



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEPEMIMPINAN  
PERWAKILAN KELUARGA PADA PERUSAHAAN,  
*PRAKTEK CORPORATE GOVERNANCE*, DAN PERINGKAT  
SURAT UTANG**

**TESIS**

**WISANG MAHATMAJA  
1106035644**

**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM PASCASARJANA  
DEPOK  
DESEMBER 2013**



**UNIVERSITAS INDONESIA**

**STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEPEMIMPINAN  
PERWAKILAN KELUARGA PADA PERUSAHAAN,  
PRAKTEK *CORPORATE GOVERNANCE*, DAN PERINGKAT  
SURAT UTANG**

**TESIS**

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Sains  
Manajemen**

**WISANG MAHATMAJA  
1106035644**


**FAKULTAS EKONOMI  
PROGRAM STUDI ILMU MANAJEMEN  
KEKHUSUSAN KEUANGAN  
DEPOK  
DESEMBER 2013**

## HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,  
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk  
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Wisang Mahatmaja

NPM : 1106035644

Tanda Tangan : 

Tanggal : 30 Desember 2013

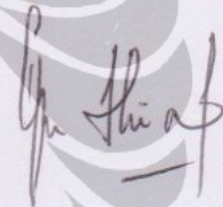
## HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :  
Nama : Wisang Mahatmaja  
NPM : 1106035644  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Judul Tesis : Struktur Kepemilikan, Kepemimpinan Perwakilan  
Keluarga Pada Perusahaan, Praktek *Corporate Governance*, dan Peringkat Surat Utang.

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains Manajemen pada Program Studi Ilmu Manajemen, Fakultas Ekonomi, Universitas Indonesia.

### DEWAN PENGUJI

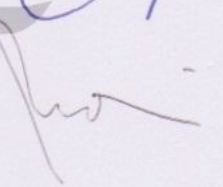
Pembimbing : Dr. Cynthia Afriani

(  )

Penguji : Zaafri Ananto Husodo Ph.D

(  )

Penguji : Dr. Buddi Wibowo

(  )

Ditetapkan di : Depok

Tanggal : 20 Desember 2013

## KATA PENGANTAR

Puji syukur yang sebesar-besarnya kehadirat ALLAH S.W.T yang telah memberikan rahmat dan hidayah-Nya kepada penulis sehingga dengan seizin Allah S.W.T penulis dapat menyelesaikan tugas akhir ini. Shalawat dan salam semoga selalu tercurahkan kepada junjungan kita Nabi Muhammad SAW beserta para keluarga dan sahabatnya serta para umatnya.

Tugas akhir berupa tesis dengan judul “STRUKTUR KEPEMILIKAN, KEPEMIMPINAN PERWAKILAN KELUARGA PADA PERUSAHAAN, PRAKTEK *CORPORATE GOVERNANCE*, DAN PERINGKAT SURAT UTANG” merupakan sebagian dari persyaratan akhir untuk mencapai gelar Magister Program Studi Ilmu Manajemen Kekhususan Keuangan pada Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.

Penulis menyadari sepenuhnya bahwa tanpa bimbingan, bantuan, dan doa dari berbagai pihak, tugas akhir ini tidak akan selesai tepat waktu. Oleh karena itu, penulis mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu terselesaikannya tugas akhir ini dengan baik, yaitu kepada:

- 1) Dr. Cynthia A. Utama selaku Dosen Pembimbing pendamping yang selalu memberikan dukungan dalam penulisan tugas akhir ini, serta dengan penuh kesabaran mengarahkan dalam mendampingi penulis sejak awal hingga selesai.
- 2) Bapak Dr. Buddi Wibowo dan Bapak Zaafri Ananto Husodo, Ph.D, selaku dosen-dosen penguji pada sidang ujian tesis yang telah memberikan saran-saran perbaikan untuk penyempurnaan tesis ini.
- 3) Seluruh dosen yang telah mengajar serta mendidik penulis selama menuntut ilmu di Universitas Indonesia.
- 4) Ayahanda dan Ibunda tercinta Ir. H. Agung Handaya M.Sc., dan Dra. Hj. Puspa Rusmawati, Enggar Puntowening, Wikan Wiridjati, serta Ahmad Mujaddid Amin yang telah banyak memberikan nasehat, semangat, doa, dan kasih sayang kepada penulis.



- 5) Nisa Affifani untuk semua kebbaikannya, ketulusannya, kesabarannya, pertolongannya, untuk nasihat dan doanya guna mendukung penulis menyelesaikan tesis ini.
- 6) Teman-teman PPIM UI angkatan 2011 sebagai sesama teman seperjuangan di Pascasarjana.
- 7) Sahabat-sahabat terbaik penulis untuk doa, semangat dan dukungannya.
- 8) Keluarga besar Endro Atomojo dan keluarga Siswoyo serta pihak-pihak lain yang tidak mungkin disebutkan namanya satu per satu.
- 9) Staf sekretariat dan perpustakaan pasca feui yang telah banyak membantu selama penulis kuliah di pasca Ilmu Manajemen Universitas Indonesia.

Akhir kata, penulis berharap agar tesis ini berguna bagi berbagai kalangan untuk lebih memahami ilmu ekonomi khususnya manajemen keuangan. Penulis juga menyadari bahwa masih banyak kekurangan dalam penulisan tesis ini sehingga penulis mengharapkan adanya bantuan berupa kritik dan saran di masa yang akan datang yang bersifat membangun untuk perbaikan penulisan tesis ini.

Depok, 30 Desember 2013

Wisang Mahatmaja

**HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI  
TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS**

---

Sebagai sivitas akademika Universitas Indonesia, saya bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Wisang Mahatmaja  
NPM : 1106035644  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Departemen : Keuangan  
Fakultas : Ekonomi  
Jenis karya : Tesis

demikian pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul :

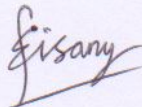
**Struktur Kepemilikan, Kepemimpinan Perwakilan Keluarga Pada**

**Perusahaan, Praktek *Corporate Governance*, dan Peringkat Surat Utang.**

beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan Hak Bebas Royalti Noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pengkalan data (*database*), merawat, dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di : Depok  
Pada tanggal : 30 Desember 2013  
Yang menyatakan



(Wisang Mahatmaja)

## ABSTRAK

Nama : Wisang Mahatmaja  
Program Studi : Ilmu Manajemen  
Judul : Struktur Kepemilikan, Kepemimpinan Perwakilan Keluarga  
Pada Perusahaan, *Corporate Governance*, dan Peringkat Surat  
Utang.

Studi ini menyelidiki pengaruh struktur kepemilikan dan praktek *corporate governance* terhadap peringkat surat utang menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar dalam Bursa Efek Indonesia pada tahun 2007 sampai tahun 2012. Hasil penelitian menunjukkan bahwa struktur kepemilikan secara linear berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Lebih lanjut penelitian mencoba meneliti hubungan non monotonik antara struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang dan mendapatkan bahwa struktur kepemilikan sedang menyebabkan peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih tinggi dibandingkan dengan struktur kepemilikan rendah. Hasil lainnya menunjukkan bahwa praktek *corporate governance* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang.

Lebih lanjut studi ini memfokuskan untuk menyelidiki hubungan antara struktur kepemilikan dengan melihat hanya pada struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang, selain itu studi ini juga melihat adanya pengaruh dari perwakilan keluarga baik *founder* maupun *descendant* sebagai CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang. Hasil penelitian konsisten dengan hipotesa yang menyatakan bahwa adanya struktur kepemilikan keluarga dapat mengurangi *agency conflicts* antara pemegang saham pengendali dengan *bondholders*. Hal ini mengindikasikan bahwa *bondholders* menganggap adanya struktur kepemilikan keluarga dapat melindungi kepentingannya sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik. Hasil lainnya menunjukkan bahwa *founder* yang bertindak sebagai CEO atau komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang.

Kata kunci : *Corporate governance*; Kepemimpinan perusahaan; Peringkat surat utang; Struktur kepemilikan.



## **ABSTRACT**

Name : Wisang Mahatmaja  
Study Program : Science Management  
Title : Ownership Structure, Representative Families as Corporate Leaders, Corporate Governance, and Bond Ratings.

This study investigated the effect of ownership structure and also the practice of corporate governance on bond ratings of the companies that was registered in Indonesia Stock Exchange in 2007 until 2012 . The results showed that the ownership structure had a positive effect on bond ratings linearly. Further this research try to examining the non monotonic relationship between ownership structure and bond rating, result show the medium ownership structure prompt the bond rating higher than the low ownership structure. Other results showed that the existence of corporate governance practices positively affect on bond ratings.

Moreover, this study investigated the effect with focuses the family ownership structure in family firms on bond ratings. In addition, this study also test the interaction a family member as either the founder or descendant as a CEO or commissioner affect the bond ratings. The results are consistent with the hypothesis that the presence of family ownership structure can reduce agency problems between controlling shareholders to bondholders. This indicates that the bondholders have assumed the family ownership structure can protect its interests so the company can enjoy the better bond ratings. Other results showed that the founder who acts as a CEO or commissioner have a positive effect on bond ratings.

Keywords : Bond ratings; Corporate governance; CEO or commisioner; Ownership structure.

## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR .....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR .....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv
<b>1. PENDAHULUAN .....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Celah Penelitian.....	8
1.3 Perumusan Masalah.....	10
1.4 Pertanyaan Penelitian.....	11
1.5 Tujuan Penelitian.....	11
1.6 Manfaat Penelitian.....	12
1.7 Sistematika Penulisan .....	12
<b>2. TINJAUAN LITERATUR .....</b>	<b>14</b>
2.1 Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi .....	14
2.1.1 Hubungan antara Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi dan Peringkat Surat Utang.....	15
2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga .....	17
2.2.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga Terhadap Peringkat Surat Utang .....	18
2.2.2 Keterlibatan Pihak Keluarga Dalam Manajerial Terhadap Peringkat Surat Utang.....	20
2.3 <i>Corporate governance</i> .....	23
2.3.1 Pengaruh <i>Corporate governance</i> (CG) Terhadap Peringkat Surat Utang .....	27
2.4 Pengaruh Volatilitas <i>Return</i> Saham Terhadap Peringkat Surat Utang ....	31
2.5 Pengaruh Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Peringkat Surat Utang .....	34
2.6 Pengaruh Tingkat <i>Leverage</i> Terhadap Peringkat Surat Utang.....	35
2.7 Pengaruh Tingkat Profitabilitas Terhadap Peringkat Surat Utang .....	36
2.8 Pengaruh Tingkat Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang .....	37
2.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang .....	38

<b>3. METODOLOGI PENELITIAN .....</b>	<b>39</b>
3.1 Rerangka Pemikiran.....	39
3.2 Sumber Data .....	45
3.3 Metode Pengumpulan Data .....	45
3.4. Klasifikasi Variabel .....	46
3.4.1. Variabel Terikat (dependen).....	46
3.4.2 Variabel Bebas (Independen).....	48
3.4.2.1 Struktur Kepemilikan <i>Ownership Structure</i> .....	48
3.4.2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga ( <i>Family Ownership</i> ).....	49
3.4.2.3 Kepemimpinan Perusahaan (CEO atau Komisaris).....	50
3.4.2.4 CGI sebagai proksi dari <i>corporate governance</i> .....	50
3.4.2.5 Volatilitas <i>Return Saham</i> sebagai proksi dari <i>credit risk</i> .....	51
3.4.2.6 Umur Obligasi ( <i>Maturity</i> ) .....	51
3.4.2.7 <i>Leverage</i> .....	51
3.4.2.8 ROA Sebagai Proksi Tingkat Profitabilitas.....	52
3.4.2.9 <i>Market to Book Ratio</i> Sebagai Proksi Pertumbuhan Perusahaan.....	53
3.4.2.10 <i>Size</i> Sebagai Proksi Ukuran Perusahaan .....	53
3.5 Hipotesis Penelitian .....	54
3.5.1 Pengaruh <i>Ownership Structure</i> Terhadap Peringkat Surat Utang.....	54
3.5.2 Pengaruh <i>Family Firm</i> dan Kepemimpinan Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang.....	56
3.5.3 Pengaruh <i>Corporate governance</i> Terhadap Peringkat Surat Utang.....	61
3.5.4 Pengaruh <i>Credit risk</i> Terhadap Peringkat Surat Utang.....	62
3.5.5 Pengaruh Umur Obligasi Terhadap Peringkat Surat utang.....	63
3.5.6 Pengaruh Tingkat <i>Leverage</i> Terhadap Peringkat Surat utang.....	64
3.5.7 Pengaruh Tingkat Profitabilitas Terhadap Peringkat Surat utang.....	65
3.5.8 Pengaruh Tingkat Pertumbuhan Terhadap Peringkat Surat utang.....	66
3.5.9 Pengaruh <i>Size</i> Terhadap Peringkat Surat Utang .....	67
3.6 Model Analisis Penelitian .....	68
3.6.1 Uji Robustness Model Penelitian .....	73
3.7 Rancangan Analisis dan Hipotesis.....	74
3.7.1 Uji Multikolineritas.....	74
3.7.2 Uji Normalitas .....	75
3.7.3 Analisis Regresi <i>Ordered logit</i> .....	75
<b>4. ANALISIS PENELITIAN.....</b>	<b>78</b>
4.1 Deskriptif Sampel Penelitian.....	78
4.1.1 Analisis Deskriptif .....	79
4.2 Pengujian Data.....	82

4.2.1 Uji Outlier .....	83
4.2.2 Uji Multikolinearitas .....	83
4.2.3 Uji Normalitas .....	83
4.2.4 Hasil dan Analisis <i>Ordered Logit</i> .....	84
4.3 Uji Robustness .....	96
4.4 Uji Model Ordered Logit .....	97
<b>5. KESIMPULAN DAN SARAN .....</b>	<b>104</b>
5.1 Kesimpulan .....	104
5.2 Keterbatasan Penelitian .....	107
5.3 Saran .....	107
5.3.1 Saran Bagi Investor .....	107
5.3.2 Saran Bagi Akademisi .....	108
<b>DAFTAR PUSTAKA .....</b>	<b>109</b>





## DAFTAR TABEL

Tabel 3.1	Nilai Peringkat Surat Utang.....	47
Tabel 4.1	Prosedur Pemilihan Sampel.....	78
Tabel 4.2	Jumlah Perusahaan dalam Sampel Berdasarkan Tahun Pengamatan .....	79
Tabel 4.3	Hasil Deskriptif Sampel Penelitian.....	80
Tabel 4.4	Hasil Pengolahan Data Model Pertama <i>Ordered Logit</i> .....	86
Tabel 4.5	Hasil Pengolahan Data Model Kedua <i>Ordered Logit</i> dengan Struktur Kepemilikan Rendah sebagai <i>Base Category</i> .....	90
Tabel 4.6	Hasil Pengolahan Data Model Ketiga <i>Ordered Logit</i> .....	93
Tabel 4.7	Hasil Pengolahan Data Model Keempat <i>Ordered Logit</i> dengan struktur kepemilikan keluarga rendah sebagai <i>base category</i> .....	95

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Ilustrasi <i>Payoff</i> untuk Pemberi Pinjaman.....	33
Gambar 3.1 Hubungan antar Variabel Penelitian Struktur Kepemilikan.....	43
Gambar 3.2 Hubungan antar Variabel Penelitian Struktur Kepemilikan Keluarga.....	44



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data Percobaan .....	115
Lampiran 2	Hasil Uji Oulier .....	121
Lampiran 3	Correlation Matrix Data .....	122
Lampiran 4	Histogram Normality Test .....	123
Lampiran 5	Hasil Uji Robustness.....	124
Lampiran 6	Hasil Olahan Z-Score dan Nilai Probability .....	128



## BAB 1 PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Diskusi dan penelitian mengenai struktur kepemilikan merupakan salah satu penelitian yang telah banyak dipelajari dan terus berkembang. Hal ini dikarenakan perusahaan yang *go public* biasanya terdapat pemisahan antara kepemilikan dan kontrol dalam perusahaan, pemisahan inilah yang kemudian dapat menimbulkan perbedaan kepentingan antara *agent* (manajer perusahaan atau pihak yang menerima mandat) dan investor sebagai pemilik perusahaan dan dikenal sebagai *agency problem* (Fama dan Jensen, 1983; Jensen dan Meckling, 1976).

Masalah *agency problem* ini yang kemudian menjadi fokus para peneliti, bagaimana *agency problem* ini ditiadakan atau setidaknya dikurangi agar para investor tidak merasa dirugikan oleh *agent*. Morck et al (1998) dan Servaes (1990) menyatakan bahwa perbedaan kepentingan antara manajer dan *shareholders* dapat diminimalisasi dengan adanya peningkatan struktur kepemilikan terkonsentrasi sehingga menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Namun adanya kepemilikan terkonsentrasi pada suatu perusahaan bukan berarti tidak mendatangkan dampak negatif pada perusahaan.

Struktur kepemilikan terkonsentrasi yang dimiliki perusahaan secara mayoritas digambarkan sebagai kepemilikan keluarga (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, & Vishney, 1999). Kendali keluarga pada mayoritas perusahaan terbuka dapat ditemukan di Eropa Barat, Asia Selatan dan Asia Timur, Timur Tengah, Amerika Latin dan Afrika (Laporta et al., 1999; Claessens, Djankov, Fan, & Lang, 2002; Faccio & Lang, 2002). Lebih lanjut Utama (2012) menyatakan bahwa bukan hanya keluarga saja tetapi pemerintah, investor institusional bisa dianggap sebagai struktur kepemilikan terkonsentrasi selama memiliki lebih dari 5% kepemilikan saham (Thomsen et al, 2006; Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Chau dan Gray, 2010). Fama dan Jensen (1983) dalam Utama (2006) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi yang umumnya dimiliki oleh keluarga pendiri seharusnya memiliki *agency costs* yang lebih rendah karena anggota keluarga memiliki kepentingan langsung dalam mengawasi manajemen, dan



memiliki *cashflow incentives* untuk mengawasi perusahaan dengan ketat terkait kekayaan yang dimilikinya. Selain itu, keluarga sebagai struktur kepemilikan terkonsentrasi memiliki informasi yang lebih baik mengenai operasi bisnis dibandingkan *outside investors*. Keuntungan informasi ini memudahkan mereka untuk mengawasi manajemen dan operasi perusahaan sehingga menghasilkan kinerja perusahaan yang lebih baik. Namun adanya investor yang memiliki kepemilikan saham besar pada suatu perusahaan juga dianggap mempunyai dampak negatif pada perusahaan, dengan struktur kepemilikan yang besar maka *controlling shareholders* dapat dianggap menimbulkan masalah terhadap *minority shareholders* (La Porta, Shleifer, Lopez-De-Silanes, dan Vishny, 1999). *Controlling shareholders* dianggap dapat memberikan tekanan kepada manajer untuk membuat kebijakan yang sesuai dengan kepentingannya dan dapat menimbulkan kerugian kepada investor kecil (*minority investor*).

Penelitian ini ingin melihat adanya hubungan antara struktur kepemilikan terhadap obligasi dikarenakan penelitian-penelitian mengenai struktur kepemilikan terhadap obligasi masih sedikit dilakukan, dimana konflik yang terjadi adalah perbedaan kepentingan antara *shareholders* dan *bondholders* (Boubakri dan Ghouma, 2010). Para *shareholders* dapat mengambil alih kekayaan (*expropriated*) dari *bondholders* dengan melakukan kegiatan investasi yang berisiko tinggi sehingga diharapkan mendapatkan keuntungan yang besar, sedangkan pemegang obligasi menanggung sebagian besar biaya perusahaan (Klock et al, 2005).

Beberapa penelitian sebelumnya menggunakan *credit rating* sebagai skala risiko dari obligasi yang diperdagangkan (Sengupta, 1998; Bhojraj dan Sengupta, 2003, Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Asbaugh et al, 2006; Liu dan Jiraporn, 2010). *Credit rating* dapat menggambarkan informasi risiko bagi para investor dan menunjukkan seberapa aman suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuannya dalam membayar bunga dan pokok pinjaman. Dalam menentukan skala tersebut diperlukan perhitungan atas variabel-variabel yang mempengaruhi obligasi. *Credit rating* di berbagai negara biasanya dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat surat utang, dimana penilaian ini dijabarkan melalui kode tertentu (AAA, AA, A, BBB, BB, B, dan dibawah B). Di

Indonesia terdapat tiga perusahaan pemeringkat obligasi, yakni PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo), PT Fitch *Rating* Indonesia dan PT Moody's Indonesia. Pada penelitian ini digunakan skala *credit rating* yang dikeluarkan oleh PT Pefindo karena dianggap sebagai lembaga pemeringkat yang banyak dipakai oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia untuk menerbitkan peringkat surat utang.

Beberapa penelitian menunjukkan terdapat hubungan positif antara struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap peringkat surat utang (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Elyasiani et al, 2010, Cremers et al, 2007; Amin, 2010). Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa kepemilikan yang memegang ekuitas dalam porsi besar dalam sebuah perusahaan mempunyai peran penting terhadap perusahaan, *controlling shareholders* dianggap dapat melakukan pengawasan dikarenakan mereka memiliki kepentingan finansial dan memiliki hak suara untuk menegur pihak manajemen jika dianggap para manajemen berperilaku mementingkan dirinya sendiri, selain itu terdapat tingkat pengawasan secara efektif terhadap para manajemen. Adanya tingkat pengawasan menurunkan *asymmetric information* yang dihadapi para *bondholders* sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

Sebaliknya Asbaugh et al (2006) menunjukkan terdapat hubungan negatif antara struktur kepemilikan terkonsentrasi terhadap peringkat surat utang. Struktur kepemilikan yang memegang ekuitas dalam porsi besar terkadang melakukan tekanan terhadap perusahaan untuk mendapatkan keuntungan pribadi dan merampas kekayaan para *bondholders* seperti berorientasi pada proyek berisiko untuk mendapatkan keuntungan yang besar dan mengambil sumber daya perusahaan untuk kepentingan pribadi mereka. Biasanya para pemegang saham terkonsentrasi akan melakukan ini pada kondisi lemahnya tata kelola perusahaan, dan lemahnya proteksi hukum bagi para *minority shareholders* (Bebhchuk, 1999). Situasi ini menyebabkan para *bondholders* melakukan antisipasi dengan meminta tingkat pengembalian yang tinggi dan menurunkan peringkat surat utang (Boubakri dan Ghouma, 2010).

Di Indonesia penelitian mengenai struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang masih sedikit dilakukan (Setyaningrum, 2005; Amin, 2010). Berbeda dari penelitian sebelumnya, penelitian ini selain meneliti hubungan linear struktur

kepemilikan terhadap peringkat surat utang, lebih lanjut penelitian ini ingin mencoba melihat apakah terdapat hubungan non monotonik antara struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan menjadi rentang yang berbeda, dengan alasan adanya beberapa penelitian yang mendeteksi adanya hubungan non monotonik yang dimiliki oleh struktur kepemilikan terkait masalah keagenan (Morck et al., 1988; McConnell dan Servaes, 1990; Cho, 1998). Lebih lanjut, Morck et al (1988) menjelaskan bahwa pada saat struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, masalah keagenan akan berkurang sejalan dengan meningkatnya pengawasan dari *shareholder*, dan pada akhirnya keuntungan perusahaan akan meningkat. Sedangkan disaat tingkat kepemilikan yang terkonsentrasi melebihi dari batas tertentu, pemegang saham pengendali akan cenderung untuk meraup *asset* perusahaan untuk kepentingan pribadi. Pada akhirnya akan menurunkan keuntungan yang didapatkan perusahaan dan berkurangnya kekayaan dari pemegang saham minoritas. Adanya hubungan non monotonik terhadap risiko obligasi ditunjukkan oleh beberapa penelitian sebelumnya yang mengatakan terdapat hubungan non monotonik antara struktur kepemilikan dengan risiko obligasi (Bagnani et al, 1994; Ortiz Molina, 2006; Anderson, Marsi dan Reeb, 2003).

Selain itu mengingat di Indonesia mayoritas perusahaan dikendalikan oleh keluarga, maka penelitian kali ini juga meneliti adanya hubungan antara struktur kepemilikan yang difokuskan pada struktur kepemilikan keluarga pada perusahaan keluarga dengan peringkat surat utang perusahaan. Berbagai penelitian sebelumnya menemukan hasil yang berbeda-beda mengenai pengaruh struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang. Anderson, Marsi, dan Reeb (2003) menemukan bahwa struktur kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif terhadap peringkat surat utang. Lebih lanjut dikatakan perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dianggap dapat mereduksi risiko yang dihadapi oleh *bondholders* karena berorientasi pada *firm survival*, kurangnya kegiatan berinvestasi beragam dan berisiko dibanding struktur kepemilikan lainnya, dan keinginan memiliki reputasi yang baik dalam waktu yang lama agar bisa diteruskan kepada penerusnya (Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Ellul et al, 2007). Selain itu struktur kepemilikan keluarga melihat

perusahaan sebagai aset untuk diwariskan kepada penerus dan menganggap nilai perusahaan yang baik merupakan prestasi bagi mereka, dan ini memotivasi mereka untuk terus menjaga nilai perusahaan dalam rentang waktu yang lama (Casson,1999; Fahlenbrach,2009). Oleh karenanya struktur kepemilikan keluarga bisa menurunkan risiko yang dihadapi oleh para *bondholders* dan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

Struktur kepemilikan keluarga juga dapat memiliki hubungan negatif terhadap peringkat surat utang. Perusahaan keluarga yang dikendalikan pendiri sering membatasi posisi manajemen kepada anggota keluarga dan rekan, bahkan ketika mereka tidak memiliki keahlian yang diperlukan dan keterampilan manajemen, dan ini meningkatkan risiko bagi perusahaan (Morck et al, 2000, Villalonga dan Amit, 2006). Adanya struktur kepemilikan keluarga membuat peringkat surat utang yang dimiliki menjadi kurang baik (Lin, Ma, dan Malatesta, 2011; Boubakri dan Ghouma, 2010). Adanya posisi yang dominan dari struktur kepemilikan perusahaan keluarga yang mempunyai peran sebagai *blockholders* inilah yang dikhawatirkan oleh *bondholders*, *bondholders* menganggap *blockholders* sebagai pemegang saham mayoritas dapat melakukan perampasan hak-hak para pemegang obligasi, sehingga menurunkan peringkat surat utang yang dimiliki (Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Lin et al, 2011; Boubakri dan Ghouma, 2010)

Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga bisa saja mempengaruhi *agency problem* yang dihadapi oleh para *bondholders* dengan melibatkan *founder* sebagai seseorang yang penting dalam manajemen (Sebagai CEO ataupun Komisaris). CEO ataupun komisaris yang masih merupakan *founder* dari perusahaan dipercaya dapat menurunkan biaya utang dari perusahaan karena memiliki kinerja yang lebih baik, dan juga *founder* memiliki keunggulan dalam memonitor dan lebih disiplin dikarenakan loyalitas terhadap perusahaan lebih tinggi jika dibandingkan perusahaan dipegang oleh orang luar (Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003). *Founder* mempunyai kecenderungan *risk averse* sehingga keputusan-keputusan investasi yang dilakukan cenderung kurang berisiko (Gonzalez et al, 2013; Fama dan Jensen, 1983). Sebaliknya *founder* juga dapat memberikan pengaruh negatif terhadap peringkat surat utang, Chen, Cheung, dan



Stouraitis (2005) mengatakan bahwa CEO yang berasal dari keluarga dapat meningkatkan *asymmetric information*, dimana para manajer dapat menggunakan haknya untuk mengekstrak gaji yang lebih tinggi demi kesejahteraan hidup mereka. Selain itu terdapat ketakutan bahwa posisi tersebut diisi oleh seseorang yang tidak memiliki kapabilitas semestinya sehingga menyebabkan kinerja perusahaan yang buruk dan meningkatkan risiko kebangkrutan bagi para *bondholders* (Anderson, Marsi, dan Reeb 2003).

Tata kelola perusahaan yang buruk juga dapat meningkatkan *agency problem* yang dihadapi oleh para investor (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Klock et al, 2005; Asbaugh et al, 2006; Ellul et al, 2007). *Corporate governance* merupakan salah satu alat yang dapat digunakan untuk mengawasi jalannya perusahaan dan mengatasi masalah keagenan yang ada pada perusahaan. *Corporate governance* yang dikelola secara baik dapat menjamin transparansi dalam proses mencapai tujuan perusahaan dan penilaian terhadap hasil kinerja perusahaan. Di Indoneisa pada tahun 2001, Komite Nasional Kebijakan *Corporate governance* menerbitkan pedoman *good corporate governance*. Setyapurnama dan Norpratiwi (2007) menyebutkan bahwa pedoman ini bertujuan agar dunia bisnis memiliki acuan dasar yang memadai mengenai konsep dan pola praktek pelaksanaan *good corporate governance* sesuai dengan pola internasional pada umumnya terutama di Indonesia. Oleh karenanya perusahaan yang menerapkan *corporate governance* dapat melindungi kepentingan para investor. Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan terdapat hubungan positif antara penerapan *corporate governance* dengan peringkat surat utang, Sengupta (1998), Bhojraj dan Sengupta (2003), Ashbaugh et al (2006), dan Bradley (2007) menggunakan 4 komponen utama dalam mengukur tingkat *corporate governance* perusahaan sesuai dengan ketentuan Standard & Poor (S&P), menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara *corporate governance* dengan peringkat surat utang perusahaan, sedangkan Amin (2010) menggunakan index *corporate governance* yang dikeluarkan *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) juga menunjukkan hubungan positif terhadap peringkat surat utang.

Selain variabel-variabel diatas, peneliti mencoba untuk memasukkan variabel-variabel kontrol yang dianggap dapat menjelaskan pengaruh terhadap

peringkat surat utang. Variabel kontrol yang digunakan seperti volatilitas *return* saham, umur obligasi, tingkat *leverage*, tingkat *profitabilitas*, tingkat pertumbuhan, dan ukuran perusahaan. Variabel kontrol tersebut pada akhirnya akan dimasukkan kedalam model penelitian, dengan tujuan agar hasil uji tidak bias (Karnen, 2011).

Sengupta (1998), Campbell dan Taskler (2003), Ertugrul dan Hegde (2009), Liu dan Jiraporn (2010), Chen (2012) menggunakan volatilitas *return* saham untuk menggambarkan risiko pada perusahaan. Volatilitas *return* saham dapat menjelaskan risiko ketidakpastian bagi para investor, semakin besar volatilitas yang dihasilkan maka semakin besar risiko yang ada pada perusahaan tersebut, lebih lanjut didapatkan pengaruh negatif terhadap peringkat surat utang (Sengupta 1998, Chen 2012). Variabel lainnya yaitu umur obligasi yang merupakan informasi tingkat likuiditas yang dimiliki oleh obligasi juga dapat berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan (Sengupta, 1998; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Klock et al, 2005; Liu dan Jiraporn, 2010; Chen, 2012).

Burton et al (2000), Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh et al (2006) pada penelitiannya menunjukkan bahwa tingkat *leverage* berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang. Tingkat *leverage* yang semakin besar maka semakin besar pula risiko gagal bayar pada perusahaan tersebut dan akhirnya menurunkan peringkat surat utang. Di lain sisi, tingkat *profitabilitas* dapat membantu investor menilai kinerja manajemen, membantu mengestimasi kemampuan laba perusahaan dalam jangka panjang dan menaksir risiko dalam investasi. Penelitian sebelumnya menemukan tingkat *profitabilitas* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang (Klock et al, 2005; Asbaugh et al, 2006; Liu dan Jiraporn, 2010). Selain itu variabel lainnya yaitu tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan perusahaan dapat memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik dianggap oleh para *bondholders* sebagai indikator untuk mengukur tingkat pengembalian mereka. Tingkat pertumbuhan yang baik memiliki kemampuan membayar lebih baik dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah, hal ini mengurangi risiko para *bondholders* sehingga perusahaan dengan tingkat

pertumbuhan yang baik menikmati peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah (Burton et al, 2000; Pottier dan Sommer, 1998).

Beberapa penelitian terdahulu juga menggunakan variabel *size* sebagai variabel yang penting untuk digunakan dan mengkaitkannya dengan peringkat surat utang. *Size* atau ukuran perusahaan menjadi salah satu faktor yang dapat mempengaruhi peringkat surat utang. Semakin besar ukuran suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan membayar utang semakin tinggi. Ziebart dan Reiter (1992) menggunakan ukuran perusahaan sebagai salah satu variabel penelitian dan mendapatkan ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Sengupta (1998), Bhojraj dan Sengupta (2003), Ashbaugh (2006), Liu dan Jiraporn (2010) juga memasukkan ukuran perusahaan sebagai salah satu faktor yang mempengaruhi peringkat surat utang dan mereka mendapatkan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang.

## 1.2 Celah Penelitian

Penelitian mengenai struktur kepemilikan terhadap obligasi masih sedikit dilakukan dibandingkan terhadap harga saham ataupun kinerja perusahaan. Hal ini disebabkan karena keterbatasan data obligasi serta pengetahuan para investor terhadap obligasi. Wansley *et al.* (1992) menyatakan bahwa sebagian besar perdagangan obligasi dilakukan melalui pasar negosiasi (*over the counter market*) dan secara historis tidak terdapat informasi harga yang tersedia pada saat penerbitan atau saat penjualan, sehingga membuat pasar obligasi menjadi tidak semeriah pasar saham. Padahal di Indonesia menurut Sejati (2010) perkembangan pasar obligasi semakin pesat dikarenakan rendahnya tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) dan tingkat suku bunga deposito sehingga investor lebih tertarik untuk menanamkan modalnya di obligasi. Hal ini diperjelas menurut Faerber (2000) yang menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibandingkan saham dikarenakan volatilitas saham lebih tinggi, dan obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap.

Beberapa penelitian-penelitian sebelumnya mengenai struktur kepemilikan terhadap obligasi dilakukan dengan menggunakan peringkat surat utang (Sengupta, 1998; Bhojraj dan Sengupta, 2003, Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Klock et al, 2005; Asbaugh et al, 2006; Elyasiani et al, 2007; Ellul et al, 2007; Liu dan Jiraporn, 2010; Boubakri dan Ghouma, 2010; Chen, 2012). Di Indonesia sepengetahuan penulis hanya Sentara (2003), Setyaningrum (2005), dan Amin (2010) yang meneliti obligasi menggunakan peringkat surat utang.

Setyaningrum (2005) meneliti pengaruh mekanisme *ownership structure and influence* yang terdiri dari jumlah *blockholders*, persentase kepemilikan saham oleh institusi, dan persentase kepemilikan saham oleh pihak dalam sebagai salah satu komponen pengukuran *corporate governance*. Sedangkan Amin (2010) meneliti pengaruh struktur kepemilikan mengacu pada Asbaugh et al (2006) menggunakan *blockholders*, persentase kepemilikan saham oleh institusi, dan persentase kepemilikan saham oleh pihak dalam dan juga menggunakan skor *corporate governance index* yang dikeluarkan oleh IICD sebagai proxy dari *corporate governance*.

Perbedaan penelitian ini terletak pada definisi *ownership structure* yang digunakan, mengacu pada Utama (2012) yang menyatakan bahwa bukan hanya keluarga saja tetapi pemerintah, investor institusional juga bisa dianggap sebagai *controlling shareholders* selama memiliki lebih dari 5% kepemilikan saham (Thomsen et al, 2006; Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Chau dan Gray, 2010).

Selain itu penelitian ini mencoba untuk melihat apakah hubungan antara struktur kepemilikan bersifat non monotonik terhadap peringkat surat utang, dimana masih sedikit penelitian yang melihat lebih lanjut hubungan non monotonik yang dihasilkan terhadap obligasi (Bagnani et al, 1994; Anderson et al, 2003; Ortiz-Molina; 2006).

Perbedaan penelitian lainnya yaitu peneliti melakukan analisis lebih dalam mengenai struktur kepemilikan dengan melakukan analisis lebih lanjut mengenai struktur kepemilikan yang dimiliki oleh keluarga pada perusahaan keluarga terhadap peringkat surat utang, hal ini dikarenakan banyaknya perusahaan di Indonesia yang masih dikendalikan oleh keluarga (Claessen et al, 2002). Hal ini tidak dilakukan oleh Setyaningrum (2005) dan Amin (2010). Selain itu menurut

Anderson, Marsi, dan Reeb (2003), Liu dan Jiraporn (2010) faktor kepemimpinan perusahaan tidak bisa diabaikan begitu saja mengingat keputusan perusahaan dipengaruhi oleh CEO atau Komisaris. Oleh karenanya faktor kepemimpinan perusahaan menjadi penting untuk diteliti pengaruhnya terhadap peringkat surat utang. Maka dari itu, penulis juga melibatkan sisi manajerial dari perusahaan keluarga, dimana ketika *founder* menjabat sebagai pemimpin perusahaan baik CEO atau komisaris dan ketika *descendant* menjabat sebagai pemimpin perusahaan baik sebagai CEO atau komisaris. Dengan berdasarkan pemikiran bahwa struktur kepemilikan keluarga dengan *founder* dan *descendant* sebagai CEO ataupun komisaris dapat memberikan pengaruh yang berbeda terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Berdasarkan celah penelitian di atas maka penelitian ini akan meneliti mengenai pengaruh struktur kepemilikan, kepemimpinan perusahaan, praktek *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan dengan mengikut sertakan variabel variabel lainnya seperti volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan.

