

**PENGARUH PENGIMPLEMENTASIAN *CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP PERINGKAT SURAT UTANG PERUSAHAAN *JASA GO PUBLIC*
DI INDONESIA**

(Studi kasus pada pada perusahaan jasa go public di indonesia tahun 2014)

Oleh :

Paul Maurit

105020300111048

Universitas Brawijaya

Paulmaurit124@gmail.com

Dosen Pembimbing :

Dra.Endang Mardiaty,Dr.,Ak.

19590902 198601 2 001

Universitas Brawijaya

ABSTRACT

The aim of this research is to give empirical evidence of the effect of corporate governance on firm's bond rating in Indonesia. This research refers to the former research conducted by Bennedick (2008). The sample of this research is 30 firms which came from the firms that issued bond and listed per December 31st 2014 on PT. Bursa Efek Indonesia.

The hypothesis testing is using logistic regression with $\alpha=5\%$ because dependent variable is a nominal (category). The dependent variable is the bond rating that issued by PT. Pefindo Credit Rating Indonesia which could be accessed from www.pefindo.com, www.idx.co.id and Indonesian Capital Market Directory. The analysis of this research is using SPSS 15 for Windows computer program.

The result of this research found that the firm's bond rating is positively related with ownership structure (institutional ownership). Using the Audit Committee proxy, this research found that firm's bond rating positively related with the financial transparency and disclosure. And the test of board structure using the percentage of board independent could found a significant effect on firm's bond rating.

Keyword: corporate governance, bond rating, logistic regression, ownership structure, financial transparency and disclosure, board structure

1. Pendahuluan

Belakangan ini, *Corporate Governance* mulai sering terdengar di media maupun di dalam kelas perkuliahan. Istilah *Corporate Governance* pertama kali diperkenalkan oleh *Cadbury Committee* pada tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* (Tjager dkk. 2003). Laporan ini dijadikan sebuah titik balik yang sangat menentukan praktik *corporate governance* di seluruh dunia. Sejak saat itu sampai dengan sekarang, praktik *corporate governance* yang baik 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).

Investor tertarik untuk berinvestasi pada suatu perusahaan dikarenakan adanya *good corporate governance* yang juga mampu menjadi jembatan penghubung yang dapat mengakomodasi hubungan antara investor atau pemilik modal (*principal*) dengan pihak manajemen perusahaan (*agent*). Telah lama diketahui bahwa antara prinsipal dan agen mempunyai kepentingan yang berbeda (*conflict of interest*) sebagaimana yang telah dinyatakan dalam *agency theory* (Jensen dan Meckling, 1976). Dengan adanya penerapan prinsip - prinsip *good corporate governance* tersebut, diharapkan konflik kepentingan antara agen dan prinsipal dapat dikurangi, dan kepentingan perusahaan merupakan prioritas, dimana peningkatan kinerja perusahaan secara keseluruhan menjadi fokus utama. (Kartikasari. 2008).

Seperti didefinisikan Komisi Nasional Kebijakan Governance Indonesia, *corporate governance* merupakan pola hubungan, sistem serta proses yang digunakan organ perusahaan (direksi, komisaris) guna memberi nilai tambah kepada pemegang saham secara berkelanjutan 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 tanggung jawab.

Dalam pengoperasiannya, perusahaan membutuhkan bantuan dana dari berbagai pihak dengan berbagai macam bentuk. Salah satu sumber pendanaan bagi perusahaan adalah dengan menerbitkan surat utang yang juga merupakan sarana berinvestasi bagi para investor. Berdasarkan data dari Kepala Eksekutif Pasar Modal OJK Nurhaida menyebutkan, sampai saat ini total obligasi korporasi yang beredar di pasar hanya mencapai 200 triliun jauh dibawah obligasi pemerintah yang mencapai sekitar 800 triliun (finance.detik.com 2014). Hal ini menunjukkan peningkatan penggunaan surat utang sebagai sumber pendanaan perusahaan di Indonesia. Di tahun 2012 obligasi korporasi yang beredar sebesar 132,9 triliun rupiah (ipotfund.com 2012). 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.

Faerber (2000) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham. Jewell dan Livingston (2000) menyatakan bahwa investor menghadapi masalah informasi yang disebabkan beragamnya karakteristik dari penerbit obligasi. Peringkat (*rating*)

obligasi yang diterbitkan oleh lembaga independen membantu mengurangi masalah informasi tersebut

Pada tahun 2001, Komite Nasional Kebijakan *Corporate Governance* menerbitkan pedoman *good corporate governance*. Pedoman ini bertujuan agar dunia bisnis memiliki acuan dasar yang memadai mengenai konsep serta pola pelaksanaan *good corporate governance* yang sesuai dengan pola internasional umumnya dan Indonesia khususnya. Penerapan *corporate governance* diharapkan memaksimalkan nilai perseroan bagi perseroan tersebut dan bagi pemegang saham. *Corporate governance* mempunyai hubungan positif dengan peringkat obligasi dan berhubungan negatif dengan *yield* obligasi (Bhojraj dan Sengupta, 2003).

