

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Penelitian

4.1.1 Data dan Sampel

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder yang diperoleh melalui Bursa Efek Indonesia yang diakses langsung ke www.idx.co.id. Populasi penelitian ini adalah obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan terdaftar dalam peringkat obligasi syariah yang dikeluarkan oleh PEFINDO. Periode yang dijadikan pengamatan adalah data periode tahun 2013 hingga tahun 2017. Sampel dipilih dari populasi perusahaan non keuangan yang obligasinya terdaftar di PT. PEFINDO dan diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*. Kriteria yang ditetapkan agar perusahaan dapat dijadikan sampel penelitian, yaitu:

**Tabel 4.1
Seleksi Sampel dengan Kriteria**

Kriteria	Jumlah
Semua sukuk yang diterbitkan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2013 – 2017	26
Perusahaan yang memiliki Sukuk Beredar periode 2013 – 2017.	(13)
Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan berturut – turut 2013 – 2017.	(2)
Perusahaan dengan pemeringkat PT. PEFINDO.	(1)
Jumlah Perusahaan Yang di Jadikan Sampel	10
Jumlah Sampel Akhir	10 x 5 50

Sumber: Olah Sendiri

Dari tabel diatas, data sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebanyak 10 perusahaan yang memenuhi kriteria sampel. Dengan jumlah sampel akhir adalah 50 sampel (10 x 5 Tahun). Data di lihat di lampiran.

4.2 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif digunakan untuk memberikan pencandraan atau deskripsi suatu data yang dilihat dari nilai (*mean*), standar deviasi, varian, maksimum, minimum, *sum*, *range*, kurtosis. Berikut nilai statistik deskriptif.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Rating Sukuk	50	0	1	,74	,443
ROA	50	-,0971	,2460	,033122	,0512223
Produktivitas	50	3,3336	47,5543	13,059244	11,6811434
Size	50	27,8510	33,1817	29,892526	1,4489500
Reputasi Auditor	50	0	1	,36	,485
Leverage	50	,5908	6,7000	2,272196	1,7579443
Valid N (listwise)	50				

Sumber: Output SPSS 25.0

Berdasarkan Tabel 4.2 diatas, dapat dijelaskan informasi tentang gambaran data yang digunakan dalam penelitian ini. Dari 63 data tersebut dapat diketahui bahwa:

1. Nilai minimum dari rating sukuk (Y) adalah 0, sedangkan nilai maksimum didapat 1. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 0,74 dan standar deviasinya 0,443. Standar deviasinya lebih kecil dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang baik.
2. Nilai minimum dari ROA (X1) adalah -0,0971, sedangkan nilai maksimum didapat 0,2460. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 0,0331 dan standar deviasinya 0,0512. Standar deviasinya lebih besar dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang kurang baik.
3. Nilai minimum dari produktivitas (X2) adalah 3,3336, sedangkan nilai maksimum didapat 47,5543. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 13,0592

dan standar deviasinya 11,6811. Standar deviasinya lebih kecil dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang baik.

4. Nilai minimum dari *size* (X3) adalah 27,8510, sedangkan nilai maksimum didapat 33,1817. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 29,8925 dan standar deviasinya 1,4489. Standar deviasinya lebih kecil dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang baik.
5. Nilai minimum dari reputasi auditor (X4) adalah, sedangkan nilai maksimum didapat 1. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 0,36 dan standar deviasinya 0,486. Standar deviasinya lebih besar dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang kurang baik.
6. Nilai minimum dari leverage (X5) adalah 0,5908, sedangkan nilai maksimum didapat 6,7000. Rata-rata yang dimiliki yaitu dinilai 2,2721 dan standar deviasinya 1,7574. Standar deviasinya lebih kecil dari rata rata, yang mengindikasikan hasil yang baik.

4.3 Pengujian Hipotesis

4.3.1 Uji Regresi Logistik

Melihat pengaruh penggunaan instrument derivatif dalam penelitian ini menggunakan regresi logistic (*logistic regression*) atau sering disebut dengan model logit. Model logit adalah model regresi yang digunakan untuk menganalisis variable dependen yang merupakan sebuah data dengan ukuran biner atau dikotomi atau dengan kemungkinan di antara 0 dan 1.