### 1.3 Perumusan Masalah

Berdasarkan celah penelitian, terdapat beberapa rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang perusahaan secara linear?
2. Bagaimana pengaruh dari struktur kepemilikan dalam rentang berbeda terhadap peringkat surat utang perusahaan?
3. Bagaimana pengaruh dari struktur kepemilikan dengan memfokuskan pada struktur kepemilikan keluarga, dan kepemimpinan CEO atau komisaris yang dijabat oleh keluarga baik pendiri (*founder*) maupun keturunan (*descendant*) terhadap peringkat surat utang perusahaan?
4. Bagaimana pengaruh dari struktur kepemilikan dengan memfokuskan pada struktur kepemilikan keluarga dalam rentang berbeda terhadap peringkat surat utang perusahaan?

5. Bagaimana pengaruh dari *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan.

#### 1.4 Pertanyaan Penelitian

Adapun pertanyaan dalam penelitian ini yaitu :

1. Apakah struktur kepemilikan berpengaruh secara linear terhadap peringkat surat utang perusahaan dan apakah memiliki hubungan non monotonik terhadap peringkat surat utang perusahaan dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan menjadi tiga kategori yaitu: struktur kepemilikan sedang, struktur kepemilikan tinggi dengan struktur kepemilikan rendah sebagai *base category*?
2. Apakah struktur kepemilikan keluarga pada perusahaan keluarga berpengaruh secara linear terhadap peringkat surat utang perusahaan dan apakah memiliki hubungan non monotonik terhadap peringkat surat utang perusahaan dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan keluarga menjadi tiga kategori yaitu: struktur kepemilikan keluarga sedang, struktur kepemilikan keluarga tinggi dengan struktur kepemilikan keluarga rendah sebagai *base category*?
3. Apakah pengaruh *founder* maupun *descendant* ketika menjabat sebagai CEO atau komisaris dapat membuat peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih tinggi?
4. Apakah pengaruh *corporate governance index* membuat peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih tinggi?

#### 1.5 Tujuan Penelitian

Adapun beberapa tujuan dalam penelitian ini yaitu :

1. Mengetahui pengaruh dari struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang perusahaan secara linear.
2. Mengetahui hubungan yang terjadi antara struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan menjadi tiga kategori yaitu: struktur kepemilikan sedang, struktur



kepemilikan tinggi dengan struktur kepemilikan rendah sebagai *base category*.

3. Mengetahui pengaruh dari struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang perusahaan secara linear.
4. Mengetahui hubungan non monotonik antara struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan keluarga menjadi tiga kategori yaitu: struktur kepemilikan keluarga sedang, struktur kepemilikan keluarga tinggi dengan struktur kepemilikan keluarga rendah sebagai *base category*.
5. Mengetahui pengaruh *founder* dan *descendant* ketika menjabat sebagai CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang perusahaan.
6. Mengetahui pengaruh *corporate governance* dengan menggunakan skor *corporate governance index* terhadap peringkat surat utang perusahaan.

### 1.6 Manfaat Penelitian

Manfaat yang dapat diambil dari hasil penelitian ini melengkapi penelitian sebelumnya dimana di Indonesia jarang sekali penelitian mengenai obligasi sehingga membuat para investor obligasi kurang mendapatkan informasi.

Penelitian ini berharap dengan menggunakan peringkat surat utang perusahaan mampu memberikan informasi yang lebih mendalam terhadap pemilihan investasi obligasi. Bagi akademis hasil dari penelitian ini diharapkan bisa menambah informasi lebih dalam mengenai struktur kepemilikan, dan karakteristik kepemimpinan perusahaan ketika keluarga pendiri perusahaan menjabat sebagai pemimpin perusahaan. Selain itu, penelitian ini juga memberikan sudut pandang lain mengenai pentingnya praktek dari *corporate governance* di dalam suatu perusahaan sehingga perusahaan dapat membuat suatu strategi yang efektif dan prosedur yang lebih efisien dan optimal.

## **1.7 Sistematika Penulisan**

### **BAB I : PENDAHULUAN**

Berisi uraian tentang latar belakang masalah, pokok permasalahan dan tujuan penelitian, pertanyaan penelitian, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

### **BAB II : TINJAUAN LITERATUR**

Berisi hasil-hasil penelitian terdahulu beserta teori, metodologi penelitian, serta membahas model penelitian, dan hipotesis konseptual.

### **BAB III : METODOLOGI PENELITIAN**

Berisi kerangka konseptual penelitian, hipotesis, metode pengumpulan data, metode pengambilan sample, metode pengolahan data dan metode analisis data yang digunakan.

### **BAB IV : ANALISIS dan PEMBAHASAN**

Berisi hasil olah data serta analisa hasil olah data.

### **BAB V : KESIMPULAN dan SARAN**

Berisi kesimpulan secara keseluruhan dan saran.

## BAB 2 TINJAUAN LITERATUR

### 2.1 Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi

Struktur kepemilikan merupakan persentase kepemilikan saham yang dimiliki oleh investor, baik individual maupun institusi baik yang berada di dalam maupun diluar perusahaan. Struktur kepemilikan pada perusahaan tergantung bagaimana perusahaan memenuhi kebutuhan pendanaannya. Struktur kepemilikan merupakan elemen dasar dari penerapan *corporate governance*, Utama (2003) menjelaskan bahwa keberhasilan penerapan *corporate governance* tidak terlepas dari struktur kepemilikan perusahaan.

Capulong et al (2000) mengatakan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi merupakan aspek penting yang harus diperhatikan. Tingkatan konsentrasi kepemilikan perusahaan menentukan distribusi kekuasaan antara manajer dan pemegang saham. Struktur kepemilikan dapat dibedakan menjadi dua yaitu kepemilikan yang tersebar (*dispersed ownership*) dan kepemilikan terkonsentrasi (*concentrated ownership*).

Pada model kepemilikan yang tersebar perusahaan memiliki pemegang saham yang banyak dengan jumlah saham yang sedikit. Pemegang saham minoritas ini dianggap kurang mengawasi aktivitas perusahaan dan cenderung tidak terlibat dalam pengambilan keputusan atau kebijakan perusahaan. Kurangnya aktivitas pemegang saham dikenal dengan sebutan *free-rider problem*. Pemegang saham minoritas cenderung tidak tertarik pada pengawasan karena nantinya akan menanggung biaya pengawasan yang tinggi tetapi kemungkinan perolehan manfaat akan kecil akibat kepemilikannya (Utama, 2003). Berbeda dengan kepemilikan terkonsentrasi, pemegang saham mayoritas seringkali bertindak sebagai pengendali. Bai et al (2004) mengatakan bahwa kepemilikan terkonsentrasi dianggap dapat mengawasi kinerja manajemen, tetapi dianggap dapat merugikan pemegang saham minoritas. Pemegang saham pengendali bisa saja bertindak atas kepentingannya pribadi dan mengorbankan kepentingan pemegang saham minoritas dan investor lainnya. Tindakan yang merugikan bisa berupa pembiayaan dividen, melakukan kontak bisnis dengan perusahaan lain yang dikendalikan sehingga merugikan perusahaan, dan memilih proyek berisiko

dengan kemungkinan keuntungan lebih dibandingkan *bondholders* yang turut menanggung risiko yang sama.

Sebaliknya, La Porta et al (1999) mengatakan bahwa pemegang saham pengendali mampu mengurangi masalah keagenan antara manajemen perusahaan dengan para investor. Roche (2005) berpendapat bahwa perusahaan yang kepemilikannya terkonsentrasi, mempunyai beberapa keuntungan seperti pemegang saham mayoritas (*insider*) memiliki kekuatan dan insentif untuk mengawasi manajemen dengan lebih cepat dibandingkan *outsider*, sehingga dapat meminimalkan timbulnya beda kepentingan dan kecurangan yang dilakukan manajemen. Selain itu, karena kepemilikan mereka yang signifikan dan adanya hak pengendalian, pemegang saham mayoritas cenderung untuk menjaga investasinya dalam perusahaan untuk jangka waktu yang lama. Sebagai hasilnya kebijakan kebijakan pemegang saham mayoritas seringkali mendukung keputusan yang akan meningkatkan kinerja perusahaan jangka panjang.

### **2.1.1 Hubungan antara Struktur Kepemilikan Terkonsentrasi dan Peringkat Surat Utang**

Studi terdahulu memberikan hasil temuan yang berbeda-beda mengenai hubungan struktur kepemilikan dan peringkat surat utang. Jensen dan Meckling (1976) mengacu pada *agency costs of debt*, potensi konflik yang terjadi antara pemegang saham dengan *bondholders* adalah adanya *wealth expropriation* dan *risk shifting*. Pemegang saham melakukan *wealth expropriation* kepada *bondholders* dengan melakukan investasi pada proyek baru yang berisiko lebih tinggi dibandingkan dengan proyek yang sedang dijalankan. Bila investasi berjalan dengan baik maka pemegang saham menikmati keuntungan akibat dari investasi tersebut, sedangkan para *bondholders* tidak menikmati keuntungan. Bila investasi tidak berjalan dengan baik maka para *bondholders* dihadapkan pada ketidakmampuan pelunasan kewajibannya (Fama dan Miller, 1972). Adanya kecenderungan para pemegang saham untuk berinvestasi dalam proyek proyek yang berisiko lebih tinggi dari yang ditentukan oleh *bondholders* (*risk shifting problem*) menyebabkan *bondholders* pada umumnya menyesuaikan *return* yang diperoleh sehingga biaya utang perusahaan menjadi lebih tinggi dan peringkat surat utang menjadi rendah.

Asbaugh (2006) menemukan bahwa adanya kepemilikan terkonsentrasi mengakibatkan peringkat surat utang perusahaan menjadi rendah. Adanya pemisahan kepemilikan dan kontrol pada perusahaan mengakibatkan adanya masalah *asymmetry information* antara *bondholders* dengan manajemen. Adanya *asymmetry information* (manajemen yang mengelola langsung perusahaan mengetahui lebih banyak kondisi perusahaan yang sebenarnya dibandingkan *bondholders*) menyebabkan adanya *moral hazard problem*. Pihak manajemen cenderung menikmati insentif untuk kepentingan pribadi mereka dan merugikan para *bondholders*. Perilaku mengejar kepentingan pribadi pihak manajemen bisa berupa lalai dalam melakukan tugas, adanya konsumsi penghasilan tambahan, tingkat kompensasi yang tinggi, dan sebagainya yang meningkatkan risiko para *bondholders*. Hal ini menyebabkan penurunan nilai *cash flow* perusahaan dan berkurangnya kemampuan pihak perusahaan dalam memenuhi kewajibannya sehingga menyebabkan risiko *default bondholders* menjadi semakin besar dan akhirnya perusahaan mendapatkan peringkat surat utang yang lebih rendah.

Sebaliknya Schleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi yang memiliki investasi baik dalam bentuk utang maupun saham yang besar pada suatu perusahaan akan sangat peduli terhadap berfungsinya tata kelola perusahaan yang baik. Hal tersebut dilakukan karena mereka memiliki kepentingan finansial dan mempunyai hak untuk mengetahui kebijakan dan kinerja manajemen, serta memiliki kekuatan untuk menekan atau mencegah manajemen melakukan *hazard*. Jensen (1993) juga mengungkapkan bahwa struktur kepemilikan terkonsentrasi dengan jumlah saham yang besar dalam perusahaan memiliki peran yang sangat penting dalam mengawasi jalannya perusahaan untuk menilai kebijakan dan manajemen perusahaan. Peran tingkat pengawasan struktur kepemilikan terkonsentrasi inilah yang menyebabkan para *bondholders* merasa aman dan terhindar dari risiko *default* sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Elyasiani, 2007; Cremers et al, 2007).

## 2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga

Secara umum struktur kepemilikan tersebar (*dispersed ownership*) atau terdiversifikasi dapat ditemukan di negara maju seperti Amerika, Inggris, dan sebagainya. Sedangkan pada negara berkembang tidak terkecuali Indonesia sebagian besar perusahaan merupakan perusahaan keluarga dan memiliki struktur kepemilikan keluarga (Ayub, 2008).

Wiwattanakantang (1999) menemukan dalam penelitiannya bahwa sebagian perusahaan di negara berkembang dikontrol oleh individu, keluarga, dan rekan-rekannya. Perusahaan keluarga bermula dari perusahaan tertutup dan mendanai kegiatan usahanya dengan modal pribadi dan didukung oleh pinjaman dari pihak luar.

Seiring perkembangan ekonomi, banyak perusahaan tersebut yang berubah menjadi perusahaan terbuka tetapi masih dimiliki oleh keluarga. Tujuannya dengan menjadi perusahaan terbuka tentunya adalah mencari keuntungan maksimal dengan mengurangi risiko yang ada dengan cara membebaskan risiko kepada pihak luar, selain itu perusahaan dalam melakukan ekspansi usahanya butuh dana dalam jumlah yang besar sehingga mau tidak mau melibatkan pihak luar bilamana modal yang dimiliki tidak cukup.

Secara umum perusahaan keluarga dibagi menjadi beberapa jenis (Wiwattanakantang, 1999) yaitu :

1. *Single-family-owned firms*. Perusahaan dengan jenis ini hanya dikuasai secara mayoritas oleh satu pihak keluarga. Pihak keluarga memegang kontrol perusahaan dengan cara memiliki perusahaan secara langsung maupun memiliki kepemilikan melalui perusahaan *subsidiaries* atau *afiliasi*. Kontrol pada jenis perusahaan tipe ini terkonsentrasi pada pendiri perusahaan ataupun sesiapapun anggota keluarga dari pendiri perusahaan.
2. *Non single-family owned firms*. Perusahaan dengan jenis ini berbeda dengan tipe pertama, perusahaan ini dikuasai oleh beberapa pihak keluarga dan oleh karenanya tidak terkonsentrasi pada satu keluarga saja.
3. *Conglomerate-firms* Perusahaan merupakan kelompok perusahaan yang memiliki *subsidiaries* ataupun *afiliasi* yang tersebar di berbagai industri dan memiliki *asset* kekayaan yang tergolong besar. Induk perusahaan memiliki

tugas untuk mengawasi kinerja perusahaan-perusahaan lain yang termasuk dalam grup usahanya. Kepemilikan pada perusahaan induk biasanya sangat terkonsentrasi pada pendiri perusahaan maupun anggota keluarganya, selanjutnya perusahaan induk ini juga memiliki kepemilikan mayoritas pada perusahaan lain yang masih termasuk didalam grup perusahaan.

4. *Non-conglomerate companies*. Perusahaan tipe *non-conglomerate firms* tidak jauh berbeda dengan *conglomerate firms*. Perbedaannya terletak pada *asset* atau kekayaan yang tidak sebesar *conglomerate firms*, dan juga biasanya sedikit terdiversifikasi daripada *conglomerate firms*.

### **2.2.1 Pengaruh Struktur Kepemilikan Keluarga Terhadap Peringkat Surat Utang**

Laporta et al (1999), Ayub (2008) mendefinisikan struktur kepemilikan keluarga merupakan kepemilikan dari individu (diatas 5%) dan bukan merupakan perusahaan dengan kepemilikan dari BUMN dan BUMD, ataupun lembaga keuangan. Berbagai penelitian menunjukkan hasil yang berbeda beda terkait struktur kepemilikan keluarga. Pertama terdapat temuan negatif berkaitan struktur kepemilikan keluarga, Kim dan Sorensen (1986) menemukan bahwa adanya struktur kepemilikan keluarga dapat meningkatkan biaya utang perusahaan. Adanya struktur kepemilikan terkonsentrasi pada perusahaan dianggap dapat mempunyai tingkat kontrol yang kuat pada manajemen sehingga dapat memberikan tekanan pada manajemen untuk mencapai keuntungan pribadi mereka. Lebih lanjut Fama dan Jensen (1983) mengatakan seringkali terdapat penggabungan antara fungsi manajemen dan kontrol dalam perusahaan, penggabungan inilah yang dapat menyebabkan pengambilan keputusan investasi tidak optimal dan hanya menguntungkan pihak keluarga dan merugikan pemegang saham minoritas maupun pihak *bondholders*. Selain itu perusahaan keluarga dianggap dapat memiliki insentif untuk mengambil keuntungan yang bersifat pribadi dan merugikan perusahaan yang berarti sekaligus mengambil alih hak yang dimiliki oleh struktur kepemilikan kecil pada suatu perusahaan (Faccio et al, 2002). Lebih lanjut Morck, Stangeland dan Yeung (2000) mengidentifikasikan beberapa kemungkinan struktur kepemilikan keluarga meningkatkan masalah keagenan yaitu pemberian kompensasi yang berlebihan

kepada manajer selaku pengelola perusahaan, dimana manajer merupakan anggota keluarga dari pemilik perusahaan, melakukan transaksi dengan pihak yang memiliki hubungan istimewa, dan pembagian deviden khusus kepada pemegang saham mayoritas.

Boubakri dan Ghouma (2010) mengatakan bahwa penelitian-penelitian sebelumnya menunjukkan *bondholders* tidak lagi melihat perusahaan melalui tingkat profitabilitas dan karakteristik lainnya untuk mengharapkan keuntungan dari memberikan pinjaman dana dan probabilitas *default*. *Bondholders* juga menganggap penting adanya perilaku oportunistik pihak manajemen, bila pihak manajemen tidak disiplin maka *bondholders* membebankan tingkat pengembalian lebih tinggi kepada perusahaan. Lebih lanjut didapatkan bahwa adanya struktur kepemilikan keluarga terkonsentrasi berhubungan positif dengan biaya utang perusahaan dan negatif terhadap peringkat surat utang. Boubakri dan Ghouma (2010) menemukan bahwa struktur kepemilikan keluarga yang terkonsentrasi dianggap sebagai *controlling shareholders* dapat melakukan *expropriate wealth* dari *bondholders* dengan melakukan investasi pada proyek proyek yang berisiko. Risiko yang tinggi mengakibatkan perusahaan mendapatkan peringkat surat utang yang rendah.

Sebaliknya Wiwattanakantang (1999) mengatakan adanya struktur kepemilikan keluarga dapat mereduksi biaya utang perusahaan. Demsetz dan Lehn (1985) dan Anderson et al (2003) mengatakan perusahaan keluarga memiliki dorongan lebih untuk mengurangi masalah keagenan karena adanya beberapa faktor. Perusahaan keluarga dengan kepemilikan saham terkonsentrasi menganggap semakin besar proporsi kepemilikan maka semakin besar risiko yang ditanggung oleh pihak keluarga tersebut jika perusahaan tidak berjalan dengan baik. Sehingga mengharuskan mereka untuk bekerja lebih baik agar perusahaan berjalan dengan baik, dan ini menyebabkan adanya struktur kepemilikan terkonsentrasi di mata para pemberi dana baik pemegang saham minoritas maupun *bondholders* dianggap dapat menguntungkan dan mengurangi risiko yang dihadapi. Selain itu dengan kepemilikan terkonsentrasi, keluarga sebagai *controlling shareholders* mempunyai wewenang lebih besar dalam memonitor jalannya perusahaan sehingga manajemen bertindak sesuai dengan visi



perusahaan. Faktor lainnya keluarga sebagai pemilik perusahaan menganggap perusahaan yang dimilikinya sebagai aset yang akan diwariskan kepada generasi berikutnya. Sehingga keputusan-keputusan investasinya berorientasi pada hasil untuk jangka panjang tentunya agar perusahaan tersebut bisa bertahan dalam waktu yang lama guna dinikmati oleh para penerus perusahaan.

### **2.2.2 Keterlibatan Pihak Keluarga Dalam Manajerial Terhadap Peringkat Surat Utang**

Di Indonesia struktur dewan mengacu pada sistem *two tier system*. Pada *two tier system*, perusahaan mempunyai dua dewan terpisah, yaitu Dewan Pengawas atau Dewan Komisaris (*Board of Commissioners*) dan Dewan Manajemen atau Dewan Direksi (*Board of Directors*). Perbedaan terhadap *one tier* yaitu sistem *two tier* terdiri dari dua bagian, yaitu *Chief Executive Officer* (CEO) yang bertanggung jawab untuk mengelola perusahaan dan *chairman* yang merupakan direksi non-eksekutif yang bertanggung jawab untuk mengawasi pelaksanaan kegiatan perusahaan.

Perusahaan keluarga seringkali menempatkan anggota keluarganya dalam posisi manajemen di dalam perusahaan. Biasanya posisi yang ditempati yaitu posisi CEO atau komisaris. Di beberapa negara berkembang tak terkecuali Indonesia sebagian besar perusahaan keluarga dikendalikan oleh pendiri perusahaan (*founder*) ataupun keturunan dari pendiri perusahaan (*descendant*).

Perusahaan keluarga dimana *founder* bertindak sebagai CEO atau komisaris dapat mengurangi konflik yang terjadi antara *shareholders*, manajer, dan *bondholders*. Casson dan Chami (1999) mengatakan bahwa *founder* yang menjabat sebagai CEO atau komisaris dapat memonitor pengelolaan perusahaan dengan lebih baik karena selain bertindak sebagai *controlling shareholders*, mereka juga bertindak sebagai pengelola perusahaan sehingga konflik antara manajer terhadap *shareholder* maupun *bondholders* menjadi berkurang.

Miller dan Le Breton-Miller (2006) berpendapat bahwa perusahaan yang dijalankan oleh keluarga memiliki kinerja yang lebih baik dibandingkan dengan perusahaan non keluarga. Miller dan Le Breton-Miller (2006) mengatakan beberapa keuntungan yang dapat diberikan oleh CEO dari pendiri perusahaan keluarga yaitu :

- a. Masa Jabatan yang Lama. CEO dari perusahaan keluarga lebih berkomitmen kepada visi perusahaan dan berkeinginan untuk melakukan apapun dengan tujuan membuat bisnisnya menjadi semakin kuat berdasarkan alasan nama keluarga, reputasi yang sangat dipertaruhkan (Donaldson dan Davis,1991). Adanya komitmen tersebut menyebabkan posisi CEO harus dijabat dalam waktu yang lama. Lebih lanjut rata-rata masa jabatan CEO pada perusahaan keluarga berada pada rentang waktu 15 dan 25 Tahun, sementara untuk pimpinan dari bisnis yang bukan dijalani oleh keluarga bertahan dari rentang waktu 3 sampai dengan 4 Tahun (Miller dan Le Breton Miller,2006).
- b. Menghindari Keputusan Jangka Pendek. CEO yang dijabat oleh anggota keluarga pada perusahaan keluarga dapat menahan keinginan untuk melakukan kebijakan jangka pendek yang berisiko (Jacobs,1991). Fama dan Jensen (1983) mengatakan bahwa ketika keluarga ikut serta dalam manajerial maka perusahaan menjadi kurang efisien karena perilaku *risk averse* sehingga tidak selaras dengan keinginan *shareholders*, tetapi di lain sisi meningkatkan rasa aman bagi para *bondholders*.
- c. Investasi yang Berorientasi Jauh ke Depan. CEO dari anggota keluarga pada perusahaan keluarga yang memiliki masa jabatan yang panjang memiliki motivasi untuk berinvestasi dalam rentang waktu lama dan memiliki keinginan mendapatkan sumber daya yang cukup. Hal ini bertujuan untuk mencapai kinerja perusahaan yang maksimal dari bisnis yang dijalani,walaupun harus menderita dalam jangka pendek (Hoopes dan Miller,1999). Investasi jangka panjang dilakukan seperti pada R&D (*Research and Development*), *training*,dan *infrastructure* (Miller dan Le Breton Miller,2006). Lebih lanjut dikatakan bahwa Perusahaan keluarga terkadang cenderung tidak membagikan dividen dengan tujuan menginvestasikan kembali pendapatan yang diterima.
- d. *On The Job Training*. Adanya *training* yang diberikan pada CEO diharapkan dapat meningkatkan kapabilitas CEO. Kinerja keuangan dari perusahaan yang dijalani akan mencapai puncaknya setelah delapan atau sepuluh tahun masa jabatan. Oleh karenanya perusahaan yang sering melakukan *turnover* di

tingkat eksekutif tentunya akan sulit menyamai pencapaian yang dilakukan oleh perusahaan keluarga (Miller dan Shamsie, 2001).

- e. *Core Capability Development*. Adanya perkembangan kapabilitas yang dimiliki CEO pada perusahaan keluarga membuat perusahaan mempunyai keunggulan dalam bersaing dengan CEO pada perusahaan lainnya. Investasi jangka panjang berupa pengembangan kapabilitas CEO sulit ditiru oleh para profesional yang memiliki masa jabatan yang cepat pada satu perusahaan (Barney, 1991).

Anderson et al (2003) menambahkan bahwa *founder* yang menjabat sebagai CEO berorientasi untuk menjaga reputasi pada perusahaannya. Reputasi yang baik ini mengakibatkan pihak *bondholders* seperti bank, lembaga keuangan lainnya, atau individu yang sudah sering berhubungan dengan pengelola perusahaan yaitu *founder* menganggap bahwa investasi yang dilakukan oleh keluarga pendiri perusahaan selaras dengan kepentingannya dan memberikan *return* yang maksimal dan kecilnya risiko yang dihadapi sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

Namun tidak semua perusahaan keluarga dengan CEO dijabat oleh *founder* memberikan pengaruh yang baik dan menguntungkan perusahaan, Demsetz (1983) menyatakan bahwa pemilik perusahaan bisa saja mengambil insentif dari proyek yang menguntungkan kepentingan pribadinya. Lebih lanjut dikatakan bahwa disaat pemilik perusahaan menjabat sebagai CEO, pemilik cenderung memiliki kebebasan bertindak tanpa adanya intervensi dari anggota dewan dan mengakibatkan kinerja perusahaan menjadi terganggu (Finkelstein dan Hambrick, 1996)

Ada saatnya perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga tidak lagi dikelola oleh *founder* melainkan oleh keturunan pendiri (*descendant*). *Founder* selaku pemilik, pendiri, dan pemimpin perusahaan, tidak dapat selamanya duduk dalam kursi kepemimpinan karena dikhawatirkan sudah terlalu lama menjabat dan sudah tidak kompeten lagi (Shleifer & Vishny, 1997). Salah satu upaya yang dapat dilakukan adalah menyerahkan jabatan kepada generasi penerusnya atau anak keturunannya (Cucculelli & Micucci, 2008). Villalonga dan Amit (2006) meneliti bagaimana struktur kepemilikan keluarga dan manajemen didalam

perusahaan mempengaruhi nilai perusahaan. Hasil temuan menunjukkan bahwa ketika *descendant* menjadi CEO atau komisaris mengakibatkan nilai perusahaan menurun. Hal ini disebabkan karena posisi CEO yang ditempati oleh keturunan dari keluarga pendiri merupakan posisi yang diperoleh karena garis keturunan, bukan karena adanya kerja keras, pengalaman dan keahlian. Oleh karenanya pihak *bondholders* akan membebankan biaya utang yang lebih tinggi kepada perusahaan. Selain itu *descendant* dianggap sebagai risiko yang dihadapi para *bondholders* sehingga perusahaan mempunyai peringkat surat utang yang lebih rendah (Anderson et al, 2003).

### 2.3 Corporate governance

Investor dalam berinvestasi pasti mengharapkan keuntungan, berinvestasi pada obligasi perusahaan artinya memberikan kewenangan kepada agen dalam hal ini manajer untuk mengelola kekayaan investor dengan harapan dari pengelolaan tersebut, mereka akan memperoleh keuntungan. Namun tentu saja ada masalah yang akan timbul yang dikenal dengan masalah keagenan, dimana manajer yang sudah diberikan kepercayaan dari para investor tidak menjalankan sesuai kepentingan dan harapan para investor melainkan manajer bertindak sesuai kepentingan pribadinya guna memperkaya diri mereka sendiri. Maka dari itu muncul mekanisme yang disebut dengan *corporate governance*, mekanisme ini timbul karena kepentingan perusahaan untuk memastikan kepada pihak penyandang dana (*principal/investor*) bahwa dana yang ditanamkan digunakan secara tepat dan efisien. *Forum for Corporate governance in Indonesia/FCGI* (2001b) mendefinisikan *corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak *bondholders*, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, sehingga menciptakan nilai tambah bagi semua pihak yang berkepentingan (*stakeholder*). Nilai tambah yang dimaksud adalah *corporate governance* memberikan perlindungan efektif terhadap investor dalam memperoleh kembali investasinya dengan wajar dan bernilai tinggi. Menurut FCGI (2003, [www.fcgi.or.id](http://www.fcgi.or.id)) dengan melaksanakan *corporate governance*, ada

beberapa manfaat yang dapat diperoleh yaitu: Meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi operasional perusahaan serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *Stakeholders*, mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*, mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia, dan pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan sekaligus akan meningkatkan *shareholders value* dan deviden.

*Organization of Economic Cooperation and Development* (OECD) merupakan lembaga yang memperkenalkan prinsip-prinsip mengenai *corporate governance* dan telah atau perusahaan dan diselaraskan dengan sistem hukum, aturan atau tata nilai yang berlaku di negara masing-masing. Terdapat enam prinsip *corporate governance* dalam Prinsip-prinsip OECD 2004. Mulyati (2010) mengatakan prinsip-prinsip yang dikenalkan dilandasi beberapa riset tentang pengukuran tingkat penerapan *corporate governance* pada perusahaan. Keenam prinsip tersebut adalah:

### **1. Menjamin Kerangka Dasar *Corporate governance* yang Efektif**

Prinsip *corporate governance* seharusnya dapat menciptakan pasar yang transparan dan efisien, sejalan dengan perundang-undangan dan peraturan yang berlaku, juga dapat memisahkan fungsi dan tanggung jawab para otoritas yang memiliki pengaturan, pengawasan dan penegakan hukum.

### **2. Hak-hak Pemegang Saham dan Fungsi-fungsi Penting Kepemilikan Saham**

Prinsip *corporate governance* juga seharusnya menjamin mengenai hak-hak pemegang saham dan fungsi – fungsi kepemilikan saham. Pemegang saham mempunyai hak atas semua informasi perusahaan dan mempunyai hak untuk mempengaruhi jalannya perusahaan melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).

### **3. Perlakuan yang sama terhadap Pemegang Saham**

Prinsip *corporate governance* juga menekankan perlunya persamaan perlakuan kepada seluruh pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing. Prinsip ini menekankan bahwa kepercayaan investor

merupakan hal yang sangat penting. Untuk itu para pelaku industri pasar modal harus dapat melindungi investor dari perlakuan yang tidak benar yang mungkin dilakukan oleh manajer, dewan komisaris, dewan direksi, atau pemegang saham utama perusahaan. Maka dari itu informasi yang jelas mengenai hak dari pemegang saham sangat diperlukan seperti hak pemegang saham utama untuk memutuskan suatu keputusan tertentu, dan hak mendapatkan perlu perlindungan hukum jika suatu saat terjadi pelanggaran atas hak pemegang saham tersebut.

#### **4. Peranan *Stakeholders* dalam *Corporate governance***

Prinsip *corporate governance* harus mengakui hak-hak *stakeholders* yang telah ditetapkan oleh peraturan perundangan atau perjanjian, dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dan *stakeholder* dalam menciptakan kesejahteraan, lapangan pekerjaan, dan kestabilan kondisi keuangan. Para pemangku kepentingan (*stakeholder*) seperti investor, karyawan, *bondholders* dan pemasok memiliki sumberdaya yang dibutuhkan oleh perusahaan. Sumber daya yang dimiliki oleh *stakeholder* tersebut harus dialokasikan secara efektif untuk meningkatkan efisiensi dan kompetisi perusahaan dalam jangka panjang. Alokasi yang efektif dapat dilakukan dengan cara memelihara dan mengoptimalkan kerja sama para *stakeholder* dengan perusahaan. Hal tersebut tentunya dapat tercapai dengan penerapan kerangka *corporate governance* dalam pengelolaan perusahaan.

#### **5. Keterbukaan dan Transparansi**

Prinsip *corporate governance* juga harus memastikan bahwa keterbukaan dan transparansi informasi dilakukan atas semua hal berkaitan dengan perusahaan, termasuk di dalamnya keadaan keuangan, kinerja, kepemilikan dan tata kelola perusahaan. Hal ini juga diperuntukan untuk melindungi pemegang saham, perusahaan berkewajiban untuk melakukan keterbukaan (*disclosure*) atas informasi baik secara periodik maupun secara insidental. Pengalaman di banyak negara yang mempunyai pasar modal yang aktif menunjukkan bahwa keterbukaan menjadi alat yang efektif dalam rangka mempengaruhi perilaku perusahaan dan perlindungan investor. Keyakinan yang kuat di pasar modal dengan sendirinya akan menarik investor untuk menanamkan modalnya.

## 6. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Direksi

Prinsip terakhir dari *corporate governance* yaitu adanya tanggung jawab dewan komisaris dan direksi. Sistem yang dianut oleh Undang-Undang Perseroan Terbatas di Indonesia adalah *two tier boards*, dimana terdapat direksi yang bertanggung jawab penuh atas pengurusan perseroan dan mewakili perseroan baik di dalam maupun di luar pengadilan, serta dewan komisaris yang bertugas mengawasi dan memberikan nasihat kepada direksi dalam menjalankan tugasnya. Menurut prinsip ini, tanggung jawab dewan yang utama adalah memonitor kinerja manajerial dan mencapai tingkat imbal balik (*return*) yang memadai bagi pemegang saham, agar dewan dapat menjalankan tanggung jawab tersebut secara efektif seperti dewan komisaris harus dapat melaksanakan penilaian yang obyektif dan independen dalam pengurusan perusahaan. Di lain pihak, dewan juga harus mencegah timbulnya benturan kepentingan dan menyeimbangkan berbagai kepentingan di perusahaan. Selain itu, merupakan tanggung jawab dewan untuk menjamin dan mengawasi bahwa perusahaan selalu mematuhi ketentuan peraturan hukum yang berlaku.

Di Indonesia sudah terdapat beberapa survey studi yang terkait dengan pengukuran *corporate governance* perusahaan, yaitu Survei *Credit Lyonnaise Securities Asia* (CSLA), Survei *Indonesian Institute for Corporate governance* (IICG) yang bekerja sama dengan majalah *Swa sembara* sejak tahun 2001 secara rutin, dan Survei *Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD). Penelitian ini menggunakan metode *corporate governance scorecard* yang dikembangkan berdasarkan *International Standard Code on CGC* dari *Organization of Economic Cooperation and Development* (OECD) oleh karena itu yang akan dibahas hanya IICD saja dalam penelitian ini. *The Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD) adalah sebuah lembaga nirlaba yang didirikan oleh 10 universitas dan sekolah bisnis terkemuka dan merupakan penyedia jasa advokasi, pelatihan dan riset dalam bidang tata-kelola perusahaan (*corporate governance*) terkemuka di Indonesia. IICD sampai saat ini sudah memberikan pelatihan kepada lebih dari 1,600 anggota dewan direktur dan komisaris dari berbagai perusahaan di Indonesia. Kredibilitas dari lembaga IICD tidak perlu lagi dipertanyakan, sejak tahun 2005 IICD telah melakukan kerjasama dengan

berbagai lembaga, diantaranya World Bank, International Finance Corporation, Global *Corporate governance* Forum, Center for International Private Enterprise (CIPE), OECD, Asian Development Bank, Perbanas, Asosiasi Emiten Indonesia, dan lainnya.