Pada tahun 2002, Standard & Poor's mengembangkan suatu kerangka kerja untuk mengevaluasi *corporate governance* ke dalam empat komponen *governance*, yaitu struktur kepemilikan dan pengaruhnya, hak dan hubungan finansial *stakeholder*, transparansi dan pengungkapan informasi finansial, serta struktur dewan dan proses. Banyak studi mengenai *corporate governance* yang dilakukan dalam literatur penelitian akademis dapat diklasifikasikan menjadi salah satu dari empat komponen *governance*.

Penelitian terdahulu yang menyelidiki pengaruh implementasi *corporate governance* terhadap peringkat surat utang dilakukan oleh Bennedick (2008). Bennedick (2008) dalam penelitiannya tentang implementasi *corporate governance* membagi *corporate governance* menjadi tiga kategori besar, yaitu: 1.) struktur kepemilikan dan pengaruhnya yang terdiri dari tiga variabel (kepemilikan *block holder*, kepemilikan institusional, dan kepemilikan manajerial), 2.) transparansi dan pengungkapan informasi finansial yang terdiri dari dua variabel (Ukuran KAP dan komite audit), 3.) struktur dewan dan proses yang terdiri dari satu variabel (dewan komisaris independen).

Penelitian ini mengacu pada penelitian Bennedick (2008) untuk mengidentifikasi atribut *governance* yang mempengaruhi surat utang perusahaan. Penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris di Indonesia tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia khususnya pada perusahaan jasa dan membuktikan konsistensi hasil dari penelitian terdahulu. Penelitian ini menggunakan standar peringkat utang yang dikeluarkan oleh pefindo, sama seperti penelitian yang dijadikan acuan yaitu penelitian Bennedick (2008) dan mengerucutkan objek penelitian menjadi perusahaan jasa yang *go public*.

Perusahaan jasa menarik untuk diteliti karena sebanyak 50 persen perdagangan global berada di sektor jasa dan 60 persen tenaga kerja di dunia bekerja di sektor tersebut. Sektor jasa memegang peranan yang penting dalam perekonomian Indonesia, karena sektor ini merupakan sektor penunjang terpenting dalam membantu peningkatan dan pertumbuhan ekonomi Indonesia, seperti yang diungkapkan mantan Menteri Perindustrian Mohamad Suleman Hidayat (Satuharapan.com, 2013).

2. Landasan Teori

2.1 Teori Keagenan

Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dengan *agent*. Menurut Darmawati dkk. (2005), inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan (*principal/investor*) dan pengendalian (*agent/manajer*).

Kepemilikan diwakili oleh investor mendelegasikan kewenangan kepada agen dalam hal ini manajer untuk mengelola kekayaan investor. Investor mempunyai harapan bahwa dengan mendelegasikan wewenang pengelolaan tersebut, investor akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor. Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimalkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua kepentingan tersebut. Alijoyo dan Zaini (2004) beranggapan bahwa pemisahan fungsi eksekutif dan fungsi pengawasan pada teori keagenan menciptakan “*checks and balances*”, sehingga terjadi independensi yang sehat bagi para manajer untuk menghasilkan kinerja perusahaan yang maksimum dan *return* yang memadai bagi para pemegang saham. Teori keagenan dilandasi dengan tiga asumsi (Eisenhardt, 1989), yaitu: asumsi sifat manusia (*human assumptions*), asumsi keorganisasian (*organizational assumptions*), dan asumsi informasi (*information assumptions*). Asumsi sifat manusia dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) *self-interest*, yaitu sifat manusia untuk mengutamakan kepentingan diri sendiri, (2) *bounded-rationality*, yaitu sifat manusia yang memiliki keterbatasan rasionalitas, dan (3) *risk aversion*, yaitu sifat manusia yang lebih memilih mengelak dari risiko. Asumsi keorganisasian dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) konflik sebagian tujuan antar partisipan, (2) efisiensi sebagai suatu kriteria efektivitas, dan (3) asimetri informasi antara pemilik dan agen. Asumsi informasi merupakan asumsi yang menyatakan bahwa informasi merupakan suatu komoditas yang dapat dibeli. Teori keagenan lebih menekankan pada penentuan pengaturan kontrak yang efisien dalam hubungan pemilik dengan agen. Kontrak yang efisien adalah kontrak yang jelas untuk masing-masing pihak yang berisi tentang hak dan kewajiban, sehingga dapat meminimumkan konflik keagenan.

Corporate governance merupakan suatu mekanisme pengelolaan yang didasarkan ada teori keagenan. Penerapan konsep *corporate governance* diharapkan memberikan kepercayaan terhadap agen (manajemen) dalam mengelola kekayaan pemilik (investor), dan pemilik menjadi lebih yakin bahwa agen tidak akan melakukan suatu kecurangan untuk kesejahteraan agen.