Tabel 4.3
Hasil Analisis Uji Kelayakan Model

Hosmer and Lemeshow Test			
Step	Chi-square	df	Sig.
1	7,303	8	0,504

Sumber: Output SPSS 25.0

Menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika

nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Goodness of fit* lebih besar dari 0,05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya. Tabel 4.3 menunjukkan bahwa besarnya nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Goodness of Fit* sebesar 14,732 dengan probabilitas signifikansi 0,504 yang nilainya lebih besar 0,05 sehingga H_a diterima. Hal ini berarti model regresi layak dipakai untuk analisis selanjutnya.

Tabel 4.4
Hasil Uji Keseluruhan Model

Model Summary			
Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	24,414 ^a	0,482	0,707

a. Estimation terminated at iteration number 10 because parameter estimates changed by less than ,001.

Sumber: Output SPSS 25.0

Nagelkerke's R Square merupakan modifikasi dari koefisien *Cox and Snell* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 (nol) sampai satu (1). Nilai *Nagelkerke's R Square* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada multiple regression. Tujuannya adalah mengetahui seberapa besar kombinasi variabel independen mampu menjelaskan variabel dependen. Berdasarkan tabel 4.4 dapat dilihat bahwa nilai *Nagelkerke's R Square* sebesar 0,707. Hal ini menggambarkan bahwa model mempunyai kekuatan prediksi model sebesar 70,7% yang dijelaskan oleh lima variabel: ROA, produktivitas, size, reputasi auditor, leverage sedangkan 29,3% dijelaskan oleh variabel lainnya di luar model.

Tabel 4.5
Hasil Estimasi Model Logit

Variables in the Equation						
	B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1 ^a X1	-90,266	37,671	5,742	1	,017	,000
X2	,074	,079	,870	1	,351	1,076

X3	5,488	2,394	5,255	1	,022	241,748
X4	-,405	1,893	,046	1	,831	,667
X5	-1,595	,812	3,860	1	,049	,203
Constant	-150,588	65,906	5,221	1	,022	,000

a. Variable(s) entered on step 1: X1, X2, X3, X4, X5.

Sumber: Output SPSS 25.0

Berdasarkan tabel 4.5 persamaan logistik yang terbentuk adalah :

$$\text{Rating sukuk} = - 150,588 - 90,266X1 + 0,074X2 + 5,488X3 - 0,405X4 - 1,595X5$$

Persamaan regresi tersebut dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Dari hasil analisis regresi logistik diperoleh nilai konstanta sebesar – 150,588 artinya jika nilai variable ROA, produktivitas, size, reputasi auditor, dan leverage sama dengan nol, maka nilai rating sukuk sebesar - 150,588. Dengan demikian perusahaan akan melakukan rating sukuk dan mengalami penurunan sebesar – 150,588.
2. Variabel rasio profitabilitas (X1), memiliki koefisien regresi sebesar – 90,266, artinya jika variabel rasio profitabilitas meningkat sebesar satu satuan maka probabilitas peringkat obligasi syariah (Y) akan mengalami peningkatan sebesar – 90,266, dengan anggapan bahwa variabel lainnya tetap.
3. Variabel rasio produktivitas (X2), memiliki koefisien regresi sebesar 0,074, artinya jika variabel rasio produktivitas meningkat sebesar satu satuan maka probabilitas peringkat obligasi syariah (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 0,074, dengan anggapan bahwa variabel lainnya tetap.
4. Variabel size (X3), memiliki koefisien regresi sebesar 5,488, artinya jika variabel size meningkat sebesar satu satuan maka probabilitas peringkat obligasi syariah (Y) akan mengalami peningkatan sebesar 5,488, dengan anggapan bahwa variabel lainnya tetap.