### 2.3.1 Pengaruh *Corporate governance* (CG) Terhadap Peringkat Surat

#### Utang

Amin (2010) menjabarkan bahwa prinsip *corporate governance* yang dipakai dalam instrument penilaian IICD meliputi lima prinsip yaitu : *The Rights of Shareholders & Key Ownership Functions, The Equitable Treatment of Shareholders, The Role of Stakeholder in CG, Disclosure And Transparency, The Responsibilities of the Board*. Masing masing prinsip tersebut akan dibahas secara detail dibawah ini :

#### a) *The Rights of Shareholders & Key Ownership Functions.*

Tata kelola perusahaan yang baik tentu akan meningkatkan kepercayaan para investor, membantu melindungi pemegang saham minoritas, dan dapat mendorong pengambilan keputusan yang baik dari perusahaan tersebut. La Porta *et.al* (1999, 2000) menyatakan bahwa praktek *corporate governance* sebagai suatu cara membangun kepercayaan *outside investor* kepada perusahaan, karena perusahaan yang menerapkan praktik *corporate governance* yang baik memiliki proteksi terhadap para investor, bila perusahaan tersebut tidak memberikan proteksi terhadap investor, maka manajer dan pemegang saham mayoritas bisa mengambil profit perusahaan dengan leluasa dan merugikan para investor. Amin (2010) mengatakan bahwa apabila adanya proteksi terhadap investor mewajibkan para pemegang saham mayoritas termasuk pemegang saham oleh manajemen (*insiders*) untuk merubah praktek pengalihan profit yang dilakukan, misalnya dengan mendirikan anak perusahaan (*subsidiaries*). Bila proteksi terhadap investor lemah tentunya profit tersebut akan dibayarkan terhadap mereka sendiri. (*overpay*). Pada akhirnya, ketika para pemegang saham oleh manajemen (*insiders*) tidak banyak melakukan ekspropriasi, hal ini membuat perusahaan dapat memperoleh pendanaan dari luar dengan lebih baik. Adanya proteksi yang baik dan hukum yang kuat untuk para investor menghasilkan rekasi yang positif yaitu kemauan yang lebih dari para investor untuk mendanai perusahaan. Artinya



pelaksanaan *corporate governance* yang baik, maka akan terwujud bentuk perlindungan terhadap investor, yang mengakibatkan pasar bereaksi positif dan perusahaan dapat memiliki peringkat surat utang yang baik.

b) *The Equitable Treatment of Shareholders*

Utama (2006) mengatakan bahwa di beberapa Negara Asia dipengaruhi oleh jenis perusahaan (*family firm*) terdapat ketakutan bagi para *outside investor* jika suatu keluarga mengendalikan perusahaan publik. Biasanya *large family owners* memiliki proporsi kekayaan dalam jumlah besar yang terkait langsung dengan perusahaan. La Porta et al (1999), Cheung et al (2006) mengatakan bahwa dengan adanya pemegang saham pengendali maka memungkinkan terjadinya adanya ekspropriasi. Utama (2006) lebih lanjut mengatakan bahwa ekspropriasi dapat terjadi dalam berbagai bentuk salah satu contohnya adalah *insider* menjual *output* (*transfer pricing*), aset (*asset stripping*), atau *additional securities* (*investor dilution*) dalam perusahaan yang dikendalikan kepada perusahaan lain yang mereka miliki (anak perusahaan) dengan harga dibawah pasar. Maka dari itu prinsip *corporate governance* harus mempertimbangkan adanya persamaan perlakuan kepada seluruh pemegang saham termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing, agar pihak *outside investor* merasa aman dan nyaman dalam melakukan investasi pada perusahaan. Sunarto (2003) menuliskan bahwa mekanisme *corporate governance* yang baik dan proporsi kepemilikan serta proporsi *board of directors* yang relatif seimbang akan dapat menciptakan *good corporate governance*. Adanya *good corporate governance* tentunya menyebabkan kinerja saham perusahaan tersebut akan semakin meningkat. Sehingga memungkinkan terjadinya penurunan tindakan ekspropriasi. Sehingga dapat melindungi pemegang saham minoritas, pemegang saham lainnya dan *bondholders*. Hal ini juga selanjutnya akan membuat *default risk* semakin kecil, dan perusahaan akan mendapat peringkat surat utang yang baik.

c) *The Role of Stakeholder in CG*

Kerangka CG harus mengakui hak-hak *stakeholders* yang telah ditetapkan oleh peraturan perundangan atau melalui perjanjian dan mendorong kerjasama

yang aktif antara perusahaan dan *stakeholder* dalam menciptakan kesejahteraan, lapangan pekerjaan, dan kestabilan keuangan.

Ashbaugh *et al* (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan *corporate governance* yang kuat ternyata memiliki peringkat kredit (*credit ratings*) yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang *corporate governance*-nya lemah. *Corporate governance* yang diterapkan diharapkan mampu meningkatkan pengawasan terhadap manajemen untuk mendorong pengambilan keputusan yang efektif, mencegah tindakan oportunistik yang tidak sesuai dengan kepentingan perusahaan, dan mengurangi asimetris informasi antara pihak eksekutif dan *stakeholder*. Dengan demikian perusahaan dapat berjalan optimal dan juga diharapkan dapat meningkatkan profitabilitas sehingga kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya kepada para investor akan semakin baik dan pada akhirnya perusahaan dapat memperoleh peringkat surat utang yang baik pula.

#### d) *Disclosure And Transparency*

Iskander dan Chamlou (2000) menyatakan bahwa salah satu elemen *corporate governance* yang penting adalah transparansi (*transparency*) atau keterbukaan. Keterbukaan adalah suatu tindakan untuk menjelaskan segala sesuatu yang dilakukan oleh manajemen perusahaan kepada publik. Keterbukaan tidak mudah dilakukan jika manajemen memiliki kepentingan dan informasi privat yang mendukung kepentingannya. Kondisi seperti ini dapat terjadi jika dalam perusahaan terdapat manajemen yang memiliki andil sebagai pemilik (*managerial ownership*). Semakin besar persentase kepemilikan managerial, maka kemungkinan untuk melakukan keterbukaan semakin kecil, sehingga perusahaan akan lebih memiliki risiko dan pada akhirnya juga dapat mempengaruhi peringkat surat utang perusahaan.

Selanjutnya, Bhojraj dan Sengupta (2003) melakukan penelitian tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap tingginya *bond rating* dan rendahnya *bond yield*, penelitian ini menggunakan peran investor institusional dan *outsider director* sebagai variabel. Mekanisme *corporate governance* yang dijalankan dapat mengurangi *default risk* dengan meminimalkan *agency costs* dan meningkatkan pengawasan kinerja manajemen, serta mengurangi informasi *asymmetry* antara perusahaan dengan *bondholders*. Hasil penelitian membuktikan

bahwa perusahaan yang memiliki kepemilikan institusional lebih besar dan kontrol yang kuat, akan menikmati *bond yields* yang lebih rendah dan *rating* yang tinggi pada penerbitan *bond* yang baru.

Oleh karena itu, penerapan CG yang baik akan memberikan transparansi yang baik kepada semua pihak, termasuk *bondholders*, sehingga *bondholders* akan lebih mudah memberikan dananya kepada perusahaan dan perusahaan dapat menikmati tingkat bunga yang rendah serta memperoleh peringkat surat utang yang baik.

e) *The Responsibilities of the Board*

Penelitian yang dilakukan Piot (2007), menggunakan komisaris independen sebagai mekanisme *corporate governance*. Adanya komisaris independen diharapkan mampu menyeimbangkan pengambilan keputusan dewan komisaris. Hasil penelitian menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen berpengaruh signifikan mengurangi *cost of debt*. Keberadaan komisaris independen pada suatu perusahaan dapat mempengaruhi integritas suatu laporan keuangan yang dihasilkan oleh manajemen.

Susiana dan Herawaty (2007) menggunakan keberadaan komisaris independen, kepemilikan managerial, kepemilikan institusi dan keberadaan komite audit dalam perusahaan sebagai elemen-elemen yang terkandung dalam pengukuran mekanisme *corporate governance*. Penelitian tersebut untuk meneliti pengaruh independensi, mekanisme *corporate governance*, dan kualitas audit terhadap integritas laporan keuangan. Dengan adanya integritas laporan keuangan yang tidak memihak dan jujur, diharapkan dapat menjadi sinyal yang baik bagi investor dan *bondholders* dalam menilai perusahaan, sehingga *return* yang diminta semakin rendah dan peringkat surat utang perusahaan akan meningkat.

Secara menyeluruh, hal-hal tersebut akan meningkatkan tingkat kepercayaan investor terhadap perusahaan, sehingga perusahaan akan mudah menerima pembiayaan melalui utang dan peringkat surat utang perusahaan pun meningkat. Berdasarkan beberapa penelitian tersebut, maka diduga ada hubungan positif yang signifikan antara peringkat obligasi dan skor CG.

## 2.4 Pengaruh Volatilitas *Return* Saham Terhadap Peringkat Surat Utang

*Return* saham didapat dari membandingkan harga awal waktu membeli dan harga saat ini. *Return* saham seringkali dianggap sebagai salah satu perhitungan para investor dalam menilai keputusan investasinya, investor menganggap *return* saham dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor seperti kompensasi berapa lamanya waktu yang dikorbankan untuk tidak melakukan konsumsi, kenaikan harga barang-barang yang terjadi saat tidak mengkonsumsi (inflasi) dan kekhawatiran akan kemungkinan tidak kembalinya dana yang dipinjamkan (*uncertainty*) (Reilly dan Brown, 2003)

Investor berharap bahwa *return* yang didapatkan di masa yang akan datang (*expected return*) sesuai dengan yang diharapkan para investor, tetapi sayangnya hal itu tidak bisa terjadi. Ketidakpastian inilah yang disebut sebagai risiko, adanya kemungkinan *expected return* oleh investor berbeda dengan *return* sebelumnya.

Shim (1986) mengatakan bahwa tingkat risiko merupakan variabilitas dari tingkat imbal hasil yang diharapkan pada suatu investasi. Pengukuran risiko yang paling dikenal adalah varians dan standar deviasi. Varians merupakan ukuran statistik dari adanya penyebaran imbal hasil, dimana semakin tinggi varians mencerminkan adanya penyebaran yang luas. Varians juga dianggap menggambarkan volatilitas saham, jika varians imbal hasil suatu saham besar maka volatilitas dari saham tersebut tinggi dengan kata lain memiliki risiko yang tinggi. Sedangkan standar deviasi merupakan akar kuadrat dari varians.

Volatilitas *return* saham diduga tidak hanya memiliki hubungan dengan instrumen saham saja, tetapi mempunyai hubungan dengan nilai tukar, dengan pasar obligasi, maupun antar pasar modal di negara lain. Fang, Lim, Lin (2006) melakukan penelitian apakah terdapat hubungan antara volatilitas saham terhadap pasar obligasi dengan objek penelitian di Negara Jepang dan Amerika Serikat. Hasil temuan menemukan bahwa volatilitas masa lalu dari pasar saham memiliki pengaruh pada volatilitas masa kini dari pasar obligasi dan sebaliknya volatilitas masa lalu dari pasar obligasi tidak memiliki pengaruh pada volatilitas masa kini pasar sahamnya.

Risiko yang dapat terjadi pada investasi obligasi merupakan risiko kredit. Risiko kredit (*credit risk*) merupakan potensi risiko yang timbul bagi investor

apabila penerbit obligasi (emiten) tidak bisa melakukan kewajiban atas pembayaran bunga atau kewajiban pokok pada saat jatuh tempo. Risiko kredit dipengaruhi oleh dua faktor, yaitu *probability of default* (PD) dan *Loss Given Default* (LGD).

Merton (1974) mencoba mengilustrasikan adanya probabilitas gagal bayar (*Probability of default*) dengan menjelaskan struktur keuangan pada perusahaan yang sedang dalam keadaan meminjam dana secara sederhana. Lebih lanjut diilustrasikan bahwa suatu perusahaan hanya memiliki satu kupon hutang (baik berbentuk pinjaman bank atau *bond*) yang dianggap dapat dibayarkan sesuai dengan pokok pinjaman ketika jatuh tempo, dimana pembayaran kembali tersebut sejumlah  $F$  (*Face value*) dan mempunyai waktu  $T$  dan memiliki harga pasar sebesar  $B$ . Kemudian aset perusahaan dievaluasi sebagai harga pasar bukan nilai buku, yaitu  $V$ . Adanya perbedaan antara nilai  $V$  dan  $B$  menunjukkan adanya risiko. Nilai pasar perusahaan (*market value of asset*) berfluktuasi dari waktu ke waktu dan dalam keadaan tertentu tidak dapat diperkirakan (*unobservable*). Merton (1974) mengasumsikan pergerakan persentase perubahan seketika pada  $V$  atau  $dV/V$  diterangkan dengan mengikuti gerakan geometrik Brownian :

$$\frac{dV}{V} = \mu dt + \sigma V dz \quad (2.1)$$

Dimana  $\mu$  merupakan *yield* yang diharapkan dari aset dan  $\sigma$  merupakan volatilitas dari *firm value* dan  $dZ$  merupakan standard Weiner proses.

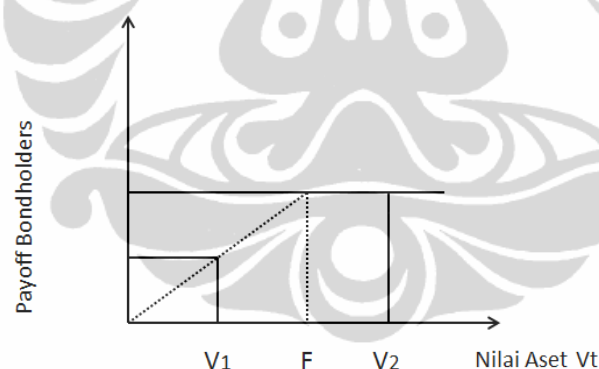
Risiko kredit memperhatikan kemungkinan bahwa nilai aset perusahaan  $V_t$  akan menjadi lebih kecil dari nilai pembayaran kembali hutang yaitu  $F$  (*Face value*), pada saat jatuh tempo hutang ( $T$ ). Kemungkinan perusahaan mengalami gagal bayar terjadi apabila probabilitas terjadi  $V_t < F$ , yaitu aset menjadi lebih kecil daripada kewajiban. Probabilitas ini akan membesar jika :

- a. Nilai awal pasar dari aset  $V_0$  menurun
- b. Nilai nominal hutang  $F$  meningkat
- c. Volatilitas dari *market value* meningkat (dengan  $\sigma V$  yang lebih tinggi, maka distribusi normal menjadi lebih ramping, dan ekor distribusi menjadi menipis)
- d. Maturitas hutang meningkat

Lebih lanjut terdapat tiga variabel utama yang menentukan probabilitas gagal bayar yaitu :

- Outlook* perusahaan, bagaimana keadaan industri tersebut dan keadaan ekonominya.
- Risiko keuangan perusahaan, dimana disimpulkan oleh rasio aset terhadap *liabilities*.
- Level dari risiko bisnis, yang secara implisit ditunjukkan dengan volatilitas pengembalian aset (*asset return*).

Merton (1974) mengatakan bahwa para *bondholders* dapat dianggap sebagai pemegang *put option*. *Put option* didefinisikan sebagai suatu hak yang didasarkan pada suatu perjanjian untuk membeli atau menjual suatu komoditi tertentu, yang mana pihak *bondholders* yang meminjamkan utang kepada perusahaan telah dijamin oleh para pemegang saham. Dalam hal ini aset perusahaanlah yang dijadikan sebagai option dengan *strike price* adalah sama dengan nilai *face value*  $F$  dari utang pada saat jatuh tempo  $T$ .



Gambar 2.1 Ilustrasi *Payoff* untuk Pemberi Pinjaman

Sumber : Andrea dan Sorini (2007)

Pada saat perusahaan mengalami keuntungan yang lebih tinggi maka nilai aset  $V_t$  cukup untuk membayar *face value* dari utang  $F$ , dalam gambar katakanlah nilai *asset* meningkat menjadi  $V_2$ . Nilai aset tersebut cukup untuk melakukan pembayaran kepada para *bondholders* sedangkan sisa dari  $(V_2 - F)$  menjadi milik para pemegang saham. Akan tetapi ketika perusahaan mengalami kerugian sehingga nilai aset  $V_t$  menjadi lebih rendah dari nilai utang  $F$ , katakanlah  $V_1$  maka

perusahaan berada dalam keadaan *insolvent* sehingga pihak *bondholders* hanya mendapat pembayaran kurang dari yang dijanjikan sebelumnya.

Pengukuran mengenai *market value of asset* yang berfluktuasi dari waktu ke waktu dan dalam keadaan tertentu tidak dapat diperkirakan dapat menggunakan *volatilitas* return saham, sehingga secara tidak langsung *volatilitas* return saham berpengaruh terhadap *probability of default* yang dihadapi oleh para *bondholders*. Oleh karenanya adanya *volatilitas* return saham dianggap sebagai risiko yang dihadapi para *bondholders*. Semakin tinggi *volatilitas* return saham maka kemungkinan terjadinya gagal bayar semakin tinggi dan hal ini mengakibatkan perusahaan mempunyai peringkat surat utang yang rendah (Sengupta, 1998; Campbell dan Taksler, 2003; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Liu dan Jirapon, 2010; Chen, 2012).

## **2.5 Pengaruh Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Peringkat Surat Utang**

Waktu Jatuh tempo merupakan tanggal spesifik pada saat usia obligasi berakhir. Pada tanggal tersebut emiten wajib membayar pokok beserta kupon terakhir dari obligasinya. Gitman (2003) mengatakan bahwa pada umumnya utang jangka panjang membayar tingkat bunga yang lebih tinggi daripada utang jangka pendek. Hal ini sebagai kompensasi untuk menutupi risiko tambahan yang dikarenakan jangka waktu investasi yang sangat panjang. *Bondholders* dianggap dapat tertimpa kerugian bila tingkat suku bunga naik, karena harga obligasi bergerak berlawanan arah dengan tingkat suku bunga. Bila tingkat suku bunga turun, harga obligasi akan naik. Akan tetapi bila suku bunga naik, harga obligasi akan mengalami penurunan. Semakin jauh obligasi tersebut dari tanggal jatuh temponya, akan semakin besar penurunan harganya bila tingkat suku bunga naik, harga obligasi akan naik lebih besar bila tingkat suku bunga turun. Semakin lama waktu jatuh tempo dari suatu obligasi, maka semakin rendah akurasi untuk memperkirakan tingkat bunga di masa depan, sehingga semakin besar risiko yang ditanggung oleh pemegang obligasi.

Jatuh tempo obligasi dianggap bisa menjadi ukuran tingkat likuiditas obligasi (Anderson et al, 2003). Tingkat likuiditas obligasi mencerminkan apakah obligasi tersebut cukup mudah untuk diperjualbelikan kembali di pasar sekunder.

Bagi investor jangka pendek akan lebih memilih obligasi dengan tingkat likuiditas yang tinggi sehingga tidak akan menemui kesulitan untuk mendapatkan calon pembeli jika akan menjual kembali obligasi yang telah dimiliki. Namun lain halnya bagi para investor jangka panjang atau bagi investor yang cenderung memilih untuk memegang obligasi sampai jatuh tempo faktor likuiditas obligasi tidak menjadi pertimbangan utama dalam melakukan investasi pada obligasi. Risiko dari rendahnya akurasi memperkirakan tingkat suku bunga yang berdampak pada harga obligasi akibat jatuh tempo obligasi dan dianggapnya jatuh tempo obligasi sebagai cerminan tingkat likuiditas obligasi bagi para *bondholders* dapat memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang (Sengupta, 1998; Anderson et al, 2003; Klock et al, 2005; Chen; 2012).

## 2.6 Pengaruh Tingkat *Leverage* Terhadap Peringkat Surat Utang

Rasio solvabilitas digunakan untuk menggambarkan kemampuan perusahaan dalam membayar kewajiban jangka panjangnya atau dikenal dengan kata lain *financial leverage*. Tingginya tingkat *leverage* pada perusahaan menggambarkan banyaknya jumlah uang yang berasal dari pihak luar yang digunakan untuk membiayai perusahaan tersebut. Semakin besar proporsi utang terhadap total aset yang dimiliki semakin besar pula risiko yang ditanggung perusahaan dalam memenuhi kewajiban membayar utang.

Ayub (2008) mengatakan bahwa risiko perusahaan akan semakin meningkat di mata para *bondholders* apabila investasi yang dilakukan oleh perusahaan memiliki tingkat pengembalian yang lebih kecil daripada bunga atau tingkat pengembalian yang diinginkan oleh pihak *bondholders*, sehingga pada akhirnya dapat mengakibatkan kebangkrutan bagi perusahaan. Nguyen (2011) mengatakan bahwa adanya tingkat *leverage* yang tinggi akan mengakibatkan meningkatnya *cost of debt* yang terjadi akibat konflik antara *shareholders* dan *bondholders*. Konflik antara *shareholders* dan *bondholders* terjadi dikarenakan adanya *payoff* dan tingkat risiko yang berbeda. *Payoff* dari *bondholders* merupakan pendapatan tetap dari bunga dan pengembalian atas pinjamannya, sedangkan *shareholders* memperoleh pendapatan atas kelebihan kewajiban yang perlu dibayarkan kepada *bondholders*.



Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan adanya pengaruh tingkat *leverage* terhadap peringkat surat utang (Burton et al, 2000; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Asbaugh et al, 2006; Liu dan Jiraporn, 2010). Pada dasarnya tingkat *leverage* yang tinggi pada perusahaan menyebabkan perusahaan sulit dalam memenuhi kewajibannya pada saat perusahaan salah dalam melakukan investasi. Semakin tinggi tingkat *leverage* maka semakin banyak kewajiban yang harus dipenuhi dan bila tidak dipenuhi maka perusahaan mengalami kebangkrutan, selain itu jika perusahaan mengalami gagal bayar atau keterlambatan pembayaran, maka reputasi perusahaan menjadi buruk di mata *bondholders* selaku pemberi pinjaman. Dengan reputasi yang buruk tentunya di kemudian hari perusahaan akan sulit mendapatkan pendanaan dari pihak *bondholders*, selain itu perusahaan mendapat peringkat surat utang yang rendah akibat adanya cerminan risiko yang dihadapi para *bondholders*.

## **2.7 Pengaruh Tingkat Profitabilitas Terhadap Peringkat Surat Utang**

Tingkat profitabilitas menggambarkan seberapa efisien perusahaan dalam menggunakan asetnya dan mengelola kegiatan operasional. Adanya profit pada perusahaan mengakibatkan perusahaan lebih mudah memperoleh modal dari luar. Salah satu rasio profitabilitas yang sering dipakai adalah *Return on Assets*. Para *bondholders* menggunakan ROA sebagai tingkat profitabilitas untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam membayar pokok dan bunga pinjaman bagi kreditor. *Return on Assets* (ROA) digunakan untuk mengukur efektivitas manajemen dalam menghasilkan profit dengan *asset-asset* yang tersedia. *Bondholders* lebih menyukai nilai ROA yang naik ataupun nilai ROA yang tetap tinggi karena mengindikasikan perusahaan tersebut sangat baik dalam mengelola laba dan asetnya. Semakin tinggi nilai ROA, maka laba yang diperoleh perusahaan akan semakin besar dibandingkan dengan aset yang dimilikinya sehingga perusahaan sanggup memenuhi kewajibannya terhadap para *bondholders* dan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik (Klock et al, 2005; Asbaugh et al, 2006; Liu dan Jiraporn, 2010).

## 2.8 Pengaruh Tingkat Pertumbuhan Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang

Pertumbuhan perusahaan dapat memberikan pengaruh positif bagi perusahaan (Myer, 1977). Pengaruh positif ini berupa adanya kesempatan untuk berinvestasi dalam perusahaan. Perusahaan pada umumnya memiliki tujuan untuk memperoleh keuntungan sebesar-besarnya. Namun perusahaan pun memiliki kecenderungan untuk mengejar pada tingkat pertumbuhan dan pada akhirnya akan membawa kepada keuntungan yang diharapkan (Keown, et al, 2001). Kusuma (2008) mengatakan bahwa perusahaan yang memiliki pertumbuhan perusahaan yang tinggi dianggap dapat memberikan keuntungan bagi para investornya dan mampu membayarkan kewajibannya pada para investor sehingga pertumbuhan perusahaan merupakan hal yang bisa dijadikan acuan bagi para investor dalam melakukan investasi walaupun tidak semua kesempatan dalam melakukan tingkat pertumbuhan perusahaan menghasilkan investasi yang positif.

Smith dan Watts (1992) menggunakan *market to book ratio* sebagai proksi dari *investment set opportunity* yang merupakan pengukur pertumbuhan perusahaan. Rasio ini digunakan sebagai indikator dari seberapa gigihnya pasar mengejar nilai perusahaan (Bodi, Kane dan Marcus, 2009). Nilai *market to book ratio* yang semakin tinggi mengakibatkan perusahaan menikmati peringkat surat utang menjadi lebih baik (Pottier dan Sommer, 1998; Burton et al, 2000; Ertugrul dan Hegde, 2009; Chen; 2012). Hasil temuan menunjukkan bahwa perusahaan yang memiliki tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki tingkat *leverage* yang rendah (Smith dan Watts, 1992; Gaver dan Gaver, 1993). Bila dihubungkan ke peringkat surat utang, tingkat pertumbuhan perusahaan yang tinggi selain dianggap mampu membayarkan kewajibannya kepada para *bondholders*, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan saham sebagai pemenuhan kebutuhan modalnya sehingga tingkat *leverage* menurun. (Hovakimian, 2011). Tingkat *leverage* yang rendah menandakan risiko gagal bayar lebih kecil bila keputusan investasi tidak menguntungkan dibandingkan tingkat *leverage* yang tinggi. Kecilnya risiko yang dihadapi para *bondholders* ini mengakibatkan perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik. Pada keadaan ini *bondholders* menganggap perusahaan mempunyai risiko gagal bayar

yang lebih kecil sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

## 2.9 Pengaruh Ukuran Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang

Besar ukuran perusahaan dapat dinyatakan dalam bentuk total aset, penjualan dan kapitalisasi pasar (Ardi;2007.Ayub;2008). Semakin besar aktiva, penjualan dan kapitalisasi pasar dari perusahaan maka semakin besar pula ukuran perusahaan. Nilai aktiva dianggap nilai yang relatif paling stabil diantara ketiga indikator tersebut.

Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mudah perusahaan tersebut dalam mengakses pasar modal, mendapat *rating* yang baik untuk penerbitan obligasi mereka, dan membayar bunga utang yang lebih rendah. Pada umumnya, perusahaan besar mempunyai kinerja yang baik dan mempunyai posisi yang kuat dalam industrinya masing-masing. Hal ini menyebabkan perusahaan besar lebih dipercaya untuk dapat memenuhi kewajiban obligasinya. (Lopez; 2004). Selain itu ukuran perusahaan juga dikaitkan dengan reputasi sebuah perusahaan, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin besar pula persepsi reputasi terhadap mereka.

## BAB 3 METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan rerangka pemikiran, sumber data, sampel penelitian yang digunakan, juga menjelaskan variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian, baik itu definisi dari setiap variabel dan juga pengukuran dari variabel-variabel tersebut. Selanjutnya akan dijelaskan hipotesis yang dibangun untuk menjelaskan pengaruh antar variabel independen terhadap variabel dependen dan juga model penelitian yang digunakan untuk menguji hipotesis penelitian tersebut.

### 3.1 Rerangka Pemikiran

Terdapat dua tujuan utama dalam penelitian ini, pertama peneliti ingin melihat adanya pengaruh dari *ownership structure, corporate governance* dan mengikut sertakan variabel variabel lainnya seperti volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Pada tujuan pertama, penelitian ini ingin mencoba untuk melihat pengaruh struktur kepemilikan tidak hanya secara linear tetapi juga melihat hubungan yang dimiliki dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan menjadi rentang yang berbeda terhadap peringkat surat utang perusahaan, dimana hubungan ini disebut hubungan non monotonik atau pola hubungan yang membentuk hubungan non linear.

Gambar 3.1 menjelaskan model penelitian yang mencerminkan tujuan pertama pada penelitian ini. Struktur kepemilikan dianggap dapat mempengaruhi peringkat surat utang perusahaan (Sengupta, 1998; Bhoraj dan Sengupta, 2003; Klock et al, 2005; Asbaugh, 2006; Elyasiani, 2007; Liu dan Jiraporn 2010). Secara linear struktur kepemilikan didefinisikan sebagai kepemilikan saham terbesar yang sedikitnya mempunyai 5% kepemilikan saham beredar (*Blockholders*). *Blockholders* dapat melakukan pengawasan secara efektif terhadap manajemen dan dapat mengurangi *asymmetric information* sehingga mengurangi risiko yang dihadapi oleh para *bondholders* dan perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

Sedangkan untuk melihat hubungan non monotonik struktur kepemilikan, penelitian ini mengacu pada Utama (2012), dimana struktur kepemilikan dibagi menjadi tiga kategori yaitu struktur kepemilikan rendah, struktur kepemilikan sedang, dan struktur kepemilikan tinggi. Penelitian yang meneliti hubungan struktur kepemilikan terhadap obligasi masih sedikit dilakukan. Bagnani et al (1994) dan Ortiz Molina (2006) mengatakan bahwa hubungan non monotonik yang dimiliki struktur kepemilikan memberikan pengaruh yang berbeda tergantung dari besaran struktur kepemilikan pemegang saham pengendali di suatu perusahaan terhadap risiko obligasi. Ortiz Molina (2006) menemukan terdapat relasi non monotonik antara struktur kepemilikan dengan risiko obligasi, pada saat tingkat kepemilikan rendah dan tinggi maka manajemen cenderung menghindari risiko dan mengurangi *asymmetric information*.

Variabel lainnya yang ingin diteliti hubungannya terhadap peringkat surat utang yaitu *corporate governance*. *Corporate governance* dapat meningkatkan peringkat surat utang perusahaan. Adanya *corporate governance* dianggap dapat meningkatkan transparansi perusahaan, meningkatkan kinerja operasi, hingga meningkatnya tingkat pengawasan pada perusahaan. Lebih lanjut, *corporate governance* dianggap dapat mengurangi masalah ekspropriasi yang dihadapi para *bondholders*. Adanya *corporate governance* pada perusahaan membuat risiko yang dihadapi para *bondholders* menjadi berkurang, dan perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih tinggi. Penelitian kali ini mengacu pada Amin (2010) yang menggunakan skor *corporate governance index* yang dikeluarkan oleh IICD.

Beberapa variabel kontrol digunakan dalam penelitian ini, yang membedakan penelitian ini terhadap penelitian sebelumnya di Indonesia adalah meneliti pengaruh *volatilitas return saham* yang menggambarkan risiko terhadap peringkat surat utang yang mana tidak dilakukan sebelumnya. Volatilitas *return* saham dapat membuat peringkat surat utang menjadi lebih rendah (Sengupta, 1998; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Liu dan Jiraporn, 2010). Volatilitas dari *return* saham merupakan suatu ukuran bagaimana ketidakpastian mengenai pergerakan harga saham yang akan datang, dengan meningkatnya volatilitas, kemungkinan harga saham akan naik atau turun juga meningkat. Hal ini memberikan pengaruh

langsung terhadap pemegang saham yaitu meningkatnya kemungkinan mendapatkan keuntungan dengan naiknya harga saham, sedangkan bagi para *bondholders* meningkatnya risiko tidak diimbangi dengan meningkatnya *return* yang didapat, karena *return bondholders* merupakan *return* tetap yang sudah dijanjikan sebelumnya. Oleh karena itu adanya volatilitas *return* saham dapat menyakiti para *bondholders* dan menambah kemungkinan risiko yang dihadapi sehingga membuat peringkat surat utang yang dimiliki rendah.

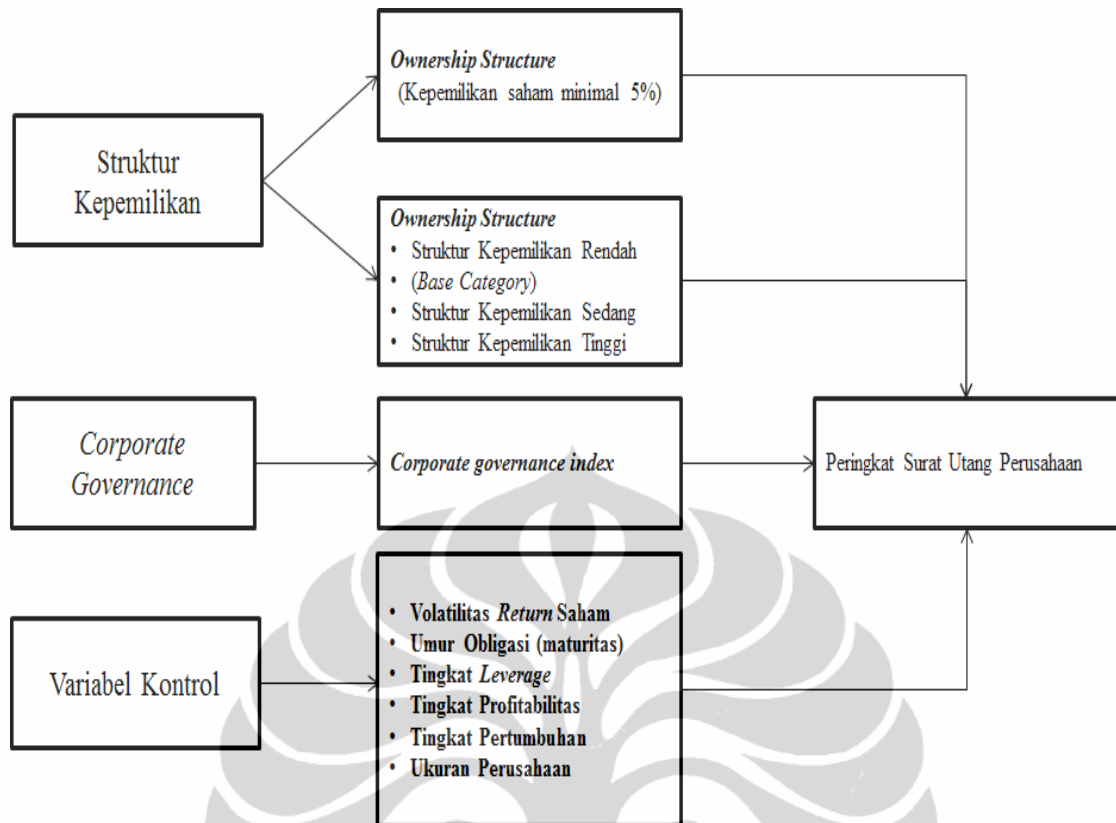
Variabel kontrol lainnya yaitu umur obligasi yang merupakan jangka waktu jatuh tempo obligasi. Jatuh tempo merupakan informasi tingkat likuiditas yang dimiliki oleh obligasi, obligasi yang mempunyai waktu jatuh tempo yang lama mempunyai risiko yang lebih besar dibandingkan obligasi dengan waktu jatuh tempo yang lebih singkat, semakin lama waktu jatuh tempo yang dihadapi oleh para *bondholders* maka semakin besar tingkat ketidakpastian yang dihadapi sehingga semakin besar risiko yang dihadapi dan mengurangi peringkat surat utang perusahaan (Sengupta, 1998; Anderson, Marsi, dan Reeb, 2003; Klock et al, 2005; Chen, 2012).

Variabel kontrol lainnya yaitu tingkat *leverage* perusahaan. Tingkat *leverage* dapat memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang. Tingkat *leverage* yang tinggi menandakan tingginya penggunaan utang oleh perusahaan, semakin tinggi tingkat utang yang dimiliki semakin besar kewajiban untuk membayar utang-utang tersebut. Permasalahan yang terjadi adalah tingginya tingkat utang memaksa perusahaan untuk membayar kewajibannya tersebut, dan bila perusahaan mengalami masalah keuangan maka kemungkinan risiko kebangkrutan akan terjadi, adanya risiko kebangkrutan yang tinggi membuat peringkat surat utang perusahaan tersebut menjadi lebih rendah.

Variabel kontrol lainnya yaitu tingkat profitabilitas. Tingkat profitabilitas yang tinggi menunjukkan efektifitas perusahaan dalam menghasilkan laba juga tinggi, sehingga perusahaan dengan profitabilitas yang tinggi akan memiliki kemampuan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya kepada para *bondholders*, dan dapat dikatakan perusahaan tersebut memiliki risiko yang rendah dan menikmati peringkat surat utang yang lebih tinggi. (Asbaugh et al, 2006).

Variabel kontrol lainnya yaitu tingkat pertumbuhan. Tingkat pertumbuhan perusahaan dianggap memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan. Tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik dianggap oleh para *bondholders* sebagai indikator untuk mengukur tingkat pengembalian mereka, perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang baik menikmati peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah (Burton et al, 2000; Pottier dan Sommer, 1998). Variabel kontrol terakhir dalam penelitian ini yaitu ukuran perusahaan, ukuran perusahaan dianggap mencerminkan risiko perusahaan dan memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan (Sengupta, 1998; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Asbaugh et al, 2006; Liu dan Jiraporn, 2010).





