

**PENGARUH IMPLEMENTASI
GOOD CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP
PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

SKRIPSI

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat Untuk Mendapatkan
Gelar Sarjana Ekonomi**

Disusun oleh :

KYLA KOMALA

0610230111



**JURUSAN AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS BRAWIJAYA**

MALANG

2011

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul:

**PENGARUH IMPLEMENTASI *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

Yang disusun oleh:

Nama : Kyla Komala
 NIM : 0610230111
 Fakultas : Ekonomi
 Jurusan : Akuntansi

Telah dipertahankan di depan dewan penguji pada tanggal 7 April 2011 dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. MT. Sabirin, SE., MBA., Ak.
 NIP. 19650918 199002 1 001
 (Dosen Pembimbing)
2. Aulia Fuad Rahman, SE., M.Si., D.B.A., Ak.
 NIP. 19740910 200212 1 001
 (Dosen Penguji I)
3. Noval Adib, SE., M.Si., Ak.
 NIP. 19721005 200003 1 001
 (Dosen Penguji II)

Malang, 14 April 2011
 Ketua Jurusan Akuntansi,

Dr. Unti Ludigdo, Ak.
 NIP. 19690814 199402 1 001



SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : KYLA KOMALA

NIM : 0610230111

Fakultas : Ekonomi

Jurusan : Akuntansi

Dengan ini menyatakan bahwa skripsi yang saya susun dengan judul:

PENGARUH IMPLEMENTASI *GOOD CORPORATE GOVERNANCE***TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA**

adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat dari skripsi orang lain. Apabila kemudian hari pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabut predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya).

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya, untuk dapat dipergunakan bilamana diperlukan.

Malang, 17 Maret 2011
Pembuat Pernyataan,

Kyla Komala
NIM. 0610230111

SURAT KETERANGAN PENELITIAN

Yang bertandatangan di bawah ini:

Nama : MT. Sabirin, SE., MBA., Ak.

NIP : 19650918 199002 1 001

selaku dosen pembimbing skripsi dari:

Nama : Kyla Komala

NIM : 0610230111

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi

Perguruan Tinggi : Universitas Brawijaya Malang

menerangkan bahwa mahasiswa tersebut telah mengadakan penelitian dalam rangka penyusunan skripsi dengan judul

PENGARUH IMPLEMENTASI *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP PERINGKAT OBLIGASI PERUSAHAAN DI INDONESIA

Demikian surat keterangan ini dibuat untuk digunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 17 Maret 2011

Dosen Pembimbing,

MT. Sabirin, SE., MBA., Ak.

NIP. 19650918 199002 1 001

CURICULUM VITAE

IDENTITAS

Nama : Kyla Komala
 Tempat, tanggal lahir : Jombang, 10 Januari 1988
 Jenis kelamin : Perempuan
 Golongan darah : A
 Agama : Islam
 Status : Belum menikah
 Kewarganegaraan : Indonesia
 Alamat : Jl. Danau Bratan II G4D No. 6 Sawojajar Malang
 Telepon : 0341 - 715247
 Mobile Phone : 085-235-890-783
 Email : kylakomala@yahoo.com

PENDIDIKAN

1994 – 2000	SD Kartika V-6	Malang
2000 – 2003	SMP Negeri 3 Malang	Malang
2003 – 2006	SMA Negeri 1 Malang	Malang
	Jurusan IPA	
2006 – 2011	Universitas Brawijaya	Malang
	Jurusan Akuntansi	

KOMPETENSI

- ❖ Sistem Operasi
 - Windows 7, XP

- ❖ Dapat mengoperasikan MS.Office XP
 - Ms. Word
 - Ms. Exel
 - Ms. Power Point

▪ **PENGALAMAN**

- Kuliah Kerja Nyata-Profesi (KKNP) di KPP Pratama Malang Utara, Bagian Troubleshooting selama 1 bulan (01 Maret 2010 sampai dengan 19 Maret 2010).
- Bimbingan belajar privat matematika, fisika, dan akuntansi selama 4 tahun.
- Tenaga tambahan pengajar bidang matematika di SMP Negeri 11 selama 2 bulan.
- Aktif berorganisasi di kampus dan dimasyarakat.

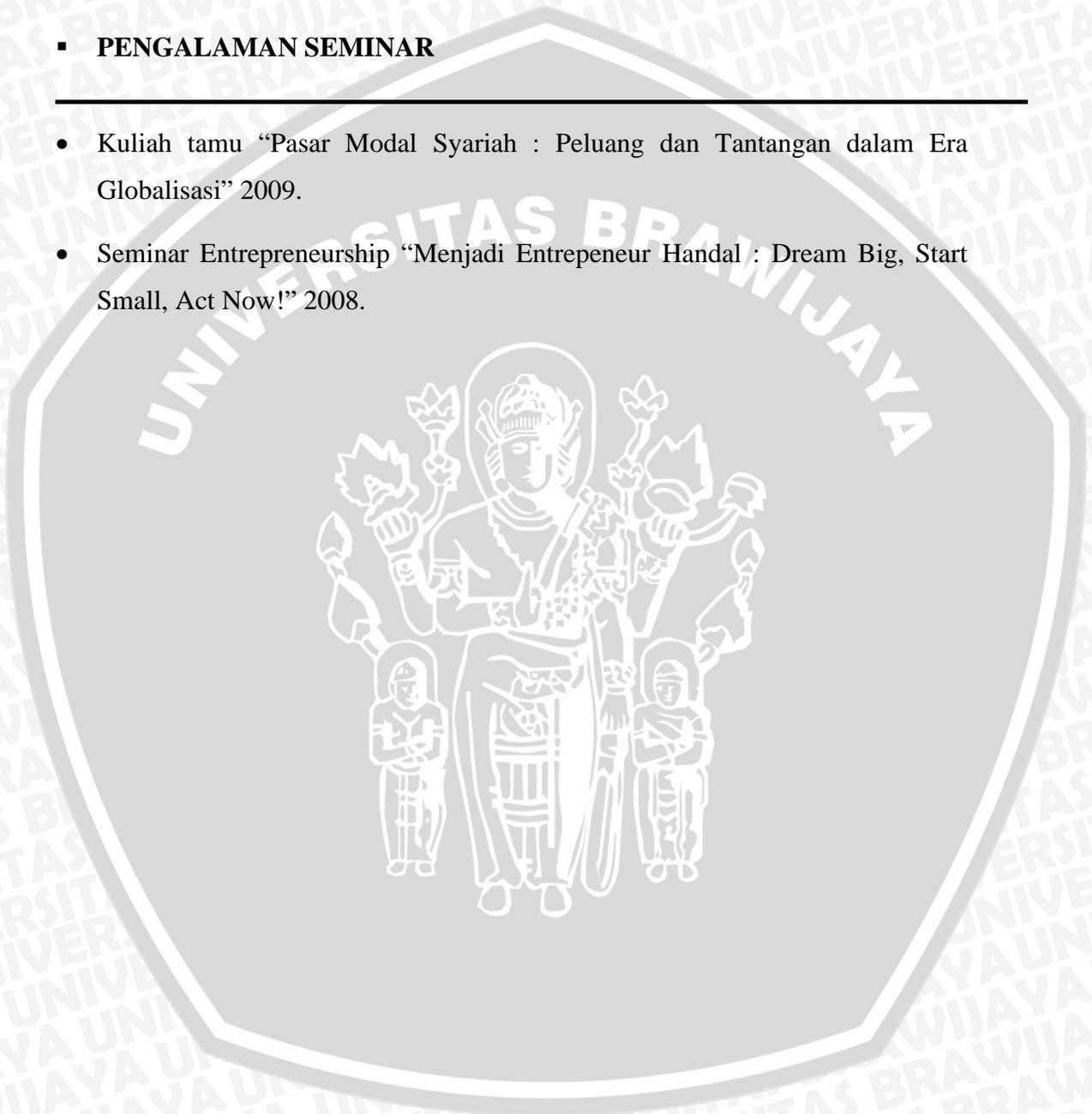
▪ **PENGALAMAN ORGANISASI**

- Komisi dana dan usaha Unit Aktivitas Bulu Tangkis Universitas Brawijaya 2007.
- Bendahara Unit Aktivitas Bulu Tangkis Universitas Brawijaya 2008.
- Kesekretariatan Unit Aktivitas Bulu Tangkis Universitas Brawijaya 2009.
- Sie Konsumsi Invitasi Bulu Tangkis Mahasiswa Nasional “BRAWIJAYA CUP V” 2007.
- Kesekretariatan Invitasi Bulu Tangkis Mahasiswa Nasional “BRAWIJAYA CUP VI” 2009.
- Divisi Administrasi Internasional Accounting Seminar “BRAWIJAYA ACCOUNTING FAIR 2009”.

- Sie Hubungan Masyarakat DIES NATALIS UNIBRAW KE-45 LUSTRUM IX 2007.

- **PENGALAMAN SEMINAR**

- Kuliah tamu “Pasar Modal Syariah : Peluang dan Tantangan dalam Era Globalisasi” 2009.
- Seminar Entrepreneurship “Menjadi Entrepeneur Handal : Dream Big, Start Small, Act Now!” 2008.



بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

THANKS TO
ALLAH SWT DAN KELUARGA

Inna ilaaha illallaahu Muhammadur rasulullaahi shallallaahu 'alaihi wasallam. Terima kasih atas segala petunjuk yang telah Engkau berikan.

Skripsi ini saya persembahkan untuk keluarga tercinta papa, mama, Chandra, Dimas, Mbah kakung, Abi dan klg serta Mas Budi yang telah turut tangan dalam penyelesaian skripsi ini hingga proses ujian selesai.. terima kasih.

Terimakasih juga saya sampaikan untuk teman-teman seperjuangan Helmy, teman-teman jurusan akuntansi atas kebersamaannya, semoga hubungan ini akan terus berlanjut tak kenal usia.

Bapak Ibu dosen akuntansi yang telah memberi banyak ilmu dan pelajaran, terustam dosen pembimbingku Bpk Sabirin, terima kasih atas semua nasihat, ilmu dan bimbingannya yang dapat memberikan sedikit banyak perubahan dalam hidup saya.

Untuk pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu, semoga Allah selalu memberikan lindungannya untuk kita semua, Amin.

By: Kyla



DAFTAR ISI

KATA PENGANTAR	i
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	vi
ABSTRAKSI	vii
ABSTRACT	viii
 BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Perumusan Masalah	5
1.3 Tujuan Penelitian	6
1.4 Motivasi Penelitian	6
1.5 Kegunaan Penelitian	6
1.6 Sistematika Pembahasan.....	7
 BAB II LANDASAN TEORI	
2.1 <i>Corporate Governance</i>	9
2.1.1 Pengertian <i>Corporate Governance</i>	9
2.1.2 <i>Good Corporate Governance</i> di Indonesia.....	11
2.1.2.1 Asas <i>Good Corporate Governance</i>	13
2.1.2.2 Etika Bisnis dan Pedoman Perilaku	14
2.1.2.3 Organ Perusahaan.....	16
2.1.2.4 Pemegang Saham	19
2.1.2.5 Pemangku Kepentingan.....	20
2.1.2.6 Pernyataan tentang penerapan pedoman GCG.....	21
2.2 Peringkat Surat Utang Perusahaan.....	21
2.2.1 Pengertian Obligasi atau Surat Utang	21
2.2.2 Proses Pemeringkatan Surat Utang Lembaga Keuangan.....	23
2.2.3 Metodologi Pemeringkatan	25
2.2.3.1 Sektor Korporasi atau Manufaktur.....	25
2.2.3.2 Lembaga Keuangan.....	29
2.2.3.2.1 Sektor Perbankan.....	31
2.2.3.2.2 Sektor Industri <i>Multi Finance</i>	35
2.2.3.2.3 Sektor Industri Sekuritas	38
2.2.3.3 Perusahaan Asuransi	40
2.3 Penelitian-Penelitian Sebelumnya	44
2.4 Pengembangan Hipotesis.....	45

2.4.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan.....	46
2.4.2 Pengaruh Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan.....	47
2.4.3 Pengaruh Struktur Dewan Komisaris.....	49

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian	50
3.2 Penentuan Populasi dan Sampel Penelitian	50
3.3 Sumber Data	51
3.4 Metode Pengumpulan Data	51
3.5 Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel.....	52
3.5.1 Variabel Dependen.....	52
3.5.2 Variabel Independen	53
3.6 Metode Analisis	54
3.6.1 Statistik Deskriptif	54
3.6.2 Uji Normalitas.....	55
3.6.3 Uji Regresi Logistik.....	55
3.7 Uji Hipotesis	56

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Analisis.....	57
4.1.1 Statistik Deskriptif	58
4.1.2 Deskripsi Kepemilikan Perusahaan Sampel	60
4.1.3 Profil Perusahaan Sampel	62
4.1.4 Hasil Uji Regresi Logistik.....	66
4.1.5 Hasil Uji Hipotesis	69
4.2 Pembahasan Hasil Penelitian.....	71
4.2.1 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ke-1	71
4.2.2 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ke-2.....	72
4.2.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis Ke-3	73

BAB V PENUTUP

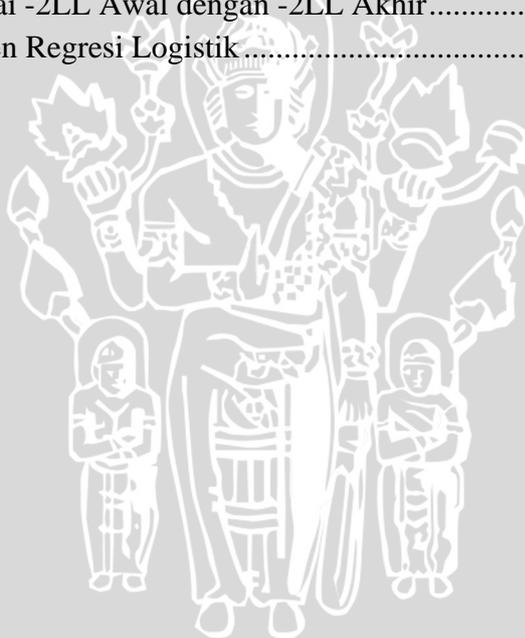
5.1. Kesimpulan	74
5.2. Keterbatasan Penelitian	76
5.3. Implikasi untuk Penelitian Selanjutnya	76

DAFTAR PUSTAKA	ix
-----------------------------	----

LAMPIRAN	xii
-----------------------	-----

DAFTAR TABEL

2.1	Kategori dan Definisi Peringkat Perusahaan " <i>Issuer Rating</i> " Obligasi ...	24
3.1	Peringkat Obligasi Pefindo	52
3.2	Operasionalisasi Variabel	53
4.1	<i>Issuer</i> yang Terdaftar di BEI dan diperingkat oleh PEFINDO	57
4.2	Statistik Deskriptif	59
4.3	Deskripsi Kepemilikan Perusahaan Sampel.....	60
4.4	Profil Perusahaan Sampel	62
4.5	Profil Sampel Berdasarkan Peringkat Surat Utang.....	64
4.6	Profil Sampel Berdasarkan Ukuran KAP.....	65
4.7	Profil Sampel Berdasarkan Komite Audit	65
4.8	<i>Hosmer and Lemeshow Test</i>	66
4.9	Perbandingan Nilai -2LL Awal dengan -2LL Akhir.....	67
4.10	Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik.....	68



KATA PENGANTAR

Puji syukur Alhamdulillah kehadiran Allah SWT atas segala rahmat dan hidayah-Nya sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“Pengaruh Implementasi *Good Corporate Governance* terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia”**.

Tujuan penulisan ini adalah untuk memenuhi syarat dalam mencapai Derajat Sarjana Ekonomi pada Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang. Penulis berharap hasil penelitian ini dapat menjadi sumbangan bagi perkembangan ilmu pengetahuan.

Dalam kesempatan yang baik ini, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih kepada semua pihak yang telah membantu proses penyelesaian skripsi ini khususnya dan juga selama menempuh pendidikan di Program Studi Ekonomi Jurusan Akuntansi Universitas Brawijaya Malang kepada :

1. Drs. Gugus Irianto, MSA.,Ak.,Ph.D. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang,
2. Dr. Unti Ludigdo, SE.,M.Si.,Ak. selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang,
3. MT. Sabirin, SE.,MBA.,Ak. selaku Dosen Pembimbing yang telah banyak memberikan bimbingan, arahan serta motivasi kepada penulis, sehingga penulis berhasil menyelesaikan penulisan skripsi ini,

4. Segenap Dosen Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang, terimakasih atas ilmu serta bimbingannya yang telah diberikan kepada penulis,
5. Segenap Staff Fakultas Ekonomi Universitas Brawijaya Malang,
6. Kedua Orangtuaku, kakakku dan adik-adikku tercinta terima kasih atas doa, bimbingan serta dukungannya selama ini,
7. Teman-teman Akuntansi' 06 dan semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu,

Pada akhirnya penulis berharap agar skripsi ini dapat bermanfaat bagi semua pihak. Skripsi inipun tidak terlepas dari kekurangan, sehingga saran dan kritik yang membangun sangat penulis harapkan demi perbaikan skripsi ini.