Peringkat surat utang secara tidak langsung terkait dengan teori keagenan, karena konsep *corporate governance* merupakan sebuah konsep yang didasari oleh teori keagenan mempengaruhi kinerja perusahaan yang akan berdampak pada peringkat surat itu sendiri. Penerapan *corporate governance* akan meningkatkan kepercayaan investor yang akhirnya meningkatkan peringkat surat utang perusahaan karena karena konflik antara investor dan manajemen bisa diminimalisir dan juga mengoptimalkan kinerja perusahaan. Kinerja perusahaan yang optimal akan meningkatkan peringkat surat utang perusahaan karena indikator-indikator penilaian peringkat surat utang seperti posisi keuangan perusahaan, struktur kepemilikan dan pengaruhnya, hak dan hubungan finansial *stakeholder*, transparansi dan pengungkapan informasi finansial, serta struktur dewan dan prosesnya akan semakin baik.

2.2 Corporate Governance

Cadbury committee, suatu bentukan inisiatif profesi akuntan dan sponsornya yang berasal dari Inggris merupakan suatu komite yang berkontribusi dalam perkembangan *corporate governance*. *Cadbury Committee* mendefinisikan *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.”

Maksud dari penjelasan tersebut adalah 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.

2.2.1 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 *good corporate governance* ini dikeluarkan bagi semua perusahaan di Indonesia termasuk perusahaan yang beroperasi atas dasar prinsip syariah. Pedoman *good corporate governance* ini, yang memuat prinsip dasar dan pedoman pokok pelaksanaan *good corporate governance*, merupakan standar minimal yang akan ditindaklanjuti dan dirinci dalam Pedoman Sektor yang dikeluarkan oleh KNKG.

Good corporate governance diperlukan untuk mendorong terciptanya pasar yang efisien, transparan dan konsisten dengan peraturan perundang-undangan. Oleh karena itu penerapan *good corporate governance* 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 *good corporate governance* 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.

2.2.2 Prinsip *Good Corporate Governance*

Setiap perusahaan harus memastikan bahwa asas *good corporate governance* diterapkan pada setiap aspek bisnis dan di semua jajaran perusahaan. Asas *good corporate governance* 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 *good corporate governance*, 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.

2.3 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* prosentase.
3. Jatuh Tempo (*Maturity*) adalah tanggal pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau Nilai Nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan di atas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1 tahun akan lebih mudah untuk diprediksi, 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, semakin tinggi Kupon/bunganya.
4. Penerbit/Emiten (*Issuer*). Mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor sangat penting dalam melakukan investasi Obligasi Ritel. Mengukur resiko/kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon dan 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.

2.3.1 Proses Pemeringkatan Surat Utang

Proses pemberian peringkat dimulai dari permintaan (*rating request*) dari perusahaan dan pelengkapan 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 memublikasikannya.

Dalam penelitian ini, peringkat surat utang dibagi menjadi 9 (sembilan) klasifikasi sesuai dengan klasifikasi yang dikeluarkan oleh PT. 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 dijanjikan.
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.

2.3.2 Metode Pemeringkatan

Dalam pemeringkatannya, lembaga-lembaga pemeringkat seperti pefindo memiliki metode dalam proses pemeringkatan. Untuk melakukan analisis terhadap struktur yang ada, dapat dilakukan dengan mengadopsi kerangka kerja yang dikembangkan oleh Standard & Poor's untuk menilai struktur dan praktik *corporate governance* perusahaan. Kerangka kerja Standard & Poor's (2002) berfokus pada empat komponen utama dari *governance*, yaitu: struktur

kepemilikan dan pengaruhnya, hak dan hubungan finansial *stakeholder*, transparansi dan pengungkapan informasi finansial, serta struktur dewan dan proses.

2.4 Penelitian-Penelitian Sebelumnya

Ashbaugh dkk (2004) 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.

Setyaningrum (2005) menemukan bahwa *block holder* (pemegang saham yang mempunyai 5% atau lebih kepemilikan) berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang, kepemilikan institusional (persentase kepemilikan saham oleh investor institusional) berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan, kepemilikan manajerial (persentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris) tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan, selanjutnya perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big four* menunjukkan pengaruh positif terhadap peringkat surat utang, perusahaan yang memiliki komite audit sesuai dengan peraturan Bapepam memiliki pengaruh yang positif terhadap peringkat surat utang perusahaan, dan dalam struktur dewan komisaris tidak ada variabel yang ditemukan berpengaruh. Persentase komisaris independen dalam dewan komisaris tidak terbukti memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia.

Dalam penelitiannya, Setyaningrum menggunakan variabel kontrol menggambarkan karakteristik perusahaan, dan menemukan bahwa *leverage* dan *size* mempunyai pengaruh negatif terhadap peringkat surat utang perusahaan, sedangkan *return on assets*, *capital intensity*, dan *financial utility* mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Namun variabel *interest coverage* tidak terbukti memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Setyaningrum menggunakan perhitungan probabilitas dari model *ordered logit*, perusahaan dapat memprediksi peringkat surat utang yang akan diperoleh dengan memasukkan variabel-variabel mekanisme *corporate governance* dan karakteristik perusahaan. Prediksi ini dapat dibandingkan dengan hasil penilaian atas surat utang yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat.

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 yield* yang rendah. Namun, kepemilikan institusional yang terkonsentrasi mempunyai efek yang buruk terhadap *rating* dan *yields*.