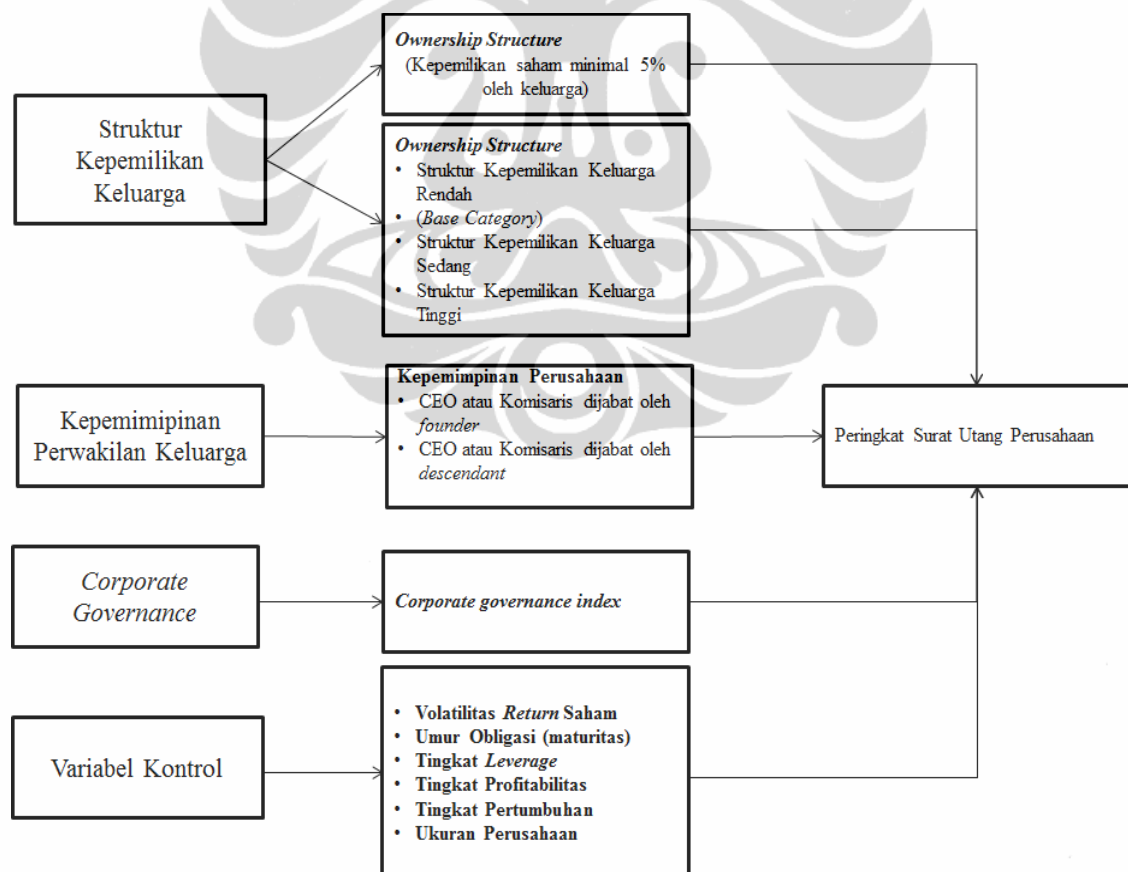
Gambar 3.1 Hubungan antar Variabel Penelitian Struktur Kepemilikan

Tujuan kedua dari penelitian ini ingin melihat hubungan struktur kepemilikan dengan memfokuskan struktur kepemilikan pada perusahaan keluarga. Peneliti menganggap hal ini patut diteliti mengingat karakteristik perusahaan di Indonesia yang sebagian besar merupakan *family ownership*. Selain itu pada tujuan kedua peneliti ingin melihat adanya pengaruh yang diberikan oleh keputusan keluarga menempatkan perwakilan keluarga pada kepemimpinan perusahaan sebagai CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang, dengan mengikut sertakan variabel variabel lainnya seperti pada model sebelumnya. Sepengetahuan penulis belum ada yang meneliti mengenai struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang di Indonesia, hanya Ayub (2008) yang meneliti mengenai *family ownership* berkaitan dengan obligasi diukur hubungannya terhadap biaya utang (*cost of debt*).

Gambar 3.2 menjelaskan tujuan kedua dari penelitian ini. Anderson, Marsi, dan Reeb (2003) menemukan bahwa struktur kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif terhadap peringkat surat utang, sebaliknya struktur kepemilikan



keluarga juga dapat membuat peringkat surat utang yang dimiliki menjadi kurang baik (Lin et al, 2011; Boubakri dan Ghouma, 2010). Selain itu pada tujuan kedua dalam penelitian ini, peneliti ingin melihat adanya pengaruh yang diberikan oleh posisi kepemimpinan perusahaan (CEO atau komisaris) pada perusahaan terhadap peringkat surat utang. Morck et al (1998) mengatakan bahwa ada pengaruh yang berbeda bila kepemimpinan perusahaan dipegang oleh pendiri perusahaan (*founder*) atau oleh keturunan pendiri perusahaan (*descendant*). Anderson et al (2003) menunjukkan ada hubungan ketika manajemen perusahaan (CEO atau komisaris) dijabat oleh keluarga pendiri terhadap peringkat surat utang, dan juga ada perbedaan pengaruh ketika *founder* yang menjabat dan ketika *descendant* yang menjabat terhadap peringkat surat utang perusahaan. Pada model kedua variabel kontrol yang digunakan seperti yang digunakan pada model pertama penelitian.



Gambar 3.2 Hubungan antar Variabel Penelitian Struktur Kepemilikan Keluarga

### 3.2 Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder, data data tersebut didapat karena telah dipublikasikan sebelumnya baik dalam laporan keuangan perusahaan ataupun dokumen lainnya seperti dari majalah, koran, ataupun internet. Sumber data yang digunakan pada penelitian ini adalah:

- Lembaga Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO)
- Lembaga *The Indonesian Institute for Corporate Directorship* (IICD)
- Datastream yang tersedia di Pusat Data Ekonomi dan Bisnis Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Bursa Efek Indonesia ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id))

### 3.3 Metode Pengumpulan Data

Data penelitian dalam penelitian ini menggunakan data panel. Data panel dipilih sebagai jenis data yang digunakan karena merupakan gabungan antara data *time series* dan data *cross section* sehingga informasi yang didapatkan lebih banyak .

Adapun Metode Pemilihan sampel yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* yaitu pemilihan sampel berdasarkan pertimbangan dan kriteria yang telah ditetapkan oleh peneliti. Kriteria-kriteria pemilihan sampel pada penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Merupakan Perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia Sejak 1 Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2012.
2. Merupakan Perusahaan yang menerbitkan peringkat surat utang selama periode 2007 sampai dengan 2012
3. Surat utang yang diterbitkan oleh perusahaan bukan merupakan surat utang yang termasuk dalam industri keuangan seperti halnya bank, asuransi, *leasing* dan sekuritas. Dhonna (2010) mengatakan bahwa perusahaan yang bergerak dibidang keuangan seperti halnya bank, asuransi, leasing dan sekuritas memiliki laporan keuangan yang berbeda serta memiliki peraturan khusus.
4. Merupakan perusahaan yang mempunyai nilai *corporate governance index* yang diterbitkan oleh IICD selama periode 2007 sampai dengan 2012.

Variabel-variabel penelitian seperti *ownership structure*, struktur kepemilikan perusahaan keluarga, kepemimpinan perusahaan (CEO atau komisaris), *corporate governance*, volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan merupakan variabel independen dalam penelitian ini, sedangkan peringkat surat utang perusahaan merupakan variabel dependen dalam penelitian ini.

Data mengenai peringkat surat utang perusahaan, dan umur obligasi perusahaan didapat langsung dari lembaga PT Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), data *corporate governance index* didapat dari lembaga nirlaba The Indonesian Institute for Corporate Directorship (IICD) . Data perusahaan yang berhubungan mengenai informasi tentang kepemilikan perusahaan, kursi kepemimpinan yang diduduki baik oleh perwakilan anggota keluarga atau bukan diperoleh dari datastream Pusat Data ekonomi dan bisnis Universitas Indonesia, majalah swasembada serta sumber lain seperti koran dan internet (Ayub;2008,Dixy;2012). Data-data yang telah didapatkan lalu ditelusuri satu persatu untuk melihat apakah terdapat hubungan keluarga di dalam kursi kepemimpinan direksi dan komisaris. Sedangkan untuk data data lainnya seperti tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, volatilitas *return* saham harian perusahaan, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan diperoleh dari datastream dan [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id) (laporan keuangan) yang kemudian diolah kembali.

### 3.4. Klasifikasi Variabel

Penelitian ini memiliki dua jenis variabel yaitu terdiri dari variabel terikat (dependen) dan variabel bebas (independen). Variabel dependen yaitu variabel yang dipengaruhi atau dijelaskan oleh variabel independen, sedangkan variabel independen adalah variabel yang menjelaskan atau mempengaruhi variabel dependen.

#### 3.4.1. Variabel Terikat (dependen)

##### 1) Peringkat Surat Utang

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian adalah peringkat surat utang perusahaan (*Rating*) yang dikeluarkan PT PEFINDO. Peringkat

surat utang yang dikeluarkan oleh PT. PEFINDO biasanya merupakan huruf (dari idD sampai dengan idAAA) sehingga diperlukan mekanisme konversi terhadap peringkat surat utang tersebut. Asumsinya adalah angka dengan skala tertinggi diberikan untuk perusahaan yang memiliki peringkat surat utang tertinggi dan skala yang terendah untuk perusahaan-perusahaan dengan peringkat yang lebih rendah, dengan asumsi jarak antar *rating* sama. Bhojraj dan Sengupta (2003) merepresentasikan peringkat surat utang dari lembaga Moody's bond *rating* menjadi nilai 1 untuk surat utang yang bernilai B ataupun dibawahnya dan nilai 6 untuk surat utang yang bernilai AAA. Penelitian ini mengacu pada yang dilakukan Bhojraj dan Sengupta (2003), dan Asbaugh *et al* (2006), peringkat surat utang kemudian dikonversi ke dalam nilai numerik berurutan dari 1 – 6. Variabel peringkat surat utang diberikan nilai seperti yang ditunjukkan tabel 3.1.

Tabel 3.1 Nilai Peringkat Surat Utang

<b>Peringkat (Rating)</b>	<b>Nilai</b>
idAAA	6
idAA+	5
idAA	5
idAA-	5
idA+	4
idA	4
idA-	4
idBBB+	3
idBBB	3
idBBB-	3
idBB+	2
idBB	2
idBB-	2
idB+	1
idB	1
idB-	1
idCCC+	1
idCCC	1
idD atau SD	1

Sumber : Pefindo (2012)

### 3.4.2 Variabel Bebas (Independen)

#### 3.4.2.1 Struktur Kepemilikan *Ownership Structure*

Beberapa penelitian-penelitian sebelumnya secara berbeda beda mendefinisikan *ownership structure*. Tetapi secara umum *ownership structure* didefinisikan dengan seberapa besar proporsi saham perusahaan tersebut dimiliki keluarga, lembaga tertentu maupun pemerintah. Utama (2012) berasumsi bahwa kepemilikan saham dimiliki oleh keluarga pada perusahaan bisa dianggap sebagai salah satu proksi *blockholders*, dikarenakan *blockholders ownership* merupakan variabel yang diukur dari adanya keterangan bahwa setidaknya 5% kepemilikan saham perusahaan dimiliki oleh pemilik perusahaan, karyawan, direktur dan keluarga pendiri, dan saham yang dipegang oleh para wali perusahaan (Thomsen et al, 2006). Sedangkan (Anderson et al, 2003) mengatakan bahwa *blockholders* dari pihak luar bisa saja dikatakan sebagai pemegang saham mayoritas selama pihak luar tersebut sebagai badan usaha yang menjadi pemegang 5% saham atau lebih yang tidak memiliki hubungan dengan perusahaan kecuali untuk kepemilikan seperti dana pensiun, reksadana, dan lain lain. Oleh karenanya kepemilikan pihak luar bisa dikatakan juga sebagai *blockholders* asalkan mempunyai kepemilikan lebih dari 5%.

Lebih lanjut Eng dan Mak (2003), Thomsen et al (2006), Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh et al (2006), mendefinisikan *blockholders* sebagai pemegang saham yang memiliki saham sebesar 5% atau lebih dari jumlah saham perusahaan yang beredar. Semakin tinggi persentase kepemilikan saham yang beredar dimiliki oleh *large shareholders* menunjukkan semakin terkonsentrasi struktur kepemilikan pada perusahaan. Mengacu pada penelitian-penelitian sebelumnya maka penelitian ini mendefinisikan *ownership structure* sebagai struktur kepemilikan saham dengan sedikitnya 5% kepemilikan saham beredar (*blockholders*).

Penelitian ini juga ingin menguji hubungan non monotonik struktur kepemilikan yang membentuk pola hubungan non linear. Oleh karenanya variabel dibagi menjadi tiga Mengacu pada Utama (2012) struktur kepemilikan tersebut adalah :

1. Struktur kepemilikan rendah, DL, yang menunjukkan besaran proporsi kepemilikan sebesar lima sampai dua puluh persen (5 – 20%),
2. Struktur kepemilikan sedang, DM, sebesar dua puluh koma satu sampai lima puluh persen (20,1 – 50%),
3. Struktur kepemilikan tinggi, DH, yang diatas lima puluh persen (>50%).

Variabel ini menggunakan variabel *dummy* untuk menjelaskan struktur kepemilikan. Perusahaan yang dinyatakan memiliki struktur kepemilikan yang rendah maka variabel DL diberikan angka 1, sedangkan angka 0 menunjukkan struktur kepemilikan lainnya. Jika perusahaan memiliki struktur kepemilikan sedang, maka DM akan diberikan angka 1, sedangkan untuk struktur kepemilikan lainnya akan diberikan angka 0. Kemudian untuk perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan tinggi, DH maka diberikan angka 1, sedangkan angka 0 diberikan untuk struktur kepemilikan lainnya, dan seterusnya.

#### **3.4.2.2 Struktur Kepemilikan Keluarga (*Family Ownership*)**

Chen et al (2010) mengatakan bahwa studi literatur terdahulu menunjukkan terdapat dua karakteristik yang berbeda dari perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan keluarga. Pertama manajemen perusahaan yang memiliki keterkaitan dengan keluarga memiliki kepemilikan saham lebih tinggi dibanding perusahaan non keluarga, hal ini menyebabkan masalah keagenan yang lebih kecil akibat tidak adanya konflik kepentingan antara manajemen dengan pemilik perusahaan. Kedua adanya kepemilikan oleh pihak keluarga memicu adanya lebih banyak ruang untuk manajemen menggunakan sumber daya perusahaan untuk kepentingan mereka sendiri dalam keluarga perusahaan hal ini mengakibatkan ketidakpercayaan para pemegang saham sehingga menimbulkan masalah keagenan yang lebih besar antara para pemegang saham mayoritas dan minoritas (ekspropriasi).

Perusahaan keluarga didefinisikan dengan adanya sedikitnya 5% proporsi jumlah saham yang harus dimiliki oleh keluarga (Miller et al, 2007; Claessens et al, 2000; Allen dan Panian, 1982; Perez dan Gonzalez, 2006). Laporta (1999), mengatakan *family ownership* diidentifikasikan sebagai kepemilikan dari individu (di atas 5%) dan kepemilikan dari perusahaan tertutup, bukan kepemilikan dari BUMN dan BUMD, perusahaan terbuka ataupun lembaga keuangan. (Villalonga

dan Amit, 2006) mengatakan bahwa perusahaan keluarga adalah perusahaan yang pendirinya atau anggota keluarganya baik dari ikatan darah maupun perkawinan yang menjabat sebagai karyawan, direktur, atau pemilik dan memiliki setidaknya 5% saham dari perusahaan baik individu maupun kelompok.

Berdasarkan definisi diatas maka struktur kepemilikan keluarga pada penelitian ini merupakan variabel yang sedikitnya terdapat 5% persentase jumlah saham beredar yang dimiliki keluarga.

#### **3.4.2.3 Kepemimpinan Perusahaan (CEO atau Komisaris)**

Anderson et al (2003), Liu dan Jiraporn (2010) menemukan bahwa kepemimpinan perusahaan CEO atau komisaris juga memberikan pengaruh terhadap terhadap peringkat surat utang perusahaan. Penelitian ini mengklasifikasikan variabel kepemimpinan CEO atau komisaris menjadi dua bagian yaitu sebagai berikut :

##### **1. *Founder CEO/CHAIRMAN***

*Founder CEO/CHAIRMAN Dummy* merupakan variabel dummy yang akan bernilai 1 jika Presiden Direktur ataupun Komisaris dari perusahaan adalah Pendiri perusahaan tersebut, dan bernilai 0 jika sebaliknya.

##### **2. *Descendant CEO/CHAIRMAN***

Definisi dari generasi penerus (*descendant*) yang menempati posisi CEO atau komisaris dalam penelitian ini adalah seseorang yang merupakan keturunan dari *founder* (pendiri perusahaan) yang menempati posisi CEO atau Komisaris di perusahaan keluarga. Generasi penerus dalam penelitian ini tidak membatasi apakah generasi penerus tersebut merupakan generasi penerus pertama, kedua, ketiga, dan seterusnya. *Descendant CEO Dummy* merupakan variabel dummy yang akan bernilai 1 apabila Presiden Direktur ataupun Komisaris dari perusahaan adalah keturunan dari pendiri perusahaan, dan bernilai 0 jika sebaliknya.

Peneliti menganggap model tersebut berguna untuk membandingkan kinerja perusahaan keluarga ketika dipimpin langsung oleh pendirinya dan dipimpin langsung oleh keturunan pendiri perusahaan.

#### **3.4.2.4 CGI sebagai proksi dari *corporate governance***

Praktek *corporate governance* diukur dengan menggunakan *Corporate governance Index* (CGI) yang dikembangkan oleh *the Indonesian Institute for*

*Corporate Directorship* (IICD). CGI merupakan total skor yang diperoleh dari prinsip-prinsip *corporate governance* yang dianut oleh IICD. Komponen komponen CG tersebut adalah: *the rights of shareholders & key ownership functions* (RIS), *the equitable treatment of shareholders* (ETS), *the role of stakeholder in cg* (ROS), *disclosure and transparency* (DT), dan *the responsibilities of the board* (RESB). *Corporate governance Index* merupakan nilai yang dikeluarkan oleh tim peneliti yang dimiliki lembaga IICD yang diberikan pada perusahaan dengan kriteria sebagai berikut : 1) sangat baik (90 - 100%), 2) baik (80-89%), 3) adil (60-79%), dan 4) kurang baik (kurang dari 60%) (IICD, 2012).

#### 3.4.2.5 Volatilitas *Return Saham* sebagai proksi dari *credit risk*

Sengupta (1998), Campbell dan Taskler (2003), Ertugrul dan Hegde (2009), Liu dan Jiraporn (2010), Chen (2012) menggunakan volatilitas *return* saham untuk menggambarkan risiko pada perusahaan tersebut. Volatilitas *return* saham diukur dari nilai standard deviasi saham harian yang dimiliki perusahaan. Adapun rumus yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut :

$$\sigma_p^2 = \frac{1}{n} \sum_{t=1}^n [R_t(-E(Rt))]^2 \quad (3.1)$$

Rumus diatas merupakan rumus varians, dimana standar deviasi merupakan akar dari varians

$$\sigma_p = \sqrt{\sigma_p^2} \quad (3.2)$$

#### 3.4.2.6 Umur Obligasi (*Maturity*)

Bhojraj dan Sengupta (2003), Anderson et al (2003), Liu dan Jiraporn (2010), Chen (2012) pada penelitiannya mengukur likuiditas obligasi menggunakan umur utang, atau jatuh tempo obligasi yang telah beredar. Penelitian ini mendefinisikan umur obligasi sebagai *remaining maturity* atau sisa waktu yang dimiliki pada saat terbit sampai pada saat *settlement date* (dalam satuan tahun).

$$Age = Ln(maturity\ bond) \quad (3.3)$$

#### 3.4.2.7 *Leverage*

Tingkat *Leverage* merupakan instrumen keuangan yang menunjukkan proporsi penggunaan utang untuk membiayai investasi terhadap modal yang



dimiliki, biasanya para investor menggunakan rasio keuangan ini untuk mengukur sejauh mana perusahaan menggunakan utang dalam membiayai investasi. Pada penelitian ini mengacu pada Anderson, et al (2003), Asbaugh et al (2006), Liu dan Jiraporn (2010) tingkat *leverage* pada penelitian ini diukur menggunakan *debt to asset ratio*, dan *interest coverage ratio*

1) *debt to asset ratio*

Rasio ini membandingkan total utang dengan total modal pemilik (ekuitas) digunakan untuk mengetahui berapa bagian modal pemilik yang digunakan untuk menjamin utang lebih besar dibandingkan dengan modal pemilik.

2) *Time interest earned (Coverage ratio)*

Rasio ini membandingkan antara laba sebelum bunga dan pajak dan utang jangka panjang, rasio ini menunjukkan seberapa jauh laba sebelum bunga dan pajak dapat berkurang untuk membayar untuk membayar bunga utang jangka panjang.

$$\text{Debt to Asset Ratio} = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Asset}} \quad (3.4)$$

$$\text{InterestCov} = \frac{\text{Earning Before Interest and Tax (EBIT)}}{\text{Interest Expense}} \quad (3.5)$$

### 3.4.2.8 ROA Sebagai Proksi Tingkat Profitabilitas

Tingkat profitabilitas merupakan instrument keuangan untuk mengukur tingkat kinerja keuangan perusahaan. *Return on Asset* merupakan salah satu rasio keuangan yang mengukur tingkat profitabilitas. *Return on Asset (ROA)* digunakan untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktivitya untuk memperoleh laba. Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan. Penelitian ini mengacu pada Klock et al (2005), Asbaugh et al (2006), Ertugrul dan Hegde (2009), Liu dan Jiraporn (2010),

Chen (2012) yang menggunakan ROA untuk mengukur tingkat profitabilitas perusahaan.

$$\text{Return On Asset} = \frac{\text{Net Income}}{\text{Total Asset}} \quad (3.6)$$

#### 3.4.2.9 Market to Book Ratio Sebagai Proksi Pertumbuhan Perusahaan

Burton et al (1998) menyatakan bahwa pertumbuhan perusahaan yang positif dapat mengindikasikan atas berbagai kondisi finansial perusahaan tersebut. Terdapat beberapa proksi untuk mengukur pertumbuhan perusahaan, salah satunya adalah *market to book ratio*.

Bhojraj dan Sangupta (2003), Liu dan Jiraporn (2010), dan Chen (2012) menggunakan *market to book ratio* dalam menggambarkan pertumbuhan perusahaan. *Market to book ratio* dianggap dapat memberikan informasi bagi para pemegang saham untuk mengantisipasi risiko. Rasio ini secara sederhana dapat menjelaskan apakah perusahaan dinilai *undervalued* atau tidak. *Market to book ratio* merupakan perbandingan antara nilai buku saham suatu perusahaan dengan nilai pasarnya di pasar modal. Nilai pasar adalah nilai ekuitas yang dipandang oleh investor.

$$\text{Market to Book ratio} = \frac{\text{Price per Share}}{\text{Book Value per Share}} \quad (3.7)$$

#### 3.4.2.10 Size Sebagai Proksi Ukuran Perusahaan

Pemberian peringkat surat utang oleh lembaga pemeringkatan bisa berfungsi sebagai sinyal bahwa perusahaan tersebut berkualitas atau tidak bagi para investor (Kisgen & Strahan, 2010). Secara umum perusahaan dikatakan berkualitas bila aset perusahaan perusahaan tersebut tergolong besar, Penelitian ini menggunakan variabel *size* dan *Capital intensity* sebagai proksi dari ukuran perusahaan. Hal ini berdasarkan penelitian sebelumnya yang dilakukan (Sengupta; 1998, Bhojraj dan Sengupta; 2003, Anderson et al ; 2003, Asbaugh et al ; 2006, Liu dan Jiraporn; 2010).

*Size* diukur dengan menggunakan nilai logaritma natural dari *total asset* perusahaan.

$$SIZE = \ln(Total Asset) \quad (3.8)$$

### 3.5 Hipotesis Penelitian

#### 3.5.1 Pengaruh *Ownership Structure* Terhadap Peringkat Surat Utang

Penelitian mengenai *ownership structure* jarang dilakukan berkaitan dengan peringkat surat utang, Bhojraj dan Sengupta (2003) mengatakan bahwa peringkat surat utang merupakan salah satu indikator untuk melihat ketidakmampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya terhadap *bondholders*. Shleifer dan Vishny (1997) berpendapat bahwa *blockholders* yang memegang ekuitas dalam porsi besar dalam sebuah perusahaan mempunyai peran penting terhadap perusahaan, *blockholders* dianggap dapat melakukan pengawasan dikarenakan mereka memiliki kepentingan finansial dan memiliki hak suara untuk menegur pihak manajemen jika dianggap para manajemen berperilaku mementingkan dirinya sendiri. Lebih lanjut perilaku *blockholders* yang melakukan pengawasan secara efektif terhadap para manajemen, dan adanya pengawasan pada manajemen memberikan keuntungan bagi para *bondholders*. *Bondholders* menganggap perilaku *blockholders* dapat mengurangi tingkat *asymmetric information* yang dihadapi, dan nantinya mengurangi adanya risiko yang dihadapi perusahaan, maka diharapkan terdapat hubungan positif antara *blockholders* dan peringkat surat utang (Bhojraj dan Sengupta, 2003).

Selain itu, adanya *blockholders* yang stabil dan cukup besar pada perusahaan memiliki peran yang lebih efektif dalam mengurangi masalah keagenan dan risiko yang dihadapi investor, dan *blockholders* sering dianggap sebagai tipe investor jangka panjang yang dianggap dapat memantau kinerja manajemen sehingga terhindar dari kepentingan pribadi dan membuat manajemen fokus pada kinerja perusahaan jangka panjang, akibatnya manajer perusahaan dapat lebih memperhatikan dan membangun reputasi yang baik sehingga memiliki peringkat surat utang yang baik (Elyasiani, 2007). Cremers et al (2007) juga menemukan bahwa adanya *blockholders* berhubungan positif dengan peringkat surat utang.

Berdasarkan penelitian terdahulu maka adanya peran *blockholders* dapat berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang karena *blockholders* mempunyai hak untuk mengawasi, mengetahui kebijakan perusahaan dan memberikan penilaian terhadap kinerja manajemen serta dengan adanya pengawasan yang ketat dapat mencegah manajemen perusahaan melakukan ekspropriasi dan menyebabkan manajemen dapat lebih fokus dalam membangun reputasi yang baik sehingga memiliki peringkat surat utang yang baik.

### ***H1: Blockholders Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***

Morck, et al (1988) mengatakan bahwa terdapat hubungan yang berbeda yang diberikan struktur kepemilikan terkait masalah keagenan ketika diklasifikasikan menjadi rentang yang berbeda. Lebih lanjut dijelaskan bahwa pada struktur kepemilikan terkonsentrasi rendah, masalah keagenan akan berkurang sejalan dengan meningkatnya pengawasan dari *shareholder*, dan pada akhirnya keuntungan perusahaan akan meningkat.

Sedangkan disaat tingkat kepemilikan yang terkonsentrasi melebihi dari batas tertentu, pemegang saham pengendali akan cenderung untuk meraup *asset* perusahaan untuk kepentingan pribadi. Pada akhirnya akan menurunkan keuntungan yang didapatkan perusahaan dan berkurangnya kekayaan dari pemegang saham minoritas atau dikenal dengan kata lain menyebabkan terjadinya *entrenchment effect*. Andres (2008) mengatakan adanya struktur kepemilikan yang kuat akan mendorong terjadinya *entrenchment* dan kinerja menjadi buruk. Utama (2012) menemukan pada tingkat kepemilikan sedang (20,1 – 50%) terjadi keselarasan kepentingan antara pemegang saham pengendali dengan pemegang saham minoritas. Utama (2012) pun menemukan bahwa pada tingkat kepemilikan tinggi (di atas 50%), *entrenchment effect* akan terjadi.

Sebaliknya terdapat penemuan lainnya yang mengatakan struktur kepemilikan dapat melindungi dan selaras dengan kepentingan pemegang saham minoritas atau dikenal dengan kata lain menyebabkan terjadinya *alignment effect*. Chau & Gray (2010) menemukan bahwa disaat perusahaan keluarga memiliki tingkat kepemilikan sedang (25% atau kurang dari 25%), akan menyebabkan terjadinya keselarasan kepentingan antara pemegang saham pengendali dan

pemegang saham minoritas. Kondisi tersebut merupakan *alignment effect*. Bagnani et al (1994) menguji hubungan antara *ownership structure* dengan risiko obligasi mendapatkan bahwa pada saat struktur kepemilikan rendah (<5%) dan struktur kepemilikan sedang (5%-25%), pemegang saham dianggap dapat meningkatkan insentif bagi para manajemen supaya mereka mementingkan kepentingan pemegang saham dan mengorbankan kepentingan pemegang obligasi, akan tetapi ketika struktur kepemilikan meningkat menjadi tinggi, manajemen menjadi lebih *risk averse* akibat adanya pengawasan yang lebih kuat sehingga tidak merugikan pemegang obligasi. Ortiz-Molina (2006) menemukan terdapat relasi antara struktur kepemilikan dengan risiko obligasi, pada saat tingkat kepemilikan tinggi maka manajemen cenderung menghindari risiko sehingga selaras dengan kepentingan *bondholder*. Hubungan ini dikenal hubungan yang non monotonik, berbentuk U terbalik (*inverted U shape*) antara konsentrasi kepemilikan dengan risiko obligasi.

Berdasarkan penelitian terdahulu maka terdapat hubungan yang berbeda-beda antara struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang, sehingga hipotesis yang diajukan sebagai berikut:

***H2.1: Terkait dengan alignment effect, semakin tinggi konsentrasi kepemilikan perusahaan akan menyebabkan peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih tinggi***

***H2.2: Terkait dengan entrenchment effect, semakin tinggi konsentrasi kepemilikan perusahaan akan menyebabkan peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih rendah.***

### **3.5.2 Pengaruh *Family Firm* dan Kepemimpinan Perusahaan Terhadap Peringkat Surat Utang**

Perusahaan yang memiliki struktur kepemilikan keluarga (*family firm*) cenderung mendanai perusahaannya menggunakan utang daripada menerbitkan saham baru, hal ini dikarenakan pemilik perusahaan tetap ingin memiliki kontrol dan memiliki kepemilikan saham secara mayoritas pada perusahaan tersebut (Anderson et al, 2003). Semakin tinggi tingkat utang yang dimiliki oleh

perusahaan maka semakin besar pula risiko yang ditanggung oleh perusahaan tersebut, risiko yang besar inilah yang dibebankan kepada para investor yang ingin berinvestasi pada perusahaan tersebut.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda-beda mengenai hubungan antara struktur kepemilikan keluarga dengan peringkat surat utang. Anderson et al (2003) menemukan bahwa struktur kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif terhadap peringkat surat utang. Kepemilikan keluarga dianggap dapat mengurangi masalah yang dihadapi *bondholders* karena memiliki keuntungan dalam mengawasi perusahaan dan disiplin mengawasi kinerja manajemen. Struktur kepemilikan keluarga dianggap cenderung bertujuan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value maximization*) berbeda dengan kebanyakan pemegang saham yang berorientasi pada *wealth maximization*. Filatotchev dan Mickiewicz (2001) dalam Anderson et al (2003) mengatakan bahwa *bondholders* memiliki tujuan yang sama seperti struktur kepemilikan keluarga yaitu *firm value maximization*. Perusahaan yang berorientasi untuk memaksimalkan nilai perusahaan dianggap mempunyai risiko yang lebih rendah dibanding perusahaan yang berorientasi *wealth maximization*, dan karenanya perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga menikmati peringkat surat utang yang lebih baik. Selain itu struktur kepemilikan keluarga lebih mementingkan dan menjaga reputasi perusahaan dibanding perusahaan non keluarga, karena ini akan berdampak pada pihak ketiga (bank, lembaga institusi, dan lainnya). Sifat memikirkan jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan keluarga menjadikan para *bondholders* tertarik untuk bekerja sama dengan perusahaan tersebut. *Bondholders* lebih menyukai menjalin kerja sama dengan perusahaan keluarga untuk waktu yang lebih lama dibanding dengan perusahaan yang bukan keluarga karena perusahaan keluarga dianggap berorientasi pada reputasi dan kelangsungan hidup jangka panjang perusahaan, sehingga lebih mungkin menciptakan hubungan ekonomi jangka panjang. Kelangsungan hidup perusahaan dan reputasi yang baik tentunya berhubungan positif dengan peringkat surat utang perusahaan (Anderson et al, 2003).

Tetapi struktur kepemilikan keluarga juga dapat memiliki hubungan negatif terhadap peringkat surat utang. Perusahaan keluarga yang dikendalikan

pendiri sering membatasi posisi manajemen kepada anggota keluarga dan rekan, bahkan ketika mereka tidak memiliki keahlian yang diperlukan dan keterampilan manajemen, dan ini meningkatkan risiko bagi perusahaan (Morck et al, 2000; Villalonga dan Amit, 2006). Adanya struktur kepemilikan keluarga membuat peringkat surat utang yang dimiliki menjadi kurang baik (Lin et al;2011, Boubakri dan Ghouma; 2010). Adanya posisi yang dominan dari struktur kepemilikan perusahaan keluarga yang mempunyai peran sebagai *blockholders* inilah yang dikhawatirkan oleh *bondholders*, *bondholders* menganggap *blockholders* sebagai pemegang saham mayoritas dapat melakukan perampasan hak-hak para pemegang obligasi, sehingga menurunkan peringkat surat utang yang dimiliki (Anderson et al, 2003; Lin et al, 2011; Boubakri dan Ghouma, 2010) Adanya temuan yang berbeda beda pada penelitian-penelitian sebelumnya, maka peneliti mengasumsikan bahwa terdapat dua hipotesis yang diajukan sebagai berikut :

***H3.1: Struktur kepemilikan keluarga (family firm) berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan.***

***H3.2: Struktur kepemilikan keluarga (family firm) berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang perusahaan.***

Risiko yang ditanggung oleh perusahaan tidak terlepas dari keputusan dan kebijakan yang dilakukan oleh pihak manajemen. Keputusan dan kebijakan dari manajemen akan mempengaruhi kinerja perusahaan. Sebagai seorang yang dominan dalam perusahaan, seorang CEO atau komisaris memiliki keleluasaan untuk mempengaruhi keputusan perusahaan dan cenderung mengurangi risiko yang dihadapi perusahaan (Liu dan Jiraporn,2010). Perusahaan yang dimiliki oleh keluarga cenderung untuk menempatkan anggota keluarganya pada posisi CEO, komisaris, ataupun pada posisi manajemen lainnya di dalam perusahaan (Ayub, 2008).

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Pathan (2009) melaporkan bahwa semakin kuatnya kepemimpinan CEO atau komisaris maka hal tersebut memiliki keterkaitan dengan penghindaran risiko yang berlebihan, yang akhirnya pembiayaan utang dapat dikurangi. Selain itu

Anderson et al (2003) juga menemukan bahwa ada hubungan positif antara CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang, hal ini dikarenakan adanya hubungan antara CEO atau komisaris dengan masa jabatan. CEO atau komisaris yang merupakan pendiri atau masih termasuk keluarga memungkinkan mereka untuk menjabat lebih lama dan mempunyai pengaruh yang lebih besar dibandingkan dengan CEO atau komisaris yang bukan dari keluarga, hal ini mengakibatkan perusahaan dianggap mempunyai reputasi yang baik oleh pihak ketiga (sebagai contoh pemberi pinjaman). Bila dikaitkan dengan *bondholders* maka hal ini menguntungkan, karena *bondholders* akan berurusan dengan orang yang sama dan kebijakan perusahaan yang sama untuk waktu yang lebih lama, Oleh karena itu, karena kekhawatiran mengenai reputasi, CEO atau komisaris cenderung untuk tidak bertindak melawan para pemegang obligasi sehingga meningkatkan peringkat surat utang. Selain itu pendiri perusahaan identik dengan pekerja keras dan memiliki dedikasi tinggi terhadap usaha yang dibangunnya, serta cenderung berinvestasi pada investasi yang tidak terlalu tinggi risikonya. Hal ini selaras dengan kepentingan *bondholders* yang lebih menyukai investasi dengan risiko yang kecil sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik (Anderson et al 2003).

Sebaliknya kecenderungan perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga ditakutkan dapat menyakiti para *bondholder*. Struktur kepemilikan keluarga yang memiliki kontrol dalam perusahaan cenderung menempatkan anggota keluarga pada posisi-posisi penting di perusahaan meskipun anggota keluarga tersebut tidak kompeten. Liu dan Jiraporn (2010) menemukan bahwa ada hubungan negatif antara CEO atau komisaris dengan peringkat surat utang, hal ini konsisten dengan *self-interest hypothesis* yang mengatakan semakin kuatnya posisi CEO pada perusahaan tersebut maka terdapat kemungkinan yang lebih besar CEO tersebut mendapatkan tambahan kekayaan guna kepentingannya sendiri, dan *lack of opinion diversification* yang mengatakan bahwa semakin kuatnya posisi CEO pada perusahaan tersebut mempunyai kewenangan investasi dengan varians yang lebih luas dalam memanfaatkan *cash flow* yang dimiliki dan menyebabkan bertambahnya risiko.