Malang, 15 Maret 2011

Penulis,

ABSTRAKSI

Pengaruh Implementasi *Good Corporate Governance* terhadap Peringkat Obligasi Perusahaan di Indonesia

Oleh :

Kyla Komala**NIM. 0610230111****Dosen Pembimbing :****MT. Sabirin, SE., MBA., Ak.****NIP. 19650918 199002 1 001**

Penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2010. Dengan menggunakan metode *purposive sampling*, diperoleh sebanyak 33 perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Metode statistik yang digunakan untuk pengujian hipotesis adalah uji regresi logistik (*logistic regression*) pada tingkat α sebesar 5%. Hasil pengujian menunjukkan struktur kepemilikan (kepemilikan institusional) berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Dengan menggunakan proksi ukuran kantor akuntan publik, penelitian ini menunjukkan transparansi dan pengungkapan informasi keuangan berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian terhadap persentase dewan komisaris tidak berhasil menemukan adanya pengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Kata kunci: *Corporate governance*, peringkat surat utang, *logistic regression*, struktur kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, struktur dewan komisaris

ABSTRACT**The Effects of *Good Corporate Governance* Implementation
to Companies Bond Ratings in Indonesia**

by :

Kyla Komala**NIM. 0610230111**

Advisor Lecturer :

MT. Sabirin, SE., MBA., Ak.**NIP. 19650918 199002 1 001**

This research aims to find out empirical evidence of the influence of Corporate Governance to bond ratings by companies listed on the Indonesia Stock Exchange during 2010. The data was collected using purposive sampling method. There are 33 company fulfilling criterion as this research sample.

The statistics method used to test hypotheses is logistic regression with amount of alpha level is 5%. The results of this research indicate that institutional ownership structure have a positive affect to bond ratings. Proxied by size of accounting public office, this research indecate that transparency and disclosure of financial statement have a positive affect to bond ratings. The result of this research to the proportion of independent commissioners was failed to prove significantly affect to bond ratings.

Keywords: Corporate governance, credit rating, logistic regression, ownership structure, transparency and disclosure of financial statement, the board of commissioners structure.

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Sejak awal isu *corporate governance* digulirkan (sekitar tahun 1992) sampai dengan sekarang, prakteknya terus menerus dikembangkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*) dengan cara meningkatkan prinsip keterbukaan, akuntabilitas, dan keadilan bagi seluruh pemegang saham baik mayoritas maupun minoritas (Krisnantono dkk, 2004). Herwidiyatmo (2000) mengatakan bahwa *corporate governance* yang buruk merupakan salah satu penyebab munculnya krisis moneter di Asia Tenggara, dan Indonesia yang terkena dampak paling parah akibat krisis tersebut. Lebih lanjut Herdiwiyatmo (2000) mengelompokkan praktik-praktik di Indonesia yang bertentangan dengan konsep *good corporate governance* antara lain adanya konsentrasi kepemilikan oleh pihak tertentu yang memungkinkan terjadinya hubungan afiliasi antara pemilik, pengawas, dan direktur perusahaan; tidak efektifnya peran dewan komisaris; dan lemahnya *law enforcement*.

Husnan (2001) juga mengemukakan bahwa masalah *corporate governance* timbul karena terjadi pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian perusahaan. Dengan pemisahan ini, pemilik perusahaan akan memberikan kewenangan kepada pengelola (*manager*) untuk mengurus jalannya perusahaan seperti mengelola dana dan mengambil keputusan perusahaan lainnya untuk dan atas nama pemilik. Dengan kewenangan yang dimiliki ini, mungkin saja pengelola (*manager*) tidak

bertindak yang terbaik untuk kepentingan pemilik karena adanya perbedaan kepentingan (*conflict of interest*). Dengan informasi yang dimiliki, manajer bisa saja bertindak untuk menguntungkan dirinya sendiri dengan mengorbankan kepentingan pemilik (*principal*). Hal ini mungkin terjadi karena manajer mempunyai informasi mengenai perusahaan yang tidak dimiliki pemilik perusahaan (*asymmetric information*).

Hal ini sejalan dengan *Agency Theory* di mana Scott (2000) memberikan pengertian “Sebuah kontrak pekerjaan antara pemilik perusahaan dengan manajer”. Hubungan keagenan adalah sebuah kontrak antara pemilik (*principal*) dan manajer (*agent*). (dikembangkan oleh Jensen dan Meckling, 1976). Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan dan pengendalian, di mana tujuan semulanya adalah agar pemilik perusahaan memperoleh keuntungan yang semaksimal mungkin dengan biaya seefisien mungkin dengan dikelolanya perusahaan oleh tenaga-tenaga profesional.

Johnson, dkk. (2000) dalam penelitiannya telah menunjukkan bahwa variabel *corporate governance* yang diterapkan dalam suatu negara lebih mampu menjelaskan luasnya depresiasi mata uang dan menurunnya kinerja pasar modal di negara-negara berkembang dibanding variabel-variabel makro ekonomika pada periode krisis. Ciri utama dari lemahnya *corporate governance* adalah adanya tindakan mementingkan diri sendiri di pihak para manajer perusahaan.

Konflik kepentingan antara *principal* dan agen dapat diminimalkan dengan suatu mekanisme yang mampu menyejajarkan kepentingan pemegang saham selaku pemilik dengan kepentingan manajemen. Mekanisme tersebut dikenal

dengan istilah *good corporate governance* atau tata kelola perusahaan yang baik dalam menjalankan bisnisnya. *Corporate governance* merupakan pengendalian untuk mengatur dan mengelola bisnis dengan maksud untuk meningkatkan kemakmuran dan akuntabilitas perusahaan, yang tujuan akhirnya untuk mewujudkan *shareholder value*. Pendapat ini didukung oleh Newel dan Wilson (2002) dalam artikelnya yang berjudul “*A Premium for Good Governance*” yang dikutip Tjager et al., (2003). Mereka menyatakan bahwa secara teoritis praktik *good corporate governance* dapat meningkatkan nilai perusahaan, diantaranya meningkatkan kinerja keuangan, mengurangi risiko yang merugikan akibat tindakan pengelola yang cenderung menguntungkan diri sendiri dan umumnya *corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor.

Seperti didefinisikan Komisi Nasional Kebijakan GCG (*Good Corporate Governance*) Indonesia, GCG merupakan pola hubungan, sistem serta proses yang digunakan organ perusahaan (direksi dan komisaris) guna memberi nilai tambah kepada pemegang saham secara bersinambungan dalam jangka panjang, berlandaskan peraturan perundangan dan norma yang berlaku dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholders* lainnya. Pola hubungan, sistem, serta proses itu sendiri berjalan berdasarkan 5 prinsip, yakni: transparansi, independensi, kewajaran (*fairness*), akuntabilitas dan responsibilitas.

Di awal tahun 2003, sepuluh Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang menjadi proyek percontohan penerapan GCG telah memaklumkan komitmen bersama untuk menerapkan prinsip-prinsip GCG. Akan tetapi meskipun sudah menggunakan konsultan kaliber dunia untuk memberikan masukan, tetap saja

proses bisnis masih sama sebelum pencanangan penerapan GCG ungkap seorang petinggi sebuah BUMN yang sudah *go public* dalam artikel di majalah Swa (2005).

Hal ini juga sejalan dengan temuan survei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) yang dilakukan *Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) dan Majalah SWA. Survei CGPI pada tahun 2004 tersebut didasarkan pada pelaksanaan 9 dimensi yaitu: Komitmen terhadap tata kelola perusahaan, Tata kelola dewan komisaris, Komite-komite fungsional, Dewan direksi, Transparansi, Perlakuan terhadap pemegang saham, Peran pihak berkepentingan lainnya, Integritas, Independensi. Rata-rata peserta survei *Corporate Governance Perception Index* (CGPI) tahun 2004 tersebut mengklaim telah menjalankan 9 dimensi GCG dengan baik.

Salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan adalah dengan menerbitkan surat utang yang juga merupakan sarana berinvestasi bagi para investor. Berdasarkan data dari PT. Bursa Efek Surabaya yang sejak 1 Desember 2007 bergabung dengan PT. Bursa Efek Jakarta menjadi PT. Bursa Efek Indonesia, total obligasi korporasi bermata uang rupiah yang beredar sampai dengan 31 Desember 2004 adalah sebesar 58,8 trilyun rupiah. Jumlah ini naik sekitar 211% dibandingkan jumlah obligasi korporasi yang *outstanding* per 31 Desember 2000 yaitu sebesar 18,9 trilyun rupiah. Hal ini menunjukkan peningkatan penggunaan surat utang sebagai sumber pendanaan perusahaan di Indonesia. Penggunaan surat utang tentu saja akan berpengaruh pada laporan keuangan yang dapat memberikan informasi kepada investor dan calon investor untuk pengambilan keputusan

berinvestasi. Informasi tersebut juga dapat didapatkan dari penilaian yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat dalam bentuk peringkat surat utang.

Penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris di Indonesia tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Penelitian ini mengacu pada penelitian Ashbaugh *et al.* (2004) yang menemukan bahwa peringkat surat utang berhubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*block holders*) di perusahaan, berhubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan (*takeover defenses*), berhubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, berhubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan, dan keahlian dewan serta berhubungan negatif dengan kekuasaan *CEO* atas dewan.

Penelitian dikembangkan menggunakan obyek perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan telah memiliki *bond rating* dari Pefindo.

1.2 Perumusan Masalah

Sesuai dengan uraian pada latar belakang di atas, permasalahan yang dirumuskan pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Apakah implementasi *good corporate governance* dalam hal ini struktur kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap peringkat obligasi perusahaan?

1.3 Tujuan Penelitian

Sesuai dengan rumusan masalah yang diangkat, penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris pengaruh implementasi *good corporate governance* terhadap peringkat obligasi perusahaan.

1.4 Motivasi Penelitian

Motivasi penulis untuk melakukan penelitian ini antara lain:

1. Implementasi *good corporate governance* dalam hubungannya dengan penggunaan surat utang/obligasi sebagai salah satu sumber pembiayaan perusahaan merupakan topik yang menarik untuk diteliti.
2. Faktor-faktor yang merupakan mekanisme *good corporate governance* perlu terus diteliti agar dapat memberikan petunjuk dan dasar pertimbangan bagi para *stakeholder* dalam mengambil berbagai keputusan bisnis.

1.5 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian ini memiliki dua kegunaan yaitu kegunaan secara teoritis bagi kalangan akademisi dan kegunaan secara praktik bagi kalangan praktisi.

1. Kegunaan teoritis:

Dengan adanya penelitian ini, diharapkan dapat menambah literatur mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Penelitian ini diharapkan dapat memacu penelitian yang lebih baik mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di masa yang akan datang. Selain itu, penulis juga mendapatkan

tambahan wacana dan pengetahuan akan *corporate governance* dan pengaruhnya terhadap peringkat surat utang perusahaan yang dapat mempengaruhi keputusan investasi.

2. Kegunaan praktik:

Dengan adanya penelitian ini, dapat memberikan gambaran mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan yang terdaftar di lembaga pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia. Sehingga investor maupun masyarakat dapat membuat keputusan investasi yang tepat.

1.6 Sistematika Pembahasan

Sistematika pembahasan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

BAB I PENDAHULUAN

Dalam bab ini, memuat 3 aspek penelitian yaitu latar belakang yang menjadi motivasi peneliti untuk melakukan penelitian, rumusan masalah penelitian dan tujuan serta manfaat penelitian. Dalam bab ini dijelaskan pula mengenai kontribusi apa yang akan diberikan oleh hasil penelitian, baik bagi perusahaan, universitas dan pihak-pihak lain yang memerlukan, maupun bagi peneliti sendiri.

BAB II LANDASAN TEORI

Bab II memuat konsep-konsep teoritis yang digunakan sebagai kerangka atau landasan untuk menjawab masalah penelitian, meliputi literatur yang

membahas konsep teoritis yang relevan dengan rumusan masalah dan tujuan penelitian.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Merupakan bagian dari isi laporan yang menjelaskan pendekatan dan metode penelitian yang dilakukan, meliputi jenis penelitian, obyek penelitian, sumber dan metode pengumpulan data serta teknik analisis data.

BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN

Hasil merupakan bagian dari isi laporan penelitian yang memberikan informasi mengenai hasil analisis data yang membantu peneliti menginterpretasikan data yang diteliti, sedangkan pembahasan merupakan bagian dari isi laporan penelitian yang mendiskusikan implikasi dari hasil analisis data dan interpretasi yang dibuat peneliti.

BAB V PENUTUP

Bab ini memuat pendapat singkat peneliti berdasarkan hasil dan pembahasan pada bagian sebelumnya dan juga diberikan saran mengenai permasalahan yang diangkat.

BAB II

LANDASAN TEORITIS

Untuk memberikan landasan baik secara empiris maupun kajian teoritis terhadap permasalahan yang diajukan, maka pada bab ini akan dikemukakan kedua landasan tersebut, beserta kerangka pikir dari penelitian ini.

2.1 *Corporate Governance*

2.1.1 *Pengertian Corporate Governance*

Cadbury Committee pada tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* pertama kali memperkenalkan istilah *corporate governance*. *Cadbury Report* mendefinisikan *corporate governance* sebagai: *...the system by which organisations are directed and controlled*. (suatu sistem yang berfungsi untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan).

Definisi lain dari dari *Cadbury Committee* memandang *corporate governance* sebagai: *A set of rules that define the relationship between shareholder, managers, creditors, the government, employees, and other internal and external stakeholder in respect to their rights and responsibilities*. (seperangkat aturan yang merumuskan hubungan antara para pemegang saham, manajer, kreditor, pemerintah, dan pihak-pihak yang berkepentingan lainnya baik internal maupun eksternal sehubungan dengan hak-hak dan tanggung jawab mereka).

Shleifer & Vishny (1997) mendefinisikan *Corporate Governance* sebagai bagian cara atau mekanisme untuk meyakinkan para pemilik modal dalam memperoleh imbal hasil yang sesuai dengan investasi yang ditanamkan. *Forum for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI 2000) mengatakan bahwa *Corporate Governance* adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan, serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan.

Indaryanto (2004) mendefinisikan *corporate governance* yang disimpulkan dari beberapa peneliti dan lembaga sebagai suatu mekanisme atau aturan yang mengarahkan atau mengontrol tindakan manajemen sehingga dapat memaksimalkan profitabilitas dan nilai perusahaan melalui *monitoring* kinerja manajemen dan akuntabilitas manajemen terhadap *stakeholders*.

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) mendefinisikan *corporate governance* sebagai berikut: “*Corporate Governance is the system by which business corporations are directed and controlled. The Corporate governance structure specifies the distribution of the right and responsibilities among different participants in the corporation, such as the board, managers, shareholder, and other stakeholder, and spells out the rules and procedures for making decisions on corporate affairs. By doing this, it also provides this structure through which the company objectives are set and the means of attaining those objectives and monitoring performance*”. (*Corporate*

governance adalah sistem di mana korporasi bisnis diarahkan dan dikendalikan. Struktur *corporate governance* secara khusus mendistribusikan hak-hak dan kewajiban antara berbagai partisipator perusahaan seperti direktur, manajer, pemegang saham, serta pihak-pihak lainnya, menjelaskan peraturan dan prosedur pengambilan keputusan dalam urusan perusahaan ditetapkan sebagai alat untuk menjaga tujuan tersebut dan untuk memonitor kinerja).

OECD dalam Krismantono et.al (2004) telah mengembangkan seperangkat prinsip *Good Corporate Governance* yang dapat diterapkan sesuai dengan kondisi di masing-masing negara. Prinsip dasar tersebut adalah: *fairness, transparency, independency, accountability, dan responsibility*. Prinsip-prinsip tersebut ditujukan untuk membantu pemerintah yang menjadi anggota maupun bukan anggota OECD untuk mengevaluasi dan memperbaiki kerangka regulasi, institusi dan hukum bagi pelaksanaan *Corporate Governance* dalam negaranya dan memberikan pedoman dan saran bagi pasar modal, investor, perusahaan, dan pihak lain yang mempunyai peran dalam proses pengembangan *Corporate Governance* yang baik.

2.1.2 Good Corporate Governance di Indonesia

Badan pembuat peraturan di seluruh dunia berusaha untuk menentukan hal-hal yang merupakan bentuk dari *corporate governance* yang berkualitas. Di Indonesia, Komite Nasional Kebijakan *Governance* (KNKG) mengeluarkan Pedoman Umum Kebijakan *Good Corporate Governance* Indonesia 2006 untuk dijalankan oleh perusahaan-perusahaan yang sahamnya telah tercatat di bursa

efek, perusahaan negara, perusahaan daerah, perusahaan yang menghimpun dan mengelola dana masyarakat, dan perusahaan yang produk atau jasanya digunakan oleh masyarakat luas, serta perusahaan yang mempunyai dampak luas terhadap kelestarian lingkungan. Pedoman GCG ini dikeluarkan bagi semua perusahaan di Indonesia termasuk perusahaan yang beroperasi atas dasar prinsip syariah. Pedoman GCG ini, yang memuat prinsip dasar dan pedoman pokok pelaksanaan GCG, merupakan standar minimal yang akan ditindaklanjuti dan dirinci dalam Pedoman Sektorial yang dikeluarkan oleh KNKG.

GCG diperlukan untuk mendorong terciptanya pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan. Oleh karena itu penerapan GCG perlu didukung oleh tiga pilar yang saling berhubungan, yaitu negara dan perangkatnya sebagai regulator, dunia usaha sebagai pelaku pasar, dan masyarakat sebagai pengguna produk dan jasa dunia usaha. Prinsip-prinsip dasar yang harus dilaksanakan oleh masing-masing pilar adalah:

1. Negara dan perangkatnya menciptakan peraturan perundang-undangan yang menunjang iklim usaha yang sehat, efisien dan transparan, melaksanakan peraturan perundang-undangan dan penegakan hukum secara konsisten (*consistent law enforcement*).
2. Dunia usaha sebagai pelaku pasar menerapkan GCG sebagai pedoman dasar pelaksanaan usaha.
3. Masyarakat sebagai pengguna produk dan jasa dunia usaha serta pihak yang terkena dampak dari keberadaan perusahaan, menunjukkan kepedulian dan

melakukan kontrol sosial (*social control*) secara obyektif dan bertanggung jawab.

