (Mixed methods)*. Bandung: Alfabeta.
- Sunarjanto, N. A., dan Tulasi, D. (2013). Kemampuan rasio keuangan dan corporate governance memprediksi peringkat obligasi pada perusahaan consumer goods. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 17(2), 230–242.
- Susanto, B. (2008). *Pasar modal syariah tinjauan hukum*. Yogyakarta: UII Press.
- Sutedi, A. (2009). *Aspek hukum obligasi dan sukuk*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Sutedi, A. (2011). *Good corporate governance*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Tamara, K. (2013). Analisis model prediksi pemeringkatan obligasi. *Jurnal Penelitian STAIN Pekalongan*, 10(2), 232–253.
- Terry, S. D. (2011). Pengaruh corporate governance terhadap peringkat dan yield obligasi di BEI. *JRMB*, 6(1), 11–30.
- Thamida, N., dan Lukman, H. (2013). Analisis faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi pada industri perbankan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008-2012. *Jurnal Akuntansi*, 17(2), 198–211.
- Ujiyantho, M. A., dan Pramuka, B. A. (2007). Mekanisme corporate governance, manajemen laba dan kinerja keuangan (Studi pada perusahaan go publik sektor manufaktur). *Simposium Nasional Akuntansi X*, (6), 1–26.
- Umam, K. (2013). *Pasar modal syariah dan praktik pasar modal syariah*. Bandung: CV Pustaka Setia.
- Utami, A. G. (2012). Mekanisme corporate governance terhadap peringkat obligasi. *Accounting Analysis Journal*, 1(2), 1–8.
- Widowati, D., Nugrahanti, Y., dan Kristanto, A. B. (2013). Analisis faktor keuangan dan non keuangan yang berpengaruh pada prediksi peringkat obligasi di Indonesia (Studi pada perusahaan non keuangan yang terdaftar di BEI dan di daftar peringkat PT Pefindo 2009-2011). *Jurnal Manajemen*,

13(1), 35–54.

Wijayanti, I., dan Priyadi, M. P. (2014). Faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi. *Jurnal Ilmu & Riset Akuntansi*, 3(3), 1–15.