Selanjutnya Bhojraj & Sengupta (2003) mengatakan bahwa *agency risk* adalah resiko manajemen bertindak untuk kepentingannya sendiri dan menyimpang dari tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*), termasuk resiko bahwa manajer adalah orang yang tidak kompeten. Jensen dan Meckling (1976) mengatakan masalah keagenan (*agency problems*) menyebabkan 'ketidakadilan' bagi pemegang saham minoritas dan kreditur, *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.

2.5 Perbedaan dengan Penelitian Sebelumnya

Pada sub-bab ini akan dibahas perbedaan penelitian ini dengan dua penelitian sebelumnya, yaitu dengan penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh dkk (2004), Setyaningrum (2005) dan Bennedick (2008). Keempat penelitian (termasuk penelitian ini) menggunakan variabel dependen yang sama, yaitu peringkat surat utang perusahaan yang diklasifikasikan menggunakan skala nominal dan diuji dengan regresi logistik.

Perbedaan-perbedaan yang terdapat antara lain pada:

1. Sampel.

- a. Ashbaugh dkk menggunakan 894 sampel yang salah satunya syaratnya merupakan perusahaan yang memiliki peringkat yang dikeluarkan oleh Standard and Poor's dan berada di Amerika Serikat
- b. Setyaningrum menggunakan 213 sampel, yang salah satu syaratnya merupakan perusahaan yang memiliki peringkat yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dan merupakan perusahaan *go public* di Indonesia.
- c. Bennedick menggunakan 33 perusahaan memiliki peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dan merupakan perusahaan *go public* di Indonesia
- d. Penelitian ini menggunakan 33 perusahaan yang bergerak di bidang jasa yang memiliki peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo dan merupakan perusahaan *go public* di Indonesia pada tahun 2014.

2. Variabel.

- a. Ashbaugh dkk membagi *corporate governance* menjadi 4 kategori besar, yaitu: 1). Struktur kepemilikan dan pengaruhnya, yang terdiri dari 3 variabel, 2). Hak dan hubungan finansial *stakeholder* yang terdiri dari 1 variabel, 3). Transparansi dan pengungkapan informasi finansial, yang terdiri dari 5 variabel, serta 4). Struktur dewan dan proses yang terdiri dari 8 variabel dan juga menggunakan 8 variabel kontrol yang merupakan karakteristik perusahaan.
- b. Setyaningrum membagi *corporate governance* menjadi 3 kategori besar, yaitu: 1). Struktur kepemilikan dan pengaruhnya, yang terdiri dari 3 variabel, 2). Transparansi dan pengungkapan informasi finansial, yang terdiri dari 2 variabel, dan 3). Struktur dewan dan proses yang terdiri dari 2 variabel dan juga menggunakan 6 variabel kontrol yang merupakan karakteristik perusahaan.
- c. Bennedick membagi *corporate governance* menjadi 3 kategori besar, yaitu: 1). Struktur kepemilikan dan pengaruhnya, yang terdiri dari 3 variabel, 2). Transparansi dan pengungkapan informasi finansial, yang terdiri dari 2 variabel,

dan 3). Struktur dewan dan proses yang terdiri dari 1 variabel. Pada penelitian Bennedick ini tidak menggunakan variabel kontrol dalam melakukan analisis.

- d. Penelitian ini mengacu pada penelitian Bennedick (2008) dan membagi *corporate governance* menjadi 3 kategori besar, yaitu: 1.) struktur kepemilikan dan pengaruhnya, yang terdiri dari 3 variabel, 2.) transparansi dan pengungkapan informasi finansial, yang terdiri dari 2 variabel, dan 3.) Struktur dewan dan proses yang terdiri dari 1 variabel. pada penelitian ini tidak menggunakan variabel kontrol dalam melakukan analisis.

3.1 Jenis Penelitian

Penelitian ini tergolong sebagai *hypotesis testing*. Penelitian pengujian hipotesis adalah sebuah penelitian yang bertujuan untuk menjelaskan sifat hubungan tertentu, atau menunjukkan perbedaan antar kelompok atau kebebasan (independensi) dua faktor atau lebih, dalam suatu situasi tertentu (Sekaran, 2006). Pengujian hipotesis dilakukan untuk menelaah varians dalam variabel terikat (dependen) atau untuk memperkirakan *output* organisasi.

3.2 Penentuan Populasi dan Sampel Penelitian

Unit analisis dari penelitian ini yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan jasa yang surat utangnya tercatat di PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) yang masih beredar per 31 Desember 2014. Populasi terdiri dari perusahaan jasa yang menerbitkan surat utang yang beredar per 31 Desember 2014, serta sampelnya adalah surat utang perusahaan jasa yang menerbitkan surat utang dan beberapa kriteria lainnya yang akan disebutkan.

Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan "*purposive sampling method*," yaitu 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:

- a. Perusahaan jasa yang surat utangnya beredar per 31 Desember 2014, serta diketahui data peringkatnya sesuai laporan yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo).
- b. Perusahaan jasa yang surat utangnya dipilih adalah surat utang dari perusahaan jasa yang sahamnya tercatat di PT. Bursa Efek Indonesia (BEI) yang masih beredar per 31 Desember 2014.
- c. Perusahaan jasa yang surat utangnya dipilih data peringkatnya selama 12 bulan berturut-turut selama tahun 2014.