2.1.2.1 Asas *Good Corporate Governance* (GCG)

Setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas GCG diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas GCG menurut Pedoman Umum *Good Corporate Governance* di Indonesia tahun 2006 yaitu transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan diperlukan untuk mencapai kesinambungan usaha (*sustainability*) perusahaan dengan memperhatikan pemangku kepentingan (*stakeholders*).

1. **Transparansi (*Transparency*)**

Prinsip dasar dari asas ini adalah untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.

2. **Akuntabilitas (*Accountability*)**

Prinsip dasar dari asas ini adalah perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan

pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

3. **Responsibilitas (*Responsibility*)**

Prinsip dasar dari asas ini adalah perusahaan harus mematuhi peraturan perundang-undangan serta melaksanakan tanggung jawab terhadap masyarakat dan lingkungan sehingga dapat terpelihara kesinambungan usaha dalam jangka panjang dan mendapat pengakuan sebagai *good corporate citizen*.

4. **Independensi (*Independency*)**

Prinsip dasar dari asas ini adalah untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain.

5. **Kewajaran dan Kesetaraan (*Fairness*)**

Prinsip dasar dari asas ini adalah bahwa dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.1.2.2 **Etika Bisnis dan Pedoman Perilaku**

Etika adalah nilai-nilai tingkah laku atau aturan-aturan tingkah laku yang diterima dan digunakan oleh individu atau suatu golongan tertentu, misalnya Ikatan Akuntan Indonesia. Aturan etika menjelaskan kapan suatu perilaku dapat

diterima dan kapan suatu perilaku tidak dapat diterima atau dianggap salah. Etika sangat erat kaitannya dengan hubungan yang mendasar antar manusia yang dimiliki individu sebagai anggota kelompok sosial dalam melakukan tugas-tugas atau fungsi yang diharuskan kelompoknya serta loyalitas pada kelompoknya (Sukanto, 1991:2)

Mas Achmad Daniri selaku Ketua Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) dalam sambutannya pada Pedoman Umum Kebijakan GCG Indonesia 2006 mengatakan bahwa penerapan *good corporate governance* (GCG) dapat didorong dari dua sisi, yaitu etika dan peraturan. Dorongan dari etika (*ethical driven*) datang dari kesadaran individu-individu pelaku bisnis untuk menjalankan praktik bisnis yang mengutamakan kelangsungan hidup perusahaan, kepentingan *stakeholders*, dan menghindari cara-cara menciptakan keuntungan sesaat. Di sisi lain, dorongan dari peraturan (*regulatory driven*) “memaksa” perusahaan untuk patuh terhadap peraturan perundang-undangan yang berlaku. Kedua pendekatan ini memiliki kekuatan dan kelemahannya masing-masing dan seyogyanya saling melengkapi untuk menciptakan lingkungan bisnis yang sehat.

Untuk mencapai keberhasilan dalam jangka panjang, pelaksanaan GCG perlu dilandasi oleh integritas yang tinggi. Oleh karena itu, diperlukan pedoman perilaku yang dapat menjadi acuan bagi organ perusahaan dan semua karyawan dalam menerapkan nilai-nilai (*values*) dan etika bisnis sehingga menjadi bagian dari budaya perusahaan. Prinsip-prinsip dasar yang harus dimiliki oleh perusahaan adalah:

1. Setiap perusahaan harus memiliki nilai-nilai perusahaan yang menggambarkan sikap moral perusahaan dalam pelaksanaan usahanya.
2. Untuk dapat merealisasikan sikap moral dalam pelaksanaan usahanya, perusahaan harus memiliki rumusan etika bisnis yang disepakati oleh organ perusahaan dan semua karyawan. Pelaksanaan etika bisnis yang berkesinambungan akan membentuk budaya perusahaan yang merupakan manifestasi dari nilai-nilai perusahaan.
3. Nilai-nilai dan rumusan etika bisnis perusahaan perlu dituangkan dan dijabarkan lebih lanjut dalam pedoman perilaku agar dapat dipahami dan diterapkan.

2.1.2.3 Organ Perusahaan

Organ perusahaan, yang terdiri dari Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS), Dewan Komisaris dan Direksi, mempunyai peran penting dalam pelaksanaan GCG secara efektif. Organ perusahaan harus menjalankan fungsinya sesuai dengan ketentuan yang berlaku atas dasar prinsip bahwa masing-masing organ mempunyai independensi dalam melaksanakan tugas, fungsi dan tanggung jawabnya semata-mata untuk kepentingan perusahaan. Organ tersebut terdiri dari:

1. Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS)

RUPS sebagai organ perusahaan merupakan wadah para pemegang saham untuk mengambil keputusan penting yang berkaitan dengan modal yang ditanam dalam perusahaan, dengan memperhatikan ketentuan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan. Keputusan yang diambil dalam RUPS

harus didasarkan pada kepentingan usaha perusahaan dalam jangka panjang. RUPS dan pemegang saham tidak dapat melakukan intervensi terhadap tugas, fungsi dan wewenang Dewan Komisaris dan Direksi dengan tidak mengurangi wewenang RUPS untuk menjalankan haknya sesuai dengan anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan, termasuk untuk melakukan penggantian atau pemberhentian anggota Dewan Komisaris dan Direksi.

2. Dewan Komisaris dan Direksi

Kepengurusan perseroan terbatas di Indonesia menganut sistem dua badan (*two board system*) yaitu Dewan Komisaris dan Direksi yang mempunyai wewenang dan tanggung jawab yang jelas sesuai dengan fungsinya masing-masing sebagaimana diamanahkan dalam anggaran dasar dan peraturan perundang-undangan (*fiduciary responsibility*). Namun demikian, keduanya mempunyai tanggung jawab untuk memelihara kesinambungan usaha perusahaan dalam jangka panjang. Oleh karena itu, Dewan Komisaris dan Direksi harus memiliki kesamaan persepsi terhadap visi, misi, dan nilai-nilai perusahaan.

a. Dewan Komisaris

Dewan Komisaris sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolektif untuk melakukan pengawasan dan memberikan nasihat kepada Direksi serta memastikan bahwa perusahaan melaksanakan GCG. Namun demikian, Dewan Komisaris tidak boleh turut serta dalam mengambil keputusan operasional. Kedudukan masing-masing anggota Dewan Komisaris termasuk Komisaris Utama adalah setara. Tugas

Komisaris Utama sebagai *primus inter pares* adalah mengkoordinasikan kegiatan Dewan Komisaris. Agar pelaksanaan tugas Dewan Komisaris dapat berjalan secara efektif, perlu dipenuhi prinsip-prinsip berikut:

1. Komposisi Dewan Komisaris harus memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat dan cepat, serta dapat bertindak independen.
2. Anggota Dewan Komisaris harus profesional, yaitu berintegritas dan memiliki kemampuan sehingga dapat menjalankan fungsinya dengan baik termasuk memastikan bahwa Direksi telah memperhatikan kepentingan semua pemangku kepentingan.
3. Fungsi pengawasan dan pemberian nasihat Dewan Komisaris mencakup tindakan pencegahan, perbaikan, sampai kepada pemberhentian sementara.

b. Direksi

Direksi sebagai organ perusahaan bertugas dan bertanggung jawab secara kolegal dalam mengelola perusahaan. Masing-masing anggota Direksi dapat melaksanakan tugas dan mengambil keputusan sesuai dengan pembagian tugas dan wewenangnya. Namun, pelaksanaan tugas oleh masing-masing anggota Direksi tetap merupakan tanggung jawab bersama. Kedudukan masing-masing anggota Direksi termasuk Direktur Utama adalah setara. Tugas Direktur Utama sebagai *primus inter pares* adalah mengkoordinasikan kegiatan Direksi. Agar pelaksanaan tugas

Direksi dapat berjalan secara efektif, perlu dipenuhi prinsip-prinsip berikut:

1. Komposisi Direksi harus sedemikian rupa sehingga memungkinkan pengambilan keputusan secara efektif, tepat dan cepat, serta dapat bertindak independen.
2. Direksi harus profesional yaitu berintegritas dan memiliki pengalaman serta kecakapan yang diperlukan untuk menjalankan tugasnya.
3. Direksi bertanggung jawab terhadap pengelolaan perusahaan agar dapat menghasilkan keuntungan (*profitability*) dan memastikan kesinambungan usaha perusahaan.
4. Direksi mempertanggungjawabkan kepengurusannya dalam RUPS sesuai dengan peraturan perundang-undangan yang berlaku.

2.1.2.4 Pemegang Saham

Pemegang saham sebagai pemilik modal memiliki hak dan tanggung jawab atas perusahaan sesuai dengan peraturan perundang-undangan dan anggaran dasar perusahaan. Dalam melaksanakan hak dan tanggung jawabnya, perlu diperhatikan prinsip-prinsip sebagai berikut:

1. Pemegang saham harus menyadari bahwa dalam melaksanakan hak dan tanggung jawabnya harus memperhatikan juga kelangsungan hidup perusahaan.

2. Perusahaan harus menjamin dapat terpenuhinya hak dan tanggung jawab pemegang saham atas dasar asas kewajaran dan kesetaraan (*fairness*) sesuai dengan peraturan perundang-undangan dan anggaran dasar perusahaan.

2.1.2.5 Pemangku Kepentingan

Pemangku kepentingan, selain pemegang saham adalah mereka yang memiliki kepentingan terhadap perusahaan dan mereka yang terpengaruh secara langsung oleh keputusan strategis dan operasional perusahaan, antara lain terdiri dari karyawan, mitra bisnis, dan masyarakat terutama sekitar tempat usaha perusahaan. Antara perusahaan dengan pemangku kepentingan harus terjalin hubungan yang sesuai dengan asas kewajaran dan kesetaraan (*fairness*) berdasarkan ketentuan yang berlaku bagi masing-masing pihak. Agar hubungan antara perusahaan dengan pemangku kepentingan berjalan dengan baik, perlu diperhatikan prinsip-prinsip sebagai berikut:

1. Perusahaan menjamin tidak terjadinya diskriminasi berdasarkan suku, agama, ras, golongan, dan *gender* serta terciptanya perlakuan yang adil dan jujur dalam mendorong perkembangan karyawan sesuai dengan potensi, kemampuan, pengalaman dan keterampilan masing-masing.
2. Perusahaan dan mitra bisnis harus bekerja sama untuk kepentingan kedua belah pihak atas dasar prinsip saling menguntungkan.
3. Perusahaan harus memperhatikan kepentingan umum terutama masyarakat sekitar perusahaan, serta pengguna produk dan jasa perusahaan.

2.1.2.6 Pernyataan Tentang Penerapan Pedoman GCG

Setiap perusahaan harus membuat pernyataan tentang kesesuaian penerapan GCG dengan Pedoman GCG ini dalam laporan tahunannya. Pernyataan tersebut harus disertai laporan tentang struktur dan mekanisme kerja organ perusahaan serta informasi penting lain yang berkaitan dengan penerapan GCG. Dengan demikian, pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya, termasuk regulator, dapat menilai sejauh mana Pedoman GCG pada perusahaan tersebut telah diterapkan.

2.2 Peringkat Surat Utang Perusahaan

Peringkat surat utang perusahaan yang diberikan oleh lembaga pemeringkat independen memberikan gambaran tentang kemampuan emiten untuk memenuhi kewajiban membayar bunga dan pokok secara tepat waktu dan dalam jumlah yang sesuai. Peringkat dihasilkan setelah memperhatikan perbandingan antar industri dan antar emiten.

2.2.1 Pengertian Obligasi atau Surat Utang

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah – panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

Jenis Obligasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia:

1. *Corporate Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk badan usaha milik negara (BUMN), atau badan usaha swasta.
2. *Government Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah.
3. *Retail Bonds*: obligasi yang diperjualbelikan dalam satuan nilai nominal yang kecil, baik *corporate bonds* maupun *government bonds*.

Terdapat beberapa hal yang menjadi karakteristik obligasi, yaitu:

1. Nilai Nominal (*Face Value*) adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.
2. Kupon (*the Interest Rate*) adalah nilai bunga yang diterima pemegang obligasi secara berkala (kelaziman pembayaran kupon obligasi adalah setiap 3 atau 6 bulanan). Kupon obligasi dinyatakan dalam *annual* persentase.
3. Jatuh Tempo (*Maturity*) adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki resiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi maka semakin tinggi kupon/bunganya.

4. Penerbit/emiten (*Issuer*) yang mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor sangat penting dalam melakukan investasi Obligasi Ritel. Mengukur risiko/kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon atau pokok obligasi tepat waktu (disebut *default risk*) dapat dilihat dari peringkat (*rating*) obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat seperti PEFINDO atau Moody's Indonesia.

2.2.2 Proses Pemeringkatan Surat Utang Lembaga Keuangan

Proses pemberian peringkat dimulai dari permintaan (*rating request*) dari perusahaan dan kelengkapan semua persyaratan administrasi. Kemudian, pihak pemeringkat melakukan *analytical proses* dengan *me-review* informasi yang disediakan perusahaan, baik melalui dokumen maupun kunjungan lapangan. Pihak pemeringkat juga akan mengidentifikasi informasi tambahan yang harus disajikan oleh pihak manajemen emiten. Apabila semua informasi yang dibutuhkan telah diperoleh, maka suatu komite peringkat (*rating committee*) dibentuk oleh perusahaan pemeringkat untuk memberikan rekomendasi terakhir peringkat kredit. Pihak emiten berhak untuk mengajukan pembelaan atas hasil pemeringkatan sementara dengan menyajikan alasan dan informasi tambahan yang mendukung dalam rentang waktu yang telah disepakati. Jika pihak emiten tidak menyetujui hasil akhir dari proses pemeringkatan ini, maka perusahaan pemeringkat tidak akan mempublikasikannya.

Dalam penelitian ini, peringkat surat utang dibagi menjadi 9 (sembilan) klasifikasi sesuai dengan klasifikasi yang dikeluarkan oleh Pefindo yaitu **idAAA**, **idAA**, **idA**, **idBBB**, **idBB**, **idB**, **idCCC**, **idSD**, **idD**.

Tabel 2.1
Kategori dan Definisi Peringkat Perusahaan "(Issuer Rating)" Obligasi

Kategori	Definisi
AAA	Perusahaan yang berisiko investasi paling rendah dan berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
AA	Perusahaan yang berisiko investasi sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
A	Perusahaan yang berisiko investasi rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, dan hanya sedikit dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
BBB	Perusahaan yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik dalam membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, meskipun kemampuannya tersebut cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
BB	Perusahaan yang masih berkemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun berisiko investasi cukup tinggi, dan sangat peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
B	Perusahaan yang berisiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan sangat terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
CCC	Perusahaan yang tidak berkemampuan lagi untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya.
SD	Perusahaan yang gagal membayar satu atau lebih dari kewajiban finansialnya, baik sudah atau belum diperingkat, ketika harus dibayar. Disebut <i>selective default</i> dalam isu yang spesifik atau jenis obligasi namun akan melanjutkan untuk membayar obligasi lainnya dengan tepat waktu.
D	Efek utang yang macet atau perusahaan yang sudah berhenti berusaha.

Catatan: Tanda tambah (+) atau kurang (-) dapat dicantumkan dengan peringkat mulai dari AA hingga CCC. Tanda tambah menunjukkan bahwa suatu kategori peringkat lebih mendekati kategori peringkat yang di atasnya. tanda kurang (-) berarti bahwa suatu kategori peringkat tetap lebih baik dari kategori peringkat di bawahnya walaupun semakin mendekati.

2.2.3 Metodologi Pemeringkatan

Metodologi pemeringkatan terutama memperhatikan risiko usaha dan risiko keuangan. Secara khusus, dalam jangka pendek, dievaluasi faktor-faktor yang akan dengan segera mempengaruhi kondisi keuangan emiten, seperti likuiditas, siklus konversi aset dan tingkat keyakinan kinerja. Turut dianalisis kemungkinan dicapainya puncak dan dasar siklus bisnis dan pengaruhnya kepada kondisi keuangan emiten. Metodologi pemeringkatan surat utang yang digunakan oleh PEFINDO adalah berbeda untuk setiap sektor bisnis. Metodologi pemeringkatan tersebut selanjutnya akan dijelaskan dalam masing-masing sektor bisnis, yaitu sektor korporasi atau manufaktur, lembaga keuangan (perbankan, *multi finance*, dan industri sekuritas), dan perusahaan asuransi.

2.2.3.1 Sektor Korporasi atau Manufaktur

Metodologi pemeringkatan PEFINDO untuk sektor korporasi secara umum meliputi tiga penilaian risiko, yaitu risiko industri, risiko bisnis, dan risiko finansial. Penilaian risiko untuk setiap bisnis industri adalah sama, berdasarkan analisis yang mendalam dari lima faktor utama risiko, misalnya stabilitas dan

pertumbuhan industri, struktur biaya dan pendapatan industri, hambatan untuk masuk dan kompetisi antar industri, regulasi dan deregulasi dalam industri, dan profil finansial dari industri. Penilaian dalam setiap profil finansial perusahaan pun serupa, berdasarkan analisis yang merinci atas lima area utama yang meliputi kebijakan manajemen keuangan perusahaan, kebijakan perusahaan dan empat indikator keuangan termasuk profitabilitas, struktur modal, perlindungan arus kas, dan fleksibilitas finansial. Faktor analisis kunci untuk penilaian risiko korporasi bisnis berbeda antar satu perusahaan dengan yang lain, bergantung pada *Key Success Factors* (KSF) dari masing-masing industri di mana suatu perusahaan diklasifikasikan. Penting untuk diketahui juga bahwa seluruh analisis akan meliputi analisis perbandingan terhadap industri sejawat seperti juga antar jenis industri.