Berdasarkan argumen-argumen tersebut, terdapat dua hipotesis yang dapat diajukan sebagai berikut :

***H4.1: Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dengan pendiri perusahaan (founder) menjabat sebagai CEO atau komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan***

***H4.2: Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dengan pendiri perusahaan (founder) menjabat sebagai CEO atau komisaris berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang***

Adakalanya di perusahaan keluarga posisi CEO atau komisaris tidak dipegang oleh pendiri, karena tidak semua pendiri perusahaan masih aktif berpartisipasi di dalam perusahaan mengingat umur dari para pendiri tersebut atau lain hal. Banyak dari para pendiri perusahaan yang telah mewariskan kepada generasi berikutnya atau menyerahkan kepengurusan di perusahaannya kepada pekerja profesional di luar anggota keluarga (Ayub, 2008). Villalonga & Amit (2006) mengatakan bahwa disaat perusahaan keluarga dipimpin oleh *descendant*, hal ini berdampak pada *agency cost*, lebih lanjut dikatakan bahwa disaat *descendant* menempati posisi sebagai CEO maka akan berujung pada rusaknya nilai perusahaan. Morck et al (2000) berpendapat bahwa kemampuan kewirausahaan atau *entrepreneurial* bukan sesuatu yang dapat diwariskan, *descendant* dianggap memiliki kemampuan kewirausahaan yang tidak seistimewa *founder* sehingga akan berakibat negatif pada perusahaan. Penelitian sebelumnya mengatakan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *descendant* dengan peringkat surat utang. Anderson et al (2003) menemukan bahwa *descendant* berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang perusahaan. *Descendant* dianggap sebagai faktor risiko bagi para *bondholders* karena *descendant* dalam menjabat sebagai CEO bukan karena kompetensi mereka melainkan karena faktor keluarga, selain itu *descendant* dianggap tidak memiliki keselarasan visi dengan *para founder* sehingga tujuan utama memaksimalkan nilai perusahaan tidak tercapai. Oleh karenanya *bondholders* menganggap adanya pengalihan kekuasaan dari *founder* terhadap *descendant* dianggap dapat meningkatkan risiko yang dihadapi sehingga perusahaan tersebut mempunyai peringkat surat utang yang rendah.

Berdasarkan penelitian sebelumnya maka dapat dikatakan pada saat CEO atau komisaris diduduki oleh keturunan merugikan pihak *bondholders*. *Bondholders* menganggap perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga menempatkan *descendant* pada posisi CEO atau komisaris bukan karena *job qualification* melainkan karena faktor keluarga sehingga meningkatkan risiko dan menurunkan peringkat surat utang.

***H5: Perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga dengan keturunan (descendant) menjabat sebagai CEO atau komisaris berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang***

### **3.5.3 Pengaruh *Corporate governance* Terhadap Peringkat Surat Utang**

Asbaugh et al (2006) beranggapan bahwa perusahaan perusahaan yang memiliki tata kelola perusahaan yang baik memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yang memiliki tata kelola yang lemah. Peringkat surat utang suatu perusahaan merupakan cerminan pendapat lembaga pemeringkatan terhadap kapasitas perusahaan dalam menyajikan kewajiban mengenai keuangan perusahaan tersebut, lebih lanjut lembaga kredit merasa prihatin dengan peran pemerintahan yang minim, karena dapat mengganggu posisi keuangan perusahaan dan meninggalkan utang para pemangku kepentingan (pemegang obligasi) dan akhirnya rentan terhadap kerugian (*Fitch Ratings*, 2004).

Jensen dan Meckling (1976) mengatakan bahwa pemegang obligasi menghadapi dua jenis masalah keagenan yang dapat meningkatkan terjadinya *default* (gagal bayar) dan akhirnya mengurangi nilai klaim mereka. Pertama adalah adanya konflik antara manajemen dan seluruh pemangku kepentingan eksternal baik pemegang obligasi maupun pemegang saham. Masalah yang terjadi adalah terjadinya informasi asimetris dimana para manajer cenderung menggunakan kekuasaannya untuk memakmurkan diri mereka dan mengorbankan kepentingan para pemangku kepentingan eksternal. Hal ini tentunya meningkatkan risiko yang dihadapi oleh para pemangku kepentingan eksternal dan menyebabkan adanya penurunan ekspektasi nilai yang diharapkan sehingga menjadi kurang menarik bagi para investor untuk turut serta berinvestasi di

perusahaan tersebut. Masalah kedua yang dihadapi para pemegang obligasi yang dihadapi oleh pemegang obligasi adalah konflik dengan pemegang saham, dalam kasus penelitian ini masalah tersebut berupa ekspropriasi (adanya kecenderungan para pemegang saham mayoritas melakukan perampasan terhadap para pemegang saham minoritas dalam hal ini para pemegang obligasi)

Untuk menyikapi hal ini maka seharusnya diperlukan peran pemerintah, salah satunya adalah penerapan *corporate governance*. Adanya penerapan *corporate governance* memberikan pengaruh yang positif terhadap jalannya perusahaan, mulai dari proteksi hukum bagi para investor (La Porta et.al, 1999, 2000), meningkatkan transparansi perusahaan (Iskander dan Chamlou, 2000; Asbaugh et al, 2006; Sengupta et al, 2003), meningkatnya kinerja operasi (Fuerst dan Kang, 2004), hingga meningkatnya pengontrolan dan pengawasan terhadap jalannya perusahaan (Turley dan Zaman, 2004).

Bhojraj dan Sengupta (2003), Klock et al (2005), Asbaugh et al (2006) menunjukkan bahwa terdapat hubungan positif antara *corporate governance* dengan peringkat surat utang. Hal ini karena tata kelola yang lebih kuat membuat peringkat surat utang menjadi lebih baik, menurunkan kemungkinan risiko gagal bayar, berkurangnya masalah keagenan dan adanya peningkatan kegiatan pemantauan. Oleh karenanya diduga terdapat hubungan positif yang signifikan antara peringkat surat utang dengan *corporate governance Index*.

#### ***H6 : Corporate governance Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***

#### **3.5.4 Pengaruh *Credit risk* Terhadap Peringkat Surat Utang**

Merupakan prinsip dasar ekonomi keuangan bahwa aset yang berisiko tinggi tentunya diharapkan memiliki pengembalian (*return*) yang lebih tinggi. Hal ini disebut dengan *risk-return trade off* (Avramov et al, 2009). Volatilitas *return* saham merupakan salah satu gambaran mengenai risiko yang terdapat pada perusahaan tersebut, perusahaan yang memiliki *return* saham dengan volatilitas yang tinggi memiliki kemungkinan probabilitas *default* yang tinggi (Sengupta, 1998; Campbell dan Taksler, 2003; Bhojraj dan Sengupta, 2003; Liu dan Jirapon, 2010; Chen, 2012). Sengupta (1998), Liu dan Jiraporn (2010) menunjukkan

adanya hubungan yang negatif antara peringkat surat utang dengan volatilitas *return* saham (diukur menggunakan standar deviasi *return* saham pada tahun obligasi diterbitkan). Volatilitas *return* saham dianggap dapat menjelaskan risiko ketidakpastian bagi para investor, semakin besar volatilitas yang dihasilkan maka semakin besar risiko yang ada pada perusahaan tersebut. Bila dikaitkan dengan harga saham maka semakin besar risiko yang terjadi menyebabkan kemungkinan *return* para pemegang saham yang diterima semakin besar, tetapi bila dikaitkan dengan *bondholders*, semakin besar volatilitas menyebabkan risiko yang dihadapi semakin besar tetapi *return* yang dihasilkan tetap sesuai dengan perjanjian diawal sehingga hal ini dianggap merugikan para *bondholder* yang menanggung beban biaya perusahaan (Campbell dan Taskler, 2003; Klock et al, 2005). Adanya risiko tinggi yang dihadapi *bondholders* mengakibatkan peringkat surat utang perusahaan yang dimiliki menjadi rendah (Sengupta, 1998; Liu dan Jiraporn, 2010; Chen, 2012).

#### ***H7: Volatilitas Return Saham Berpengaruh Negatif Terhadap Peringkat Surat Utang***

#### **3.5.5 Pengaruh Umur Obligasi Terhadap Peringkat Surat utang**

Obligasi dengan waktu jatuh tempo yang lama mempunyai risiko yang lebih besar dibanding dengan obligasi dengan waktu jatuh tempo yang lebih singkat, karena jatuh tempo yang lebih lama memiliki probabilitas *default* yang lebih tinggi, semakin besar risiko yang dihadapi oleh *bondholders* (Ellul et al, 2007). Selain itu waktu jatuh tempo yang lama dianggap kurang likuid, dan karenanya terdapat hubungan negatif dengan peringkat surat utang (Sengupta, 1998; Anderson et al, 2003; Klock et al, 2005; Chen; 2012). Qi, Subramanyam dan Zhang (2010) mengatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi tidak hanya mengurangi informasi asimetris tetapi juga menurunkan ketidakpastian (risiko).

Hasil yang berbeda didapatkan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Liu dan Jiraporn (2010). Umur obligasi perusahaan memiliki pengaruh yang positif terhadap peringkat surat utang, hal ini mungkin saja dikarenakan umur obligasi perusahaan masih dianggap singkat oleh para investor.

Dari penelitian sebelumnya maka terdapat pengaruh negatif antara umur obligasi terhadap peringkat surat utang. Obligasi dengan waktu jatuh tempo yang lebih panjang dianggap memiliki tingkat likuiditas yang rendah dan memiliki tingkat probabilitas *default* yang tinggi. Hal ini dianggap sebagai risiko bagi para *bondholders* sehingga mengakibatkan peringkat surat utang menjadi rendah.

***H8 : Umur Obligasi Berpengaruh Negatif Terhadap Peringkat Surat Utang***

### **3.5.6 Pengaruh Tingkat *Leverage* Terhadap Peringkat Surat utang**

Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh et al (2006) mendapatkan bahwa tingkat utang perusahaan berhubungan negatif dengan peringkat surat utang. Hal ini dikarekan tingginya penggunaan utang dapat menghadapkan perusahaan pada masalah keuangan, sehingga perusahaan memiliki risiko kebangkrutan yang besar dan kemampuan perusahaan dalam membayar utang-utangnya akan semakin kecil.

Semakin rendah *leverage* perusahaan semakin kecil kemungkinan kegagalan perusahaan. Burton et al (1998) mengatakan bahwa perusahaan dengan tingkat *leverage* yang semakin rendah mempunyai peringkat surat utang perusahaan yang semakin baik. Asbaugh et al (2006) mengatakan bahwa tingkat *leverage* yang tinggi menandakan peran pemerintah yang lemah, hal ini ditakutkan akan mengakibatkan banyaknya perusahaan yang menggunakan utang sebagai modal mereka tanpa memperhatikan risiko gagal bayar, karena tidak adanya pengawasan dari pemerintah. Hal ini mengakibatkan para investor tidak berani untuk melakukan investasi dikarenakan semakin tinggi tingkat *leverage* dari perusahaan maka semakin besar kewajiban perusahaan dalam membayarkan utang tersebut, dan nantinya ditakutkan para pemegang obligasi tidak mendapatkan pembayaran sesuai dengan yang sudah dijanjikan oleh perusahaan.

Dari beberapa penelitian sebelumnya maka dapat dikatakan bahwa tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang perusahaan, hipotesis ini didukung oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh *et al* (2006), Liu dan Jiraporn (2010) yang mendapatkan bahwa tingkat utang perusahaan berhubungan negatif dengan peringkat surat utang. Tingkat *leverage* diukur menggunakan variabel *debt to asset ratio*, dan *interest coverage ratio*.

### ***H9: Debt to Asset Ratio Berpengaruh Negatif Terhadap Peringkat Surat Utang***

Rasio lainnya yang digunakan untuk mengukur tingkat *leverage* adalah *interest coverage ratio*, Rasio ini digunakan untuk mengukur pendapatan perusahaan terhadap fixed cost yang dimiliki. Semakin rendah coverage ratio menunjukkan bahwa perusahaan mengalami kesulitan arus kas. Hal ini menunjukkan bahwa tingginya *interest coverage ratio* pada perusahaan mengakibatkan perusahaan memiliki peringkat surat utang yang baik, hal ini dikarenakan perusahaan yang sedang tidak mengalami kesulitan arus kas mempunyai kesanggupan yang lebih tinggi untuk membayar utang kepada para investor dan memenuhi kewajiban finansialnya dibandingkan dengan perusahaan yang mengalami kesulitan arus kas, oleh karenanya semakin tinggi *interest coverage ratio* suatu perusahaan maka semakin mampu suatu perusahaan dalam membayar bunga-bunga atas segala utang-utangnya, termasuk didalamnya obligasi yang diterbitkannya. Liu dan Jiraporn (2010) menunjukkan bahwa *interest coverage* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang.

### ***H10: Interest Coverage Ratio Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***

#### **3.5.7 Pengaruh Tingkat Profitabilitas Terhadap Peringkat Surat utang**

Weston dan Copeland (1995) mengatakan bahwa tingkat profitabilitas merupakan rasio pengukuran efektivitas manajemen berdasarkan laba yang dilaporkan. Adanya rasio profitabilitas dapat membantu menilai kinerja manajemen, membantu mengestimasi kemampuan laba perusahaan dalam jangka panjang dan menaksir risiko dalam investasi. Profitabilitas suatu perusahaan akan mempengaruhi kebijakan para investor atas investasi yang dilakukan. Kemampuan perusahaan untuk menghasilkan laba akan dapat menarik para investor untuk menanamkan dananya guna memperluas usahanya, sebaliknya tingkat profitabilitas yang rendah akan menyebabkan para investor menarik dananya.

Penelitian Klock et al (2005), Asbaugh et al (2006), Liu dan Jiraporn (2010) menunjukkan *return on asset* berpengaruh positif terhadap peringkat surat

utang, artinya dalam hal ini tingkat *return on asset* dianggap para investor merefleksikan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang mereka miliki. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dianggap oleh para *bondholders* sebagai salah satu acuan untuk menanamkan dana di perusahaan tersebut karena dianggap minimnya risiko yang dihadapi oleh para *bondholders*. Burton et al (2000) menambahkan bahwa tingkat profitabilitas perusahaan bisa menjadi tolak ukur para *bondholders* menilai kinerja manajemen dalam mengendalikan biaya secara efektif dan menurunkan risiko insolvency (kemampuan membayar utang). Minimnya risiko yang dihadapi para *bondholders* mengakibatkan perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih tinggi. Oleh karenanya dalam penelitian ini, tingkat profitabilitas dapat berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang

***H11: Return On Asset Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***

### **3.5.8 Pengaruh Tingkat Pertumbuhan Terhadap Peringkat Surat utang**

Tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik bagi para investor diharapkan akan membuat risiko ketidakmampuan membayarnya (default) semakin rendah dan semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan tersebut (Pottier dan Sommer;1998, Burton et al;2000,Ertugrul dan Hegde,2009,Chen;2012). Burton et al (2000) mengatakan bahwa pada perusahaan asuransi yang diteliti dimana perusahaan mempunyai tingkat pertumbuhan yang tinggi memiliki peringkat surat utang yang lebih baik dibandingkan perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang rendah. Perusahaan yang memiliki *market to book ratio* yang tinggi menggambarkan adanya tingkat pertumbuhan perusahaan semakin besar.

Pottier dan Sommer (1998) mengatakan bahwa tingkat pertumbuhan bisnis memiliki hubungan positif dengan peringkat surat utang, dikarenakan dalam prakteknya tingkat pertumbuhan yang baik menunjukkan prospek kinerja arus kas masa depan yang kuat dan nilai ekonomi yang lebih baik dan meningkatkan *economic value* pada perusahaan. Peningkatan *economic value* pada perusahaan menandakan bahwa semakin besar prospek pertumbuhan pada perusahaan dan semakin aman berinvestasi pada perusahaan tersebut, sehingga semakin kecil risiko yang dihadapi para *bondholders* dan akibatnya perusahaan menikmati

peringkat surat utang yang lebih baik. Hovakimian et al (2001) lebih lanjut menyatakan bahwa perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang tinggi cenderung menggunakan saham sebagai pemenuhan kebutuhan modalnya sehingga tingkat *leverage* menurun. Pada keadaan ini *bondholders* menganggap perusahaan mempunyai risiko gagal bayar yang lebih kecil sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik

Oleh karenanya peneliti berasumsi bahwa tingkat pertumbuhan perusahaan yang baik menyebabkan semakin tinggi peringkat surat utang yang diberikan terhadap perusahaan tersebut

#### ***H12: Book to Market Ratio Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***

#### **3.5.9 Pengaruh Size Terhadap Peringkat Surat Utang**

Ukuran perusahaan dalam penelitian ini merupakan landasan besar kecilnya perusahaan yang nampak dalam nilai total aktiva perusahaan. Semakin besar ukuran perusahaan, maka ada kecenderungan lebih banyak investor yang menaruh perhatian pada perusahaan tersebut. Hal ini sependapat dengan (Elton dan Gruber, 1995) yang mengatakan perusahaan besar memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan perusahaan kecil. Perusahaan yang besar tentunya memiliki sumber daya yang besar, sehingga perusahaan lebih mampu dalam membiayai pengungkapan informasi untuk keperluan para penyandang dana tak terkecuali *bondholders*. Hal ini terkait sebagai upaya untuk mengurangi biaya keagenan, adanya kegiatan pengungkapan informasi dianggap dapat mengurangi *asymmetric information* yang dihadapi para *bondholders* sehingga risiko yang dihadapi semakin kecil.

Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh *et al* (2006) , Liu dan Jiraporn (2010) menggunakan variable *size* proksi dari ukuran perusahaan dan mendapatkan bahwa *size* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Oleh kareenanya peneliti berasumsi bahwa semakin besar ukuran perusahaan membuat risiko obligasi menurun, dan sehingga perusahaan tersebut mempunyai peringkat surat utang yang baik

#### ***H13: Size Berpengaruh Positif Terhadap Peringkat Surat Utang***



### 3.6 Model Analisis Penelitian

Terdapat beberapa model dalam penelitian ini, model pertama bertujuan untuk melihat pengaruh *ownership structure* secara linear, *corporate governance*, volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan terhadap peringkat surat utang. Pengukuran variabel *ownership structure* secara linear menggunakan definisi proporsi kepemilikan saham beredar sedikitnya 5% pada perusahaan.

Sedangkan pada model regresi kedua peneliti ingin melihat hubungan yang dimiliki *ownership structure* terhadap peringkat surat utang perusahaan. Perbedaan dari model yang pertama adalah definisi *ownership structure* merupakan variabel *dummy* dan dibagi menjadi tiga rentang kepemilikan. Adapun rentang kepemilikannya yaitu : Struktur kepemilikan sedang dengan besaran proporsi kepemilikan antara dua puluh koma satu persen sampai dengan lima puluh persen (20,1 – 50%), struktur kepemilikan tinggi dengan besaran proporsi kepemilikan lebih dari lima puluh persen (>50%), dan struktur kepemilikan rendah dengan besaran lima sampai dua puluh persen (5 – 20%) sebagai *base category*. Sedangkan untuk variabel lainnya mengikuti variabel pada model penelitian pertama. Hal ini dilakukan guna melihat adanya pengaruh yang berbeda-beda dari model *ownership structure* terhadap peringkat surat utang perusahaan.

#### 1. Model 1 penelitian peringkat surat utang :

$$\begin{aligned}
 Rating_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 Blockholders_{i,t} + \beta_2 CGI_{i,t} + \beta_3 VOL_{i,t} + \beta_4 AGE_i + \\
 &\beta_5 Debt_{i,t} + \beta_6 InterestCov_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 M\_B_{i,t} + \\
 &\beta_9 Size_{i,t} + \epsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.9}$$

Dimana:

$i$  = 1, 2, 3,...k, N individu.

*Rating* = Peringkat Surat Utang

*Blockholders* = Jumlah kepemilikan saham lebih dari 5%

CGI	=	<i>Corporate governance Index</i>
VOL	=	<i>Standard deviation return saham</i>
AGE	=	Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan
<i>Debt</i>	=	<i>Debt toTotal Asset Ratio</i>
<i>InterestCov</i>	=	<i>Interest Coverage Ratio</i>
ROA	=	<i>Return on Asset</i>
<i>M_B</i>	=	<i>Market to Book Ratio</i>
<i>Size</i>	=	Ukuran Perusahaan
$\varepsilon$	=	error term

## 2. Model 2 penelitian peringkat surat utang :

$$\begin{aligned}
 Rating_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DM_{i,t} + \beta_2 DH_{i,t} + \beta_3 CGI_{i,t} + \beta_4 VOL_{i,t} + \beta_5 AGE_{i,t} + \\
 & \beta_6 Debt_{i,t} + \beta_7 InterestCov_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 M\_B_{i,t} + \\
 & \beta_{10} Size_{i,t} + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.10}$$

Dimana:

$i$  = 1, 2, 3,...k, N individu.

*Rating* = Peringkat Surat Utang

DM = Variabel *dummy* dari struktur kepemilikan perusahaan, 1 bila kepemilikan berada diantara 20,1 – 50% dan nol (0) adalah lainnya.

DH = Variabel *dummy* dari struktur kepemilikan perusahaan, 1 bila kepemilikan berada diantara 50,1 –100% dan nol (0) adalah lainnya.

CGI = *Corporate governance Index*

VOL = *Standard deviation return saham*

AGE = Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan

*Debt* = *Debt toTotal Asset Ratio*

*InterestCov* = *Interest Coverage Ratio*

<i>ROA</i>	=	<i>Return on Asset</i>
<i>M_B</i>	=	<i>Market to Book Ratio</i>
<i>Size</i>	=	Ukuran Perusahaan
$\varepsilon$	=	error term

Pada model ketiga penelitian ini ingin memfokuskan struktur kepemilikan hanya pada struktur kepemilikan keluarga untuk melihat adanya pengaruh dari struktur kepemilikan keluarga dan pengaruh perwakilan keluarga yang menjabat sebagai CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang, dengan mengikutsertakan variabel lainnya seperti *corporate governance*, volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan. Perbedaan dengan model pertama dan kedua adalah perusahaan yang diteliti merupakan perusahaan keluarga. Perusahaan keluarga adalah sebuah perusahaan yang dimiliki, dikontrol, dan dijalankan oleh anggota sebuah atau beberapa keluarga dan bukan lembaga lainnya maupun pemerintah, sehingga perusahaan yang termasuk BUMN, BUMD, dan non keluarga tidak dimasukkan dalam sampel penelitian.

### 3. Model 3 penelitian peringkat surat utang :

$$\begin{aligned}
 Rating_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 FamFirm_{i,t} + \beta_2 Dummy\ Founder_{i,t} + \beta_3 Dummy \\
 & Descendant_{i,t} + \beta_4 CGI_{i,t} + \beta_5 VOL_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 Debt_{i,t} \\
 & + \beta_8 InterestCov_{i,t} + \beta_9 ROA_{i,t} + \beta_{10} M\_Bi,t + \beta_{11} Size_{i,t} + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.11}$$

Dimana:

*i* = 1, 2, 3,...,k, N individu.

*Rating* = Peringkat Surat Utang

*FamFirm* = Jumlah kepemilikan saham lebih dari 5% yang dimiliki keluarga.

*CGI* = *Corporate governance Index*

*AGE* = Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan

<i>Dummy Founder</i>	= Variabel <i>dummy</i> dari <i>founder</i> , 1 bila <i>founder</i> menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya.
<i>Dummy Descendant</i>	= Variabel <i>dummy</i> dari <i>descendant</i> , 1 bila <i>descendant</i> menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya.
<i>Debt</i>	= <i>Debt to Total Asset Ratio</i>
<i>InterestCov</i>	= <i>Interest Coverage Ratio</i>
<i>ROA</i>	= <i>Return on Asset</i>
<i>VOL</i>	= <i>Standard deviation return</i> saham
<i>M_B</i>	= <i>Market to Book Ratio</i>
<i>Size</i>	= Ukuran Perusahaan
$\varepsilon$	= error term

Model keempat, penelitian ini ingin melihat adanya hubungan yang dimiliki antara struktur kepemilikan keluarga dengan peringkat surat utang. Anderson et al (2003) dalam penelitiannya mendefinisikan struktur kepemilikan tinggi sebagai variabel *dummy* bernilai 1 jika lebih dari 12%, dan bernilai nol jika sebaliknya. Lebih lanjut didapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan keluarga menikmati rendahnya biaya utang dan peringkat surat utang yang lebih baik dibandingkan perusahaan non keluarga. Sedangkan pada penelitian ini, mengacu pada Utama (2012) struktur kepemilikan dibagi menjadi tiga kategori yaitu struktur kepemilikan keluarga rendah sebagai *base category*, struktur kepemilikan keluarga sedang, dan struktur kepemilikan keluarga tinggi. Pengujian model keempat ini diharapkan memberikan hasil bahwa perusahaan keluarga dengan struktur kepemilikan keluarga tinggi dapat lebih memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang.

#### 4. Model 4 penelitian peringkat surat utang :

$$\begin{aligned}
 Rating_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 D_{Mi,t} + \beta_2 D_{Hi,t} + \beta_3 Dummy\ Founder_{i,t} + \beta_4 Dummy \\
 & Descendant_{i,t} + \beta_5 CGI_{i,t} + \beta_6 VOL_{i,t} + \beta_7 AGE_{i,t} + \beta_8 Debt_{i,t} + \\
 & \beta_9 InterestCov_{i,t} + \beta_{10} ROA_{i,t} + \beta_{11} M\_B_{i,t} + \beta_{12} Size_{i,t} + \varepsilon_i
 \end{aligned}
 \tag{3.12}$$

Dimana:

$i$  = 1, 2, 3,...k, N individu.

*Rating* = Peringkat Surat Utang

DM = Variabel *dummy* dari kepemilikan perusahaan keluarga, 1 bila kepemilikan berada diantara 20,1 – 50% dan nol (0) adalah lainnya.

DH = Variabel *dummy* dari kepemilikan perusahaan keluarga, 1 bila kepemilikan berada diantara 50,1 –100% dan nol (0) adalah lainnya.

CGI = *Corporate governance Index*

AGE = Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan

*Dummy Founder* = Variabel *dummy* dari *founder*, 1 bila *founder* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya.

*Dummy Descendant* = Variabel *dummy* dari *descendant*, 1 bila *descendant* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya.

*Debt* = *Debt toTotal Asset Ratio*

*InterestCov* = *Interest Coverage Ratio*

ROA = *Return on Asset*

VOL = *Standard deviation return saham*

$M\_B$  = *Market to Book Ratio*

*Size* = Ukuran Perusahaan

$\varepsilon$  = error term

### 3.6.1 Uji Robustness Model Penelitian

Pada penelitian ini dilakukan *robustness check*, dimana peneliti ingin mengetahui hasil nilai koefisien dari variabel variabel inti yang diestimasi dengan mengeluarkan “variabel” yang dianggap dapat mengurangi validitas struktural model. Hal ini perlu dilakukan mengingat nilai *corporate governance index* pada penelitian ini memiliki keterbatasan, dimana tidak memiliki data pada setiap waktu dalam sampel. Oleh karenanya peneliti mencoba membangun model-model penelitian tanpa memasukkan variabel *corporate governance index*, dimana model penelitian pada saat melakukan *robustness check* menjadi sebagai berikut :

$$1. \text{Rating}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholders}_{i,t} + \beta_2 \text{VOL}_{i,t} + \beta_3 \text{AGE}_i + \beta_4 \text{Debt}_{i,t} + \beta_5 \text{InterestCov}_{i,t} + \beta_6 \text{ROA}_{i,t} + \beta_7 \text{M\_Bi,t} + \beta_8 \text{Size}_{i,t} + \epsilon_i \quad (3.13)$$

$$2. \text{Rating}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{D}_{\text{Mi,t}} + \beta_2 \text{D}_{\text{Hi,t}} + \beta_3 \text{CGI}_{i,t} + \beta_4 \text{VOL}_{i,t} + \beta_5 \text{AGE}_{i,t} + \beta_6 \text{Debt}_{i,t} + \beta_7 \text{InterestCov}_{i,t} + \beta_8 \text{ROA}_{i,t} + \beta_9 \text{M\_Bi,t} + \beta_{10} \text{Size}_{i,t} + \epsilon_i \quad (3.14)$$

$$3. \text{Rating}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{FamFirm}_{i,t} + \beta_2 \text{Dummy Founder}_{i,t} + \beta_3 \text{Dummy Descendant}_{i,t} + \beta_4 \text{CGI}_{i,t} + \beta_5 \text{VOL}_{i,t} + \beta_6 \text{AGE}_{i,t} + \beta_7 \text{Debt}_{i,t} + \beta_8 \text{InterestCov}_{i,t} + \beta_9 \text{ROA}_{i,t} + \beta_{10} \text{M\_Bi,t} + \beta_{11} \text{Size}_{i,t} + \epsilon_i \quad (3.15)$$

$$4. \text{Rating}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{D}_{\text{Mi,t}} + \beta_2 \text{D}_{\text{Hi,t}} + \beta_3 \text{Dummy Founder}_{i,t} + \beta_4 \text{Dummy Descendant}_{i,t} + \beta_5 \text{CGI}_{i,t} + \beta_6 \text{VOL}_{i,t} + \beta_7 \text{AGE}_{i,t} + \beta_8 \text{Debt}_{i,t} + \beta_9 \text{InterestCov}_{i,t} + \beta_{10} \text{ROA}_{i,t} + \beta_{11} \text{M\_Bi,t} + \beta_{12} \text{Size}_{i,t} + \epsilon_i \quad (3.16)$$

### 3.7 Rancangan Analisis dan Hipotesis

#### 3.7.1 Uji Multikolineritas

Multikolineritas adalah suatu kejadian dimana variabel-variabel *independent* kemungkinan memiliki korelasi yang erat satu sama lain, namun hal ini berkebalikan dengan interpretasi dari persamaan regresi berganda yang menurut Nachrowi et.al. (2008) bergantung pada asumsi bahwa variabel-variabel *independent* dalam persamaan tidak saling berkorelasi. Maka pengujian multikolineritas dalam penelitian ini dilakukan untuk melihat ada tidaknya korelasi antar variabel *independent* dalam model regresi dan model regresi yang baik tidak memiliki korelasi antar variabel. Ada beberapa indikator untuk mendeteksi adanya gejala multikolinearitas, yaitu:

1. Nilai Pseudo  $R^2$  tinggi dan nilai LR stat yang signifikan, namun sebagian besar nilai dari t-stat tidak signifikan.
2. Tingkat korelasi yang cukup tinggi antar dua variabel bebas, yakni  $R > 0,8$ . Jika hal tersebut dipenuhi maka diindikasikan terjadi masalah multikolinearitas dalam persamaan tersebut. Multikolinearitas ini terbagi menjadi dua, yaitu multikolinearitas sempurna apabila  $R = 1$  dan multikolinearitas tidak sempurna apabila  $R < 1$ .
3. Multikolinearitas juga bisa diindikasikan terjadi jika nilai *Variance Inflation Factor* (VIF) lebih besar dari 10 atau nilai Tolerance lebih kecil 0,10 (Hair et. al. 1998).

Pada penelitian ini rancangan analisis penelitian yang tepat untuk melakukan proses analisa adalah model regresi ordered logistik (logit). Model logit merupakan model regresi non-linear yang menghasilkan sebuah persamaan dengan variabel dependen yang bersifat non-metrik atau bersifat kategorikal. Adapun sebelum melakukan pengujian model *logit* dengan menggunakan bantuan *software* (pada penelitian ini peneliti menggunakan *Eviews*), yang perlu dilakukan adalah uji multikolinearitas, dan uji normalitas.

Selain itu dalam penelitian seringkali diperoleh salah satu data pengamatan atau lebih terdapat data yang ekstrem (outlier). Adanya outlier ini kemungkinan besar merupakan salah satu sebab kurang baiknya model regresi taksirannya, oleh karena itu data yang telah dikumpulkan kemudian dilakukan

*treatment* dalam upaya menghilangkan data *outliers*. Data outliers merupakan data yang terletak di luar batas angka 3 standar deviasi di atas dan di bawah nilai mean (rata-rata) dari variabel.

### 3.7.2 Uji Normalitas

Uji Normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah distribusi dari residual menyebar normal dengan rata-rata nol dan varian  $\sigma^2$ . Salah satu metode yang banyak digunakan untuk menguji normalitas adalah Jarque-Bera test. Uji ini mengukur perbedaan skewness dan kurtosis data dan dibandingkan dengan apabila datanya bersifat normal. Jarque-Bera test mempunyai distribusi chi square ( $\chi^2$ ) dengan derajat bebas dua. Jika hasil Jarque-Bera test lebih besar dari nilai chi square pada  $\alpha = 5$  persen, maka tolak hipotesis nol yang berarti error tidak berdistribusi normal. Jika hasil Jarque-Bera test lebih kecil dari nilai chi square pada  $\alpha = 5$  persen, maka terima hipotesis nol yang berarti error berdistribusi normal.

### 3.7.3 Analisis Regresi *Ordered logit*

Setelah dilakukan uji multikolinearitas, analisis selanjutnya adalah analisis model regresi *ordered logit*. Dalam model *ordered logit* dapat dikatakan bahwa pilihan yang satu memiliki kondisi yang lebih baik atau lebih buruk dibandingkan pilihan lainnya.

Dalam *ordered logit model* :

1. Variabel dependen Y merupakan variabel kategori yang mempunyai urutan (*ordered categories*)
2. Y merupakan fungsi dari variabel lain yang belum terukur.
  - a. Model *ordered logit* dibangun dengan pendekatan laten yaitu  $Y^*$  dimana  $Y^* = x\beta + \epsilon$ , dengan  $\mu_0 = 0$ . Variabel *latent* merupakan variabel yang tersembunyi atau diluar observasi peneliti, rangenya adalah  $-\infty$  hingga  $\infty$ .
  - b. Model struktural *latent*  $Y^*$  mempunyai *limit point* tergantung dari interval nilai variabel Y yang akan diobservasi. Sesuai dengan penelitian ini, maka peringkat surat utang akan diobservasi dengan 6 (enam) kategori ( $M=6$ ) dari AAA sampai B. Secara umum modelnya adalah sebagai berikut :

$$Y = j \text{ jika } \mu_{j-1} < Y^* \leq \mu_j \text{ untuk } j = 0, 1, 2, \dots, j$$



Dimana  $\mu$  merupakan *unknown parameter* yang diestimasi dengan  $\beta$ . Untuk memperjelas pada penelitian ini model *ordered logit* menjadi sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 Y_i &= 1 \text{ if } Y^* \leq \mu_1 \\
 Y_i &= 2 \text{ if } \mu_1 \leq Y^* \leq \mu_2 \\
 Y_i &= 3 \text{ if } \mu_2 \leq Y^* \leq \mu_3 \\
 Y_i &= 4 \text{ if } \mu_3 \leq Y^* \leq \mu_4 \\
 Y_i &= 5 \text{ if } \mu_4 \leq Y^* \leq \mu_5 \\
 Y_i &= 6 \text{ if } Y^* \geq \mu_6
 \end{aligned} \tag{3.17}$$

Sehingga model *latent* dalam bentuk peluang adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 P(Y=j | x) &= P(\mu_{j-1} < Y^* \leq \mu_j | x) \\
 &= P(\mu_{j-1} < x\beta + \varepsilon \leq \mu_j | x) \\
 &= P(\mu_{j-1} - x\beta < \varepsilon \leq \mu_j - x\beta | x) \\
 &= P(\varepsilon < \mu_j - x\beta | x) - P(\varepsilon \leq \mu_{j-1} - x\beta | x) \\
 &= F(\mu_j - x\beta) - F(\mu_{j-1} - x\beta)
 \end{aligned}$$

Untuk memperoleh peluang yang positif maka  $0 < \mu_1 < \mu_2 < \dots < \mu_{j-1}$

F merupakan fungsi distribusi kumulatif dari error term ( $\varepsilon$ ). Karena  $\varepsilon$  mengikuti distribusi logistik maka distribusi kumulatifnya menjadi :

$$\begin{aligned}
 F(x) &= (1 + \exp(-x))^{-1} \\
 &= \frac{1}{1 + e^{-x}} \\
 &= \frac{e^{-x}}{(1 + e^{-x})^2}
 \end{aligned}$$

dimana  $e$  = bilangan logaritma natural = 2.7182

Metode *ordered logit* berbeda dengan *logistik regression*, jika dalam *logistik regression* variabel dependen akan memiliki nilai 1 jika *fitted probability* bernilai lebih dari 0.5, dan jika kurang dari 0.5 maka nilainya 0. Sedangkan untuk metode *ordered logit* menggunakan *cutoff points*, dinotasikan dengan  $\mu$ . Jika terdapat J dalam variabel dependen (1 sampai dengan J), maka *ordered logit* menghasilkan  $J-1$  *cutoff*, dinotasikan dengan  $k_1$  hingga  $k_{j-1}$  yang bernilai  $-\infty$  hingga

∞. Jika *fitted probability value* terletak dibawah  $k_1$  maka variabel dependen diprediksi bernilai nol, tetapi jika diantara variabel  $k$  maka variabel dependen diprediksi bernilai 1 dan seterusnya. Dituliskan dalam fungsi peluang sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 P(Y = j | x) &= P(k_{j-1} < \beta_1 x_{1i} + \beta_2 x_{2i} + \dots + \beta_j x_{1j} + \varepsilon \leq k_j) \\
 &= P(k_{j-1} < \sum_m \beta_m X_m + \varepsilon \leq k_j) \\
 &= \frac{1}{1 + \exp(-k_j + \sum \beta_m X_m)} - \frac{1}{1 + \exp(-k_{j-1} + \sum \beta_m X_m)}
 \end{aligned} \tag{3.18}$$



## BAB 4 ANALISIS PENELITIAN

### 4.1 Deskriptif Sampel Penelitian

Sampel pada penelitian ini merupakan perusahaan publik yang memiliki data peringkat surat utang pada periode 2007 – 2012. Selain itu, perusahaan tersebut harus memiliki data skor *corporate governance index* yang dikeluarkan oleh IICD. Secara keseluruhan data CGI hanya tersedia untuk Tahun 2005, 2007, 2008 dan 2010, dikarenakan tidak tersedianya skor *corporate governance index* setiap tahunnya maka skor *corporate governance index* yang tersedia dapat digunakan untuk periode sebelumnya, periode penilaian, maupun periode setelahnya. Pada penelitian ini Tahun 2007 menggunakan skor *corporate governance index* 2007. Tahun 2008 dan 2009 menggunakan skor *corporate governance index* 2008. Tahun 2010, 2011, 2012 menggunakan skor *corporate governance index* 2010. Data awal yang diperoleh menurut lembaga Pefindo terdapat total 276 perusahaan yang mempunyai peringkat surat utang pada periode pengamatan. Selanjutnya diseleksi kembali perusahaan bukan merupakan perusahaan yang termasuk industri perbankan, keuangan, dan asuransi. Setelah itu perusahaan harus mempunyai skor *corporate governance index* yang dikeluarkan IICD. Proses seleksi terakhir yaitu perusahaan yang data-datanya tidak lengkap juga dikeluarkan karena menyebabkan keterbatasan informasi, sehingga diperoleh sebanyak 145 perusahaan selama periode pengamatan. Berikut adalah prosedur pemilihan sampel.