Perusahaan jasa yang mempunyai data laporan keuangan auditan yang lengkap tahun 2014.

Tabel 3.1

Kriteria Sampling

Kriteria Sampling	Jumlah
1. Obligasi perusahaan yang beredar per 31 Desember 2014, serta diketahui data peringkatnya sesuai laporan yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo).	98
2. Perusahaan yang tidak <i>listing</i> di BEI.	(35)
3. Data dalam laporan keuangan tidak tersedia dengan lengkap	(5)
4. Perusahaan yang bergerak selain di bidang jasa	(28)
Jumlah Akhir Sampel	30

Karena Sampel mencapai 30 perusahaan, maka dapat dilakukan pengujian menggunakan uji regresi logistik, yang mensyaratkan jumlah data (n) minimal adalah sebesar 30.

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 peringkat surat utang perusahaan, jumlah *block holder*, 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 persentase dewan komisaris independen. Sumber data tersebut diperoleh dari data-data yang terdapat di *database* Pojok BEJ Universitas Brawijaya dan website PT. Pefindo. Data yang diperoleh akan dianalisis dengan metode kuantitatif.

3.4 Variabel Penelitian, Definisi Operasional serta Pengukuran Variabel

Variabel independen dan variabel dependen penelitian ini akan dijabarkan secara rinci beserta definisi operasional dan pengukuran variabelnya. Penjabaran tersebut dimaksudkan untuk menjelaskan data apa yang dibutuhkan, penjelasan dari jenis data dan juga pengukuran dari data tersebut.

3.4.1 Variabel Dependen

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah peringkat surat utang, yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo) yang diakses dari www.pefindo.com. Peringkat surat utang yang digunakan adalah peringkat surat utang dari perusahaan jasa pada tahun 2014.

Peringkat obligasi akan dibagi menjadi tujuh klasifikasi, dimana peringkat akan diberi angka satu sampai dengan tujuh (Lihat tabel 3.2). 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.

Dasar pembagian peringkat obligasi menggunakan skala nominal tersebut mengacu pada penelitian Bennedick (2008) yaitu karena adanya kesulitan untuk mengkuantifikasikan pengaruh marjinal dari setiap variabel *governance* dari peringkat surat utang dengan berbagai kategori, sehingga digunakan klasifikasi alternatif yang membagi peringkat surat utang menjadi dua kategori, *investment* dan *speculative*.

Tabel 3.2
Peringkat Obligasi PT. 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: Bennedick (2008) dan www.pefindo.com

3.4.2 Variabel Independen

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

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

Tabel 3.3
Operasionalisasi Variabel

Variabel Independen	Definisi Operasional	Pengukuran Variabel
Struktur Kepemilikan		
BLOCK (institusi non-keuangan)	<i>Block holder</i> adalah individu ataupun lembaga yang memiliki 5% atau lebih dari saham perusahaan yang beredar	Jumlah kepemilikan <i>block holder</i> (baik individu maupun lembaga) dalam keseluruhan kepemilikan saham (Benedick.2008)
INST (institusi keuangan)	Investor institusional didefinisikan investor yang berasal dari sektor keuangan (Bank, Asuransi, Perusahaan Efek dan Lembaga Pembiayaan lainnya.)	Total persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional dari keseluruhan kepemilikan saham (Benedick.2008)
INSIDE	Kepemilikan saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris	Total persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris dari keseluruhan kepemilikan saham (Benedick.2008)
Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan		
AUDIT	Kantor Akuntan Publik (KAP) yang melakukan audit eksternal atas perusahaan	1 (satu) jika perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big 4 dan 0 (nol) jika lainnya (Benedick.2008)
AUD_COM	Adanya komite audit sesuai dengan Keputusan Direksi PT BEJ No:Kep-315/BEJ/06-2000 yang diubah menjadi No:Kep-339/BEJ/07-2001	1 (satu) jika perusahaan memiliki komite audit sesuai dengan peraturan BEJ dan 0 (nol) jika lainnya (Benedick.2008)
Struktur Dewan Komisaris		
BRD_IND	Dewan Komisaris yang independen dan bukan berasal dari internal perusahaan	Persentase komisaris independen dari keseluruhan anggota dalam struktur Dewan Komisaris (Benedick.2008)

Sumber: Diolah dari landasan teori dan penelitian Benedick (2008)

3.5 Metode Analisis

Pengujian terhadap hipotesis dalam penelitian ini dilakukan dengan analisis multivariate menggunakan regresi logistik. Model ini digunakan ketika ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen berbentuk non-metrik dapat diprediksi dengan variabel independennya dimana variabel independennya merupakan kombinasi antara variabel metrik dan non-metrik. Selain itu model ini dipilih karena variabel dependen dalam penelitian adalah variabel kualitatif yang mempunyai urutan (*ordered*), sehingga tidak dapat digunakan model probabilitas linear seperti multinomial logit (Ghozali,2006)

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif adalah statistik yang digunakan untuk menganalisis data dengan cara mendeskripsikan atau menggambarkan data yang telah terkumpul sebagaimana adanya tanpa bermaksud membuat kesimpulan yang berlaku umum atau generalisasi (Sugiyono,2010). Pengujian dengan menggunakan statistik deskriptif dilakukan dengan cara menggambarkan pola sebaran data, seperti nilai minimum, maksimum, dan rata-rata dari variabel struktur kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan dan transparansi dan pengungkapan informasi keuangan.