Penilaian risiko industri untuk pemeringkatan sektor korporasi:

1. **Stabilitas dan pertumbuhan industri**, yang berkaitan dengan kondisi permintaan dan penawaran, prospek, kesempatan pasar (domestik dan ekspor), tingkatan industri (permulaan, perkembangan, pendewasaan, atau penurunan), dan tipe produk (produk komplementer ataukah substitusi, generik atau khusus, dan komoditi atau barang diferensiasi).
2. **Struktur biaya dan pendapatan industri**, yang termasuk pemeriksaan dalam komposisi atas aliran pendapatan (Rupiah atau US Dollar), kemampuan untuk meningkatkan harga (kemampuan untuk secara mudah mengatasi peningkatan biaya kepada konsumen/konsumen akhir), komposisi dan struktur biaya

tenbaga kerja dan bahan baku (Rupiah atau US Dollar), komposisi biaya tetap dan biaya variabel, dan pengadaan bahan baku industri (domestik atau impor).

3. **Hambatan untuk masuk dan kompetisi antar industri**, yang termasuk penilaian dalam karakteristik industri untuk menentukan tingkat hambatan untuk masuk bagi pendatang baru. Analisis ini juga termasuk analisis terhadap jumlah pemain dalam industri (domestik atau global), pesaing terdekat (domestik atau global), potensi perang harga (domestik atau global), dan lain-lain untuk mengetahui tingkat eksistensi dan kompetisi masa depan.
4. **Regulasi dan deregulasi dalam industri** dalam pembatasan jumlah pemain bisnis, lisensi, kebijakan pajak (ekspor, impor, kuota, tarif, bea, cukai, dan lain-lain), kebijakan harga pemerintah (peraturan harga yang ditentukan pemerintah Indonesia dalam beberapa sektor seperti elektrisitas, jalan tol, dan telepon), dan kebutuhan lingkungan (terutama untuk sektor pertambangan), dan lain-lain.
5. **Profil finansial dari industri**, secara umum diperiksa dengan analisis dari ukuran finansial yang didapatkan dari beberapa perusahaan besar dalam industri yang secara luas mewakili masing-masing industri. Analisis finansial industri meliputi *cover margin*, profitabilitas, *leverage* dan juga proteksi terhadap arus kas.

Penilaian risiko finansial untuk pemeringkatan sektor korporasi:

1. **Kebijakan finansial**, analisis yang dilakukan meliputi tinjauan atas filosofi, strategi, dan kebijakan manajemen terhadap risiko finansial (historis, saat ini,

dan masa depan). Sebagai tambahan, yaitu pemeriksaan atas target finansial manajemen (*growth*, *leverage*, struktur utang, kebijakan dividen, dan lain-lain), kebijakan *hedging*/lindung nilai, dan kebijakan lain dalam usaha untuk mengurangi risiko finansial secara keseluruhan (historis ataupun masa depan).

Rekam jejak perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya di masa lampau juga diperiksa untuk menentukan tingkat dari komitmen, kemampuan, dan konsistensi perusahaan untuk membayar obligasi tepat waktu.

2. **Profitabilitas**, analisis ini meliputi pemeriksaan dalam pengukuran secara historis, saat ini, dan perkiraan profitabilitas yang meliputi *growth*, *volatility*, dan kesinambungan dalam kinerja profitabilitas melalui kenaikan dan penurunan bisnis dan siklus ekonomi.
3. **Struktur modal**, analisis ini meliputi pemeriksaan secara historis, saat ini, dan perkiraan ke depan atas *leverage* (total hutang dibagi dengan total aset), struktur dan komposisi utang (Rupiah atau mata uang asing, utang jangka pendek atau jangka panjang, kurs tetap atau kurs mengambang, dan lain-lain). Kemampuan mengelola kewajiban juga ditinjau secara menyeluruh.
4. **Perlindungan arus kas**, analisis ini meliputi tinjauan secara menyeluruh dalam membangkitkan dan meningkatkan kapabilitas arus kas perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansial jangka pendek dan jangka panjang perusahaan. Tingkat kapabilitas penyelesaian utang perusahaan diukur dari tingkat bunga perusahaan dan *debt coverage ratio*. Tingkat likuiditas perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendeknya juga dinilai secara menyeluruh.

5. **Fleksibilitas finansial**, analisis ini meliputi evaluasi kombinasi dari seluruh pengukuran finansial di atas untuk menentukan pandangan keseluruhan atas kesehatan finansial perusahaan. Analisis dalam faktor lain yang berkaitan atau menemukan beberapa hal yang secara spesifik tidak diperiksa seperti di atas, misalnya pemberian asuransi, perjanjian yang terbatas dalam persetujuan pinjaman atau obligasi, atau hubungan induk perusahaan dan dukungannya juga diperhitungkan. Tugas analitis yang lain misalnya evaluasi atas pilihan perusahaan dalam kondisi stress, termasuk rencana-rencana kemungkinan, dan kemampuan lain serta fleksibilitas untuk mengatasi kejadian yang merugikan. Dukungan dan komitmen dari pemegang saham juga sangat dipertimbangkan.

2.2.3.2 Lembaga Keuangan (Perbankan, *Multi Finance*, dan Industri Sekuritas)

Metodologi pemeringkatan PEFINDO untuk lembaga keuangan (perbankan, *multi finance*, dan industri sekuritas) meliputi empat penilaian risiko utama yakni yang terdiri dari risiko ekonomi, risiko industri, risiko bisnis dan risiko keuangan.

Penilaian risiko ekonomi dan risiko industri adalah sebagai berikut:

1. Ukuran ekonomi dan sifat *vulnerabilities* dan *volatility*,
2. Prospek pertumbuhan ekonomi,
3. Siklus ekonomi,
4. Kekuatan struktural dan permasalahan yang dihadapi termasuk kebijakan ekonomi,

5. Tabungan dan investasi yang dinamis di dalam ekonomi,
6. Kepekaan kepada faktor ekonomi eksternal,
7. Sektor/bisnis yang penting dalam mendukung ekonomi,
8. Faktor demografis yang mencakup kepadatan dan pertumbuhan penduduk, angkatan kerja, tingkat pengangguran, dll,
9. Kepastian dan stabilitas politis yang mempengaruhi ekonomi,
10. Struktur dasar dan trend dalam sistem perbankan dan lembaga keuangan lain (bukan bank) mencakup ukuran dan angka-angka dalam hubungannya dengan ukuran dari populasi dan ekonomi,
11. Proporsi keuangan dalam ekonomi yang mengintermediasi bank dan bukan bank,
12. Regulasi dan peraturan pada industri perbankan dan bukan bank,
13. Halangan untuk masuk dan berkompetisi di dalam perbankan dan industri bukan bank,
14. Prospek pertumbuhan pihak ketiga deposito dan kredit,
15. Trend dalam tingkat bunga dan biaya dana seperti halnya *non performing loans/receivables*,
16. Kemampuan industri berfungsi secara efisien sebagai suatu institusi perantara,
17. Trend dan dinamisnya sektor riil dan pasar modal (ukuran, struktur, kompetisi, volatilitas dan *cyclical performance*, dll),
18. Kelemahan dan kekuatan dari industri,
19. Tingkat kualitas dasar pelanggan dan produk,

20. Trend pada kebutuhan dan pilihan konsumen berhubungan dengan produk dan jasa perbankan dan bukan bank,
21. Struktur kepemilikan perbankan dan bukan bank dalam hubungan dengan kepemilikan negara, kepemilikan asing, kepemilikan perusahaan seperti halnya kepemilikan pribadi individu.

Sedangkan untuk risiko bisnis dan risiko keuangan dari sektor perbankan, *multi finance*, dan industri sekuritas berbeda untuk masing-masing sektor.

2.2.3.2.1 Sektor Perbankan

Penilaian untuk risiko bisnis dari sektor perbankan adalah:

1. **Posisi pasar.** Analisis ini termasuk dalam penilaian komprehensif terhadap ukuran dan pasar modal dari suatu bank dalam lini bisnis utama seperti prospek di masa yang akan datang, produk dari bank, produk masa depan, perluasan pasar dan keuntungan lain yang menentukan posisi pasar suatu bank (*pricing power vs. funding base*), baik dalam pasar nasional, regional, atau segmen/sektor khusus. Tingkat vulnerabilitas dari posisi pasar suatu bank juga menjadi pertimbangan untuk perbandingan atas keunggulan komparatif terhadap pesaingnya.
2. **Infrastruktur dan kualitas pelayanan.** Analisis ini mencakup penilaian yang merinci atas jaringan distribusi dari suatu bank seperti cabang, ATM, dan kapabilitas teknologi informasi untuk mendukung operasional sehari-hari perbankan dalam usaha untuk menyediakan produk yang lebih baik dan

terintegrasi dan memberikan pelayanan yang lebih baik kepada konsumen.

Kualitas pelayanan bank juga secara kerap kali dinilai, karena dipertimbangkan sebagai faktor yang penting untuk bank retail agar dapat menarik konsumen dan mendukung pertumbuhan bank yang berkesinambungan, terutama dalam kompetisi bisnis yang ketat. Faktor lain yang juga dinilai adalah kapabilitas karyawan dalam menyediakan pelayanan perbankan dan menangani keluhan dari konsumen, kecepatan pelayanan, aksesibilitas, ketepatan waktu, dan lain-lain.

3. **Diversifikasi.** Analisis ini meliputi penilaian menyeluruh terhadap jaringan bisnis bank dalam kaitannya dengan keadaan geografis/pembagian wilayah, lini bisnis, produk, struktur pendapatan, dan dasar konsumen untuk pendanaan atau peminjaman, risiko kredit (dijabarkan menjadi sektor ekonomi, ukuran, dan dasar konsumen), begitu juga dengan keanekaragaman ekonomi dalam pasar dari suatu bank.
4. **Manajemen.** Analisis ini mencakup penilaian yang rinci atas kualitas bank dan kredibilitas dari manajemen dan jajaran intinya, strategi manajemen yang digunakan bank untuk menjaga pertumbuhan yang berkesinambungan (eksternal dan internal), kualitas bank dalam strategi dan perencanaan finansial (agresif vs konservatif), struktur organisasi, kualitas bisnis yang secara umum diukur dari kriteria yang dipertanggungjawabkan, proses untuk persetujuan kredit, pendelegasian untuk persetujuan atau otoritas kredit, penilaian kolateral, pemantauan untuk pembukaan kredit, sistem penilaian dan pemeringkatan internal, peralatan atau sistem untuk mengidentifikasi potensi

permasalahan sesuai dengan peran dan tanggung jawab dari internal auditor dan departemen ketaatan (*compliance*), serta efisiensi dan efektivitas manajerial bank. Implementasi dari *good corporate governance*, terutama akuntabilitas manajemen dan transparansi dari laporan keuangan juga dipertimbangkan.

Penilaian untuk risiko finansial dari sektor perbankan adalah:

1. **Kapitalisasi.** Analisis ini mencakup penilaian atas komposisi modal bank (modal, *subordinated debt*, *revalued assets*, *unrealized capital gains*, dan tipe lain dari *quasi-reorganization*), posisi modal bank menurut persyaratan bank sentral (Bank Indonesia, tingkat *Capital Adequacy Ratio* (CAR), rasio *dividend payout*, tingkat pertumbuhan modal internal, kemampuan untuk mendapatkan sumber pendanaan eksternal, modal dibandingkan dengan aset, sesuai dengan filosofi manajemen dan strategi untuk mengungkit modal.
2. **Kualitas Aset.** Analisis ini mencakup penilaian intensif atas nilai *non performing loan* dari suatu bank yang dijabarkan dalam kategori, portofolio kredit bank dalam sektor ekonomi, ukuran dan mata uang, konsentrasi dalam risiko kredit (perkiraan untuk industri tertentu, perusahaan, atau individu), penyelesaian utang bermasalah, kebijakan serta kecukupan cadangan bank untuk kerugian pinjaman. Sebagai tambahan, analisis yang seksama juga dilakukan terhadap aspek kualitatif, misalnya apakah bank mengidentifikasi dan mengungkapkan secara penuh atas pinjaman yang bermasalah, kebijakan bank untuk *write off* dan apakah bank sudah menjalankannya dengan benar,

dan pertimbangan lain yang dapat memberikan petunjuk tentang kultur kredit suatu bank, kebijakan, prosedur, dan pengaruhnya dalam kualitas aset.

3. **Profitabilitas.** Analisis ini mencakup penilaian yang seksama atas *net interest income*, *margin (trend)*, kemampuan untuk bertumbuh seperti *sustainabilitas*), *non interest income (size, diversity)*, seperti potensi pertumbuhan), kualitas laba, kemampuan untuk membagi risiko dalam berbagai produk, keuntungan operasional, dan laba bersih (*trend, sustainability*, dan *potential growth*). Struktur biaya dari bank (*trend*, kemampuan untuk mendapatkan pendanaan dengan lebih murah, stabilitas, dan lain-lain), rasio *cost to income* (untuk mengukur efisiensi), strategi manajemen untuk mengendalikan pengeluaran operasional dan meningkatkan penghasilan berdasarkan biaya juga secara menyeluruh dinilai.
4. **Likuiditas.** Analisis ini meliputi penilaian atas kondisi pasar saat ini dan pengaruhnya terhadap likuiditas bank, pemeriksaan terhadap likuiditas manajemen bank (dalam hal kebijakan dan strategi), kemampuan untuk menghasilkan arus kas dengan cepat (secara internal maupun eksternal) dan rencana kemungkinan untuk mendukung permintaan likuiditas. Pemeriksaan tingkat bunga bank dan ketidaksesuaian jatuh tempo, posisi pembukaan bersih, *loan to deposit ratio*, serta evaluasi atas proporsi dari aset likuid bank yang dibandingkan dengan kewajiban jangka pendek juga dimasukkan dalam penilaian.
5. **Fleksibilitas finansial.** Analisis ini mencakup pada penilaian yang berhati-hati atas kemampuan bank untuk mengakses berbagai pasar pendanaan dan

mendapatkan modal dari pemegang saham yang lain, masyarakat, sumber swasta seperti dari pemerintah, pendiri, atau pemegang saham swasta, secara khusus dalam kondisi yang sedang tidak baik

2.2.3.2.2 Sektor Industri *Multifinance*

Penilaian risiko bisnis untuk industri *multi finance* adalah:

1. **Posisi pasar.** Analisis ini akan meliputi telaah atas keunggulan komparatif perusahaan dalam industri yang diukur dengan cakupan pasar, kekuatan *franchise* dan juga kekuatan merek dari produk yang didanai. Melebihi aspek kuantitatif, nilai *franchise* yang kuat juga sangat mendukung posisi pasar perusahaan. Beberapa perusahaan mungkin bisa mendapatkan kekuatan *franchise* mereka jika mereka menjadi anak perusahaan dari institusi finansial atau bank yang memiliki nama besar, grup otomotif terkemuka, di mana yang lainnya bersandar pada kapabilitasnya sendiri untuk melakukan penetrasi pasar.
2. **Saluran Distribusi dan Kapabilitas.** Penilaian ini meliputi analisis komprehensif atas cakupan jaringan perusahaan, kemampuan perusahaan untuk membangun hubungan jangka panjang yang baik dengan cabang dan pedagang (*dealer*), kemampuan perusahaan untuk mengintegrasikan sistem teknologi informasi dan mengkoordinasi pengumpulan basis data diantara kantor-kantor cabang serta kemampuan perusahaan dalam melakukan pemrosesan dan pengeluaran secara efisien.

3. **Diversifikasi.** Analisis akan mencakup pemeriksaan merinci akan seberapa baik diversifikasi perusahaan dalam hal basis konsumen, area geografis, sumber pendanaan, portofolio pendanaan atau sewa guna usaha (*leasing*), portofolio pendanaan produk untuk memastikan stabilitas pendapatan perusahaan, keuntungan, kualitas aset, dan arus kewajiban.
4. **Kualitas Bisnis.** Analisis akan meliputi telaah atas latar belakang manajemen, rekam jejak, visi, dan perencanaan strategis yang dijalankan di perusahaan. Kualitas sumber daya manusia juga ditelaah karena merupakan hal yang krusial bagi pertumbuhan dan perkembangan perusahaan, secara khusus dalam lingkungan bisnis yang sangat kompetitif. Penilaian juga meliputi tinjauan atas fokus pendanaan perusahaan, strategi ekspansi, sebagaimana penetrasi pasar untuk meningkatkan bisnisnya agar dapat terus maju. Implementasi *good corporate governance*, pengendalian internal yang kuat dan terintegrasi, serta kebijakan atas sumber pendanaan.

Penilaian risiko finansial untuk industri *multi finance* adalah:

1. **Kapitalisasi.** Analisis ini meliputi pemeriksaan atas ukuran dan komposisi modal perusahaan, pemenuhan kebutuhan modal perusahaan sesuai peraturan Menteri Keuangan, *dividend payout ratio*, *internal growth rate of capital*, kemampuan untuk mendapatkan sumber modal eksternal atau internal, modal dibandingkan dengan aset dan juga filosofi dan strategi manajemen dalam mengungkit modal.