Tabel 4.1 Prosedur Pemilihan Sampel

Tahapan	Kriteria	Jumlah
1	Perusahaan yang mengeluarkan peringkat surat utang	276
2	Perusahaan Keuangan	84
3	Perusahaan Non Keuangan	192
4	Perusahaan yang memenuhi kriteria sampel	145

Sumber : Hasil Olah Penulis

Berikut jumlah perusahaan dalam sampel berdasarkan tahun pengamatan dapat dilihat pada Tabel 4.2.

Tabel 4.2 Jumlah Perusahaan dalam Sampel Berdasarkan Tahun Pengamatan

Tahun	Jumlah Perusahaan dalam Sampel
2007	27
2008	26
2009	24
2010	22
2011	20
2012	26

Sumber : Hasil Olah Penulis

#### 4.1.1 Analisis Deskriptif

Setelah melakukan prosedur pemilihan sampel, kemudian dilakukan analisis statistik deskriptif terhadap variabel variabel penelitian. Data deskriptif variabel yang digunakan dalam penelitian ini ditunjukkan pada Tabel 4.3. Variabel peringkat surat utang memiliki rata-rata sebesar 4.1793, hal ini mengindikasikan bahwa peringkat surat utang pada sampel berkisar antara A-, A, dan A+. Tentunya hal ini menunjukkan bahwa rata-rata sampel perusahaan pada periode pengamatan memiliki peringkat yang baik dan perusahaan tersebut dianggap oleh lembaga pemeringkat secara rata-rata memiliki tingkat proteksi yang baik dalam memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya. Rata-rata peringkat surat utang dalam penelitian ini menunjukkan surat utang yang dimiliki termasuk dalam kategori *investment grade*.

Hasil lainnya menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan dalam periode pengamatan memiliki jumlah kepemilikan saham terbesar rata-rata sebesar 53.24%. Hal ini mengindikasikan bahwa perusahaan di Indonesia masih memiliki struktur kepemilikan terkonsentrasi yang sangat tinggi, bila dilihat lebih lanjut sampel perusahaan yang mengeluarkan peringkat surat utang pada periode pengamatan yang mempunyai struktur kepemilikan tinggi ternyata lebih banyak

dibandingkan dengan kepemilikan sedang dan kepemilikan rendah. Hal ini dilihat dari rata-rata yang dimiliki struktur kepemilikan tinggi lebih dari 50% sebesar 68.28%, sedangkan rata-rata struktur kepemilikan sedang antara 20.01% sampai dengan 50% sebesar 25.52%, dan rata-rata struktur kepemilikan rendah kurang dari sama dengan 20% sebesar 0.0621%.

Tabel 4.3 Hasil Deskriptif Sampel Penelitian

	Mean	Median	Maximum	Minimum	Std. Dev.	Observations
<i>Rating</i>	4.1793	4.0000	6.0000	1.0000	0.8137	145
<i>Blockholder</i>	0.5324	0.5247	0.9900	0.0915	0.2105	145
<i>DI</i>	0.0621	0.0000	1.0000	0.0000	0.2421	145
<i>Dm</i>	0.2552	0.0000	1.0000	0.0000	0.4375	145
<i>Dh</i>	0.6828	1.0000	1.0000	0.0000	0.4670	145
<i>Dummy Founder</i>	0.3379	0.0000	1.0000	0.0000	0.4746	145
<i>Dummy Descendant</i>	0.2414	0.0000	1.0000	0.0000	0.4294	145
<i>Dummy</i>						
<i>Proffesional</i>	0.4207	0.0000	1.0000	0.0000	0.4954	145
<i>CGI</i>	0.7292	0.7300	0.8926	0.5704	0.0753	145
<i>VOL</i>	0.0355	0.0296	0.0964	0.0000	0.0197	145
<i>AGE</i>	0.7183	0.9130	2.2776	-1.6234	0.8438	145
<i>Debt</i>	0.3462	0.3403	0.7796	0.0611	0.1773	145
<i>InterestCov</i>	4.5868	3.7813	35.5200	-74.4721	9.1740	145
<i>ROA</i>	0.0555	0.0405	0.2277	-0.1098	0.0546	145
<i>M_B</i>	2.0249	1.6582	6.2973	0.0964	1.4132	145
<i>SIZE</i>	22.432					
	5	22.3575	25.4361	14.5890	1.5240	145

Sumber : Hasil Olah Penulis

*Rating*: Peringkat Surat Utang . *Blockholder*: Jumlah kepemilikan saham. *DI*: Variabel *dummy* dari kepemilikan perusahaan keluarga, 1 bila kepemilikan kurang dari sama dengan 20% dan nol (0) adalah lainnya. *DM*: Variabel *dummy* dari struktur kepemilikan perusahaan , 1 bila kepemilikan berada diantara 20,1 – 50% dan nol (0) adalah lainnya. *DH*: Variabel *dummy* dari struktur kepemilikan perusahaan, 1 bila kepemilikan berada diantara 50,1 –100% dan nol (0) adalah lainnya. *Dummy Founder*: Variabel *dummy* dari *founder*, 1 bila *founder* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya. *Dummy Descendant*: Variabel *dummy* dari *descendant*, 1 bila *descendant* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya. *Dummy Proffesional*: 1 bila *proffesional* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya *CGI*: *Corporate governance Index*. *AGE*:

Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan. *Debt : Debt to Total Asset Ratio*. *InterestCov: Interest Coverage Ratio*. *ROA: Return on Asset*. *VOL: Standard deviation return saham*. *M\_B: Market to Book Ratio*. *Size: Ln(TotalAset)*.

Hasil temuan lainnya mengenai posisi CEO atau komisaris pada perusahaan yang mengeluarkan peringkat surat utang selama periode pengamatan. Nilai rata-rata *Dummy Founder* yang didapat sebesar 33.79%, artinya hampir separuh dari perusahaan perusahaan yang menerbitkan peringkat surat utang selama periode pengamatan masih dikendalikan atau diawasi secara langsung oleh pendiri perusahaan, sedangkan untuk nilai rata-rata *dummy descendant* posisi CEO atau komisaris yang dipegang oleh keturunan sebesar 24.14% , dan untuk perusahaan yang dijalankan dan diawasi oleh profesional mempunyai nilai rata-rata 42.05%, hal ini mengindikasikan banyak pendiri perusahaan yang mempercayakan perusahaannya kepada orang luar yang dianggap kompeten dalam menjalankan perusahaan tersebut.

Secara keseluruhan perusahaan yang ada pada sampel penelitian berhasil menerapkan pedoman, kerangka kerja serta prinsip prinsip *corporate governance* secara efektif dan efisien, hal ini ditunjukkan oleh penilaian IICD dengan menggunakan *corporate governance index*. Nilai rata-rata menunjukkan 72.92%, ini mengindikasikan bahwa secara keseluruhan perusahaan perusahaan dalam periode pengamatan merupakan perusahaan yang baik dan tentunya dapat berdampak positif pada terciptanya akuntabilitas perusahaan, transaksi yang wajar dan independen, serta kehandalan dan peningkatan kualitas informasi kepada publik.

Hasil temuan menarik didapat dari variabel *age* yang mencerminkan umur obligasi dari suatu perusahaan. Umur obligasi perusahaan dari perusahaan perusahaan tersebut mempunyai nilai rata-rata sebesar 0.7183 atau bila dijadikan dalam tahun yaitu sebesar 2.050944 tahun. Hal ini mengindikasikan bahwa umur jatuh tempo obligasi perusahaan yang dimiliki perusahaan-perusahaan pada sampel memerlukan waktu yang lama sampai pada waktu jatuh tempo rata-rata memiliki peringkat surat utang dengan predikat baik. Hal ini mengindikasikan bahwa investor atau *bondholders* di Indonesia tidak menganggap lamanya waktu

jatuh tempo obligasi perusahaan sebagai faktor risiko yang patut diperhatikan, tetapi mempertimbangkan faktor –faktor lainnya dalam menilai risiko obligasi.

Sementara dari tingkat utang perusahaan nilai rata-rata yang dimiliki sebesar 34.62%, hal ini menunjukkan bahwa perusahaan cenderung mencari dana untuk melakukan kegiatan operasional dengan menerbitkan saham dibandingkan menerbitkan utang. Rata-rata *Interest coverage* didapatkan sebesar 458.68%, nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan perusahaan yang menerbitkan surat utang memiliki kemampuan sangat besar dalam membayar beban bunga. Dari segi profitabilitas, hasil temuan menunjukkan nilai rata-rata sebesar 5.56%. Nilai ini menunjukkan bahwa efektifitas perusahaan dalam mengelola aset untuk memperoleh profit masih sangat kecil.

Volatilitas *return* saham harian yang diukur dengan standar deviasi, Standar deviasi merupakan ukuran sejauh mana hasil aktual menyimpang dari nilai yang diharapkan dan hal ini digunakan sebagai ukuran risiko. Nilai rata-rata didapatkan sebesar 3.55%. Nilai tersebut mengindikasikan bahwa perusahaan perusahaan tersebut memiliki risiko sebesar 0.0355. Sedangkan dari tingkat pertumbuhan nilai rata-rata *book to market ratio* yang dihasilkan sebesar 2.0249, nilai ini menunjukkan bahwa perusahaan secara rata rata memiliki nilai PBV lebih dari 1, hal ini menggambarkan bahwa perusahaan-perusahaan tersebut secara rata-rata memiliki nilai pasar lebih besar dari nilai bukunya, artinya perusahaan memiliki tingkat pertumbuhan yang cukup baik.

Kemudian untuk ukuran perusahaan rata-rata ukuran perusahaan sebesar 22.4325, nilai  $\ln(\text{total aset})$  ini menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan memiliki ukuran perusahaan yang besar, ukuran perusahaan yang besar menjadi jaminan bahwa perusahaan perusahaan tersebut mampu membayar kewajiban bagi para investor sehingga risiko yang dihadapi menjadi kecil.

## 4.2 Pengujian Data

Penelitian ini menggunakan model *ordered logit* untuk menguji parameter-parameter regresi dengan menggunakan *software* Eviews 6.0. Sebelum melakukan analisis terhadap hipotesis yang ada, terlebih dahulu dilakukan uji *outlier*, uji multikolinearitas dan uji normalitas

#### 4.2.1 Uji Outlier

Santoso (2004) mengatakan penanganan data *outlier* dapat dilakukan dengan cara-cara berikut :

1. Data *outlier* dihilangkan dari sampel karena dianggap tidak mencerminkan sebaran data yang sesungguhnya.
2. Data *outlier* tidak perlu dihilangkan dan tetap dipertahankan. Hal ini disebabkan memang ada data *outlier* seperti itu.

Pada penelitian ini, penanganan data *outlier* menggunakan metode *winsorize*. Metode *winsorize* mengikuti pendekatan yang dilakukan oleh Hermawan (2009). Dengan metode tersebut, data yang termasuk *outlier* dalam penelitian ini adalah data yang memiliki nilai lebih besar dari nilai maksimum (*mean* ditambah 3 kali standar deviasi) atau data dengan nilai yang lebih kecil dari nilai minimum (*mean* dikurangi 3 kali standar deviasi). Kemudian data *ouliers* tersebut diganti dengan angka tertinggi atau terendah yang didapat menggunakan metode *winsorize*. Hasil uji outlier pada penelitian ini didapatkan hanya sedikit variabel yang mengalami *outlier*, sehingga tidak diperlukan penanganan data *outlier* pada semua variabel penelitian ini.

#### 4.2.2 Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas pada penelitian ini menggunakan *correlation matrix*. Multikolinearitas terjadi jika tingkat korelasi yang cukup tinggi antar dua variabel bebas, ditunjukkan dengan  $R > 0,8$ . Artinya bila nilai *correlation matrix* lebih rendah dari 0.8 maka data tidak menunjukkan adanya gejala multikolinearitas. Secara keseluruhan terlihat bahwa hubungan antar variabel-variabel penelitian ini  $< 0.8$ . Akan tetapi terdapat nilai koefisien korelasi sebesar - 0.8587 antara variabel struktur kepemilikan sedang dengan struktur kepemilikan tinggi. Kedua variabel tersebut adalah variabel *dummy*. Namun, pada akhirnya variabel tersebut akan tetap digunakan dalam model. Hasil pengujian koefisien korelasi antar variabel dalam penelitian ditunjukkan pada lampiran 3.

#### 4.2.3 Uji Normalitas

Asumsi normalitas merupakan asumsi yang mengatakan bahwa *error* pada data penelitian berdistribusi normal. Uji normalitas menunjukkan *probability*



*Jarque-Bera* sebesar 0,507997 (lebih besar dari alfa 5% atau 10%), sehingga asumsi normalitas pada penelitian ini dapat terpenuhi. Hasil pengujian normalitas dapat dilihat pada lampiran 4.

#### 4.2.4 Hasil dan Analisis *Ordered Logit*

Hasil regresi *ordered logit* model pertama dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.4. Struktur kepemilikan (*ownership structure*) secara linear pada penelitian ini diukur menggunakan *blockholders*. *Blockholders* didefinisikan sebagai kepemilikan saham terbesar pada perusahaan (sedikitnya 5% proporsi kepemilikan saham). Hasil regresi menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini ditunjukkan dengan tingkat signifikansi 0.0004 (lebih kecil dari alfa 1%). Temuan yang sangat kuat ini menunjukkan bahwa hipotesis H1 terbukti. Temuan ini sependapat dengan Jensen (1993) dan Shleifer dan Vishny (1997) yang berpendapat bahwa *blockholders* yang memegang ekuitas dalam porsi besar dianggap dapat melakukan pengawasan dikarenakan mereka memiliki kepentingan finansial dan memiliki hak suara untuk menegur pihak manajemen jika dianggap para manajemen berperilaku mementingkan dirinya sendiri. Sejalan dengannya, Gordon dan Pound (1993) juga menemukan bahwa struktur kepemilikan saham berpengaruh secara signifikan untuk mengubah struktur tata kelola perusahaan menjadi lebih baik dan akhirnya membuat perusahaan tersebut dimata lembaga pemeringkat mempunyai tingkat proteksi yang baik bagi para investor sehingga mengakibatkan peringkat surat utang yang dimiliki juga semakin baik. Adanya kepemilikan saham yang besar membuat para pemegang saham melakukan aktifitas pengawasan terhadap perusahaan. *Bondholders* menganggap perilaku *blockholders* yang seperti ini dapat mengurangi tingkat *asymmetric information* yang dihadapi dimana pengawasan dilakukan pada manajemen agar lebih efektif dalam menjalankan perusahaannya dan tidak melakukan tindakan demi keuntungan pribadinya. Oleh karenanya tingkat pengawasan dapat mengurangi adanya risiko yang dihadapi para *bondholders*, yang akhirnya menimbulkan keuntungan bagi perusahaan itu sendiri, yaitu menikmati peringkat surat utang yang lebih baik (Bhojraj dan Sengupta, 2003; Elyasiani, 2007; Cremers et al, 2007).

*Corporate governance index* (CGI) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.0001 (lebih kecil dari 1%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis H6 terbukti. Black, Jang, dan Kim (2003) mengatakan bahwa adanya penerapan *corporate governance* yang baik dapat meningkatkan nilai perusahaan, adanya tata kelola perusahaan yang baik menyebabkan negara tersebut memiliki iklim berinvestasi yang lebih baik bagi para investor, dan juga kinerja operasional yang lebih baik bagi para perusahaan (Gompers et al, 2003). Hasil temuan ini sejalan dengan hasil temuan Bhojraj dan Sengupta (2003), Klock et al (2004), Asbaugh et al (2006) yang berpendapat bahwa tata kelola yang lebih kuat dapat menghasilkan biaya utang yang lebih rendah dikarenakan adanya penurunan risiko gagal bayar dikarenakan berkurangnya masalah keagenan dan adanya peningkatan kegiatan pemantauan terhadap operasional perusahaan. Pada akhirnya dengan adanya penerapan *corporate governance* di perusahaan akan menyebabkan penurunan risiko yang dihadapi investor, sehingga terdapat rasa aman bagi para investor untuk berinvestasi dan menyebabkan nilai perusahaan meningkat, yang akhirnya membuat peringkat surat utang perusahaan meningkat.

Tabel 4.4 Hasil Pengolahan Data Model Pertama *Ordered Logit*

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
Blockholder	1.828047***	0.516471	3.539498	0.00040
CGI	6.765655***	1.676077	4.036602	0.00010
VOL	-11.3074**	5.672883	-1.99324	0.04620
AGE	0.225718	0.123269	1.831099	0.06710
Debt	-0.72861	0.617954	-1.17906	0.23840
InterestCov	-0.01306	0.012503	-1.04423	0.29640
ROA	8.783036***	2.325222	3.777289	0.00020
M_B	0.339044***	0.082317	4.118734	0.00000
SIZE	0.239304***	0.077286	3.096351	0.00200
Limit Points				
LIMIT_2:C(10)	8.102915	1.945968	4.163951	0.00000
LIMIT_3:C(11)	8.479731	1.918165	4.420751	0.00000
LIMIT_4:C(12)	10.36122	1.934604	5.355731	0.00000
LIMIT_5:C(13)	12.56741	2.014084	6.239761	0.00000
LIMIT_6:C(14)	14.89603	2.138751	6.964827	0.00000
Pseudo R-squared	0.315915	Akaike info criterion		1.818944
Schwarz criterion	2.106352	Log likelihood		-117.873
Hannan-Quinn criter.	1.935727	Restr. log likelihood		-172.308
LR statistic	108.8696	Avg. log likelihood		-0.81292
Prob(LR statistic)	0			

\*\*\* Signifikan pada tingkat 1%

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

Hasil temuan selanjutnya yaitu standar deviasi *return* saham (VOL) yang mencerminkan volatilitas dari *return* saham menunjukkan pengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.04620 (lebih kecil dari 5%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis H7 terbukti. Hasil penelitian sejalan dengan penelitian Sengupta (1998), Liu dan Jiraporn (2010) yang menemukan hubungan negatif antara volatilitas *return saham* dengan peringkat surat utang. Faerber (2000) dalam

Amin (2010) menyatakan bahwa investor cenderung lebih memilih berinvestasi pada obligasi dikarenakan volatilitas saham lebih tinggi jika dibandingkan dengan saham, hal ini berarti bagi pemegang obligasi volatilitas yang tinggi dianggap sebagai cerminan risiko yang tinggi, oleh karenanya mereka menganggap perusahaan yang memiliki volatilitas tinggi mempunyai kualitas yang kurang baik karena dikhawatirkan *bondholders* memiliki probabilitas *default* yang semakin tinggi. Liu dan Jiraporn (2010) mengatakan perusahaan dengan pengembalian saham yang lebih *volatile* lebih berisiko dan karenanya menanggung *cost of debt* yang lebih tinggi dari pendanaan obligasi. Adanya anggapan seperti ini tentunya membuat nilai perusahaan menjadi kurang baik dan menyebabkan peringkat surat utang yang dimiliki menjadi rendah.

Hasil temuan juga menunjukkan *Return on asset* (ROA) yang menggambarkan tingkat profitabilitas perusahaan memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.00020 (lebih kecil dari 1%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis H11 terbukti. Walaupun sebenarnya investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas perusahaan karena besarnya *return* yang diterima pemegang obligasi sebesar tingkat bunga yang ditentukan, tetapi para analis tetap tertarik terhadap profitabilitas perusahaan, ini dikarenakan profitabilitas merupakan indikator yang baik mengenai kesehatan keuangan perusahaan. Sejalan dengan Penelitian Asbaugh et al (2006), Liu dan Jiraporn (2010) menunjukkan *return on asset* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Investor menganggap *return on asset* sebagai kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dengan memanfaatkan aktiva yang mereka miliki. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan keuntungan dianggap oleh para investor sebagai salah satu acuan untuk menanamkan dana di perusahaan tersebut karena minimnya risiko yang dihadapi oleh para investor. Semakin rendah risiko menyebabkan perusahaan tersebut semakin mampu membayar kewajiban jangka panjangnya, hal ini memungkinkan perusahaan semakin mudah mendapatkan peringkat obligasi berkategori *investment grade*.

*Book to market ratio* merupakan salah satu indikator tingkat pertumbuhan perusahaan ( $M\_B$ ). Tingkat pertumbuhan perusahaan menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.00000 (lebih kecil dari 1%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis H12 terbukti. Perusahaan yang memiliki *market to book ratio* yang tinggi menggambarkan adanya tingkat pertumbuhan perusahaan yang semakin tinggi dan menunjukkan prospek kinerja arus kas masa depan yang kuat dan nilai ekonomi yang lebih baik dan meningkatkan *economic value* pada perusahaan. Peningkatan *economic value* pada perusahaan menandakan bahwa semakin besar prospek pertumbuhan pada perusahaan dan semakin aman berinvestasi pada perusahaan tersebut, sehingga semakin kecil risiko yang dihadapi para *bondholders* dan akibatnya perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik. (Pottier dan Sommer, 1998; Burton et al, 2000).

Pada variabel ukuran perusahaan, *size* ditemukan berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. *Size* mencerminkan ukuran perusahaan berdasarkan total aset yang dimiliki. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.00020 (lebih kecil dari 1%). Elton dan Gruber (1995) mengatakan perusahaan besar memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan perusahaan perusahaan kecil. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin mampu perusahaan mendiversifikasikan risiko non sistematis sehingga risiko obligasi perusahaan menurun. Oleh karenanya semakin besar suatu perusahaan maka semakin aman bagi para investor dan akhirnya membuat lembaga pemeringkat memberikan peringkat surat utang yang baik bagi perusahaan. Sedangkan untuk variabel tingkat *leverage* yang diukur dari *debt to asset ratio* dan *interest coverage ratio*, dan variabel umur obligasi tidak mempunyai pengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang.

Pada model kedua peneliti ingin melihat hubungan non monotonik struktur kepemilikan (*ownership structure*) dengan mengklasifikasikan struktur kepemilikan menjadi tiga bagian yaitu struktur kepemilikan rendah, struktur kepemilikan sedang, dan struktur kepemilikan tinggi. Pada model kedua struktur kepemilikan rendah menjadi *base category*. Hasil regresi *ordered logit* model kedua dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 4.5. Hasil temuan

menunjukkan bahwa ketika variabel *ownership structure* dilihat dengan mengklasifikasikan menjadi tiga kategori : kategori struktur kepemilikan rendah (*base category*), kategori struktur kepemilikan sedang, dan kategori struktur kepemilikan tinggi, struktur kepemilikan sedang menyebabkan peringkat surat utang perusahaan menjadi lebih baik dibandingkan dengan struktur kepemilikan rendah. Hal ini ditunjukkan dengan struktur kepemilikan sedang memiliki nilai signifikansi 0.00040 (lebih kecil dari 1%). Oleh karenanya hipotesa H2 terbukti, terkait dengan adanya keselarasan antara kepentingan dari pemegang saham pengendali dengan kepentingan para *bondholders*. Perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi bisa mengeliminasi masalah keagenan dikarenakan adanya kontrol dan perhatian yang besar terhadap perusahaan (Demsetz dan Lehn 1985). Semakin tingginya tingkat struktur kepemilikan pada perusahaan menyebabkan manajemen menjadi lebih *risk averse* akibat adanya pengawasan yang lebih kuat sehingga setiap kebijakannya tidak merugikan pemegang obligasi (Bagnani et al, 1994; Ortiz-Molina, 2006). Lebih lanjut hasil tersebut menunjukkan bahwa struktur kepemilikan tidak memiliki hubungan non monotonik, dikarenakan pola yang terjadi adalah di Indonesia semakin tinggi tingkat konsentrasi yang dimiliki perusahaan semakin tinggi peringkat surat utang yang dimiliki (*monotonic increasingly*) , sedangkan beberapa penelitian sebelumnya mengatakan bahwa hubungan yang dimiliki antara struktur kepemilikan tinggi berbeda dengan hubungan yang dimiliki oleh struktur kepemilikan sedang berkenaan dengan risiko obligasi (Bagnani et al, 1994; Ortiz-Molina, 2006; Anderson et al, 2003).

Tabel 4.5 Hasil Pengolahan Data Model Kedua *Ordered Logit* dengan Struktur Kepemilikan Rendah sebagai *Base Category*

Variable	Coefficient	Std. Error	z- Statistic	Prob.
Dm	1.741668***	0.489817	3.555753	0.00040
Dh	2.022152	0.460646	4.389813	0.00000
CGI	8.365918***	1.801122	4.644838	0.00000
VOL	-12.6568**	5.797029	-2.18332	0.02900
AGE	0.194846	0.125902	1.547604	0.12170
Debt	-0.85486	0.623824	-1.37036	0.17060
InterestCov	-0.00544	0.012584	-0.43221	0.66560
ROA	10.29065***	2.365919	4.349535	0.00000
M_B	0.318148***	0.082728	3.84572	0.00010
SIZE	0.195853**	0.077009	2.543253	0.01100
Limit Points				
LIMIT_2:C(11)	8.785477	2.030297	4.327188	0.00000
LIMIT_3:C(12)	9.283898	1.994316	4.65518	0.00000
LIMIT_4:C(13)	11.3218	2.024377	5.59273	0.00000
LIMIT_5:C(14)	13.59529	2.107368	6.45131	0.00000
LIMIT_6:C(15)	16.02308	2.24745	7.12945	0.00000
Pseudo R-squared	0.339045	Akaike info criterion		1.777764
Schwarz criterion	2.085702	Log likelihood		-113.888
Hannan-Quinn criter.	1.90289	Restr. log likelihood		-172.308
LR statistic	116.8406	Avg. log likelihood		-0.78543
Prob(LR statistic)	0			

\*\*\* Signifikan pada tingkat 1%

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

Pada model ketiga dan keempat, peneliti ingin memfokuskan sampel penelitian pada perusahaan dengan struktur kepemilikan keluarga untuk melihat

pengaruhnya terhadap peringkat surat utang. Pada model ketiga struktur kepemilikan keluarga diukur dengan menggunakan proporsi saham yang dimiliki keluarga sedikitnya 5% kepemilikan saham (La Porta et al, 1998; Ayub, 2008). Tabel 4.6 menunjukkan hasil temuan model ketiga dalam penelitian ini.

Hasil temuan menunjukkan bahwa struktur kepemilikan keluarga memiliki pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil temuan menunjukkan nilai signifikansi sebesar 0.0012 (lebih kecil dari 1%) dan karenanya hipotesis H3.1 terbukti. Hal ini menunjukkan bahwa para *bondholders* menganggap perusahaan dengan struktur keluarga menyebabkan masalah keagenan menjadi lebih kecil akibat tidak adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan (Chen et al, 2010). Sejalan dengan hasil temuan pada penelitian ini Anderson et al (2003) menemukan bahwa struktur kepemilikan keluarga memiliki hubungan positif terhadap peringkat surat utang. Lebih lanjut dikatakan bahwa adanya struktur kepemilikan keluarga dianggap dapat mengurangi masalah *asymmetric information* yang dihadapi para *bondholders* karena kepemilikan keluarga memiliki keuntungan dalam mengawasi perusahaan dan disiplin dalam mengawasi kinerja manajemen. Kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham terbesar cenderung bertujuan untuk memaksimalkan perusahaan (*firm value maximization*) bukan berorientasi pada *wealth maximization*. Selain itu keluarga lebih mementingkan menjaga reputasi perusahaan dibanding perusahaan non keluarga karena mempunyai tujuan untuk memastikan perusahaan tersebut berjalan dalam waktu yang lama, oleh karenanya perusahaan keluarga cenderung tidak menyakiti para penyandang dana seperti *bondholders* demi menjaga kelangsungan hidup perusahaannya.

Terkait dengan kebijakan perusahaan keluarga untuk menempatkan anggotanya dalam manajemen, pada penelitian ini hasil temuan menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. *Dummy Founder* merupakan variabel *dummy* yang bernilai 1 jika posisi CEO atau komisaris perusahaan masih dipegang oleh pendiri perusahaan. Pada penelitian ini *dummy founder* menunjukkan bahwa terdapat pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.0004 (lebih kecil dari 1%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis



H4.1 terbukti. Hasil penelitian sejalan dengan Pathan (2009) yang melaporkan bahwa semakin kuatnya CEO dalam hal ini dipegang oleh pendiri maka perusahaan cenderung menghindari risiko yang berlebihan. Pendiri yang juga menjabat sebagai CEO mempunyai tujuan agar perusahaan bisa bertahan lama sehingga kebijakan-kebijakan yang dilakukan meningkatkan nilai perusahaan, hal ini tentunya meningkatkan proteksi bagi para *bondholders* yang akhirnya di mata lembaga pemeringkat perusahaan tersebut mempunyai peringkat surat utang yang baik akibat adanya perlindungan bagi para investor. Anderson et al (2003) juga mengatakan bahwa jika pendiri yang menjabat sebagai CEO, maka memungkinkan mereka menjabat lebih lama dibandingkan dengan profesional, hal ini mengakibatkan perusahaan akan mengalami masalah reputasi terkait dengan kehadiran pihak ketiga (sebagai contoh pemberi pinjaman). Bila dikaitkan dengan para *bondholders* maka hal ini menguntungkan bagi para *bondholders* karena akan berurusan dengan orang yang sama dan kebijakan perusahaan yang sama untuk waktu yang lebih lama. Oleh karena itu, kebijakan yang dibuat oleh CEO yang dipegang pendiri cenderung untuk tidak bertindak melawan pemegang obligasi sehingga mengurangi *cost of debt*. Perusahaan dengan *cost of debt* yang rendah mempunyai peringkat surat utang yang baik (Bhojraj dan Sengupta, 2003).

Pada model pertama dan kedua dengan menggunakan struktur kepemilikan tanpa memfokuskan menjadi struktur kepemilikan keluarga, tingkat *leverage* tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang. Berbeda dengan model ketiga, menggunakan struktur kepemilikan keluarga, tingkat *leverage* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.0297 (lebih kecil dari 5%). Temuan ini menunjukkan bahwa hipotesis H9 terbukti. Tingginya tingkat utang (*leverage*) dapat menghadapkan perusahaan pada masalah keuangan, semakin tinggi tingkat utang pada perusahaan maka semakin tinggi risiko kebangkrutan yang besar dan semakin tinggi kemampuan gagal bayar perusahaan dalam membayar utang-utangnya pada para *bondholders*. Hal ini dianggap sebagai risiko yang tinggi dan akhirnya mengakibatkan perusahaan memiliki peringkat surat utang yang lebih rendah (Bhojraj dan Sengupta;2003,Asbaugh et al;2006). Sedangkan variabel *size* menjadi tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat

surat utang berbeda dengan model sebelumnya, hal ini mengindikasikan bahwa pada perusahaan dengan struktur kepemilikan terkonsentrasi oleh keluarga, ukuran perusahaan tidak lagi menjadi variabel yang berpengaruh terhadap peringkat surat utang.

Tabel 4.6 Hasil Pengolahan Data Model Ketiga *Ordered Logit*

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
FamFirm	2.040918***	0.629546	3.241887	0.0012
DummyDescendant	0.259324	0.355793	0.728863	0.4661
DummyFounder	1.302198***	0.369199	3.52709	0.0004
CGI	8.672278***	2.501706	3.466546	0.0005
Volatilitas	-17.1092**	7.09576	-2.41119	0.0159
AGE	0.256698	0.152238	1.686161	0.0918
Debt	-1.7509**	0.805291	-2.17425	0.0297
InterestCov	-0.00906	0.014113	-0.64173	0.5211
ROA	5.890602**	2.865082	2.055998	0.0398
M_B	0.375091***	0.114497	3.275998	0.0011
SIZE	0.125567	0.094469	1.32918	0.1838
Limit Points				
LIMIT_2:C(12)	6.885141	2.493646	2.761074	0.0058
LIMIT_3:C(13)	7.250921	2.47257	2.932544	0.0034
LIMIT_4:C(14)	9.282811	2.51721	3.687738	0.0002
LIMIT_5:C(15)	11.57861	2.619498	4.420162	0
Pseudo R-squared	0.318625	Akaike info criterion		1.804355
Schwarz criterion	2.188054	Log likelihood		-77.9243
Hannan-Quinn criter.	1.959766	Restr. log likelihood		-114.363
LR statistic	72.87811	Avg. log likelihood		-0.75655
Prob(LR statistic)	0			

\*\*\* Signifikan pada tingkat 1%

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

Model terakhir dalam penelitian ini, peneliti ingin melihat hubungan antara struktur kepemilikan keluarga terhadap peringkat surat utang, dengan menggunakan struktur kepemilikan rendah pada perusahaan keluarga sebagai *base*

*category*, hasil model keempat dapat dilihat pada tabel 4.7. Dapat dilihat bahwa struktur kepemilikan keluarga sedang menyebabkan peringkat surat utang perusahaan keluarga menjadi lebih baik dibandingkan dengan struktur kepemilikan rendah pada perusahaan keluarga. Hal ini ditunjukkan dengan nilai signifikansi sebesar 0.0055 (lebih kecil dari 1%). Anderson et al (2003) mengatakan adanya struktur kepemilikan keluarga dalam perusahaan maka terdapat tingkat pengawasan yang lebih baik yang dilakukan oleh para pemegang saham pengendali yaitu anggota keluarga, adanya tingkat pengawasan ini dianggap sebagai komitmen bagi para *bondholders*. Komitmen perusahaan ini bisa berupa melakukan keputusan investasi yang dianggap tidak terlalu berisiko bagi para *bondholders* guna meningkatkan nilai perusahaan dan tidak melakukan tindakan-tindakan yang merugikan perusahaan sehingga hal ini dianggap selaras dengan kepentingan *bondholders* dan mengurangi masalah keagenan. Selain itu, pemegang saham pada perusahaan keluarga juga dapat mengurangi masalah keagenan karena mereka memiliki motivasi yang kuat untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan (Shleifer & Vishny, 1997) dan memiliki kemampuan dalam mengumpulkan informasi dalam memantau perusahaan (Shleifer & Vishny, 1986). Akhirnya adanya kepercayaan dari *bondholders* akibat adanya tingkat struktur kepemilikan keluarga pada perusahaan, dan meningkatnya nilai perusahaan akibat adanya pengawasan yang tinggi membuat perusahaan menikmati peringkat surat utang yang baik.