3.5.2 Uji Regresi Logistik

Alasan penggunaan uji regresi logistik disebabkan variabel dependen berbentuk nominal (kategori), yaitu peringkat surat utang perusahaan yang terdiri dari kategori *investment* yang diberi kode 1 dan kategori *speculative* yang diberi kode 0. Sehingga tidak dimungkinkan untuk menggunakan uji regresi linier berganda. Menurut Ghozali (2006) regresi logistik dipilih karena dalam penelitian ini berupa data nominal dan data rasio. Variabel dependen dalam penelitian ini berupa nominal yaitu peringkat surat utang, sedangkan variabel independen dalam penelitian ini berupa nominal dan rasio yaitu struktur kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan dan transparansi dan pengungkapan informasi keuangan. jadi regresi logistik umumnya digunakan jika asumsi *multivariate normal distribution* tidak dipenuhi. terkadang *multivariate normal distribution* tidak dapat dipenuhi karena variabel bebas merupakan campuran antara variabel kontinyu (metrik) dan kategorikal (non metrik) (Ghozali 2006). Pengujian dilakukan dengan menggunakan bantuan program komputer.

3.6 Uji Hipotesis

Sejumlah 30 sampel perusahaan yang diperoleh dengan menggunakan kriteria sampel pada Tabel 3.1 di atas kemudian diuji dengan menggunakan regresi logit dilakukan secara serentak terhadap semua variabel independen dengan tingkat $\alpha=5\%$. Penggunaan sebanyak 33 sampel dianggap telah cukup mewakili kondisi populasi karena sesuai dengan kaidah *central limit theorem*, sampel minimal yang disyaratkan terhadap suatu pengujian hipotesis adalah 30 sampel. 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.

4.1 Hasil Analisis

Data yang telah dikumpulkan dan diolah akan dijelaskan pada bagian ini. Analisis data pada penelitian ini menggunakan metode statistik deskriptif dan regresi logistik

4.1.1 Statistik Deskriptif

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	N	Minimum	Maximum	Mean
BLOCK	30	1.00	4.00	2.4000
INST	30	32.03	99.79	69.7400
INSIDE	30	0.00	9.74	0.9055
BRD_IND	30	3.33	100.00	46.0330
Valid N (listwise)	30			

Sumber data: Lampiran 3

Berdasarkan hasil statistik deskriptif pada Tabel 4.1, dengan menggunakan metode *cross sectional* diperoleh sebanyak 30 data observasi dan semuanya dinyatakan valid atau tidak terdapat *missing case*. Jumlah *block holder* (BLOCK) merupakan jumlah kepemilikan saham sebesar 5% atau lebih. Hasil statistik terhadap variabel *Block Holder* menghasilkan nilai minimum sebesar 1 orang, nilai maksimum sebesar 4 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 32,03%, nilai maksimum sebesar 99,79%, dengan rata-rata sebesar 69,74%. 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 9,74%, dengan rata-rata sebesar 0,905%. 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 (BRD_IND) menghasilkan nilai minimum sebesar 3,33%, nilai maksimum sebesar 100%, dengan rata-rata sebesar 46,03%. 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. Profil Perusahaan Sampel

Sub-bab berikut membahas profil perusahaan sampel berdasarkan peringkat surat utang, ukuran KAP, dan komite audit. Peringkat surat utang akan dikelompokkan dalam dua kategori yaitu *speculative* dan *investment*.

Tabel 4.2
Profil Sampel Berdasarkan Peringkat Surat Utang

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	<i>Speculative</i>	12	40
	<i>Investment</i>	18	60
	Total	30	100.0

Sumber data: Lampiran 3

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.2 di atas, 40% dari total observasi yang memiliki kategori surat utang *speculative*, dan s 60% dari total observasi yang memiliki kategori surat utang *investment*. Jumlah data yang digunakan dalam observasi adalah 30 perusahaan.

Tabel 4.3
Profil Sampel Berdasarkan Ukuran KAP

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	Non Big Four	7	23,7
	Big Four	23	76,3
	Total	30	100.0

Sumber data: Lampiran 3

Profil sampel berdasarkan ukuran KAP ini mengkategorikan perusahaan yang menggunakan KAP *big four* dan *non big four*. Berdasarkan hasil pada Tabel 4.3 di atas, dari sebanyak 30 data observasi diperoleh sebanyak 7 perusahaan atau 23,7% dari total observasi yang menggunakan KAP Non Big-Four dan sebanyak 23 perusahaan atau 76,3% dari total observasi yang menggunakan KAP Big-Four.