5. Variabel reputasi auditor (X4), memiliki koefisien regresi sebesar $-0,405$, artinya jika variabel reputasi auditor meningkat sebesar satu satuan maka probabilitas peringkat obligasi syariah (Y) akan mengalami peningkatan sebesar $-0,405$, dengan anggapan bahwa variabel lainnya tetap.
6. Variabel rasio leverage (X5), memiliki koefisien regresi sebesar $-1,595$, artinya jika variabel rasio leverage meningkat sebesar satu satuan maka probabilitas peringkat obligasi syariah (Y) akan mengalami peningkatan sebesar $-1,595$, dengan anggapan bahwa variabel lainnya tetap.

4.3.2 Uji Hipotesis

Berdasarkan uji regresi logistik di atas tabel 4.5 menunjukkan hasil hipotesis adalah sebagai berikut:

a. *Hipotesis Pertama*

Pengaruh dari ROA terhadap rating sukuk. Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, variabel ROA mempunyai nilai *Wald* sebesar 5,742 dengan nilai signifikansi sebesar 0,017. Nilai signifikansi yang dihasilkan $< 0,05$ berarti bahwa ROA berpengaruh terhadap rating sukuk. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif pertama yang diajukan terdukung.

b. *Hipotesis Kedua*

Pengaruh dari produktivitas terhadap rating sukuk. Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, variabel produktivitas mempunyai nilai *Wald* sebesar 0,870 dengan nilai signifikansi sebesar 0,351. Nilai signifikansi yang dihasilkan $> 0,05$ berarti bahwa produktivitas tidak berpengaruh terhadap rating sukuk. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif kedua yang diajukan tidak terdukung.

c. *Hipotesis Ketiga*

Pengaruh dari firm size terhadap rating sukuk. Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, variabel firm size mempunyai nilai *Wald* sebesar 5,255 dengan nilai signifikansi sebesar 0,022. Nilai signifikansi yang dihasilkan $< 0,05$ berarti bahwa firm size berpengaruh terhadap

rating sukuk. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif ketiga yang diajukan terdukung.

d. Hipotesis Keempat

Pengaruh dari reputasi auditor terhadap rating sukuk. Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, variabel reputasi auditor mempunyai nilai *Wald* sebesar 0,046 dengan nilai signifikansi sebesar 0,831. Nilai signifikansi yang dihasilkan $> 0,05$ berarti bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap rating sukuk. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif keempat yang diajukan tidak terdukung.

e. Hipotesis kelima

Pengaruh dari leverage terhadap rating sukuk. Berdasarkan hasil pengujian regresi logistik, variabel leverage mempunyai nilai *Wald* sebesar 3,860 dengan nilai signifikansi sebesar 0,049. Nilai signifikansi yang dihasilkan $< 0,05$ berarti bahwa leverage berpengaruh terhadap rating sukuk. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif kelima yang diajukan terdukung.

4.4 Pembahasan

4.4.1 Pengaruh Pofitabilitas Terhadap Rating Obligasi Syariah

Berdasarkan hasil analisis data yaitu variabel *return on assets* (ROA) berpengaruh terhadap *rating sukuk*. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif pertama yang diajukan terdukung. Menurut Marcus (2013), rasio profitabilitas adalah rasio yang terdiri dari dua jenis rasio yang menunjukkan laba dalam hubungannya dengan penjualan dan rasio yang menunjukkan laba dalam hubungannya dengan investasi. Profitabilitas adalah rasio untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mencari keuntungan atau laba. Setiap perusahaan tentu mengharapkan laba yang tinggi demi kelangsungan usahanya. Rasio ini juga memberikan ukuran tingkat efektivitas manajemen suatu perusahaan, jika keuntungan yang diperoleh besar maka arus kas yang dimiliki perusahaan bisa semakin baik. Hal ini menunjukkan perusahaan memiliki kemampuan yang baik

dalam mengelola kondisi arus kas perusahaan sehingga perusahaan dapat membayar kembali obligasi yang telah diterbitkan. Dari data analisa menunjukkan bahwa 30% perusahaan yang mengeluarkan sukuk di Indonesia mengalami laba, sehingga kegiatan investasi dilakukan, membuat para investor tertarik untuk berinvestasi karena resiko gagal bayar hutang rendah.

Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Purwaningsih, (2011) yang menyatakan profitabilitas yang tinggi mengindikasikan perusahaan untuk melangsungkan kegiatan usahanya. Selain menunjukkan kemampuan untuk melangsungkan hidup, laba juga merupakan alat penarik sumber pendanaan eksternal. Dengan adanya laba yang tinggi, pemberi pinjaman lebih dapat diyakinkan bahwa perusahaan memiliki kemampuan membayar bunga secara teratur pada investor. Hal ini tentu saja memperkecil risiko gagal bayar sehingga peringkat perusahaan penerbit obligasi menjadi semakin baik atau dapat terklasifikasi pada kategori *investment grade*. Penelitian yang sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hariyati (2016) menunjukkan bahwa rasio profitabilitas yang diukur menggunakan *Return on Assets* (ROA) berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi.

4.4.2 Pengaruh Produktivitas Terhadap Rating Obligasi Syariah

Berdasarkan hasil analisis data yaitu variabel produktivitas tidak berpengaruh terhadap *rating sukuk*. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif kedua yang diajukan tidak terdukung. Menurut Partha dan Yasa, (2016) perusahaan yang tingkat produktivitasnya tinggi akan lebih mampu memenuhi kewajibannya secara lebih baik. Pelunasan kewajiban utang yang lebih baik terutama utang obligasi akan mendorong peningkatan peringkat obligasi. Pengujian tersebut menandakan bahwa kemampuan perusahaan dalam memproduksi barang atau jasanya cukup rendah, maka perusahaan tersebut tidak akan mendapat kepercayaan dari investor. Dari analisa data menunjukkan bahwa 13% perusahaan yang mengeluarkan sukuk di Indonesia dimana keefektifan penggunaan sumber daya perusahaan tidak mempunyai pengaruh terhadap

peringkat sukuk. Penelitian ini menunjukkan hasil yang tidak sejalan dengan konsep. Produktifitas tidak dapat dijadikan faktor yang mempengaruhi Peringkat Obligasi. Hal tersebut disebabkan karena produktifitas setiap perusahaan berbeda antara perusahaan yang besar dan perusahaan yang kecil karena dalam penelitian ini data yang diambil dari semua perusahaan non keuangan

Hasil penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Afiani (2013) yang menyatakan produktivitas tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Rusfika dan Wahidahwati (2015) yang menyatakan bahwa Produktifitas tidak berpengaruh terhadap Peringkat Obligasi. Apabila produktivitas perusahaan naik tidak akan berpengaruh terhadap peringkat sukuk.

4.4.3 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Rating Obligasi Syariah

Berdasarkan hasil analisis data yaitu variabel ukuran perusahaan berpengaruh terhadap *rating sukuk*. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif ketiga yang diajukan terdukung. Menurut Lewi, (2016). Besarnya aktiva yang dimiliki dalam suatu perusahaan dapat disebut sebagai ukuran perusahaan. Dalam menjalankan kegiatan operasional, besar kecilnya suatu perusahaan akan sangat berpengaruh terhadap modal yang dipergunakan, apalagi jika berkaitan dengan mampu atau tidaknya perusahaan untuk mendapatkan dana tambahan dari luar saat dana yang dimiliki masih kurang untuk melaksanakan pembelanjaan. Dari data analisa menunjukkan bahwa 29% perusahaan yang mengeluarkan sukuk di Indonesia mempunyai total aset yang besar, sehingga besarnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap semakin tingginya peringkat obligasi. Perusahaan yang besar tentunya memerlukan dana yang besar juga bagi keberlangsungan kegiatan operasional perusahaan tersebut. semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil potensi risiko ketidakmampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka panjang dan semakin kecil pula ketidakpastian yang dimiliki oleh investor mengenai prospek perusahaan ke depan, sehingga besarnya ukuran perusahaan akan berpengaruh terhadap semakin tingginya peringkat obligasi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian dari Kusbandiyah & Wahyuni (2014) dan Kurnianto (2016) yang secara konsisten berpendapat bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk, dimana semakin besar ukuran perusahaan maka peringkat yang diberikan akan semakin baik. Hasil berbeda didapat oleh penelitian dari Arisanti et al. (2014) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan tidak berpengaruh terhadap peringkat sukuk. Perusahaan yang memiliki total aset yang besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relatif lama, selain itu juga perusahaan relatif lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total aset yang kecil.