Tabel 4.7 Hasil Pengolahan Data Model Keempat *Ordered Logit* dengan struktur kepemilikan keluarga rendah sebagai *base category*

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
KEPEMILIKAN_SEDANG	1.510878****	0.544683	2.773866	0.0055
KEPEMILIKAN_TINGGI	2.183307	0.545254	4.004199	0.0001
Dummy Descendant	-0.02846	0.363559	-0.07829	0.9376
Dummy Founder	1.175283****	0.376422	3.122251	0.0018
CGI	11.23566****	2.78225	4.038336	0.0001
VOL	-20.6224****	7.358293	-2.80261	0.0051
AGE	0.281439	0.157935	1.781991	0.0748
LEV	-2.407**	0.858216	-2.80466	0.005
INT_COV	-0.00931	0.014487	-0.6427	0.5204
ROA	7.878287****	2.81049	2.803172	0.0051
M_B	0.372394****	0.115295	3.229921	0.0012
SIZE	0.057382	0.094061	0.610057	0.5418
	Limit Points			
LIMIT_2:C(13)	7.183609	2.532295	2.836798	0.0046
LIMIT_3:C(14)	7.632167	2.507886	3.043268	0.0023
LIMIT_4:C(15)	9.831721	2.556053	3.846447	0.0001
LIMIT_5:C(16)	12.35215	2.672528	4.621897	0.0000
Pseudo R-squared	0.370646	Akaike info criterion		1.676992
Schwarz criterion	2.072052	Log likelihood		-75.3961
Hannan-Quinn criter.	1.837203	Restr. log likelihood		-119.799
LR statistic	88.80596	Avg. log likelihood		-0.69171
Prob(LR statistic)	0			

\*\*\* Signifikan pada tingkat 1%

\*\* Signifikan pada tingkat 5%

\* Signifikan pada tingkat 10%

### 4.3 Uji Robustness

Mengingat variabel *corporate governance index* memiliki keterbatasan dalam penelitian ini, maka peneliti tidak memasukkan variabel *corporate governance index* ketika melakukan *robustness check* pada model penelitian ini. Hasil *robustness check* pada penelitian ini bisa dilihat pada lampiran 5. Hasil yang didapat pada model penelitian ketika tidak mengikutsertakan variabel *corporate governance index* sebagai variabel independen ternyata tidak jauh berbeda dengan ketika model mengikutsertakan variabel *corporate governance index* sebagai variabel independen.

Pada *robustness check* Model 1 dan model 2 yang menggambarkan tujuan untuk melihat hubungan struktur kepemilikan tanpa memfokuskan pada perusahaan keluarga didapatkan hasil bahwa struktur kepemilikan memiliki pengaruh yang sama dengan model 1 dan 2. Sedangkan pada model 3 dan 4 yang memfokuskan untuk melihat hubungan struktur kepemilikan keluarga, dan juga melihat perwakilan keluarga pada perusahaan baik *founder* maupun *descendant* sebagai CEO atau komisaris terhadap peringkat surat utang. Hasil yang didapatkan yaitu struktur kepemilikan keluarga memiliki pengaruh yang sama dengan model 3 dan 4. Selain itu untuk perwakilan keluarga pada perusahaan, *founder* berpengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Perbedaan hasil model penelitian setelah melakukan *robustness check* terlihat pada model 3 dan 4, dimana *debt to asset ratio* yang menggambarkan tingkat leverage menjadi tidak signifikan, dan nilai ukuran perusahaan menjadi positif dan signifikan.

#### 4.4 Uji Model Ordered Logit

Setelah melakukan regresi terhadap model penelitian, maka secara matematis didapatkan model pertama yaitu sebagai berikut :

$$Y_i = 1.82805 * \text{Blockholder}_i + 6.76566 * \text{CGI}_i - 11.3074 * \text{VOL}_i + 0.225718 * \text{AGE}_i \\ - 0.72861 * \text{Debt}_i - 0.01306 * \text{InterestCov}_i + 8.783036 * \text{ROA}_i + \\ 0.339044 * \text{M\_B}_i + 0.239304 * \text{SIZE}_i$$

Dengan model yang didapat, maka dapat dihitung nilai Y untuk setiap nilai parameter yang diberikan. Nilai Y untuk setiap sampel dapat dilihat pada Lampiran. Selanjutnya, dari hasil pengolahan dengan *ordered logit* didapatkan *limit point* untuk masing-masing peringkat sesuai persamaan 3.14 sebagai berikut :

$$Y_i = 1 \text{ if } Y^* \leq 8.102915 \\ Y_i = 2 \text{ if } 8.102915 \leq Y^* \leq 8.479731 \\ Y_i = 3 \text{ if } 8.479731 \leq Y^* \leq 10.36122 \\ Y_i = 4 \text{ if } 10.36122 \leq Y^* \leq 12.56741 \\ Y_i = 5 \text{ if } 12.56741 \leq Y^* \leq 14.89603 \\ Y_i = 6 \text{ if } Y^* \geq 14.89603$$

Dengan memperoleh *limit point* maka besarnya probabilitas untuk masing-masing nilai peringkat pada setiap sampel juga dapat dihitung dan kemudian dapat dilakukan pengtesan tingkat rate yang seharusnya diperoleh.

Sebagai contoh, perusahaan PT. Arpeni Pratama Ocean Line Tbk (APOL) pada tahun 2007 memiliki nilai Y sebesar :

$$Y_i = 1.82805 * \text{Blockholder}_i + 6.76566 * \text{CGI}_i - 11.3074 * \text{VOL}_i + 0.225718 * \text{AGE}_i \\ - 0.72861 * \text{Debt}_i - 0.01306 * \text{InterestCov}_i + 8.783036 * \text{ROA}_i + \\ 0.339044 * \text{M\_B}_i + 0.239304 * \text{SIZE}_i$$

$$\begin{aligned}
 Y_i = & (1.82805*0.30677) + (6.76566*0.7003) - (11.3074*0.0295) + \\
 & (0.225718*(-0.2803) - (0.72861*0.5909) - (0.01306*2.2900) + \\
 & (8.783036*0.05) + (0.339044*1.303) + (0.239304*22.3185) = \mathbf{10.6221}
 \end{aligned}$$

Sehingga nilai probabilitas untuk masing-masing peringkat adalah sebagai berikut :

$$\begin{aligned}
 P(Y = 1) &= \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 8.102915)} = 0.0745 \\
 P(Y = 2) &= \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 8.479731)} - \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 8.102915)} \\
 &= 0.0305 \\
 P(Y = 3) &= \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 10.36122)} - \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 8.479731)} \\
 &= 0.3301 \\
 P(Y = 4) &= \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 12.56741)} - \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 10.36122)} \\
 &= \mathbf{0.4398} \\
 P(Y = 5) &= \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 14.89603)} - \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 12.56741)} \\
 &= 0.1113 \\
 P(Y = 6) &= 1 - \frac{1}{1 + \exp(10.6221 - 14.89603)} = 0.0137
 \end{aligned}$$

Bisa dilihat diatas, nilai probabilitas yang paling besar yaitu 0.4398. Nilai ini berada pada  $Y=4$ , oleh karena itu maka PT . Arpeni Pratama Ocean Line Tbk (APOL) memiliki kemungkinan terbesar nilai peringkat = 4 (A-,A, atau A+). Pada sampel penelitian peringkat surat utang yang dimiliki APOL yaitu peringkat A, berarti model ini sesuai dengan peringkat surat utang pada sampel.

Untuk model kedua dalam penelitian, secara matematis didapatkan model sebagai berikut:

$$Y_i = 1.741668*DM_i + 2.022152*DH_i + 8.365918*CGI_i - 12.6568*VOL_i + 0.194846*AGE_i - 0.85486*Debt_i - 0.00544 *InterestCov_i + 10.29065*ROA_i + 0.318148*M_B_i + 0.195854*SIZE_i$$

Selanjutnya, dari hasil pengolahan dengan *ordered logit* didapatkan *limit point* untuk masing-masing peringkat sebagai berikut :

$$Y_i = 1 \text{ if } Y^* \leq 8.785477$$

$$Y_i = 2 \text{ if } 8.785477 \leq Y^* \leq 9.283898$$

$$Y_i = 3 \text{ if } 9.283898 \leq Y^* \leq 11.3218$$

$$Y_i = 4 \text{ if } 11.3218 \leq Y^* \leq 13.59529$$

$$Y_i = 5 \text{ if } 13.59529 \leq Y^* \leq 16.02308$$

$$Y_i = 6 \text{ if } Y^* \geq 16.02308$$

Sebagai contoh, perusahaan PT. Arpeni Pratama Ocean Line Tbk (APOL) pada tahun 2007 pada model kedua memiliki nilai Y sebesar :

$$Y_i = 1.741668*DM_i + 2.022152*DH_i + 8.365918*CGI_i - 12.6568*VOL_i + 0.194846*AGE_i - 0.85486*Debt_i - 0.00544 *InterestCov_i + 10.29065*ROA_i + 0.318148*M_B_i + 0.195854*SIZE_i$$

$$Y_i = (1.741668*1) + (2.022152*0) + (8.365918*0.7003) - 12.6568*(0.0295) + (0.194846*(-0.2803)) - (0.85486*0.5909) - (0.00544 *2.2900) + (10.29065*0.05) + (0.318148*1.303) + (0.195854*22.3185) = 11.907$$

Sehingga nilai probabilitas untuk masing-masing peringkat adalah sebagai berikut:

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 8.785477)} = 0.0422$$

$$P(Y = 2) = \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 9.283898)} - \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 8.785477)} = 0.0254$$



$$P(Y = 3) = \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 11.3218)} - \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 9.283898)} \\ = 0.2901$$

$$P(Y = 4) = \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 13.59529)} - \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 11.3218)} \\ = \mathbf{0.4862}$$

$$P(Y = 5) = \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 16.02308)} - \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 13.59529)} \\ = 0.1399$$

$$P(Y = 6) = 1 - \frac{1}{1 + \exp(11.907 - 16.02308)} = 0.0160$$

Bisa dilihat diatas, nilai probabilitas yang paling besar yaitu 0.4862. Nilai ini berada pada  $Y=4$ , oleh karena itu maka PT . Arpeni Pratama Ocean Line Tbk (APOL) memiliki kemungkinan terbesar nilai peringkat = 4 (A-,A, atau A+). Pada sampel penelitian peringkat surat utang yang dimiliki APOL yaitu peringkat A, berarti model ini sesuai dengan peringkat surat utang pada sampel.

Untuk model ketiga dalam penelitian, secara matematis didapatkan model sebagai berikut:

$$Y_i = 2.040918 * \text{FamFirm} + 0.259324 * \text{DumDescendant} + \\ 1.302198 * \text{DumFounder} + 8.672278 * \text{CGI}_i - 17.1092 * \text{VOL}_i + 0.256698 * \text{AGE}_i - \\ 1.7509 * \text{Debt}_i - 0.00906 * \text{InterestCov}_i + 5.890602 * \text{ROA}_i + 0.375091 * \text{M\_B}_i + \\ 0.125567 * \text{SIZE}_i$$

Selanjutnya, dari hasil pengolahan dengan *ordered logit* didapatkan *limit point* untuk masing-masing peringkat sebagai berikut :

$$Y_i = 1 \text{ if } Y^* \leq 6.885141$$

$$Y_i = 2 \text{ if } 6.885141 \leq Y^* \leq 7.250921$$

$$Y_i = 3 \text{ if } 7.250921 \leq Y^* \leq 9.282811$$

$$Y_i = 4 \text{ if } 9.282811 \leq Y^* \leq 11.57861$$

$$Y_i = 5 \text{ if } Y^* \geq 11.57861$$

Sebagai contoh, perusahaan PT. Bakrie Telekom Tbk (BTEL) pada tahun 2007 pada model ketiga memiliki nilai Y sebesar :

$$Y_i = 2.040918 * \text{FamFirm} + 0.259324 * \text{DumDescendant} + 1.302198 * \text{DumFounder} + 8.672278 * \text{CGI}_i - 17.1092 * \text{VOL}_i + 0.256698 * \text{AGE}_i - 1.7509 * \text{Debt}_i - 0.00906 * \text{InterestCov}_i + 5.890602 * \text{ROA}_i + 0.375091 * \text{M\_B}_i + 0.125567 * \text{SIZE}_i$$

$$Y_i = (2.040918 * 0.5025) + (0.259324 * 1) + (1.302198 * 0) + (8.672278 * 0.7686) - (17.1092 * 0.0366) + (0.256698 * 1.5428) - (1.7509 * 0.4308) - (0.00906 * 2.9128) + (5.890602 * 0.03) + (0.375091 * 4.381) + (0.125567 * 22.2632) = \mathbf{11.5607}$$

Sehingga nilai probabilitas untuk masing-masing peringkat adalah sebagai berikut :

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 6.885141)} = 0.009234$$

$$P(Y = 2) = \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 7.250921)} - \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 6.885141)} = 0.010059$$

$$P(Y = 3) = \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 9.282811)} - \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 7.250921)} = 0.073679$$

$$P(Y = 4) = \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 11.57861)} - \frac{1}{1 + \exp(11.5607 - 9.282811)} = 0.41151$$

$$P(Y = 5) = 1 - \frac{1}{1 + \exp(11.56077 - 11.578618)} = \mathbf{0.495517}$$

Bisa dilihat diatas, nilai probabilitas yang paling besar yaitu 0.495517. Nilai ini berada pada Y=5, oleh karena itu maka PT . Bakrie Telecom Tbk (BTEL) menurut model ketiga memiliki kemungkinan terbesar nilai peringkat = 5

(AA-,AA, atau AA+). Tetapi pada pengumpulan data peringkat surat utang yang diberikan untuk BTEL memiliki nilai peringkat = 4. Bila dilihat  $Y=4$  memiliki kemungkinan terbesar kedua setelah  $Y=5$  yaitu 0.41151. Peneliti menganggap bahwa temuan ini wajar adanya, dikarenakan penilaian oleh Lembaga PEFINDO terhadap suatu perusahaan dalam memberikan penilaian peringkat surat utang bisa saja menggunakan indikator yang berbeda dari yang digunakan peneliti, selain itu nilai probabilitas pada metode regresi *ordered logit* bukan merupakan nilai absolut, sehingga bisa nilai  $Y$  berada pada probabilitas lainnya, dalam hal ini 41.51% masih terdapat kemungkinan bahwa PT Bakrie Telekom Tbk (BTEL) memiliki peringkat utang dengan nilai  $Y=4$  (A-,A,A+).

Selanjutnya model terakhir dalam penelitian ini, secara matematis didapatkan model sebagai berikut :

$$Y_i = 1.510878*DM_i + 2.183307*DH_i - 0.02846*DumDescendant + 1.175283*DumFounder + 11.23566*CGI_i - 20.6224*VOL_i + 0.281439*AGE_i - 2.407*Debt_i - 0.00931*InterestCov_i + 7.878287*ROA_i + 0.372394*M_B_i + 0.057382*SIZE_i$$

Selanjutnya, dari hasil pengolahan dengan *ordered logit* didapatkan *limit point* untuk masing-masing peringkat sebagai berikut :

$$Y_i = 1 \text{ if } Y^* \leq 7.183609$$

$$Y_i = 2 \text{ if } 7.632167 \leq Y^* \leq 7.183609$$

$$Y_i = 3 \text{ if } 9.831721 \leq Y^* \leq 7.632167$$

$$Y_i = 4 \text{ if } 12.35215 \leq Y^* \leq 9.831721$$

$$Y_i = 5 \text{ if } Y^* \geq 12.35215$$

Sebagai contoh, perusahaan PT. Branta Mulia Tbk (BRAM) pada tahun 2007 pada model keempat memiliki nilai  $Y$  sebesar :

$$Y_i = 1.510878*DM_i + 2.183307*DH_i - 0.02846*DumDescendant + 1.175283*DumFounder + 11.23566*CGI_i - 20.6224*VOL_i +$$

$$0.281439*AGE_i - 2.407*Debt_i - 0.00931 *InterestCov_i + 7.878287*ROA_i \\ + 0.372394*M\_B_i + 0.057382*SIZE_i$$

$$Y_i = (1.510878*0) + (2.183307*1) - (0.02846*0) + (1.175283*1) + \\ (11.23566*0.6445) - (20.6224*0.0964) + (0.281439*0.4400) - \\ (2.407*0.1548) - (0.00931 *2.5500) + (7.878287*0.03) + \\ (0.372394*0.9564) + (0.057382*21.1647) = \mathbf{10.10871}$$

Sehingga nilai probabilitas untuk masing-masing peringkat adalah sebagai berikut :

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 7.183609)} = 0.050926$$

$$P(Y = 2) = \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 7.632167)}$$

$$- \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 7.183609)} = 0.026592$$

$$P(Y = 3) = \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 9.831721)}$$

$$- \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 7.632167)} = 0.353672$$

$$P(Y = 4) = \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 12.35215)}$$

$$- \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 9.831721)} = \mathbf{0.472892}$$

$$P(Y = 5) = 1 - \frac{1}{1 + \exp(10.10871 - 12.35215)} = 0.095917$$

Bisa dilihat diatas, nilai probabilitas yang paling besar yaitu 0.472892. Nilai ini berada pada Y=4, oleh karena itu maka PT . Branta Mulia Tbk (BRAM) memiliki kemungkinan terbesar nilai peringkat = 4 (A-,A, atau A+). Pada sampel penelitian peringkat surat utang yang dimiliki BRAM yaitu peringkat A-, berarti model ini sesuai dengan peringkat surat utang pada sampel.

## BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Kesimpulan

Pada penelitian ini peneliti bertujuan untuk melihat adanya pengaruh antara struktur kepemilikan, praktek *corporate governance* dengan mengikut sertakan variabel variabel lainnya seperti volatilitas *return* saham, umur obligasi perusahaan, tingkat *leverage*, tingkat profitabilitas, tingkat pertumbuhan perusahaan serta ukuran perusahaan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Lebih lanjut penelitian ini mencoba untuk memfokuskan penelitian struktur kepemilikan pada struktur kepemilikan keluarga, dan melihat adanya perwakilan keluarga pada perusahaan terhadap peringkat surat utang.

Hasil temuan menunjukkan bahwa struktur kepemilikan secara linear yang dinyatakan dengan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki bukan hanya keluarga, tetapi baik oleh pemerintah, investor institusional sedikitnya 5% dari saham beredar memiliki pengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Hal ini mengindikasikan bahwa *bondholders* menganggap adanya struktur kepemilikan terkonsentrasi pada perusahaan dapat melakukan pengawasan kepada pihak manajemen sehingga mengurangi pihak manajemen dalam mementingkan dirinya sendiri dan bertentangan dengan upaya meningkatkan nilai perusahaan. Adanya tingkat pengawasan yang tinggi dapat mengurangi *asymmetric information* yang dihadapi para *bondholders* dan akhirnya mengurangi risiko yang dihadapi sehingga perusahaan menikmati peringkat surat utang perusahaan yang lebih baik.

Hasil temuan lainnya juga menunjukkan bahwa hubungan struktur kepemilikan terhadap peringkat surat utang dengan mengklasifikasikan menjadi tiga kategori menggunakan variabel *dummy* yaitu: struktur kepemilikan sedang (berkisar antara 20.01% sampai dengan 50%), struktur kepemilikan tinggi (lebih dari 50%), dan struktur kepemilikan rendah (berkisar antara 5% sampai dengan 20%) sebagai *base category*, menunjukkan bahwa struktur kepemilikan sedang menyebabkan peringkat surat utang pada perusahaan menjadi lebih baik dibandingkan dengan kepemilikan rendah. Hal ini terkait dengan adanya keselarasan antara kepentingan dari pemegang saham pengendali dengan kepentingan para *bondholders*. Perusahaan dengan struktur kepemilikan

terkonsentrasi bisa mengeliminasi masalah keagenan dikarenakan adanya kontrol dan perhatian yang besar terhadap perusahaan. Struktur kepemilikan sedang pada perusahaan menyebabkan adanya tingkat pengawasan yang baik pada perusahaan terhadap pihak manajemen sehingga setiap kebijakan perusahaan tidak merugikan pemegang obligasi.

*Corporate governance index* (CGI) sebagai proksi *corporate governance* menunjukkan pengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Penerapan *corporate governance* yang baik pada perusahaan dapat meningkatkan nilai perusahaan. Perusahaan dengan *corporate governance* yang baik dianggap sebagai indikator investasi yang baik bagi para investor tak terkecuali *bondholders*. Selain itu adanya *corporate governance* yang baik menyebabkan *bondholders* memiliki tingkat kepercayaan yang tinggi pada perusahaan tersebut sehingga *bondholders* membebankan kepada perusahaan biaya utang yang lebih rendah dan perusahaan menikmati peringkat surat utang yang lebih baik.

Ketika penelitian difokuskan pada struktur kepemilikan keluarga maka struktur kepemilikan keluarga secara linear menunjukkan pengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Hal ini menunjukkan bahwa para *bondholders* menganggap perusahaan dengan struktur keluarga menyebabkan masalah keagenan menjadi lebih kecil akibat tidak adanya konflik kepentingan antara manajemen dan pemilik perusahaan. Struktur kepemilikan keluarga sebagai pemegang saham terbesar cenderung bertujuan untuk memaksimalkan perusahaan (*firm value maximization*) bukan berorientasi pada *wealth maximization*, dan perusahaan keluarga cenderung lebih mementingkan menjaga reputasi perusahaan dibanding perusahaan non keluarga karena mempunyai tujuan untuk memastikan perusahaan tersebut berjalan dalam waktu yang lama, oleh karenanya perusahaan keluarga cenderung tidak menyakiti para penyandang dana seperti *bondholders* demi menjaga kelangsungan hidup perusahaannya. Hasil temuan lainnya menunjukkan hubungan yang didapatkan yaitu struktur kepemilikan sedang menyebabkan peringkat surat utang pada perusahaan menjadi lebih baik dibandingkan dengan struktur kepemilikan keluarga rendah. Adanya struktur kepemilikan keluarga memberikan peran dalam tingkat pengawasan yang lebih baik terhadap pihak manajemen dalam perusahaan keluarga. Adanya tingkat

pengawasan ini dianggap sebagai komitmen bagi para *bondholders*. Komitmen perusahaan ini bisa berupa melakukan keputusan investasi yang dianggap tidak terlalu berisiko bagi para *bondholders* guna meningkatkan nilai perusahaan dan tidak melakukan tindakan yang merugikan perusahaan sehingga hal ini dianggap selaras dengan kepentingan *bondholders* dan mengurangi masalah keagenan. Selain itu, pemegang saham pada perusahaan keluarga dapat mengurangi masalah keagenan karena mereka memiliki motivasi yang kuat untuk memaksimalkan kekayaan perusahaan, dan memiliki kemampuan yang lebih baik dalam mengumpulkan informasi dalam memantau perusahaan.

Adanya perwakilan keluarga pada perusahaan juga memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang. *Founder* sebagai proksi kepemimpinan perusahaan mempunyai pengaruh positif terhadap peringkat surat utang. *Bondholders* menanggapi bahwa pada saat CEO atau komisaris dipegang oleh pendiri perusahaan maka perusahaan cenderung menghindari risiko yang berlebihan. Pendiri yang menjabat sebagai CEO atau komisaris mempunyai tujuan agar perusahaan bisa bertahan lama sehingga kebijakan-kebijakan yang dilakukan meningkatkan nilai perusahaan, hal ini tentunya meningkatkan proteksi bagi para *bondholders* yang akhirnya di mata lembaga pemeringkat perusahaan tersebut mempunyai peringkat surat utang yang baik akibat adanya perlindungan bagi para investor.

Perbedaan temuan didapatkan mengenai tingkat *leverage* (diukur menggunakan *debt to total asset ratio*), dimana ketika struktur kepemilikan dilihat secara menyeluruh hasil penelitian menunjukkan tidak signifikan, dan ketika hanya difokuskan pada struktur kepemilikan keluarga menjadi berpengaruh negatif dan signifikan. Hal ini mengindikasikan bahwa *bondholders* menganggap bahwa pada perusahaan keluarga tingkat utang (*leverage*) menjadi faktor yang patut diperhatikan. Tingginya tingkat utang (*leverage*) dapat menghadapkan perusahaan pada masalah keuangan, semakin tinggi tingkat utang pada perusahaan maka semakin tinggi risiko kebangkrutan yang besar dan semakin tinggi kemampuan gagal bayar perusahaan dalam membayar utang-utangnya pada para *bondholders*. Hal ini dianggap sebagai risiko yang tinggi dan akhirnya mengakibatkan perusahaan memiliki peringkat surat utang yang lebih rendah.

## 5.2 Keterbatasan Penelitian

Penelitian ini memiliki beberapa keterbatasan, antara lain keterbatasan data. Ketersediaan data peringkat surat utang di Indonesia masih sangat terbatas, sehingga sampel yang digunakan relatif masih sedikit dan kurang bervariasi. Selanjutnya data mengenai skor *corporate governance* yang dikeluarkan IICD periode 2007 sampai dengan 2012 hanya tersedia tiga Tahun, yakni Tahun 2007, 2008, 2010, sehingga dalam penelitian ini masih terdapat asumsi penggunaan *corporate governance index* untuk periode lainnya yang tidak memiliki skor *corporate governance*. Namun demikian, hasil penelitian menunjukkan tidak jauh berbeda ketika model diestimasi dengan atau tanpa *corporate governance index*. Selain itu penelitian ini tidak mencoba meneliti menggunakan *yield to maturity* sebagai cerminan risiko yang dihadapi para investor bila berinvestasi pada obligasi.

## 5.3 Saran

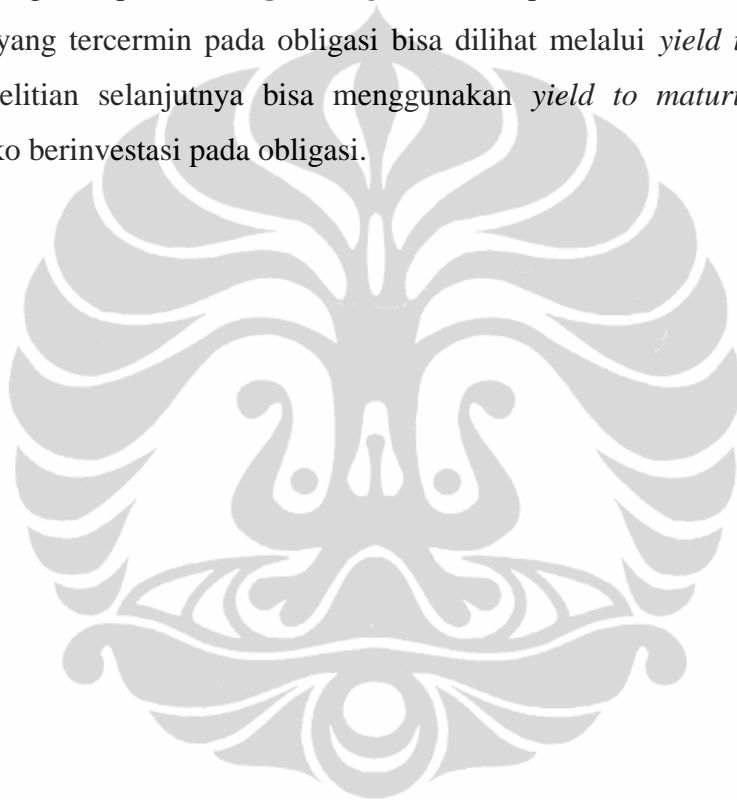
### 5.3.1 Saran Bagi Investor

Manfaat penelitian ini bagi investor adalah investor dapat memanfaatkan peringkat surat utang sebagai gambaran investasi pada perusahaan yang menerbitkan obligasi. Investor juga dapat memanfaatkan informasi mengenai struktur kepemilikan pada suatu perusahaan. Adanya struktur kepemilikan keluarga dan adanya pendiri keluarga pada perusahaan yang menjabat sebagai CEO atau komisaris bisa dianggap sebagai informasi yang aman mengenai risiko yang dihadapi bila berinvestasi pada obligasi. Selain itu penerapan *corporate governance* yang baik oleh perusahaan juga bisa menjadi acuan lainnya dalam berinvestasi pada perusahaan yang menerbitkan obligasi.



### 5.3.2 Saran Bagi Akademisi

Beberapa saran bagi akademisi untuk melakukan penelitian selanjutnya yaitu perlu diperbanyak variasi peringkat surat utang pada *sample* yang digunakan. Kemudian pengaruh kepemimpinan perusahaan bisa dilihat menggunakan indikator lain seperti kemakmuran yang diterima oleh CEO atau komisaris pada saat menjabat pada suatu perusahaan (*CEO compensation*). Selanjutnya untuk penelitian yang akan datang juga dapat menggunakan proxy lain dalam mengukur praktek *corporate governance* perusahaan. Saran terakhir yaitu risiko yang tercermin pada obligasi bisa dilihat melalui *yield to maturity* sehingga penelitian selanjutnya bisa menggunakan *yield to maturity* sebagai cerminan risiko berinvestasi pada obligasi.



## DAFTAR PUSTAKA

- Aiky, Nugraha, (2010). *Analisis Pengaruh Perubahan Bond Rating Terhadap Abnormal Return untuk Saham yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*. Tesis UI (tidak dipublikasikan).
- Amin, M.A., (2010). *Peringkat Surat Utang,Praktek Corporate Governance,Struktur Kepemilikan,dan Firm Default Risk: Bukti Empiris di Indonesia*.Tesis UI (tidak dipublikasikan).
- Anderson, C.R., Mansi, A.S., Reeb, D.M., 2003. Founding family ownership and the agency cost of debt. *Journal of Financial Economics* 68, 263–285.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, and R. LaFond, (2006). The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42, 203 -243.
- Ayub, A. (2008). *Pengaruh Family Ownership terhadap Cost of Debt*. Depok: Universitas Indonesia.
- Bagnani, S.B, Nickolaos T. Milonas, Anthony Saunders dan Nickolaos G. Travlos, (1994). Managers, owners, and The Pricing of Risk debt: an empirical analysis, *The Journal of finance*, Vol XLIX, June, pp. 453-475.
- Bai,C-E.,Liu,Q.,Lu,J.,Song,F.M.,& Zhang,J.(2004).Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*,32(4):599-616.
- Bebchuk, Lucian; Kraakman, Reiner; dan Triantis, George (1999). Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. *NBER Working Paper* No. 6951.
- Bhojraj, S., and P. Sengupta, (2003). Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business* 76, 455-476.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A., J., (2005). *Investment* 5th edition, Irwin / McGraw Hill International.
- Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A., J., (2009). *Investment* 8th Edition, New York: McGraw Hill.
- Boubakri, N. and H. Ghouma. (2010). Control/ownership structure, creditor rights protection, and the cost of debt financing: International evidence. *Journal of Banking and Finance* (34), 2481-2499.

- Bradley, Michael., Chen, Dong., Dallas, George., and Snyderwine, Elizabeth. (2007). The Relation between Corporate Governance and Credit Risk, Bond Yields and Firm Valuation. *Working Paper*, Duke University.
- Burton, B: Mike, A; dan Hardwick, P. (2000). The Determinants of Credit Ratings in United Kingdom Insurance Industry
- Campbell,J.Y., & Taskler,G.B., (2003), Equity Volatility and Corporate Bond Yields, *Journal of Finance* 58(6), 2321-2350
- Casson, M., (1999). The economics of family firm. *Scandinavian Economic History Review*, 47: 10-23.
- Chau, G., & Gray, S., J. (2010). Family Ownership, Board Independence, and Voluntary Disclosure: Evidence from Hong Kong. *Journal of International Accounting, Auditing, and Taxation*, 19, 93-109.
- Chen, D., (2012). Classified boards, the cost of debt, and firm performance. *Journal of Banking & Finance* (36), 3346-3365.
- Chen, T.,Y., Dasgupta.S., & Yu, Y.,(2010). Transparency and financing choices of family firms. Hong Kong University of Science and Technology.
- Chen, Z., Yan-Leung Cheung & Aris Stouraitis (2005), Ownership concentration and executive compensation in closely-held firms: evidence from Hong Kong *Journal of Empirical Finance Volume 12, Issue 4, Pages 511–532*
- Claessens, S., Fan, J. H. P., & Lang, L. H. P. (2002a). The Benefits and Costs of Group Affiliation: Evidence from East Asia, *Working Paper*, University of Amsterdam, Hong Kong University of Science & Technology, and the Chinese University of Hong Kong.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H., & Lang, L. H. P. (2002b). Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *The Journal of Finance*, 57(6), 2741-2771.
- Cremers, K.J., Nair, V., Wei, C., (2007). Governance mechanisms and bond prices. *The Review of Financial Studies* 20, 1359–1388.
- Cucculelli, M., & Micucci, G. (2008). Family Succession and Firm Performance: Evidence from Italian Family Firms. *Journal of Corporate Finance*, 14(1), 17-31.
- Darmawan, D. L. (2007). Pengaruh Debt-to-Equity Ratio, Current Ratio, Return on Asset, dan Risiko Sistematis Terhadap Peringkat Obligasi. *Jurnal Manajemen Investasi Volume 14 No.1*.

- Demsetz, H. (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *Journal of Law and Economics*, 26, 375-390.
- Dixy, R., P., (2012). *Struktur Kepemilikan Perusahaan Keluarga dan Pertumbuhan Perusahaan*. Tesis UI (tidak dipublikasikan).
- Ellul, A., L. Guntay, & U. Lel. (2007). External governance and debt agency costs of family firms. Working Paper, Indiana University
- Elton, Edwin,J., & Gruber,Martin,J.,(1995). Modern Portfolio Theory and Investment Analysis,John Wiley & Sons,New York.
- Elyasiani, E., J. Jia, & C.X. Mao. (2010). Institutional ownership stability and the cost of debt. *Journal of Financial Markets* 13, 475-500.
- Eng, L.L., Mak, Y.T. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure, *Journal of Accounting and Public Policy* 22, 325-345.
- Ertugrul, M., & Hedge, S.. (2009). Corporate Governance Ratings and Firm Performance. *Journal of Financial Management*, 139-160.
- Fabozzi, Frank J. *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. Prentice-Hall, Inc.. 2007. 6<sup>th</sup> Edition.
- Faccio, M., & Lang, L. (2002). The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics*, 65, 365-395.
- Fahlenbarch, F., & R. Stulz, (2009). Bank CEO incentives and the credit crisis. *Dice Center Working Paper* 1009-13, Ohio State University.
- Faerber, Esme. (2000). *Fundamentals of the Bond Market*. McGraw-Hill.
- Fama,E.F., & Merton, H., Miller. (1972). The Theory of Finance. Holt,Rinehart and Winston,New York.
- Fama, E. F., & Jensen, M., C. (1983a). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (1983b). Agency Problems and Residual Claims. *Journal of Law and Economics*, 26, 325-344.
- Finkelstein, S., & Hambrick, D. C. (1996). *Strategic Leadership: Top Executives and Their Effets on Organizations*. West, Minneapolis, MN.
- Forum for Corporate Governance in Indonesia.2003. *Indonesian Company Law* available online at [www.fcgi.org.id](http://www.fcgi.org.id)

- González, M., Guzmán, A., Pombo, C., Trujillo M., A., (2013). Family firms and debt: Risk aversion versus risk of losing control. *Journal of Business Research* (66), 2308-2320.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic econometrics*. New York: Mc Graw Hill.
- Hovakimian, A., Opler, T., & S. Titman. (2001). Debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (36), 1-24.
- Iskander, Magdi R. & Nadereh Chamlou. (2000). *Corporate Governance: A Framework for Implementation*. The International Bank for Reconstruction and Development. The World bank.
- Jensen, Michael, (1993). The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems. *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- Keown, A. J., Martin, J. W., Petty, W. D., & Scott, D. F. (2001). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Salemba Empat, Jakarta.
- Klock, M., Mansi, S., Maxwell, W., (2005). Does corporate governance matter to bondholders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 40, 693–720.
- Kisgen, D. J. (2006). Credit Ratings and Capital Structure. *The Journal of Finance Volume* 61 Issue 3.
- Kusuma, J. R. (2008). *Investment Opportunity Set (IOS) dan Realisasi Pertumbuhan Perusahaan dalam Menerapkan Kebijakan Pendanaan dan Kebijakan Deviden: Studi Kasus pada Perusahaan di Bursa Efek Indonesia (2004-2007)*. Depok, Universitas Indonesia.
- Lopez, J. A., (2004). The empirical relationship between average asset correlation, firm probability of default, and asset size. *Journal of Financial Intermediation Volume* 13 No.2.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1999). Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, 54, 471-517.
- Lin, C., Ma, Y., Malatesta, P., & Xuan., (2011). Ownership structure and the cost of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics* (100), 1-23.
- McConnell, J.J. & H. Servaes. (1990). Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*. October: 595-612

- Merton, Robert C., (1974). On the pricing of corporate debt : The risk structure of interest rates, *Journal of Finance* (29), 449-470.
- Miller, D., & Le Breton-Miller, I. (2006). Family Governance and Firm Performance: Agency, Stewardship, and Capabilities. *Family Business Review*, 19(1), 73-87.
- Miller, D., Le Breton-Miller, I. Lester, R. H., & Cannella, A. A. (2007). Are Family Firms Really Superior Performers? *Journal of Corporate Finance*, 13(5), 829-858.
- Morck, R., Shleifer, A., & Vishny, R. (1988). Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of financial Economics*, 20 (1/2), 293-315.
- Morck, R., Yeung, B., & Yu, W. (2000). The Information Content of Stock Markets: Why do Emerging Markets Have Synchronous Stock Price Movements? *Journal of Financial Economics*, 58, 215-260.
- Myerr, S., C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*(5), 147-175.
- Nguyen, M. (2011). Determinants of Firm Growth in Employment in Vietnam. *TMC Academic Journal*, 5(20), 34-50.
- Ortiz-Molina, Hernan, (2006). Top Management Incentives and the Pricing of Corporate Public Debt, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Cambridge University Press, vol 41 (02), 317-340.
- Pathan, S., (2009). Strong Boards, CEO Power and Bank Risk-Taking. *Journal of Banking and Finance* (33) No. 7, 1340-1350
- Pottier, S.W. and D. W. Sommer, (1998), Agency Theory and Life Insurer Ownership Structure. *The Journal of Risk and Insurance* ,529-545.
- Qi, Z., K., R., Subramanyam, Zhang, J., (2010). Accrual quality, bond liquidity, and cost of debt . Marshall School of Business University of Southern California.
- Reilly, F.m & K.c. Brown, (2003). *Investment Analysis and Portfolio Management 7ed*, Thomson Learning.
- Sejati, Grace Putri, (2010). Analisis Faktor Akuntansi Dan Non Akuntansi Dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur. Jurnal Ilmiah Administrasi dan Organisasi, Vol. 17, No 1.