2. **Kualitas Aset.** Analisis meliputi tinjauan intensif atas piutang bermasalah perusahaan yang dibagi dalam beberapa kategori (1-30 hari, 31-60 hari, dan lain-lain) dan portofolio pinjaman (sewa guna usaha, *financing*, dan lain-lain), portofolio produk yang didanai perusahaan yang dibagi dalam jenis produk dan merek, konsentrasi atas risiko kredit, penyelesaian kredit bermasalah, dan kebijakan cadangan kehilangan pinjaman perusahaan.
3. **Profitabilitas.** Analisis meliputi tinjauan atas pendapatan bunga perusahaan dan *margin* (trend, kemampuan untuk bertumbuh atau *sustainability*), kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendapatan non bunga, kualitas laba perusahaan, kemampuan untuk menilai risiko dalam berbagai produk, laba operasi dan laba bersih.
4. **Manajemen Aktiva dan Kewajiban.** Analisis meliputi penilaian atas komposisi jatuh tempo perusahaan dalam pendanaannya, tipe pendanaan perusahaan dan mata uang yang digunakan, filosofi serta strategi manajemen dalam likuiditas dan meminimalisir risiko finansial.
5. **Fleksibilitas finansial.** Analisis meliputi penilaian atas kemampuan perusahaan untuk mendapatkan berbagai sumber pendanaan dari pemegang saham, masyarakat atau sumber swasta yang lain untuk mendanai bisnis finansialnya dalam kondisi yang normal atau dalam kondisi tekanan, kemampuan perusahaan untuk mendapatkan pendanaan gabungan dan rancangan penyaluran dari sektor perbankan untuk memberikan nilai *franchise* seperti dukungan dari pendiri perusahaan atau pemegang saham. Rekam jejak perusahaan dalam memenuhi kewajibannya juga dinilai.

2.2.3.2.3 Sektor Industri Sekuritas

Penilaian risiko bisnis untuk industri sekuritas:

1. **Posisi Pasar.** Analisis ini meliputi penilaian atas cakupan pasar perusahaan, posisi bisnis, kekuatan, lisensi, dan juga keunggulan komparatif dalam setiap segmen yang diikuti. Kemampuan perusahaan untuk secara konsisten menjaga atau memperkuat posisinya, mempekerjakan professional yang kompeten dan berpengalaman, menarik banyak klien, menjaga atau meningkatkan reputasi dan nilai *franchise*, serta filosofi dan strategi manajemen dalam meningkatkan bisnisnya.
2. **Diversifikasi.** Analisis ini meliputi penilaian intensif atas diversifikasi perusahaan dalam hal segmen bisnis, lokasi geografis dari perusahaan cabang, produk dan jasa, tipe konsumen, aliran mendapatkan pendapatan dan naik turunnya mata uang dan juga strategi manajemen untuk mengamankan aliran pendapatan agar lebih stabil yang diberikan oleh naik turunnya industri.
3. **Struktur Biaya.** Analisis meliputi pemeriksaan atas struktur biaya perusahaan, manajemen dan pengendalian atas biaya *overhead* secara khusus dalam kecenderungan untuk menurun, biaya sumber daya manusia dan sistem teknologi informasi. Kemampuan perusahaan untuk mengatur biaya dan juga kemampuan serta fleksibilitas perusahaan untuk mengurangi atau meminimalisir biaya selama siklus bisnis yang cenderung menurun.
4. **Manajemen, Infrastruktur, dan Strategi.** Analisis ini meliputi penilaian komprehensif atas keahlian manajemen, lisensi, kredibilitas, dan strategi untuk secara aman dan konservatif menjalankan perusahaan, di mana perusahaan

sekuritas sangat mudah untuk mengganti profil risiko finansialnya dengan cepat dengan mengambil level pasar, kredit, dan risiko operasional yang lebih tinggi. Analisis juga memeriksa manajemen risiko perusahaan untuk mengurangi atau meminimalisir berbagai risiko yang dihadapi oleh perusahaan dalam suatu titik waktu, komitmen perusahaan untuk menaati sistem untuk mencegah kerugian potensial dan klaim hukum serta infrastruktur dan system teknologi informasi perusahaan untuk mengintegrasikan seluruh segmen bisnis dan jasa untuk memastikan efektifitas dan kecepatan pengambilan keputusan yang krusial. Rekam jejak manajemen dalam menjalankan perusahaan juga dinilai.

Penilaian risiko finansial untuk industri sekuritas:

1. **Manajemen Risiko.** Analisis meliputi pemeriksaan atas standar operasional perusahaan (SOP) dan implementasinya untuk manajemen risiko untuk menghadapi risiko pasar, risiko kredit, risiko tingkat bunga, dan lain-lain. Analisis juga mencakup kebijakan finansial dan prosedur investasi perusahaan.
2. **Likuiditas dan Pendanaan.** Analisis meliputi penilaian intensif atas komposisi aset perusahaan, komposisi sumber pendanaan, struktur jatuh tempo pendanaan baik jangka pendek maupun jangka panjang, keanekaragaman antara sumber pendanaan jangka pendek dan jangka panjang, konsentrasi dalam sumber pendanaan, komposisi *marketable securities* dan likuiditasnya.

3. **Kapitalisasi.** Analisis meliputi pemeriksaan dalam modal perusahaan, yaitu ukuran, peraturan BAPEPAM, struktur, pengadaan modal internal, dan penilaian rasio lainnya.
4. **Profitabilitas.** Analisis meliputi penilaian dalam kemampuan perusahaan untuk menjaga laba operasi dan marginnya selama keadaan yang baik ataupun keadaan yang cenderung menurun dalam siklus bisnis dan ekonomi, kualitas laba perusahaan, ROA/ROE perusahaan.
5. **Fleksibilitas Finansial.** Analisis ini meliputi penilaian komprehensif dalam kemampuan perusahaan untuk mendapatkan berbagai sumber pendanaan dan mendapatkan modal dari pemegang saham dan institusi lainnya, pemerintah atau pun swasta untuk mendanai bisnisnya baik dalam kondisi normal ataupun dalam kondisi tertekan dan lingkungan yang sulit.

2.2.3.3 Perusahaan Asuransi

Pemeringkatan PEFINDO untuk perusahaan asuransi dikenal sebagai peringkat kekuatan finansial, yang merupakan evaluasi prospektif bagi keamanan finansial penjamin asuransi terhadap pemegang polis asuransi. Serupa dengan sektor yang lain, penilaian untuk pemeringkatan pada sektor ini berdasarkan pada tiga area evaluasi dasar, yang termasuk evaluasi atas risiko industri, risiko bisnis, dan risiko finansial.

Penilaian-penilaian juga meliputi baik evaluasi kualitatif maupun kuantitatif. Analisis kuantitatif meliputi penilaian menyeluruh atas pertumbuhan perusahaan, kinerja bisnis dan finansial, keanekaragaman investasi, basis konsumen, lokasi geografis, standar pengasuransian, dan lain-lain. Di mana

analisis kualitatif meliputi evaluasi atas manajemen dan strategi korporasi, keahlian manajemen, kebijakan finansial perusahaan untuk meminimalisir risiko, *positioning* perusahaan, keunggulan komparatif, kekuatan dan kelemahan, dan lain-lain. Perlu dicatat bahwa telaah menyeluruh dalam kinerja bisnis perusahaan adalah sangat krusial dalam menentukan peringkat kekuatan finansial pada perusahaan asuransi.

Dalam menelaah kinerja bisnis perusahaan, kita dapat mengevaluasi beberapa faktor yang juga disebut sebagai *Key Success Factor* (KSF) untuk perusahaan asuransi dalam menjalankan bisnisnya. KSF tersebut meliputi:

1. **Posisi Pasar.** Penilaian akan meliputi tinjauan yang mendalam atas posisi pasar atau posisi bisnis yang juga melibatkan beberapa analisis subjektif. Kekuatan dan kelemahan perusahaan dalam area pasar adalah hal yang vital untuk kelangsungan masa depan bisnis perusahaan. Telaah yang dilakukan juga berusaha untuk mengukur tingkat kesinambungan dari posisi perusahaan dalam industri yang diindikasikan oleh *market share* yang bisa didapatkan dari kekuatan *franchise* dan keseluruhan lingkungan kompetitif.
2. **Saluran Distribusi dan Kapabilitas.** Penilaian akan meliputi telaah atas cakupan jaringan perusahaan untuk mengukur kemampuan perusahaan untuk merambah pasar di area yang prospektif. Untuk beberapa lini bisnis tertentu seperti jaminan obligasi, lokasi dari kantor cabang adalah faktor yang penting untuk dapat lebih mudah berurusan dengan pemilik proyek, dan juga terhadap pemerintah, baik lokal maupun regional.

3. **Investasi.** Penilaian akan meliputi pemeriksaan terhadap strategi investasi perusahaan dan menggabungkannya untuk mengukur apakah hasilnya dapat memberikan pengembalian yang berkesinambungan. Pemeriksaan juga akan berusaha untuk mengetahui apakah strategi investasi perusahaan sudah tepat dengan profil kewajiban masa depan perusahaan.
4. **Diversifikasi.** Penilaian akan meliputi pemeriksaan mendalam seberapa baik diversifikasi perusahaan dalam lokasi perusahaan cabang, basis konsumen, sebagaimana produk yang dapat mengurangi risiko konsentrasi dan memastikan stabilitas kualitas aset dan aliran laba perusahaan.
5. **Strategi Manajemen dan Perusahaan.** Analisis kualitatif akan memainkan peranan dominan dalam menilai kualitas manajemen perusahaan, pengalaman, kredibilitas, dan strategi untuk membuat perusahaan memiliki penempatan yang sesuai untuk terus maju terutama dalam area industri di mana kepercayaan (*trust*) dan kesan (*image*) adalah sangat penting. Penilaian juga berusaha untuk mengetahui seberapa baik manajemen menjalankan strategi yang sudah ditentukan untuk mencapai tujuan.

Penilaian risiko finansial untuk perusahaan asuransi:

1. **Kapitalisasi dan Cadangan (*Reserves*).** Penilaian akan meliputi pemeriksaan atas komposisi modal perusahaan (ekuitas, aset yang dinilai kembali, pendapatan yang belum direalisasi dan tipe lain dari kuasi-reorganisasi), posisi modal perusahaan dalam hubungannya dengan peraturan Menteri Keuangan, *dividend payout ratio*, *internal growth rate of capital*,

kemampuan untuk mendapatkan sumber modal eksternal, modal dibandingkan dengan aktiva sebagaimana filosofi strategi manajemen untuk mengungkit modalnya. Kebijakan perusahaan atas cadangan dan ukurannya juga diperiksa, di mana perusahaan asuransi harus memenuhi kewajiban jangka panjangnya do masa depan.

2. **Kinerja Operasi.** Penilaian akan meliputi analisis menyeluruh atas kinerja finansial perusahaan, operasi dan efisiensi perusahaan, kualitas pengembalian investasi perusahaan, kemampuan untuk menilai risiko dalam berbagai produk, keuntungan operasional dan laba bersih.
3. **Likuiditas.** Penilaian akan meliputi telaah mendalam atas seberapa cair portofolio investasi untuk mengatasi klaim, khususnya ketika malapetaka yang signifikan terjadi. Kunci pemikiran atas likuiditas meliputi seberapa banyak portofolio dalam jangka panjang dan jangka pendek, seberapa banyak portofolio dalam aktiva tetap atau dalam pasar uang, berapa banyak portofolio tersebut dalam risiko pasar yang tinggi, dan lain-lain. Alokasi dan diversifikasi dalam tiap aset dan juga kualitas kredit pada tiap aset juga diperiksa.
4. **Fleksibilitas Finansial.** Penilaian akan meliputi analisis atas kemampuan perusahaan untuk menilai berbagai pendanaan dari pasar dan bagaimana mendapatkan modal dari pemegang saham, masyarakat dan sumber swasta dalam kondisi finansial yang kurang baik atau lingkungan ekonomi yang sulit. Nilai *franchise* perusahaan dan juga dukungan dari pemerintah, induk perusahaan, pendiri perusahaan atau pemegang saham publik juga ditinjau.

2.3 Penelitian-penelitian Sebelumnya

Ashbaugh dkk (2004) menemukan bahwa peringkat surat utang (1) berhubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*block holders*) di perusahaan, (2) berhubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan (*takeover defenses*), (3) berhubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, (4) berhubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan, dan keahlian dewan serta berhubungan negatif dengan kekuasaan *CEO* atas dewan.

Bhojraj & Sengupta (2003) memberikan bukti adanya hubungan antara mekanisme *corporate governance* dengan peringkat surat utang dan *bond yields*. Mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi resiko gagal bayar (*default risk*) dengan cara mengurangi biaya keagenan (*agency costs*) dengan memonitor kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur. Mereka juga menemukan bahwa perusahaan dengan kepemilikan institusional dan komposisi komisaris independen yang besar mempunyai peringkat surat utang yang tinggi dan *bond yields* yang rendah. Namun, kepemilikan institusional yang terkonsentrasi mempunyai efek yang buruk terhadap *rating* dan *yields*.

Selanjutnya Bhojraj & Sengupta (2003) mengatakan bahwa *agency risk* adalah risiko manajemen bertindak untuk kepentingannya sendiri dan menyimpang dari tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*), termasuk risiko bahwa manajer adalah orang yang tidak kompeten.

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan masalah keagenan (*agency problems*) menyebabkan 'ketidakadilan' bagi pemegang saham minoritas dan kreditor, *agent* cenderung memaksimalkan *return* jangka pendek daripada jangka panjang (Dechow and Sloan, 1991), menanamkan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan untuk meningkatkan ukuran perusahaan, dan mungkin meningkatkan kompensasi (Jensen, 1986). Jika mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi *agency risk*, maka perusahaan dengan tata kelola korporasi yang baik akan diuntungkan dengan diperolehnya peringkat yang tinggi dan *yields* yang lebih rendah.

Sebelumnya, Shleifer dan Vishny (1986) membuktikan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang besar mempunyai insentif untuk memonitor kinerja manajemen karena mereka mendapatkan *benefit* yang besar dan dengan *voting power* yang lebih besar membuat mereka lebih mudah untuk melakukan tindakan perbaikan (*corrective actions*). Hipotesa ini sering disebut dengan *active monitoring hypothesis*, yang juga didukung oleh Jarrel and Poulsen (1987) dan Brickley, Lease, and Smith (1988) yang menemukan bahwa investor institusional akan menolak keputusan manajemen yang dapat mengurangi kesejahteraan pemegang saham.

2.4 Pengembangan Hipotesis

Dengan mengacu pada penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh dkk (2004), Bhojraj & Sengupta (2003), Dyah (2005) maka penelitian ini akan meneliti pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat

utang perusahaan dengan menggunakan *proxy* variabel *corporate governance* seperti pada penelitian Ashbaugh dkk (2004) dengan beberapa modifikasi.

2.4.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan

Struktur dan pengaruh kepemilikan dalam penelitian ini menggunakan variabel yang digunakan oleh Ashbaugh et.al (2004) dalam Dyah (2005), yaitu (1) jumlah *block holder* yang memiliki 5% atau lebih dari saham perusahaan yang beredar, (2) persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional (yang didefinisikan sebagai investor yang berasal dari sektor keuangan, yaitu perbankan, perusahaan efek, asuransi, dan lembaga pembiayaan), dan (3) persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris.

Shleifer dan Vishny (1986) menemukan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang besar mempunyai insentif untuk memonitor kinerja manajemen karena mereka mendapatkan *benefit* yang besar dengan *voting power* yang lebih besar membuat mereka lebih mudah untuk melakukan tindakan perbaikan (*corrective actions*).

Ashbaugh et.al (2004) menemukan bahwa apabila saham lebih banyak dimiliki oleh direksi, hal ini menjadi indikator untuk mengukur kepentingan pribadi manajemen (*management self-interest*), sehingga semakin besar persentase saham yang dimiliki oleh direksi, maka peringkat surat utang semakin rendah. Namun, jika persentase saham lebih banyak dimiliki oleh dewan komisaris, maka hal ini akan semakin meningkatkan *monitoring* dewan terhadap manajemen sehingga dewan dapat meminta tindakan perbaikan apabila

manajemen melakukan tindakan yang merugikan *stakeholders* lainnya, sehingga peringkat surat utang akan semakin tinggi. Maka hipotesis yang diambil adalah:

H₁: Corporate governance dalam hal ini struktur kepemilikan berpengaruh terhadap pemeringkatan surat utang perusahaan.

2.4.2 Pengaruh Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan

Sengupta (1998) mengungkapkan bahwa perusahaan yang mengungkapkan informasi keuangan dengan tepat waktu dan informatif, mempunyai kecenderungan yang sangat kecil untuk menahan *value-relevant unfavorable information* sehingga investor menginginkan *risk premium* yang lebih rendah. Keandalan dan transparansi informasi keuangan dapat dilihat dari kualitas dan integritas proses audit. Adanya komite audit yang berfungsi melakukan pemeriksaan atau penelitian yang dianggap perlu terhadap pelaksanaan fungsi direksi dalam pengelolaan perusahaan.

Dalam penelitian ini, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan dicoba untuk dijelaskan dengan menggunakan dua variabel, yaitu: (1) ukuran Kantor Akuntan Publik (KAP) yang mengaudit perusahaan, dan (2) adanya komite audit sesuai dengan peraturan PT. Bursa Efek Indonesia.