4.4.4 Pengaruh Reputasi Auditor Terhadap Rating Obligasi Syariah

Berdasarkan hasil analisis data yaitu variabel reputasi auditor tidak berpengaruh terhadap *rating sukuk*. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif keempat yang diajukan tidak terdukung. 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). Dari data analisa menunjukkan bahwa perusahaan yang mengeluarkan sukuk di Indonesia yang mana 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.

Menurut Susanto (2013) Reputasi auditor merupakan nama baik atau citra yang didapat atas kerja yang baik dalam tanggungjawabnya sebagai auditor. Perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big Four* dapat memberikan sinyal positif karena dapat meningkatkan kredibilitas dari laporan keuangan perusahaan tersebut dan dapat

memberikan kualitas audit yang lebih baik sehingga dapat menarik minat investor yang nantinya akan menaikkan peringkat obligasi perusahaan. Karena hasil audit yang dilakukan oleh KAP *Big Four* diharapkan akan dapat memberikan peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang diaudit oleh KAP *non Big Four*. Akan tetapi, jika perusahaan yang di audit oleh KAP *Big Four* mempunyai nilai total asset yang dinyatakan kecil maka investor tidak akan percaya untuk memberikan utang terhadap perusahaan. Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Erdawanti (2016) yang menyatakan bahwa reputasi auditor tidak berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi, karena reputasi auditor yang tinggi tidak menjamin sebuah obligasi mendapatkan peringkat yang tinggi dari agen pemeringkat obligasi.

4.4.5 Pengaruh Leverage Terhadap Rating Obligasi Syariah

Berdasarkan hasil analisis data yaitu variabel leverage berpengaruh terhadap *rating sukuk*. Berdasarkan penjelasan tersebut, maka hipotesis alternatif kelima yang diajukan terdukung. Leverage merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang (Kustiyaningrum et al., 2016). Artinya seberapa besar beban hutang yang ditanggung perusahaan dibandingkan dengan aktiva. Berdasarkan analisa data menunjukkan bahwa perusahaan yang mengeluarkan sukuk di Indonesia 22% mengalami kecukupan modal untuk membayarkan kewajiannya. Perusahaan dengan rasio leverage yang tinggi kemungkinan akan masuk dalam kategori *non-investment grade* karena resiko gagal bayarnya cukup besar. Maka dari itu, perusahaan akan mendapat peringkat yang rendah ketika memiliki rasio leverage yang tinggi. Begitu juga sebaliknya, semakin rendah rasio leverage perusahaan, maka peringkat yang diberikan akan semakin baik.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian dilakukan oleh Elhaj et al. (2015), Mardiah et al. (2014), dan Pebruary (2016) yang secara konsisten menyatakan bahwa rasio

leverage berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk, dimana semakin tinggi rasio hutang, maka resiko yang ditanggung akan semakin besar, sehingga peringkat yang diberikan akan semakin rendah karena sukuk dianggap tidak aman untuk diinvestasikan. Penelitian Kusbandiyah & Wahyuni (2014) juga menyatakan bahwa agen pemeringkat tidak mempertimbangkan rasio leverage dalam menyusun peringkat sukuk. Syahyunan (2015) rasio leverage dapat diukur dengan *Debt to Equity Ratio* yang membandingkan utang dan ekuitas dalam pendanaan perusahaan dan menunjukkan kemampuan modal sendiri perusahaan dalam memenuhi seluruh kewajibannya. Jika rasio ini menunjukkan angka yang tinggi maka menunjukkan juga bahwa semakin tinggi risiko gagal bayar utang (*default risk*) yang akan dihadapi perusahaan dan menjadikan semakin rendah peringkat perusahaan