Tabel 4.4
Profil Sampel Berdasarkan Komite Audit

		<i>Frequency</i>	<i>Percent</i>
Valid	Tidak Sesuai	9	30
	Sesuai	21	70
	Total	30	100.0

Sumber data: Lampiran 3

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.4 di atas, 30% dari total observasi yang memiliki komite audit sesuai dengan peraturan Bapepam dan 70% dari total observasi yang memiliki komite audit tidak sesuai dengan peraturan Bapepam. Jumlah data yang digunakan dalam observasi adalah 30 perusahaan.

4.1.2 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 4.5
Hosmer and Lemeshow Test

Keterangan	Nilai
Chi-square	5,504
df	8
Sig. (p)	0,703

Sumber data: Lampiran 4

Berdasarkan hasil pada Tabel 4.5 di atas, pengujian menunjukkan nilai *Chi-square* sebesar 5,504 dengan signifikansi (p) sebesar 0,703. 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 Log Likelihood* (-2LL) pada awal (*Block Number* = 0) dengan nilai *-2 Log Likelihood* (-2LL) pada akhir (*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 4.6
Perbandingan Nilai -2LL Awal dengan Nilai -2LL Akhir

	-2LL	Nilai
1. Awal (Blok 0)		40,381
2. Akhir (blok 1)		19,494

Sumber data: Lampiran 4

Berdasarkan Tabel 4.6 di atas, nilai *-2LL* awal adalah sebesar 40,381. Setelah dimasukkan keenam variabel independen maka nilai *-2LL* akhir mengalami penurunan menjadi sebesar 19,494. 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 0,678 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabel independen adalah sebesar 67,8%, sedangkan sisanya sebesar 32,2% 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 4.7
Hasil Uji Koefisien Regresi Logistik

Variabel	B	S.E.	Wald	Sig.	Keterangan
BLOCK	0.761	0.600	1.611	0.204	Tidak Signifikan
INST	-0.100	0.050	4.063	0.044	Signifikan
INSIDE	0.149	0.335	0.199	0.656	Tidak Signifikan
AUDIT	2.617	2.246	1.358	0.244	Tidak Signifikan
AUD_COM	4.516	1.889	5.713	0.017	Signifikan
BRD_IND	0.156	0.076	4.180	0.041	Signifikan
Constant	-6.386	4.606	1.923	0.166	-

Sumber data: Lampiran 4

Berdasarkan Tabel 4.7 di atas, hasil pengujian menghasilkan model regresi sebagai berikut:

$$\text{Bond rating} = -6,386 + 0,761\text{BLOCK} - 0,100 \text{INST} + 0,149 \text{INSIDE} + 2,617 \text{AUDIT} + 4,516 \text{AUD_COM} + 0,156 \text{BRD_IND}$$

5.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan pada bab sebelumnya, kesimpulan yang dapat diambil dari penelitian ini adalah:

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel BLOCK (kepemilikan *block holder*) tidak terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan block holder tidak signifikan diduga karena jumlahnya yang lebih kecil dibanding dengan kepemilikan institusional yang berdampak pada terbatasnya wewenang dalam perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian variabel INST (kepemilikan institusional), hasil penelitian menunjukkan adanya pengaruh positif struktur kepemilikan 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.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel INSIDE (kepemilikan saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris) tidak terbukti mempunyai pengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian menunjukkan bahwa pengaruh kepemilikan manajerial tidak signifikan diduga karena jumlahnya yang kecil dibanding dengan kepemilikan institusional sehingga membatasi wewenangnya pada arah kebijakan perusahaan.

Pada pengujian lanjutan dengan menggunakan variabel-variabel struktur kepemilikan saja, menunjukkan tidak adanya pengaruh struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hal ini juga disebabkan karena tidak digunakannya variabel kontrol yang dapat mempengaruhi peringkat surat utang seperti yang dilakukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel AUDIT (Kantor Akuntan Publik yang melakukan audit eksternal atas perusahaan), penelitian ini menemukan hasil yang tidak signifikan pada transparansi dan pengungkapan informasi keuangan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil ini menunjukkan bahwa kualitas dari auditor tidak berpengaruh terhadap preferensi pasar dalam menilai kinerja perusahaan.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel AUD_COM (adanya komite audit sesuai dengan Keputusan Direksi PT BEJ No:Kep-315/BEJ/06-2000 yang diubah menjadi No:Kep-339/BEJ/07-2001 dan Kebijakan *Corporate Governance* Indonesia oleh KNKG 2006) terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Pada pengujian lanjutan dengan menggunakan variabel-variabel transparansi dan pengungkapan informasi keuangan saja, tidak menunjukkan adanya pengaruh struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hal ini juga disebabkan karena tidak digunakannya variabel kontrol yang dapat mempengaruhi peringkat surat utang seperti yang dilakukan dalam penelitian-penelitian sebelumnya.

Berdasarkan hasil pengujian terhadap variabel BRD_IND (Persentase dewan komisaris yang independen dan bukan berasal dari internal perusahaan) ditemukan adanya pengaruh persentase dewan komisaris terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian yang menunjukkan adanya pengaruh signifikan dari persentase dewan komisaris independen tersebut diduga disebabkan karena secara umum persentase komisaris independen cukup tinggi dalam perusahaan.