DeFond et.al (2002), Chung dan Kallapur (2003) dan Ashbaugh et.al (2003) tidak menemukan bahwa independensi audit dan kualitas laporan keuangan terpengaruh oleh adanya *economic bonding* antara auditor dan kliennya. Perusahaan yang diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big 4, diharapkan memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang diaudit oleh

Kantor Akuntan Publik (KAP) *Non-Big 4*. KAP *Big 4* memiliki reputasi internasional dan prosedur audit baku yang diharapkan mampu memberikan opini independen sehingga mengurangi *agency risk*, menurunkan *default risk*, dan menaikkan peringkat surat utang perusahaan.

Berdasarkan Keputusan Direksi PT BEJ No:Kep-315/BEJ/06-2000 yang diubah menjadi No:Kep-339/BEJ/07-2001, ketentuan tentang komite audit adalah anggota komite auditnya sekurang-kurangnya terdiri atas 3 (tiga) orang anggota, seorang diantaranya merupakan komisaris independen perusahaan tercatat sekaligus merangkap sebagai ketua komite audit, sedangkan anggota lainnya merupakan pihak ekstern yang independen di mana sekurang-kurangnya satu diantaranya memiliki kemampuan di bidang akuntansi dan keuangan (www.jsx.co.id). Komite audit bertugas untuk memberikan pendapat profesional yang independen kepada dewan komisaris terhadap laporan atau hal-hal yang memerlukan perhatian dewan komisaris. Jika tugas komite audit dilaksanakan dengan baik, maka motif oportunistik dari manajemen dapat dikurangi dan kualitas transparansi laporan keuangan meningkat, sehingga perusahaan memiliki *default risk* dan *agency risk* yang rendah, yang pada akhirnya menaikkan surat utang perusahaan. Maka hipotesis yang diambil adalah:

H₂: *Corporate governance* dalam hal ini transparansi dan pengungkapan informasi keuangan berpengaruh terhadap pemeringkatan surat utang perusahaan.

2.4.3 Pengaruh Struktur Dewan Komisaris

Dalam penelitian ini, struktur dewan komisaris dijelaskan variabel ukuran dewan komisaris.

Yermack (1996) dalam Larcker et al. (2004) menemukan bahwa perusahaan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih besar mempunyai kinerja yang lebih buruk dibandingkan dengan ukuran dewan komisaris yang lebih kecil. Penelitian ini ingin melihat pengaruh ukuran dewan komisaris terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Ashbaugh dkk (2004) menyebutkan bahwa struktur dewan komisaris berkaitan dengan hal-hal seperti ukuran dewan komisaris dan komposisinya yaitu proporsi dewan komisaris baik *inside*, *outside*, maupun *affiliated directors*, kompetensi anggota dewan komisaris, kecukupan jumlah dewan komisaris independen dalam dewan yang mewakili kepentingan seluruh *stakeholders*, serta struktur kepemimpinan dan sistem remunerasi yang dapat memotivasi anggota dewan komisaris untuk kesuksesan jangka panjang perusahaan. Maka hipotesis yang dibentuk adalah:

H₃: *Corporate governance* dalam hal ini struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap pemeringkatan surat utang perusahaan.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini tergolong sebagai *hypotesis testing*. Menurut Sekaran (2003: 124) *hypotesis testing* merupakan suatu penelitian yang sudah memiliki kejelasan dan gambaran, pengujian hipotesis dimaksudkan untuk menjelaskan hubungan kausal antara variabel-variabel penelitian. Penelitian ini mengidentifikasi fakta atau peristiwa sebagai variabel yang dipengaruhi (variabel dependen) dan melakukan penyelidikan terhadap variabel-variabel yang mempengaruhi (variabel independen).

3.2 Penentuan Populasi dan Sampel Penelitian

Populasi pada penelitian merupakan perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan “*purposive sampling method*,” dimana sampel yang dipilih berdasarkan pemenuhan terhadap kriteria-kriteria tertentu berdasarkan pertimbangan yang relevan dengan tujuan penelitian. Kriteria pengambilan sampel untuk penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Perusahaan menerbitkan obligasi dan sahamnya tercatat di BEI periode 2010.
2. Obligasi yang dipilih adalah obligasi korporasi yang berdenominasi rupiah.
3. Obligasi yang dipilih adalah obligasi yang diketahui data peringkatnya (tercatat pada PEFINDO *rating*).

4. Emiten mempunyai data laporan keuangan teraudit lengkap tahun 2009.

3.3 Sumber Data

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder yang digunakan dalam penelitian ini berupa data yang memuat informasi tentang jumlah *block holder*, persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional, persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional, persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam (baik direksi maupun komisaris), Kantor Akuntan Publik yang mengaudit perusahaan, Komite Audit perusahaan, dan ukuran dewan komisaris. Sumber data tersebut diperoleh dari data-data yang terdapat di situs resmi BEI. *Rating* dari obligasi perusahaan diperoleh dari situs resmi PEFINDO (www.pefindo.com).

3.4 Metode Pengumpulan Data

Metode yang digunakan penulis dalam pengumpulan data adalah:

- a. Studi pustaka

Merupakan metode pengumpulan data yang dilakukan dengan cara mengkaji dan memahami berbagai bahan untuk memperoleh data secara teoritis yang berhubungan dengan masalah yang akan dibahas dalam penelitian. Manfaatnya adalah untuk membandingkan data ilmiah dan data teoritis dengan kenyataan sebenarnya.

b. Dokumentasi

Metode ini dilakukan untuk mengumpulkan data dengan cara mencatat, menyalin informasi atau catatan berkaitan dengan masalah yang dibahas dalam penelitian.

3.5 Variabel Penelitian dan Operasionalisasi Variabel

3.5.1 Variabel Dependen (terikat)

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah peringkat surat utang, yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (PEFINDO) dan PT. Moody's Indonesia yang diakses dari (www.pefindo.com) dan (www.moodyindonesia.com).

Peringkat obligasi akan dibagi menjadi tujuh klasifikasi, di mana peringkat akan diberi angka satu sampai dengan tujuh (lihat tabel 3.1). Lebih lanjut peringkat obligasi akan dibagi menjadi dua kategori besar, yaitu kategori *speculative* yaitu obligasi mempunyai peringkat 1–3 yang relatif lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dengan resiko gagal bayar (*default risk*) yang cukup besar, dan kategori *investment* yaitu obligasi mempunyai peringkat 4–7 yang relatif tidak terlalu rentan terhadap kondisi perekonomian dan resiko gagal bayar (*default risk*) relatif kecil.

Tabel 3.1
Peringkat Obligasi PEFINDO

Pefindo Bond Rating	Peringkat	Kategori
id AAA	7	<i>Investment</i>
id AA +	6	<i>Investment</i>
id AA	6	<i>Investment</i>
id AA -	6	<i>Investment</i>
id A+	5	<i>Investment</i>
id A	5	<i>Investment</i>
id A -	5	<i>Investment</i>
id BBB +	4	<i>Investment</i>
id BBB	4	<i>Investment</i>
id BBB -	4	<i>Investment</i>
id BB +	3	<i>Speculative</i>
id BB	3	<i>Speculative</i>
id BB -	3	<i>Speculative</i>
id B +	2	<i>Speculative</i>
id B	2	<i>Speculative</i>
id B -	2	<i>Speculative</i>
id CCC +	1	<i>Speculative</i>
id CCC	1	<i>Speculative</i>
id D atau SD	1	<i>Speculative</i>

Sumber: Ashbaugh et.al (2004) dan www.pefindo.com

3.5.2 Variabel Independen (bebas)

Variabel independen merupakan *proxy* dari *corporate governance* dan karakteristik perusahaan. *Proxy* dari *corporate governance* dibagi dalam tiga kelompok besar, yaitu:

1. Struktur Kepemilikan,
2. Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan,
3. Struktur Dewan Komisaris.

Tabel 3.2
Operasionalisasi Variabel

Variabel Independen	Definisi Operasional
	<i>Corporate Governance</i>
Struktur Kepemilikan	
BLOCK	Jumlah <i>block holder</i> , di mana <i>block</i> didefinisikan jumlah kepemilikan sebesar 5% atau lebih
%INST	Persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional, di mana investor insitusional didefinisikan investor yang berasal dari sektor keuangan (Bank, Asuransi, Perusahaan Efek dan Lembaga Pembiayaan lainnya.)
%INSIDE	Persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris.
Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan	
AUDIT	1 (satu) jika perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big 4 dan 0 (nol) jika lainnya
AUD_COM	1 (satu) jika perusahaan memiliki komite audit sesuai dengan peraturan BEI dan 0 (nol) jika lainnya
Struktur Dewan Komisaris	
BODZ	Jumlah anggota dewan komisaris

Sumber: Diolah dari landasan teori dan penelitian Ashbaugh et al. (2004)

3.6 Metode Analisis

3.6.1 Statistik Deskriptif

Pengujian dengan menggunakan statistik deskriptif dilakukan dengan cara menggambarkan pola sebaran data, seperti nilai minimum, maksimum, dan rata-rata dari variabel penelitian.

3.6.2 Uji Normalitas

Sebelum data dianalisis, terlebih dahulu data diuji dengan menggunakan uji normalitas. Uji normalitas bertujuan agar diperoleh data yang berdistribusi normal. Alat uji normalitas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test* dengan $\alpha=5\%$.

3.6.3 Uji Regresi Logistik

Model persamaan regresi logistik yang digunakan untuk menguji hipotesis sebagai berikut :

$$\text{Peringkat} = b_0 + b_1\text{BLOCK} + b_2\%INST + b_3\%INSIDE + b_4\text{AUDIT} + b_5\text{AUD_COM} + b_6\text{BODZ} + e$$

Di mana:

Peringkat = Peringkat obligasi akan dibagi menjadi tujuh klasifikasi, di mana peringkat akan diberi angka satu sampai dengan tujuh yang merupakan variabel berbentuk *dummy* atau kategori.

b_0 = Konstanta

$b_1 - b_6$ = Koefisien regresi

BLOCK = Jumlah *block holder*

%INST = Persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional

%INSIDE = Persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris.

AUDIT = Kantor Akuntan Publik yang mengaudit perusahaan

AUD_COM = Adanya komite audit sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia

$BODZ$ = Jumlah anggota dewan komisaris

e = Error term

3.7 Uji Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan analisis multivariat dengan menggunakan regresi logistik (*logistic regression*), yang variabel bebasnya merupakan kombinasi antara *metric* dan *non metric* (nominal). Pengujian dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer *SPSS 15 for Windows*. Uji regresi logit dilakukan secara serentak terhadap semua variabel independen dengan tingkat $\alpha=5\%$. Kaidah pengambilan keputusan adalah sebagai berikut:

1. Apabila nilai probabilitas $(p) < \alpha$, maka hipotesis alternatif (H_a) diterima.
2. Apabila nilai probabilitas $(p) > \alpha$, maka hipotesis alternatif (H_a) ditolak.

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

4.1 Hasil Analisis

Berdasarkan atas kriteria sampel pada penelitian ini, yaitu perusahaan penerbit obligasi telah tercatat di Bursa Efek Indonesia periode 2010 dan telah diperingkat oleh PEFINDO, diperoleh sampel 33 perusahaan dengan populasi 44 perusahaan, 11 perusahaan yang tidak terpilih sebagai sampel disebabkan karena tidak memiliki data yang lengkap untuk digunakan dalam penelitian ini.

Tabel 4.1 menunjukkan perusahaan-perusahaan yang terpilih sebagai sampel terdiri dari 22 perusahaan dari sektor korporasi atau manufaktur, 7 perusahaan dari sektor lembaga keuangan (perbankan, *multi finance*, dan industri sekuritas), dan 4 perusahaan dari sektor perusahaan asuransi.

Tabel 4.1

Issuer yang Terdaftar di BEI dan diperingkat oleh PEFINDO

No	Issue Name	CODE	Sektor
1	Indosiar Visual Mandiri	IDKM	Manufaktur
2	Surya Citra Televisi	SCMA	Manufaktur
3	Branta Mulia Tbk.	BRAM	Manufaktur
4	Lautan Luas Tbk.	LTLS	Manufaktur
5	Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC	Manufaktur
6	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	Manufaktur
7	HM Sampoerna Tbk.	HMSP	Manufaktur
8	Mayora Indah Tbk.	MYOR	Manufaktur
9	Astra Graphia Tbk.	ASGR	Manufaktur
10	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	Manufaktur
11	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN	Manufaktur
12	Duta Pertiwi Tbk.	DPNS	Manufaktur
13	Adhi Karya (Persero)	ADHI	Manufaktur
14	Summarecon Agung Tbk.	SMRA	Manufaktur

15	Matahari Putra Prima Tbk.	MPPA	Manufaktur
16	Alfa Retailindo Tbk.	ALFA	Manufaktur
17	Berlian Laju Tanker Tbk.	BLTA	Manufaktur
18	Arpeni Pratama Ocean Line	APOL	Manufaktur
19	PT Excelcomindo Pratama	EXCL	Manufaktur
20	Indosat Tbk.	ISAT	Manufaktur
21	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM	Manufaktur
22	Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	INKP	Manufaktur
23	Bank UOB Buana Tbk.	BBIA	Keuangan
24	Bank Bukopin Tbk.	BBKP	Keuangan
25	Bank Negara Indonesia Tbk. (Persero)	BBNI	Keuangan
26	Bank NISP Tbk.	NISP	Keuangan
27	Bank Panin Tbk.	PNBN	Keuangan
28	Bank Permata Tbk.	BNLI	Keuangan
29	Bank Rakyat Indonesia Tbk. (Persero)	BBRI	Keuangan
30	Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	ADMF	Asuransi
31	Indomobil Finance Indonesia	IMAS	Asuransi
32	Apexindo Pratama Duta Tbk.	APEX	Asuransi
33	Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	Asuransi

Sumber data : Lampiran

4.1.1 Statistik Deskriptif

Penelitian ini bertujuan untuk memberikan bukti empiris tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang (*bond rating*) perusahaan di Indonesia. Jenis data dalam penelitian ini terbagi menjadi kategori data rasio (jumlah *blok holder*, kepemilikan institusional, kepemilikan orang dalam, jumlah anggota dewan komisaris) dan data nominal (peringkat surat utang, ukuran KAP, Komite Audit). Hasil statistik deskriptif terhadap variabel penelitian yang memiliki kategori data nominal ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 4.2
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean
BLOK	33	1	6	2,212
INST	33	33,070	99,790	71,268
INSIDE	33	0,000	23,520	1,018
BODZ	33	0,167	0,714	0,402
Valid N (listwise)	33			

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.2, dengan menggunakan metode *cross sectional* diperoleh sebanyak 33 data observasi dan semuanya dinyatakan valid atau tidak terdapat *missing case*. Jumlah *blok holder* (BLOK) merupakan jumlah kepemilikan saham sebesar 5% atau lebih. Hasil statistik terhadap variabel *Block Holder* menghasilkan nilai minimum sebesar 1 orang, nilai maksimum sebesar 6 orang, dengan rata-rata sebesar 2 orang. Berdasarkan nilai minimum, maksimum, dan rata-rata yang dihasilkan tersebut, secara umum dapat disimpulkan bahwa kepemilikan saham di atas 5% masih tergolong kecil pada perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian.

Hasil statistik deskriptif terhadap variabel Kepemilikan Institusional (INST) menghasilkan nilai minimum sebesar 33,07%, nilai maksimum sebesar 99,79%, dengan rata-rata sebesar 71,268%. Berdasarkan rata-rata yang dihasilkan dapat disimpulkan bahwa kepemilikan institusional mendominasi struktur kepemilikan pada perusahaan yang dijadikan sampel penelitian.

Hasil statistik deskriptif terhadap variabel Kepemilikan Manajerial (INSIDE) menghasilkan nilai minimum sebesar 0%, nilai maksimum sebesar 23,52%, dengan rata-rata sebesar 1,018%. Berdasarkan rata-rata yang dihasilkan

secara umum dapat disimpulkan bahwa kepemilikan manajerial pada perusahaan yang dijadikan sampel penelitian masih tergolong rendah.

Hasil statistik deskriptif terhadap variabel Persentase Komisaris Independen (BODZ) menghasilkan nilai minimum sebesar 16,7%, nilai maksimum sebesar 71,4%, dengan rata-rata sebesar 40,2%. Berdasarkan hasil tersebut dapat disimpulkan bahwa persentase komisaris independen pada perusahaan sampel masih tergolong cukup rendah, masih kurang dari 50% dari total dewan komisaris dalam perusahaan.

4.1.2 Deskripsi Kepemilikan Perusahaan Sampel

Sub-bab berikut membahas kepemilikan saham perusahaan sampel yang dinyatakan dalam persentase.

Tabel 4.3
Deskripsi Kepemilikan Perusahaan Sampel

No	Issue Name	CODE	% kepemilikan saham	
			Eksternal	Internal
1	Indosiar Visual Mandiri	IDKM	55,98	0
2	Surya Citra Televisi	SCMA	86,59	0
3	Branta Mulia Tbk.	BRAM	56,9	23,52
4	Lautan Luas Tbk.	LTLS	68,18	3,64
5	Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC	75,82	0,039
6	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	51,53	0,05
7	HM Sampoerna Tbk.	HMSP	97,95	0
8	Mayora Indah Tbk.	MYOR	33,07	0
9	Astra Graphia Tbk.	ASGR	76,87	0
10	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	52,83	0
11	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN	76,22	0
12	Duta Pertiwi Tbk.	DPNS	62,83	1,9
13	Adhi Karya (Persero)	ADHI	51	3,17
14	Summarecon Agung Tbk.	SMRA	40,64	0,36
15	Matahari Putra Prima Tbk.	MPPA	65,72	0

16	Alfa Retailindo Tbk.	ALFA	95	0
17	Berlian Laju Tanker Tbk.	BLTA	45,41	0,06
18	Arpeni Pratama Ocean Line	APOL	85,11	0
19	PT Excelcomindo Pratama	EXCL	99,79	0
20	Indosat Tbk.	ISAT	54,4	0,03
21	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM	63,5	0
22	Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	INKP	55,34	0
23	Bank UOB Buana Tbk.	BBIA	87,88	0,61
24	Bank Bukopin Tbk.	BBKP	86,05	0
25	Bank Negara Indonesia Tbk. (Persero)	BBNI	99,12	0,05
26	Bank NISP Tbk.	NISP	79,52	0,15
27	Bank Panin Tbk.	PNBN	74,12	0
28	Bank Permata Tbk.	BNLI	89,01	0
29	Bank Rakyat Indonesia Tbk. (Persero)	BBRI	56,97	0
30	Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	ADMF	92,42	0
31	Indomobil Finance Indonesia	IMAS	94,61	0
32	Apexindo Pratama Duta Tbk.	APEX	89,6	0
33	Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	51,88	0

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.3 di atas, dari sebanyak 33 data observasi diketahui bahwa kepemilikan eksternal atau institusional lebih mendominasi perusahaan sampel. Jumlah presentase kepemilikan saham eksternal suatu perusahaan lebih besar di bandingkan dengan kepemilikan manajerialnya. Ada 21 perusahaan sampel bahkan tidak memiliki andil kepemilikan manajerial dalam perusahaannya. Nilai minimum kepemilikan eksternal perusahaan sampel dimiliki oleh Mayora Indah Tbk sebesar 33,07% dan nilai maksimumnya dimiliki PT Excelcomindo Pratama sebesar 99,79%. Sedangkan nilai minimum kepemilikan manajerial perusahaan sampel adalah 0% yang dimiliki oleh 21 perusahaan dan nilai maksimumnya dimiliki oleh Branta Mulia Tbk. sebesar 23,52%.

Kepemilikan eksternal yang telah mendominasi perusahaan sampel menunjukkan bahwa mekanisme *Good Corporate Governance* telah berjalan baik,

karena fungsi monitoring yang dilakukan oleh investor institusi terhadap kinerja manajemen telah berjalan efektif.

4.1.3 Profil Perusahaan Sampel

Sub-bab berikut membahas profil perusahaan sampel berdasarkan peringkat surat utang, ukuran KAP, dan komite audit.

Tabel 4.4
Profil Perusahaan Sampel

No	Issuer Name	CODE	CR 2010	Kategori Rating	Corporate Governance - 2009	
					Ukuran KAP	Komite Audit
1	Indosiar Visual Mandiri	IDKM	idBB+	<i>Investment</i>	1	0
2	Surya Citra Televisi	SCMA	idA	<i>Investment</i>	1	1
3	Branta Mulia Tbk.	BRAM	idBB+	<i>Speculative</i>	1	0
4	Lautan Luas Tbk.	LTLS	idBB-	<i>Speculative</i>	1	0
5	Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC	idA-	<i>Investment</i>	1	0
6	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	idAA+	<i>Investment</i>	1	0
7	HM Sampoerna Tbk.	HMSP	idAAA	<i>Investment</i>	1	0
8	Mayora Indah Tbk.	MYOR	idBB	<i>Speculative</i>	0	3
9	Astra Graphia Tbk.	ASGR	idBB	<i>Speculative</i>	1	0
10	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	idAA	<i>Investment</i>	1	0
11	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN	idBBB+	<i>Investment</i>	1	1
12	Duta Pertiwi Tbk.	DPNS	idBB-	<i>Speculative</i>	0	0
13	Adhi Karya (Persero)	ADHI	idA-	<i>Speculative</i>	0	0
14	Summarecon Agung Tbk.	SMRA	idA-	<i>Speculative</i>	1	0
15	Matahari Putra Prima Tbk.	MPPA	idA+	<i>Investment</i>	1	0
16	Alfa Retailindo Tbk.	ALFA	idA-	<i>Investment</i>	1	3
17	Berlian Laju Tanker Tbk.	BLTA	idBB+	<i>Speculative</i>	1	0
18	Arpeni Pratama Ocean Line	APOL	idB	<i>Speculative</i>	1	0
19	PT Excelcomindo Pratama	EXCL	idBB+	<i>Speculative</i>	1	4
20	Indosat Tbk.	ISAT	idAA+	<i>Investment</i>	1	0
21	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM	idBBB-	<i>Investment</i>	0	0
22	Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	INKP	idD	<i>Speculative</i>	0	0
23	Bank UOB Buana Tbk.	BBIA	idBB+	<i>Speculative</i>	1	3

24	Bank Bukopin Tbk.	BBKP	idBB+	<i>Speculative</i>	1	3
25	Bank Negara Indonesia Tbk. (Persero)	BBNI	idBB+	<i>Speculative</i>	1	0
26	Bank NISP Tbk.	NISP	idA+	<i>Investment</i>	1	0
27	Bank Panin Tbk.	PNBN	idA-	<i>Speculative</i>	1	3
28	Bank Permata Tbk.	BNLI	idA	<i>Investment</i>	1	5
29	Bank Rakyat Indonesia Tbk. (Persero)	BBRI	idAAA	<i>Investment</i>	1	5
30	Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	ADMF	idBB	<i>Speculative</i>	1	0
31	Indomobil Finance Indonesia	IMAS	idA-	<i>Investment</i>	1	0
32	Apexindo Pratama Duta Tbk.	APEX	idBB+	<i>Speculative</i>	1	0
33	Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	idBB	<i>Speculative</i>	1	0

Sumber data: lampiran

Seperti yang telah ditunjukkan pada tabel 3.1, peringkat obligasi dibagi menjadi dua kategori besar, yaitu kategori *speculative* merupakan obligasi mempunyai peringkat idBB+ sampai idD atau SD yang relatif lebih rentan terhadap perubahan kondisi ekonomi dengan resiko gagal bayar (*default risk*) yang cukup besar, dan kategori *investment* yaitu obligasi mempunyai peringkat idAAA sampai idBBB- yang relatif tidak terlalu rentan terhadap kondisi perekonomian dan resiko gagal bayar (*default risk*) relatif kecil. Pada tabel di atas ada 18 perusahaan yang memiliki kategori surat utang *speculative* dan sebanyak 15 perusahaan yang memiliki kategori surat hutang *investment*.

Pada kolom ukuran KAP, nilai 1 menunjukkan bahwa perusahaan menggunakan KAP Big Four dan nilai 0 menunjukkan perusahaan menggunakan KAP Non Big Four untuk memberikan opini audit laporan keuangan perusahaan. Pada tabel di atas sebanyak 5 perusahaan menggunakan KAP Non Big-Four dan sebanyak 28 perusahaan menggunakan KAP Big-Four.

Pada kolom komite audit menunjukkan jumlah anggota komite audit dalam perusahaan sampel sesuai peraturan Bursa Efek Indonesia yaitu sekurang-kurangnya terdiri dari 3 orang anggota, seorang diantaranya merupakan komisaris independen perusahaan tercatat sekaligus merangkap sebagai ketua komite audit, sedangkan anggota lainnya merupakan pihak ekstern yang independen di mana sekurang-kurangnya satu diantaranya memiliki kemampuan di bidang akuntansi dan keuangan (www.jsx.co.id). Pada tabel di atas diperoleh sebanyak 23 perusahaan memiliki komite audit sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia dan sebanyak 10 perusahaan memiliki komite audit tidak sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia.

Tabel 4.5
Profil Sampel Berdasarkan Peringkat Surat Hutang

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	<i>Speculative</i>	18	54.5
	<i>Investment</i>	15	45.5
	Total	33	100.0

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.4 di atas, dari sebanyak 33 data observasi diperoleh sebanyak 18 perusahaan atau 54,5% dari total observasi yang memiliki kategori surat utang *speculative*, dan sebanyak 15 perusahaan atau 45,5% dari total observasi yang memiliki kategori surat hutang *investment*.

Tabel 4.6
Profil Sampel Berdasarkan Ukuran KAP

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	Non Big Four	5	15.2
	Big Four	28	84.8
Total		33	100.0

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.5 di atas, dari sebanyak 33 data observasi diperoleh sebanyak 5 perusahaan atau 15,2% dari total observasi yang menggunakan KAP Non Big-Four dan sebanyak 28 perusahaan atau 84,8% dari total observasi yang menggunakan KAP Big-Four.

Tabel 4.7
Profil Sampel Berdasarkan Komite Audit

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	Tidak Sesuai	23	69.7
	Sesuai	10	30.3
Total		33	100.0

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.6 di atas, dari sebanyak 33 data observasi diperoleh sebanyak 23 perusahaan atau 69,2% dari total observasi yang memiliki komite audit sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia dan sebanyak 10 perusahaan atau 30,3% dari total observasi yang memiliki komite audit tidak sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia.

4.1.4 Hasil Uji Regresi Logistik

Pengujian terhadap hipotesis bertujuan untuk membuktikan pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang (*bond rating*) perusahaan di Indonesia. Karena variabel dependen berbentuk nominal (peringkat *investment* dan *speculative*), pengujian terhadap hipotesis dilakukan dengan menggunakan uji regresi logistik. Tahapan dalam pengujian dengan menggunakan uji regresi logistik dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Menguji kelayakan model regresi.

Kelayakan model regresi dinilai dengan menggunakan *Hosmer and Lemeshow's Goodness of Fit Test*. Jika nilai statistik *Hosmer and Lemeshow Goodness of fit* lebih besar daripada 0,05 maka model dapat disimpulkan mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena sesuai dengan data observasinya (Ghozali, 2005).

Hasil pengujian dengan menggunakan *Hosmer and Lemeshow Test* ditunjukkan pada tabel berikut ini.

Tabel 4.8
Hosmer and Lemeshow Test

Keterangan	Nilai
Chi-square	8,435
df	8
Sig. (p)	0,392

Sumber data: lampiran

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.7 di atas, pengujian menunjukkan nilai *Chi-square* sebesar 8,435 dengan signifikansi (p) sebesar 0,392. Berdasarkan hasil

tersebut, karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka model dapat disimpulkan mampu memprediksi nilai observasinya.

2. Menilai keseluruhan model (*overall model fit*).

Langkah selanjutnya adalah menguji keseluruhan model (*overall model fit*). Pengujian dilakukan dengan membandingkan nilai antara $-2 \text{ Log Likelihood}$ ($-2LL$) pada awal ($\text{Block Number} = 0$) dengan nilai $-2 \text{ Log Likelihood}$ ($-2LL$) pada akhir ($\text{Block Number} = 1$). Adanya pengurangan nilai antara $-2LL$ awal (*initial -2LL function*) dengan nilai $-2LL$ pada langkah berikutnya ($-2LL$ akhir) menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan fit dengan data (Ghozali, 2005).

Tabel berikut menunjukkan hasil perbandingan antara $-2LL$ awal dengan $-2LL$ akhir.

Tabel 4.9
Perbandingan Nilai $-2LL$ Awal Dengan Nilai $-2LL$ Akhir

$-2LL$	Nilai
1. Awal (blok 0)	45,475
2. Akhir (blok 1)	33,300

Sumber data: lampiran

Berdasarkan Tabel 4.8 di atas, nilai $-2LL$ awal adalah sebesar 45,475. Setelah dimasukkan keenam variabel independen maka nilai $-2LL$ akhir mengalami penurunan menjadi sebesar 33,3. Penurunan *likelihood* ($-2LL$) ini menunjukkan model regresi yang lebih baik atau dengan kata lain model yang dihipotesiskan fit dengan data.

3. Koefisien Determinasi (R^2)

Besarnya nilai koefisien determinasi pada model regresi logistik ditunjukkan oleh nilai *Nagelkerke R Square*. Nilai *Nagelkerke R Square* dapat diinterpretasikan seperti nilai *R Square* pada regresi berganda.

Berdasarkan hasil output uji regresi logistik (lihat lampiran) diperoleh nilai *Nagelkerke R Square* sebesar 0,413 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen adalah sebesar 41,3%, sedangkan sisanya sebesar 58,7% dijelaskan oleh variabel-variabel lain di luar model penelitian

4. Menguji Koefisien Regresi (Uji Wald) Untuk Menguji Signifikansi Konstanta dan Setiap Variabel

Model regresi logistik yang terbentuk disajikan pada tabel berikut ini.

Tabel 4.10
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik

Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.	Keterangan
BLOK	3,363	2,288	2,161	0,142	Tidak signifikan
INST	10,395	4,542	5,239	0,022	Signifikan
INSIDE	-1,107	0,888	1,555	0,212	Tidak signifikan
AUDIT	3,350	1,697	3,899	0,048	Signifikan
AUD_COM	1,344	1,044	1,656	0,198	Tidak signifikan
BODZ	4,916	4,434	1,229	0,268	Tidak signifikan
Constant	-15,275	7,939	3,702	0,054	-

Sumber data: lampiran

Berdasarkan Tabel 4.9 di atas, hasil pengujian menghasilkan model regresi sebagai berikut:

$$\text{Bond rating} = -15,275 + 3,363\text{BLOK} + 10,395\text{INST} - 1,107\text{INSIDE} + 3,35\text{AUDIT} + 1,344\text{AUD_COM} + 4,916\text{BODZ}$$

4.1.5 Hasil Uji Hipotesis

Berdasarkan model regresi yang terbentuk pada pembahasan di sub-bab 4.1.4, hasil pengujian terhadap hipotesis dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. **H₁: Corporate governance dalam hal ini struktur kepemilikan berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

a. **H_{1a}: kepemilikan block holder berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Variabel jumlah *block holder* (BLOK) menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 3,363 dengan signifikansi (p) sebesar 0,142. Karena tingkat signifikansi (p) lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif tidak berhasil didukung.

b. **H_{1b}: kepemilikan institusional berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Variabel kepemilikan institusional menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 10,395 dengan signifikansi (p) sebesar 0,022. Karena tingkat signifikansi (p) lebih kecil dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif berhasil didukung.

c. H_{1c}: kepemilikan manajerial berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

Variabel kepemilikan manajerial menghasilkan koefisien regresi negatif sebesar 1,107 dengan signifikansi (p) sebesar 0,212. Karena tingkat signifikansi (p) lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif tidak berhasil didukung.

2. H₂: Corporate governance dalam hal ini transparansi dan pengungkapan informasi keuangan berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

a. H_{2a}: ukuran KAP berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

Variabel ukuran KAP menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 3,350 dengan signifikansi (p) sebesar 0,048. Karena tingkat signifikansi (p) lebih kecil dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif berhasil didukung.

b. H_{2b}: komite audit berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

Variabel komite audit menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 1,344 dengan signifikansi (p) sebesar 0,198. Karena tingkat signifikansi (p) lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif tidak berhasil didukung.

3. H₃: *Corporate governance* dalam hal ini persentase dewan komisaris independen berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan

Variabel persentase dewan komisaris menghasilkan koefisien regresi positif sebesar 4,916 dengan signifikansi (p) sebesar 0,268. Karena tingkat signifikansi (p) lebih besar dari $\alpha=5\%$ maka hipotesis alternatif tidak berhasil didukung.

4.2 Pembahasan Hasil Penelitian

4.2.1 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis ke-1

Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-1, dengan menggunakan proksi kepemilikan institusional hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif struktur kepemilikan berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005) yang juga berhasil menemukan adanya pengaruh positif dari kepemilikan institusional terhadap peringkat surat utang.

Shleifer dan Vishny (1986) dalam Setyaningrum (2005) menemukan bahwa investor institusional dengan kepemilikan yang besar mempunyai insentif untuk memonitor kinerja manajemen, karena mereka mendapatkan *benefit* yang besar dan dengan *voting power* yang lebih besar membuat mereka lebih mudah untuk melakukan tindakan perbaikan (*corrective actions*). Hasil pengujian yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari kepemilikan institusional menunjukkan fenomena selama ini pada perusahaan sampel bahwa fungsi monitoring yang dilakukan oleh investor institusi terhadap kinerja manajemen

telah berjalan efektif. Efektifitas tersebut menyebabkan adanya perbaikan terhadap kinerja perusahaan, khususnya terhadap risiko hutang perusahaan sehingga berdampak positif terhadap peringkat surat utang.

Fakta tersebut juga didukung oleh hasil pengujian dengan menggunakan statistik deskriptif yang menunjukkan dominasi kepemilikan institusional pada struktur kepemilikan perusahaan. Dominasi kepemilikan yang dimiliki oleh pihak institusi mampu menjadi mekanisme GCG yang efektif pada perusahaan, sehingga mampu mengubah sikap manajer untuk dapat memaksimalkan kinerja perusahaan.

4.2.2 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis ke-2

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis ke-2, dengan menggunakan proksi ukuran KAP, penelitian ini berhasil menemukan adanya pengaruh positif transparansi dan pengungkapan informasi keuangan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005).

Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas dari auditor memang sangat berpengaruh terhadap preferensi pasar dalam menilai kinerja perusahaan, khususnya yang berkaitan dengan risiko hutang. Pasar menganggap laporan keuangan yang diaudit oleh KAP Big-Four lebih dapat dipercaya daripada laporan keuangan yang diaudit oleh KAP Non Big-Four. Auditing merupakan mekanisme kontrol yang bernilai dalam mengendalikan kebijakan manajerial perusahaan. KAP Big-Four memiliki reputasi internasional dan prosedur audit baku yang

diharapkan mampu memberikan opini independen sehingga mengurangi *agency risk*, menurunkan *default risk*, yang pada akhirnya berdampak positif terhadap peringkat surat utang perusahaan.