5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

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.

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 public*. 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* sebagai variabel kontr

DAFTAR PUSTAKA

- Ajinkya, B., S. Bhojraj, dan P. Sengupta. 1999. The Effect of Corporate Governance on Disclosure. Working Paper. Gainesville: University of Florida.
- Ardiati, A. Y. (2005). Pengaruh Manajemen Laba Terhadap Return Saham pada Perusahaan yang Diaudit oleh KAP Big 5 dan KAP Non Big 5. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 8 (3), 235-249.
- Ashbaugh, H.,R. LaFond, dan B. Mayhew. 2003. Do Nonaudit Services Compromise Auditor Independence? Further Evidence. *Accounting Review* (78):611-640.
- Baridwan, Anis. 2002. Tugas Komite Audit dalam Good Corporate Governance. *The Essence of Good Corporate Governance*. FCGI & YPPMI Institute.
- Benedick, Guran (2008). Pengaruh Pengimplementasian *Corporate Governance* Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan *Go Public* di Indonesia. Universitas Brawijaya
- Bhojraj, S. & P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business* (76): 455-475.
- Binhadi, dkk. 2006. Pedoman Umum Good Corporate Governance Indonesia. Komite Nasional Kebijakan Governance.
- Boediono, Gideon SB. 2005. Kualitas Laba: Studi Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Dampak Manajemen Laba Dengan Menggunakan Analisis Jalur. SNA VIII Solo.
- Chung, H., and S. Kallapur. 2003. "Client Importance, Nonaudit Services, and Abnormal Accruals," *Accounting Review* 78: 931-955.
- Dechow, P., R. Sloan. 1991. Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* (14):51-89.
- Defond, M., K. Raghunandan dan K.R. Subramanyam. 2002. .Do Non-Audit Service Fees Impair Auditor Independence? Evidence from Going Concern Audit Opinions. *Journal of Accounting Research* (40): 1247-1274.
- FitchRatings. 2004. Credit Policy Special Report, "Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective", New York.
- Ghozali, Imam. 2005. Aplikasi Analisis Multivariate dengan Program SPSS, Penerbit UNDIP: Semarang.

- Hartono, J. 2004. Metodologi Penelitian Bisnis: Salah Kaprah dan Pengalaman-pengalaman. BPFE UGM, Yogyakarta.
- Herwidiyatmo. 2000. Implementasi Good Corporate Governance untuk Perusahaan Publik Indonesia, *Usahawan*, Oktober No. 10, th XXIX: 25-32.
- Husnan, S. 1999. Indonesia Corporate Governance: Its Impact on Corporate Performance and Finance. Yogyakarta: Gadjah Mada University.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76: hlm. 323-329.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Finance Economics* (3):305-360
- Jerrell, G. & Poulsen A. 1987. Shark Repellents and Stock Prices: The Effect of Antitakeover Amendments Since 1980. *Journal of Financial Economics* (19):127-168.
- Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta No: Kep-315/BEJ/06-2000
- Keputusan Direksi PT. Bursa Efek Jakarta No: Kep-339/BEJ/07-2001
- Krishnan, G. V. (2003). Audit Quality and Pricing of Discretionary Accruals. *Journal Practice and Theory*, 22 (1), 109-126.
- Krisnantono, D. 2004. Mendokumentasikan Pencapaian Perbaikan Corporate Governance di Indonesia. *Komitmen Menegakkan Corporate Governance* 3-10.
- Meutia, I. (2004). Pengaruh Independensi Auditor Terhadap Manajemen Laba untuk KAP Big 5 dan Non Big 5. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 7 (3), 333-350.
- Scott, W.R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Ontario: Prentice Hall Canada Inc.
- Sekaran, Uma. (2003). *Research Methods for Business: A Skill Building Approach*, New York: John Wiley and Sons, Inc., fourth edition.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *Accounting Review* (73): 459-474.
- Setyaningrum, D. 2005. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia* (2): 73-102.

Shleifer, A. & R.Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* (52) 737-783.

Siallagan, Hamonangan dan Mas'ud Machfoedz. 2006. *Mekanisme Corporate Governance, Kualitas Laba dan Nilai Perusahaan*. Makalah disajikan dalam Simposium Nasional Akuntansi 9, Padang, 23-26 Agustus.

Standard & Poor's. 2002. "Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions", New York. McGraw-Hill Companies, Inc.

Tjager, I.N., F.A. Alijoyo, R.D. Humphery, dan B. Sembodo. 2003. *Corporate Governance: Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis di Indonesia*. Jakarta: PT. Prenhallindo.

Wahidahwati (2001), "Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional Pada Kebijakan Hutang Perusahaan : Sebuah Perspektif *Agency Theory*", *Simposium Nasional Akuntansi IV Ikatan Akuntan Indonesia, 1084-1107*.

Wedari, Linda Kusumaning. 2004. Analisis Pengaruh Proporsi Dewan Komisaris dan Keberadaan Komite Audit Terhadap Aktivitas Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VII*. Denpasar-Bali

www.idx.co.id

www.pefindo.com