4.2.3 Pembahasan Hasil Uji Hipotesis ke-3

Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis ke-3, penelitian ini tidak berhasil menemukan adanya pengaruh persentase dewan komisaris terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil ini mendukung hasil penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005) yang juga menemukan fakta sama.

Hasil pengujian yang tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari persentase dewan komisaris independen tersebut diduga disebabkan karena secara umum persentase komisaris independen masih rendah dalam perusahaan. Siregar (2005) dalam Setyaningrum (2005) menyimpulkan bahwa ketentuan minimum komisaris independen oleh Bapepam sebesar 30% masih belum cukup tinggi sehingga dapat menentukan kebijakan yang efektif pada perusahaan. Jika komisaris independen memiliki suara mayoritas (>50%), diharapkan fungsi monitoring pada perusahaan dapat berjalan dengan lebih efektif.

BAB V

PENUTUP

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, maka dapat disimpulkan bahwa *good corporate governance* merupakan sebuah sistem tata kelola perusahaan yang digunakan untuk mengendalikan atau mengontrol kinerja perusahaan. Penerapan *good corporate governance* yang tepat dapat menambah nilai perusahaan, diantaranya meningkatkan kinerja keuangan, mengurangi risiko yang merugikan akibat tindakan pengelola yang cenderung menguntungkan diri sendiri dan umumnya *corporate governance* dapat meningkatkan kepercayaan investor. Penilaian atas struktur *corporate governance* pada suatu perusahaan dikembangkan oleh lembaga pemeringkat surat utang Pefindo.

Penelitian ini menunjukkan bahwa perusahaan (manufaktur, lembaga keuangan, dan perusahaan asuransi) dengan *credit rating* yang tinggi adalah perusahaan yang penerapan *corporate governance* kuat. Pada penelitian ini, penerapan *good corporate governance* diimplementasikan menjadi 3 proksi yaitu kepemilikan saham, *transparancy* dan pengungkapan informasi keuangan, dan persentase dewan komisaris dengan obyek penelitian beberapa perusahaan yang telah diperingkat oleh Pefindo. Berdasarkan hal tersebut diatas, setelah melakukan analisis makana kesimpulan yang dapat diambil penulis antara lain:

1. Berdasarkan hasil pengujian terhadap hipotesis ke-1, dengan menggunakan proksi kepemilikan institusional hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif struktur kepemilikan berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari kepemilikan institusional menunjukkan fenomena selama ini pada perusahaan sampel bahwa fungsi monitoring yang dilakukan oleh investor institusi terhadap kinerja manajemen telah berjalan efektif.
2. Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis ke-2, dengan menggunakan proksi ukuran KAP, penelitian ini berhasil menemukan adanya pengaruh positif transparansi dan pengungkapan informasi keuangan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas dari auditor memang sangat berpengaruh terhadap preferensi pasar dalam menilai kinerja perusahaan, khususnya yang berkaitan dengan risiko hutang.
3. Berdasarkan hasil pengujian terhadap Hipotesis ke-3, penelitian ini tidak berhasil menemukan adanya pengaruh persentase dewan komisaris terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian yang tidak menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari persentase dewan komisaris independen tersebut diduga disebabkan karena secara umum persentase komisaris independen masih rendah dalam perusahaan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Karena alasan ketersediaan data laporan keuangan, sampel yang digunakan hanya berasal dari obligasi emiten yang terdaftar di BEI. Hal tersebut menyebabkan jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini relatif terbatas. Hal tersebut dikhawatirkan dapat menyebabkan tingkat generalisasi yang rendah dari hasil analisis.
2. Nilai koefisien determinasi (*Nagelkerke R Square*) yang diperoleh dalam penelitian ini tergolong cukup rendah, hanya sebesar 41,3%. Hal tersebut menunjukkan masih terdapat beberapa variabel yang bisa menjadi prediktor peringkat surat utang perusahaan.

5.3 Implikasi Untuk Penelitian Selanjutnya

Dengan adanya keterbatasan pada penelitian ini, penelitian selanjutnya bisa dikembangkan sebagai berikut:

1. Apabila dimungkinkan, penelitian selanjutnya bisa dikembangkan dengan memperluas sampel dari perusahaan yang non-go publik. Hal tersebut dimaksudkan supaya diperoleh jumlah sampel yang representatif dan lebih bisa menggambarkan karakteristik dari populasi.
2. Penelitian selanjutnya bisa dilakukan dengan memasukkan variabel lain selain variabel *corporate governance*, seperti ukuran perusahaan, profitabilitas, dan leverage.

DAFTAR PUSTAKA

Adel Febrianci Jack. 2004. *Analisis Pengaruh Penurunan/Perolehan Peringkat Obligasi Perusahaan Kedalam Kategori Non-Investment Grade Terhadap Praktik Manajemen Laba*. Tesis S-2.

Amrullah Karim. 2007. *Kemampuan Rasio Keuangan Sebagai Alat untuk Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur*. Skripsi Akuntansi S1. Universitas Negeri Semarang.

Bangun, Anna, Kendall, Nigel, Thomas. 1999. *Corporate Governance, Pengendalian Perusahaan*. Jakarta: Gramedia.

Bodie, Kane, Marcus. 2006. *Investments*. Buku 2 edisi 6. Jakarta: Salemba Empat.

Bursa Efek Indonesia. 2009. *Obligasi*. Download www.google.com. Diakses tanggal 5 januari 2011.

CMS, Badan Pengawas Pasar Modal, PT Bursa Efek Jakarta. 1997. *Dana dan Investasi*. Jakarta: Capital Market Society of Indonesia.

Damodar N. Gujarati, Dawn C. Porter. 2010. *Dasar-dasar Ekonometrika*. Buku 1 edisi 5. Jakarta: Salemba Empat.

Davies, Adrian. 2006. *Best Practice In Corporate Governance Building Reputation and Sustainable*. England: Gower Pub. Lim.

Dyckman, Dukes, Davis. 2005. *Akuntansi Intermediate*. Edisi ke-tiga jilid 2. Jakarta: Erlangga.

Hadiasman Ibrahim. 2008. *Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan dan DER Terhadap Yield To Maturity Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006*. Tesis S-2. Pascasarjana. Universitas Diponegoro.

Hollis Ashbaugh-Skaife, Daniel W. Collins. 2004. *The Effects of Corporate Governance on Firms's Credit Ratings*. University of Wisconsin – Madison; Sloan School of Management, MIT.

Jaka E cahyana. 2004. *Langkah Taktis Metodis Berinvestasi di Obligasi*. Jakarta: PT. Gramedia.

Janegara, Moermahadi, Husnul. 2008. *Menuju Good Corporate Governance: Suatu Kajian Empiris*. Bogor: Kesatuan Press.

Jones, Charles P. 2000. *Investment, Analysis and Management. 7th Edition*. New York: John Wiley & Sons, Inc.

Jones, Siddharta, Budi, Irwan, Ekaputra. 2009. *Investment Analysis and Management*. Jakarta: Salemba Empat.

Kieso, Weygandt, Warfield. 2007. *Akuntansi Intermediate*. Edisi ke-sepuluh jilid 2. Jakarta: Erlangga.

Nurfauziah dan Setyarini, Adistien Fatma. 2004. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial)*. Jurnal Siasat Bisnis. Vol. 2. No. 9. h.25-34.

PEFINDO. 2009. *Indonesian Rating Highlight*. Dowload www.pefindo.com. Diakses tanggal 8 Maret 2011.

Sharpe, Alexander, Bailey. 2005. *Investasi*. Edisi ke-enam jilid 1. Jakarta: Indeks.

Sutojo Siswanto. 1987. *Manajemen Perusahaan Indonesia*. Jakarta Pusat: PT Gramedia.

Tjager, Alijoyo, Djemat, Bambang S. 2003. *Corporate Governance: Tamtangan dan Kesempatan Bagi Komunitas Bisnis Indonesia*. Jakarta: PT Prenhallindo.

Toha Suherman. 2007. *Penelitian Masalah Hukum Tentang Penerapan Good Corporate Governance pada Dunia Usaha*. Jakarta: Badan Pembinaan Hukum Nasional dan Departemen Hukum dan HAM.

Whincop, Michael J. 2005. *Corporate Governance in Government Corporations*. England: Ashgate Pub.

Wikipedia. 2010. *Bond Valuation*. Download www.google.com. Diakses tanggal 27 November 2011.

Zarkasyi, Wahyudin. 2008. *Good Corporate Governance pada Badan Usaha Manufaktur, Perbankan dan Jasa Keuangan Lainnya*. Bandung: Alfabeta.

Zuhrotun dan Zaki Baridwan. 2005. *Pengaruh Pengumuman Peringkat Terhadap Kinerja Obligasi*. SNA VIII Solo.

LAMPIRAN

HASIL UJI REGRESI LOGISTIC

Case Processing Summary

Unweighted Cases(a)		N	Percent
Selected Cases	Included in Analysis	33	100.0
	Missing Cases	0	.0
	Total	33	100.0
Unselected Cases		0	.0
Total		33	100.0

a If weight is in effect, see classification table for the total number of cases.

Dependent Variable Encoding

Original Value	Internal Value
0	0
1	1

BLOCK 0: BEGINNING BLOCK

Iteration History(a,b,c)

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients
		Constant	Constant
Step 0	1	45.475	-.182
	2	45.475	-.182

a Constant is included in the model.

b Initial -2 Log Likelihood: 45.475

c Estimation terminated at iteration number 2 because parameter estimates changed by less than .001.



Classification Table (a,b)

Observed			Predicted		
			Bond_Rating		Percentage Correct
			0	1	0
Step 0	Bond_Rating	0	18	0	100.0
		1	15	0	.0
	Overall Percentage				54.5

a Constant is included in the model.

b The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 0	Constant	-.182	.350	.272	1	.602	.833

Variables not in the Equation

			Score	df	Sig.
Step 0	Variables	BLOK	.456	1	.500
		INST	2.335	1	.127
		INSIDE	.321	1	.571
		AUDIT	.503	1	.478
		AUD_COM	1.382	1	.240
		BODZ	1.023	1	.312
	Overall Statistics		10.704	6	.098

BLOCK1: METHOD = ENTER

Iteration History(a,b,c,d)

Iteration		-2 Log likelihood	Coefficients						
			Constant	BLOK	INST	INSIDE	AUDIT	AUD_CO M	BODZ
Step 1	1	33.893	-11.158	2.466	7.767	-.830	-2.673	-.928	3.886
	2	33.313	-14.583	3.225	9.969	-1.066	-3.268	-1.274	4.755
	3	33.300	-15.254	3.359	10.383	-1.106	-3.348	-1.342	4.911
	4	33.300	-15.275	3.363	10.395	-1.107	-3.350	-1.344	4.916
	5	33.300	-15.275	3.363	10.395	-1.107	-3.350	-1.344	4.916



- a Method: Enter
- b Constant is included in the model.
- c Initial -2 Log Likelihood: 45.475
- d Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Omnibus Tests of Model Coefficients

		Chi-square	df	Sig.
Step 1	Step	12.175	6	.058
	Block	12.175	6	.058
	Model	12.175	6	.058

Model Summary

Step	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	33.300(a)	.309	.413

- a Estimation terminated at iteration number 5 because parameter estimates changed by less than .001.

Hosmer and Lemeshow Test

Step	Chi-square	df	Sig.
1	8.435	8	.392

Contingency Table for Hosmer and Lemeshow Test

		Bond_Rating = 0		Bond_Rating = 1		Total
		Observed	Expected	Observed	Expected	Observed
Step 1	1	3	2.832	0	.168	3
	2	3	2.634	0	.366	3
	3	3	2.492	0	.508	3
	4	1	2.396	2	.604	3
	5	2	1.982	1	1.018	3
	6	1	1.613	2	1.387	3
	7	2	1.413	1	1.587	3
	8	2	1.077	1	1.923	3
	9	0	.723	3	2.277	3
	10	1	.838	5	5.162	6

Classification Table(a)

Observed			Predicted		
			Bond_Rating		Percentage Correct
			0	1	0
Step 1	Bond_Rating	0	14	4	77.8
		1	5	10	66.7
Overall Percentage					72.7

a The cut value is .500

Variables in the Equation

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Step 1(a)	BLOK	3.363	2.288	2.161	1	.142	28.878
	INST	10.395	4.542	5.239	1	.022	32710.726
	INSIDE	-1.107	.888	1.555	1	.212	.330
	AUDIT	3.350	1.697	3.899	1	.048	.035
	AUD_COM	1.344	1.044	1.656	1	.198	.261
	BODZ	4.916	4.434	1.229	1	.268	136.420
	Constant	-15.275	7.939	3.702	1	.054	.000

a Variable(s) entered on step 1: BLOK, INST, INSIDE, AUDIT, AUD_COM, BODZ.

HASIL UJI STATISTIK DESKRIPTIF

Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
BLOK	33	1	6	2.212	1.193
INST	33	33.070	99.790	71.268	18.972
INSIDE	33	.000	23.520	1.018	4.132
BODZ	33	.167	.714	.402	.097
Valid N (listwise)	33				



FREQUENCIES

Statistics

		Bond_Rating	AUDIT	AUD_COM
N	Valid	33	33	33
	Missing	0	0	0

FREQUENCY TABLE

Bond_Rating

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Speculative	18	54.5	54.5	54.5
	Investment	15	45.5	45.5	100.0
	Total	33	100.0	100.0	

AUDIT

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Non Big Four	5	15.2	15.2	15.2
	Big Four	28	84.8	84.8	100.0
	Total	33	100.0	100.0	

AUD_COM

		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Tidak Sesuai	23	69.7	69.7	69.7
	Sesuai	10	30.3	30.3	100.0
	Total	33	100.0	100.0	

No	Issuer Name	CODE	CR 2010	1=	Corporate Governance - 2009					
				invest	BLOCK	% INST	% INSIDE	AUDIT	AUD_COM	BODZ
1	Indosiar Visual Mandiri	IDKM	idBB+	1	2	55,98	0	1	0	5
2	Surya Citra Televisi	SCMA	idA	1	2	86,59	0	1	1	4
3	Branta Mulia Tbk.	BRAM	idBB+	0	3	56,9	23,52	1	0	5
4	Lautan Luas Tbk.	LTLS	idBB-	0	2	68,18	3,64	1	0	3
5	Unggul Indah Cahaya Tbk.	UNIC	idA-	1	4	75,82	0,039	1	0	6
6	Indofood Sukses Makmur Tbk.	INDF	idAA+	1	1	51,53	0,05	1	0	10
7	HM Sampoerna Tbk.	HMSP	idAAA	1	1	97,95	0	1	0	5
8	Mayora Indah Tbk.	MYOR	idBB	0	1	33,07	0	0	3	3
9	Astra Graphia Tbk.	ASGR	idBB	0	1	76,87	0	1	0	3
10	Kalbe Farma Tbk.	KLBF	idAA	1	6	52,83	0	1	0	5
11	Charoen Pokphand Indonesia Tbk.	CPIN	idBBB+	1	3	76,22	0	1	1	10
12	Duta Pertiwi Tbk.	DPNS	idBB-	0	2	62,83	1,9	0	0	3
13	Adhi Karya (Persero)	ADHI	idA-	0	1	51	3,17	0	0	5
14	Summarecon Agung Tbk.	SMRA	idA-	0	3	40,64	0,36	1	0	5
15	Matahari Putra Prima Tbk.	MPPA	idA+	1	3	65,72	0	1	0	7
16	Alfa Retailindo Tbk.	ALFA	idA-	1	2	95	0	1	3	3
17	Berlian Laju Tanker Tbk.	BLTA	idBB+	0	1	45,41	0,06	1	0	4
18	Arpeni Pratama Ocean Line	APOL	idB	0	4	85,11	0	1	0	2
19	PT Excelcomindo Pratama	EXCL	idBB+	0	4	99,79	0	1	4	10
20	Indosat Tbk.	ISAT	idAA+	1	2	54,4	0,03	1	0	9
21	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk.	TKIM	idBBB-	1	1	63,5	0	0	0	9
22	Indah Kiat Pulp & Paper Corp. Tbk.	INKP	idD	0	1	55,34	0	0	0	11
23	Bank UOB Buana Tbk.	BBIA	idBB+	0	2	87,88	0,61	1	3	6
24	Bank Bukopin Tbk.	BBKP	idBB+	0	4	86,05	0	1	3	7
25	Bank Negara Indonesia Tbk. (Persero)	BBNI	idBB+	0	1	99,12	0,05	1	0	7
26	Bank NISP Tbk.	NISP	idA+	1	2	79,52	0,15	1	0	8
27	Bank Panin Tbk.	PNBN	idA-	0	2	74,12	0	1	3	4
28	Bank Permata Tbk.	BNLI	idA	1	2	89,01	0	1	5	8
29	Bank Rakyat Indonesia Tbk. (Persero)	BBRI	idAAA	1	1	56,97	0	1	5	6
30	Adira Dinamika Multi Finance Tbk.	ADMF	idBB	0	2	92,42	0	1	0	6
31	Indomobil Finance Indonesia	IMAS	idA-	1	2	94,61	0	1	0	7
32	Apexindo Pratama Duta Tbk.	APEX	idBB+	0	3	89,6	0	1	0	6
33	Medco Energi Internasional Tbk.	MEDC	idBB	0	2	51,88	0	1	0	5