- Setyaningrum, Dyah. (2005). *Pengaruh mekanisme corporate governance terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia*. Tesis UI (tidak dipublikasikan).
- Shim Jae K., Joel Siegel., (1986). *Theory and Problems of Managerial Finance*. New York, McGraw-Hill.
- Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*. 52(2), 737-783.
- Smith, C. W., & Watts, R. L. (1992). The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. *Journal of Financial Economics*, 263-292.
- Thomsen, S., Pedersen, T., Kvist H. K. (2006). Blockholder ownership: effects on firm value in market and control based governance systems, *Journal of Corporate Finance* 12, 246-269.
- Utama, C., (2006). *The Influence of Internal Transaction, Corporate Governance, Status Conglomeration, and Ownership Structure on Stock Market Reaction in Investment Decision Announcement*. Disertasi tidak dipublikasikan. Universitas Indonesia.
- Utama, C., A. (2012). Company Disclosure in Indonesia: Corporate Governance Practice, Ownership Structure, Competition and Total Assets. *Asian Journal of Business and Accounting*, 5(1), 75-108.
- Villalonga, B., & Amit, R. (2006). How Do Family Ownership, Control and Management Affect Firm Value? *Journal of Financial Economics*, 80, 385-417.
- Wansley, James W., John L. Glascock & Terence M. Clauretie. (1992). Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes. *Journal of Business Finance & Accounting* 19 (Sept): 733-750.
- Weston, & Copeland., (1995). *Manajemen Keuangan Edisi Revisi Jilid 1*. Jakarta: Binarupa Aksara
- Wiwattanakantang, Y. (1999). An Empirical Study of Determinants of the Capital Structure of Thai Firms. *Pasific-Basin Finance Journal*, 7 (3-4), 371-403.
- Y. Liu, & Pornsit Jiraporn, (2010). The effects of CEO power on bond ratings and yields, *Journal of Empirical Finance* 17, 744-762
- Ziebart, D. A. & Reiter, S. A., (1992). Bond Rating, Bond Yield and Financial Information. *Contemporary Accounting Research*, Fall, 252-282

## LAMPIRAN

## Lampiran 1. Data Percobaan

No	kode	Nama Perusahaan	THN	RATE	Nilai RATE	CGI	BLOC K	AGE	RO A	INT_C OV	LEV	SIZE	MKBT	$\sigma$ saham
1	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2007	idA-	4	0.7976	0.5100	1.5078	0.03	3.7589	0.2518	22.1896	4.6115	0.0274
2	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2007	idA	4	0.7003	0.3067	-0.2803	0.05	2.2900	0.5909	22.3185	1.3030	0.0295
3	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2007	idAA-	5	0.8047	0.4924	1.5072	0.04	2.0400	0.6316	23.7519	3.3241	0.0287
4	BRAM	Branta Mulia Tbk	2007	idA-	4	0.6445	0.6021	0.4400	0.03	2.5500	0.1548	21.1647	0.9564	0.0964
5	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2007	idA-	4	0.7686	0.5025	1.5428	0.03	2.9128	0.4308	22.2632	4.3813	0.0366
6	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2007	idBBB+	3	0.6214	0.5534	-0.5295	0.04	2.4800	0.3658	22.2836	3.2651	0.0184
7	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2007	idBBB	3	0.6146	0.5045	1.5108	0.01	1.6000	0.3027	22.2303	0.7547	0.0930
8	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2007	idBBB+	3	0.7351	0.1999	1.1623	0.02	22.5000	0.0691	22.4651	2.9436	0.0398
9	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2007	idAA-	5	0.7650	0.6699	1.4829	0.01	1.9700	0.5140	23.6586	3.4538	0.0302
10	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2007	idAAA	6	0.7006	0.9795	0.6001	0.22	30.2200	0.1460	23.4757	6.2973	0.0194
11	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	2007	idBBB	3	0.6448	0.2724	-0.5016	0.02	2.3341	0.7076	20.9157	0.6139	0.0411
12	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2007	idAA+	5	0.7130	0.5153	1.4759	0.03	3.6700	0.4172	24.1086	3.0542	0.0265
13	ISAT	Indosat Tbk	2007	idAA+	5	0.8126	0.3996	1.8585	0.05	3.0000	0.3684	24.5367	2.8410	0.0260
14	JPFA	JAPFA Tbk	2007	idBBB+	3	0.6930	0.2988	1.5108	0.07	4.3800	0.5251	22.1204	1.4470	0.0471
15	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2007	idA+	4	0.8009	0.7000	2.2487	0.02	3.2894	0.4562	23.3514	2.1622	0.0193
16	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2007	idAA	5	0.7779	0.0954	0.4018	0.14	19.8600	0.0611	22.3600	3.7148	0.0175
17	LTLS	Lautan Luas Tbk	2007	idA-	4	0.6571	0.6303	-0.7270	0.03	2.3900	0.4543	21.4818	0.5757	0.0322
18	MEDC	Medco Energi International Tbk	2007	idAA-	5	0.8573	0.5070	0.4274	0.00	2.4100	0.4316	21.5025	4.2205	0.0302
19	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2007	idA+	4	0.6982	0.5010	0.3103	0.02	1.0900	0.3218	22.8570	0.9596	0.0328
20	MYOR	Mayora Indah Tbk	2007	idA+	4	0.5906	0.3993	-0.6338	0.07	5.6500	0.2032	21.3615	1.2401	0.0225



21	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2007	idA+	4	0.6548	0.7200	1.5022	0.11	21.2000	0.1551	20.9679	2.1626	0.0451
22	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2007	idA	4	0.7321	0.4173	1.5909	0.06	3.7600	0.3791	22.0737	2.4460	0.0293
23	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2007	idA	4	0.6644	0.7869	1.5102	0.03	1.6806	0.3575	21.3453	0.2875	0.0750
24	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2007	idA-	4	0.6465	0.2233	-0.6497	0.05	3.1965	0.2076	21.8317	2.4975	0.0286
25	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2007	idBBB-	3	0.5704	0.6340	2.2776	0.00	4.6678	0.6369	14.5890	3.5438	0.0337
26	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	2007	idA-	4	0.6871	0.4731	-0.1890	0.01	1.0700	0.3067	17.3496	3.5975	0.0964
27	WIKA	Wijaya Karya.Tbk	2007	idA-	4	0.7579	0.6840	0.2473	0.03	4.2402	0.0749	22.1423	2.5808	0.0294
28	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2008	idA-	4	0.8188	0.5191	1.2575	0.02	3.0987	0.1693	22.3575	0.8179	0.0458
29	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2008	idA+	5	0.7946	0.9814	0.2408	0.08	2.7700	0.4531	20.0089	2.2694	0.0342
30	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2008	idA	4	0.6918	0.3067	1.4390	0.00	1.2700	0.7796	22.7104	0.4010	0.0398
31	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2008	idA+	4	0.8041	0.5334	1.2567	0.06	1.6300	0.7639	23.9412	0.4513	0.0421
32	BRAM	Branta Mulia Tbk	2008	idA-	4	0.6445	0.6021	-1.1948	0.06	4.9800	0.1219	21.2377	0.8116	0.0697
33	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2008	idBBB	3	0.6954	0.3673	1.0316	0.05	3.7702	0.1923	22.2006	0.5394	0.0863
34	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2008	idA-	4	0.7686	0.4625	1.3023	0.02	4.3172	0.2615	22.8687	0.2734	0.0421
35	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2008	idBBB	3	0.6113	0.5045	1.2615	0.01	1.7700	0.1968	22.2303	0.8165	0.0809
36	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2008	idBBB+	3	0.7487	0.3077	1.4344	0.03	4.1900	0.1410	22.8437	0.3181	0.0546
37	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2008	idAA-	5	0.7300	0.8380	1.2006	0.00	1.2000	0.6594	24.0875	1.5141	0.0335
38	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2008	idAAA	6	0.7006	0.9804	-0.1957	0.22	35.5200	0.1342	23.5042	4.4114	0.0277
39	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2008	idAA+	5	0.7432	0.5005	1.2164	0.03	3.7200	0.4693	24.4020	0.9608	0.0375
40	ISAT	Indosat Tbk	2008	idAA+	5	0.8479	0.3996	1.6890	0.04	2.4800	0.4209	24.6686	1.7947	0.0416
41	JPFA	JAPFA Tbk	2008	idBBB+	3	0.6930	0.3002	1.2615	0.04	4.0900	0.5127	22.4775	0.4153	0.0450
42	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2008	idAA-	5	0.8009	0.7000	2.1371	0.05	4.2239	0.4316	23.4072	0.9416	0.0357
43	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2008	idAA	5	0.7779	0.0994	-0.7043	0.12	21.7600	0.0711	22.4644	1.0578	0.0352

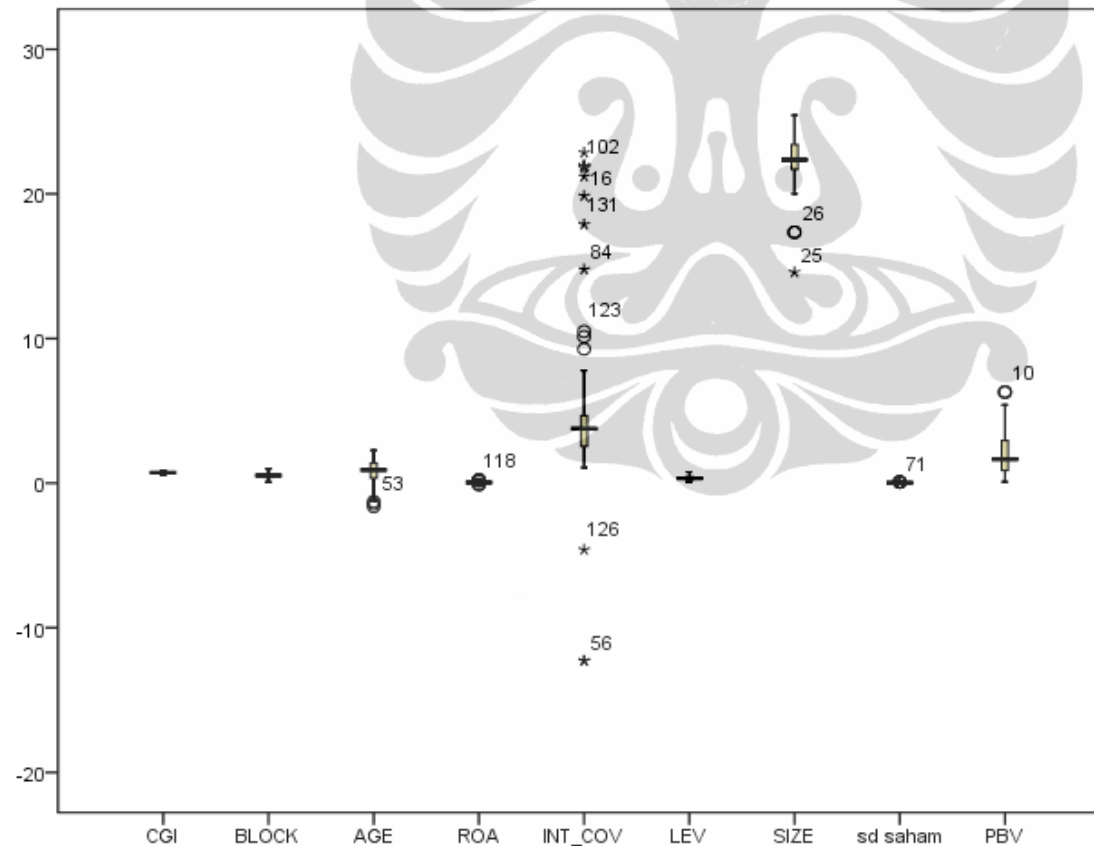
44	LTLS	Lautan Luas Tbk	2008	idA-	4	0.6571	0.6303	1.4638	0.04	4.0100	0.5461	21.9746	0.5171	0.0563
45	MEDC	Medco Energi International Tbk	2008	idAA-	5	0.8442	0.5070	-0.6286	0.14	2.3720	0.3500	21.4065	1.2692	0.0335
46	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2008	idA+	4	0.6982	0.5010	-1.0109	0.00	1.2100	0.3403	23.0057	0.9023	0.0274
47	MYOR	Mayora Indah Tbk	2008	idA+	4	0.6552	0.3293	1.4885	0.07	3.7813	0.3378	21.7959	0.7019	0.0402
48	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2008	idA+	4	0.7348	0.7200	0.3999	0.10	10.1300	0.1498	21.0094	0.6429	0.0715
49	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2008	idA	4	0.7321	0.8513	1.0958	0.01	1.3937	0.3932	22.1828	2.4961	0.0606
50	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2008	idA	4	0.6644	0.9900	1.2607	0.04	2.6170	0.4142	21.5282	0.0964	0.0940
51	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2008	idA-	4	0.6465	0.2527	1.5010	0.03	2.2479	0.3198	22.0125	0.6808	0.0517
52	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2008	idBBB	3	0.6153	0.5960	1.7497	0.02	5.4022	0.6146	17.3496	1.6738	0.0513
53	WIKA	Wijaya Karya Tbk	2008	idA	4	0.7579	0.6840	-1.2710	0.06	3.1361	0.1098	22.4762	0.9086	0.0439
54	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2009	idA-	4	0.8188	0.5228	0.9229	0.03	1.9649	0.1827	22.4513	0.9853	0.0295
55	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2009	idA+	5	0.7946	0.9811	1.4973	0.03	2.3256	0.2943	20.1109	2.2892	0.0180
56	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2009	idBB	2	0.6918	0.3076	1.1939	-0.10	-18.3123	0.6429	22.6361	0.6396	0.0523
57	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2009	idA	4	0.8041	0.5334	0.9218	-0.11	-74.4721	0.7428	21.6337	1.0275	0.0386
58	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2009	idBBB+	3	0.6954	0.3673	0.5909	0.03	5.6701	0.1562	22.9570	2.0997	0.0703
59	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2009	idA-	4	0.7686	0.3959	0.9850	0.01	3.0824	0.4220	23.1591	0.8111	0.0499
60	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	2009	idBBB+	3	0.7707	0.1653	-0.0750	0.15	6.5344	0.4229	21.7148	1.0169	0.0402
61	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2009	idBBB	3	0.6113	0.5045	0.9284	0.05	5.6165	0.1535	22.2116	0.3955	0.0943
62	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2009	idBBB+	3	0.7487	0.2438	1.1623	0.01	4.8154	0.2706	23.1736	0.8276	0.0562
63	EXCL	XL Axiata Tbk	2009	idA+	4	0.7300	0.8650	0.8425	0.06	3.6156	0.4917	24.0331	1.8653	0.0948
64	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2009	idAA	5	0.7432	0.5055	1.4966	0.05	3.3668	0.4282	24.4217	3.0693	0.0347
65	ISAT	Indosat Tbk	2009	idAA+	5	0.8479	0.6500	1.4848	0.03	3.2956	0.4636	24.7314	1.4298	0.0238
66	JPFA	JAPFA Tbk	2009	idBBB+	3	0.6930	0.5761	0.9284	0.13	3.5599	0.4081	22.6663	1.3801	0.0523
67	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2009	idA	4	0.7321	0.4173	0.8650	0.05	2.3000	0.6117	22.2174	2.0236	0.0376

68	JSMR	Jasa Marga Persero	2009	idAA-	5	0.8009	0.7000	2.0116	0.05	4.7442	0.4221	23.4025	1.8728	0.0203
69	LTLS	Lautan Luas Tbk	2009	idA-	4	0.6571	0.6303	1.2006	0.03	3.7899	0.4206	22.1196	0.7664	0.0333
70	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2009	idA+	4	0.6671	0.5883	1.0856	0.05	2.3916	0.3311	21.9410	0.7990	0.0354
71	MEDC	Medco Energi International Tbk	2009	idAA-	5	0.8442	0.5070	0.9017	0.01	1.7730	0.3834	21.7000	2.7545	0.0948
72	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2009	idA+	4	0.6982	0.5010	1.1905	0.03	4.8304	0.4047	23.0804	1.1479	0.0248
73	MYOR	Mayora Indah Tbk	2009	idA+	4	0.6552	0.3293	1.2327	0.11	4.1500	0.2920	21.9008	2.1809	0.0342
74	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2009	idA+	4	0.7348	0.7200	0.9130	0.09	3.2216	0.1302	21.1482	0.8435	0.0420
75	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2009	idA	4	0.6644	0.8583	0.9273	0.12	3.4210	0.6387	21.2328	0.1659	0.0716
76	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2009	idA-	4	0.6465	0.2526	1.2488	0.04	3.2489	0.2234	22.2185	2.2483	0.0388
77	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2009	idBBB	3	0.6153	0.5960	1.5587	0.01	1.7699	0.7244	17.3496	4.2280	0.0302
78	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2010	idA-	4	0.8188	0.5228	0.4165	0.04	2.4560	0.2015	22.3181	1.8570	0.0322
79	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2010	idA	4	0.7946	0.9811	1.2440	0.00	1.5306	0.4790	20.0779	2.2892	0.0000
80	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2010	idA-	4	0.8223	0.5456	0.4147	0.01	33.9167	0.7261	21.6968	1.4148	0.0379
81	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2010	idBBB+	3	0.6954	0.3673	-0.2162	0.03	6.2757	0.1059	23.1824	2.5679	0.0354
82	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2010	idA-	4	0.7686	0.2106	0.5175	0.00	1.1208	0.4416	23.2372	1.2835	0.0239
83	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2010	idBBB	3	0.6113	0.8531	0.4256	0.06	6.4066	0.1467	22.2758	1.4140	0.0499
84	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2010	idBBB+	3	0.7744	0.1217	0.7872	0.01	14.7786	0.2595	23.5602	0.7789	0.0393
85	EXCL	XL Axiata Tbk	2010	idAA-	5	0.7300	0.6670	0.2793	0.11	3.9602	0.3735	24.0284	3.8491	0.0399
86	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2010	idAA	5	0.7309	0.5055	1.2432	0.06	3.6275	0.3030	24.5793	2.5502	0.0209
87	ISAT	Indosat Tbk	2010	idAA+	5	0.8296	0.6500	1.2279	0.01	3.0235	0.4590	24.6988	1.6335	0.0223
88	JPFA	JAPFA Tbk	2010	idA-	4	0.6930	0.5832	0.4256	0.14	4.1579	0.3234	22.6665	2.1228	0.0343
89	JMSR	Jasa Marga Persero Tbk	2010	idAA	5	0.8722	0.7000	1.8679	0.06	5.5153	0.4892	23.5821	3.0978	0.0198
90	LTLS	Lautan Luas Tbk	2010	idA-	4	0.6571	0.6303	0.8060	0.02	3.9870	0.4482	22.0017	0.7629	0.0197
91	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2010	idA+	4	0.6671	0.5883	0.6735	0.05	3.6910	0.2600	22.0236	3.0225	0.0349
92	MEDC	Medco Energi International Tbk	2010	idAA-	5	0.8592	0.5070	0.3811	0.04	1.7224	0.4299	21.5516	6.2973	0.0399

93	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2010	idA+	4	0.6982	0.5013	0.2538	0.23	22.8503	0.1058	23.1587	1.1221	0.0399
94	MYOR	Mayora Indah Tbk	2010	idAA-	5	0.6552	0.3293	0.8881	0.11	4.1484	0.3008	22.2047	4.1384	0.0286
95	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2010	idA+	4	0.7348	0.7200	0.3999	0.09	4.1584	0.0762	21.1738	1.2247	0.0247
96	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2010	idA	4	0.6644	0.8583	0.4238	0.21	3.7673	0.4090	21.6458	0.9270	0.0400
97	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2010	idA	4	0.6465	0.2506	0.9107	0.04	3.1386	0.1259	22.5380	3.5010	0.0283
95	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2010	idA+	4	0.7348	0.7200	0.3999	0.09	4.1584	0.0762	21.1738	1.2247	0.0247
98	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2010	idAA-	5	0.6791	0.5813	0.9251	0.14	5.1300	0.2617	20.7882	2.9660	0.0275
99	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2010	idAAA	6	0.8572	0.5247	1.5078	0.11	3.8615	0.2191	25.3334	0.7041	0.0169
100	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2011	idAA	5	0.8926	0.6500	1.9395	0.13	4.0082	0.1974	23.4446	1.4345	0.0205
101	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2011	idA	4	0.7946	0.9811	0.9040	0.08	6.1528	0.6197	24.7358	2.9583	0.0000
102	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2011	idBBB-	3	0.8223	0.5456	-0.6657	0.01	28.9938	0.7201	21.8213	0.7254	0.0379
103	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2011	idBBB+	3	0.6113	0.8531	-0.6338	0.07	7.7133	0.1279	22.3697	1.0737	0.0156
104	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2011	idBBB+	3	0.7744	0.1216	0.1800	0.01	3.7045	0.2746	23.5973	0.5674	0.0284
105	EXCL	XL Axiata Tbk	2011	idAA-	5	0.7300	0.6670	-1.1325	0.09	3.7356	0.3441	24.1627	2.8152	0.0250
106	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2011	idAA	5	0.6815	0.4384	1.5616	0.02	4.2687	0.1279	21.1602	1.2726	0.0187
107	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2011	idAA+	5	0.7309	0.5070	0.9029	0.06	4.3488	0.2554	24.7046	2.0823	0.0225
108	ISAT	Indosat Tbk	2011	idAA+	5	0.8296	0.6500	0.8812	0.02	5.0313	0.4567	24.6979	1.6582	0.0221
109	JPFA	JAPFA Tbk	2011	idA	4	0.6930	0.5832	-0.6338	0.07	4.3434	0.5986	22.8355	2.3883	0.0276
110	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2011	idAA	5	0.8722	0.7000	1.7002	0.03	3.4653	0.4918	23.7641	3.3820	0.0185
111	LTLS	Lautan Luas Tbk	2011	idA-	4	0.6571	0.6303	0.2142	0.02	4.0943	0.4647	22.1196	0.7060	0.0285
112	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2011	idA+	4	0.6671	0.5600	-0.0397	0.08	3.9032	0.2532	22.2084	4.7650	0.0315
113	MEDC	Medco Energi International Tbk	2011	idAA-	5	0.8592	0.5742	-0.7681	0.03	1.7694	0.4731	21.6779	5.2753	0.0250
114	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2011	idA+	4	0.6982	0.5023	0.8281	0.01	3.7295	0.2354	23.0562	0.8783	0.0273
115	MYOR	Mayora Indah Tbk	2011	idAA-	5	0.6552	0.3293	0.3581	0.07	4.3821	0.4255	22.6103	4.6222	0.0228
116	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2011	idA+	4	0.7348	0.7200	-0.7100	0.09	4.4687	0.0762	21.2754	1.4027	0.0351

117	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2011	idA+	4	0.6644	0.8526	-0.6391	0.23	4.1386	0.4010	21.6440	2.0289	0.0252
118	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2011	idAA-	5	0.6791	0.5813	0.4202	0.16	4.5491	0.2296	21.0068	2.9526	0.0278
119	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2011	idAAA	6	0.8572	0.5258	1.2575	0.11	3.8717	0.1734	25.3585	0.5755	0.0176
120	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2012	idA	4	0.8188	0.5100	1.5059	0.03	2.0158	0.1224	22.7866	2.7155	0.0259
121	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2012	idAA	5	0.8926	0.6500	1.7843	0.15	4.3169	0.2363	23.7043	0.9514	0.0207
122	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2012	idA	4	0.7946	0.8728	0.3849	0.03	2.8687	0.6720	20.3832	2.6662	0.0000
123	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2012	idA	4	0.7069	0.1670	1.4450	0.11	10.4931	0.1992	23.1163	2.5808	0.0215
124	BMTR	Global Mediacom Tbk	2012	idA+	4	0.7563	0.5154	0.9295	0.06	4.5103	0.4743	23.7188	3.1229	0.0216
125	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2012	idA+	4	0.6954	0.2528	0.9207	0.08	7.7929	0.0645	23.5421	2.4312	0.0235
126	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2012	idB	1	0.7744	0.1016	-1.6234	-0.07	-4.5970	0.2215	23.4469	0.3208	0.0289
127	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2012	idAA	5	0.6800	0.4384	1.3262	0.02	4.3769	0.1147	21.1752	1.4804	0.0191
128	INAF	Indofarma Tbk	2012	idA-	4	0.7407	0.8066	0.6792	0.04	3.1908	0.1645	20.8961	1.5017	0.0346
129	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2012	idAA+	5	0.7309	0.5070	0.3830	0.05	4.1232	0.2583	24.8063	2.4219	0.0143
130	INTA	Intranco Penta Tbk	2012	idA	4	0.7409	0.2705	0.4507	0.04	3.4714	0.3840	22.0418	1.8374	0.0253
131	ISAT	Indosat Tbk	2012	idAA+	5	0.8296	0.6500	0.3463	0.01	17.8936	0.4633	24.7347	1.8582	0.0249
132	JPFA	JAPFA Tbk	2012	idA	4	0.6930	0.5751	1.3946	0.09	4.7014	0.4318	23.1177	2.9851	0.0132
133	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2012	idAA	5	0.8722	0.7000	1.4985	0.04	4.8525	0.4763	23.8157	4.1943	0.0147
134	LTLS	Lautan Luas Tbk	2012	idA-	4	0.6571	0.6303	-1.4318	0.04	4.2694	0.4647	22.1232	0.5092	0.0210
135	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2012	idAA-	5	0.6671	0.5600	0.6735	0.07	3.6245	0.3301	22.5135	5.1191	0.0207
136	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	2012	idA-	4	0.6541	0.2017	1.0846	0.06	6.0941	0.2615	22.2476	1.3403	0.0279
137	MEDC	Medco Energi International Tbk	2012	idAA-	5	0.8592	0.5742	0.3811	0.01	1.1547	0.4611	21.7000	6.2973	0.0246
138	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2012	idA+	4	0.6982	0.5023	0.2538	0.03	9.2661	0.2549	22.8305	1.7201	0.0248
139	MYOR	Mayora Indah Tbk	2012	idAA-	5	0.6552	0.3293	-0.8427	0.09	4.4562	0.4019	22.8398	5.0222	0.0215
140	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2012	idAA-	5	0.7348	0.7200	0.4717	0.04	3.6631	0.0978	21.2302	1.3563	0.0296
141	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2012	idA+	4	0.6465	0.2388	-0.7213	0.07	5.0764	0.1020	23.1099	3.7268	0.0224

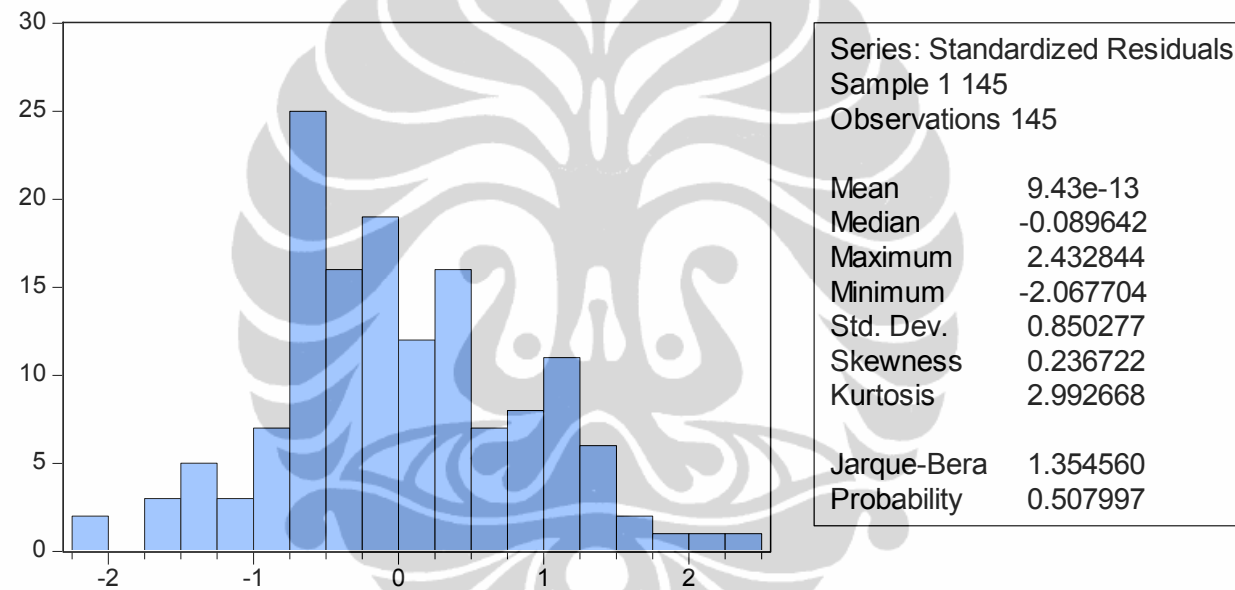
142	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2012	idAA-	5	0.6791	0.5813	-0.6497	0.16	4.5252	0.2532	21.0887	5.4107	0.0185
143	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	2012	idA	4	0.6656	0.0915	1.0473	0.15	6.3006	0.2788	22.3032	3.1194	0.0283
144	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	2012	idA	4	0.6459	0.2863	1.5072	0.05	4.6194	0.4066	22.3715	1.3845	0.0207
145	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2012	idAAA	6	0.8572	0.5390	0.9229	0.12	4.1302	0.1731	25.4361	0.6651	0.0168



## Lampiran 3. Uji Multikolinearitas

	<i>Rating</i>	Blockholder	Dm	Dh	Dummy Founder	Dummy Descendant	CGI	AGE	Debt	InterestCov	ROA	VOL	M_B	SIZE
<i>Rating</i>	1.0000	0.2951	-0.1685	0.2787	-0.2639	0.0398	0.4307	-0.3674	0.1274	-0.0143	0.1265	0.3600	0.3804	0.3347
Blockholder	0.2951	1.0000	-0.5606	0.7815	-0.0622	-0.2084	0.1069	-0.0057	0.0512	-0.0820	0.0311	0.1711	0.0707	-0.1184
Dm	-0.1685	-0.5606	1.0000	-0.8587	0.0025	0.2842	-0.2451	0.0754	0.0716	0.0290	-0.0894	-0.1530	-0.0567	-0.0171
Dh	0.2787	0.7815	-0.8587	1.0000	0.0382	-0.2336	0.1911	-0.0400	0.0006	0.0870	-0.0136	0.1046	0.0755	-0.0146
Dummy Founder	-0.2639	-0.0622	0.0025	0.0382	1.0000	-0.4030	-0.3111	0.0315	-0.0136	0.0958	-0.0221	-0.0340	0.0057	-0.0453
Dummy Descendant	0.0398	-0.2084	0.2842	-0.2336	-0.4030	1.0000	-0.2313	0.1868	-0.0997	0.0414	-0.1299	0.0013	0.0755	-0.2490
CGI	0.4307	0.1069	-0.2451	0.1911	-0.3111	-0.2313	1.0000	-0.2722	0.1766	0.1006	-0.0343	-0.0974	0.0972	0.4195
AGE	-0.3674	-0.0057	0.0754	-0.0400	0.0315	0.1868	-0.2722	1.0000	0.0538	-0.1195	-0.0697	-0.1541	-0.3241	-0.2437
Debt	0.1274	0.0512	0.0716	0.0006	-0.0136	-0.0997	0.1766	0.0538	1.0000	0.0946	-0.1011	-0.1572	-0.0527	0.0815
InterestCov	-0.0143	-0.0820	0.0290	0.0870	0.0958	0.0414	0.1006	-0.1195	0.0946	1.0000	-0.2495	-0.3908	0.1122	0.0704
ROA	0.1265	0.0311	-0.0894	-0.0136	-0.0221	-0.1299	-0.0343	-0.0697	-0.1011	-0.2495	1.0000	0.4662	0.1290	0.0678
VOL	0.3600	0.1711	-0.1530	0.1046	-0.0340	0.0013	-0.0974	-0.1541	-0.1572	-0.3908	0.4662	1.0000	0.2000	0.0749
M_B	0.3804	0.0707	-0.0567	0.0755	0.0057	0.0755	0.0972	-0.3241	-0.0527	0.1122	0.1290	0.2000	1.0000	-0.0754
SIZE	0.3347	-0.1184	-0.0171	-0.0146	-0.0453	-0.2490	0.4195	-0.2437	0.0815	0.0704	0.0678	0.0749	-0.0754	1.0000

*Rating*: Peringkat Surat Utang. *Blockholder*: Jumlah kepemilikan saham. *DM*: Variabel *dummy* dari kepemilikan perusahaan, 1 bila kepemilikan berada diantara 20,1 – 50% dan nol (0) adalah lainnya. *DH*: Variabel *dummy* dari kepemilikan perusahaan, 1 bila kepemilikan berada diantara 50,1 –100% dan nol (0) adalah lainnya. *Dummy Founder*: Variabel *dummy* dari *founder*, 1 bila *founder* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya. *Dummy Descendant*: Variabel *dummy* dari *descendant*, 1 bila *descendant* menjabat sebagai CEO atau komisaris dan nol (0) lainnya. *CGI*: *Corporate governance Index*. *AGE*: Rentang waktu obligasi antara jatuh tempo dengan waktu penerbitan. *Debt*: *Debt to Total Asset Ratio*. *InterestCov*: *Interest Coverage Ratio*. *ROA*: *Return on Asset*. *VOL*: *Standard deviation return* saham. *M\_B*: *Market to Book Ratio*. *Size*: *Ln(TotalAset)*.





## Robustness Check Model 1

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
Blockholders	2.004412***	0.501007	4.000769	0.0001
AGE	0.262374	0.119955	2.187281	0.0287
VOL	-13.8659**	5.491108	-2.52515	0.0116
Debt	-0.52298	0.603486	-0.8666	0.3862
InterestCov	-0.01041	0.012074	-0.86207	0.3886
ROA	6.675905***	2.201108	3.032975	0.0024
M_B	0.343252***	0.079671	4.308384	0
SIZE	0.344678***	0.071783	4.801674	0
Limit Points				
LIMIT_2:C(9)	5.73867	1.804208	3.180713	0.0015
LIMIT_3:C(10)	6.141252	1.772282	3.465166	0.0005
LIMIT_4:C(11)	7.9493	1.773591	4.482037	0
LIMIT_5:C(12)	9.93634	1.822741	5.451318	0
LIMIT_6:C(13)	12.02177	1.911886	6.287911	0
Pseudo R-squared	0.265427	Akaike info criterion		1.925144
Schwarz criterion	2.192024	Log likelihood		-126.573
Hannan-Quinn criter.	2.033587	Restr. log likelihood		-172.308
LR statistic	91.47052	Avg. log likelihood		-0.87292
Prob(LR statistic)	0			

Robustness Check Model 2

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
Dm	1.109103**	0.455078	2.43717	0.0148
Dh	1.659251	0.43751	3.792487	0.0001
AGE	0.264648	0.120914	2.188718	0.0286
VOL	-14.9894***	5.549985	-2.7008	0.0069
Debt	-0.50967	0.602651	-0.84571	0.3977
InterestCov	-0.00501	0.012153	-0.41245	0.68
ROA	7.5747***	2.196129	3.449115	0.0006
M_B	0.32376***	0.079248	4.085377	0
SIZE	0.316756***	0.070901	4.467569	0
Limit Points				
LIMIT_2:C(10)	5.303048	1.806417	2.935673	0.0033
LIMIT_3:C(11)	5.794999	1.765803	3.281792	0.001
LIMIT_4:C(12)	7.672387	1.763295	4.351164	0
LIMIT_5:C(13)	9.662583	1.808689	5.342312	0
LIMIT_6:C(14)	11.77144	1.900646	6.193387	0
Pseudo R-squared	0.270016	Akaike info criterion		1.92803
Schwarz criterion	2.215439	Log likelihood		-125.782
Hannan-Quinn criter.	2.044814	Restr. log likelihood		-172.308

Robustness Check Model 3

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
FamFirm	2.009223***	0.602873	3.332748	0.0009
DummyDescendant	-0.31069	0.313636	-0.99059	0.3219
DummyFounder	0.838794**	0.321047	2.612684	0.009
Volatilitas	-15.0238**	6.665965	-2.2538	0.0242
AGE	0.232945	0.146413	1.591019	0.1116
Debt	-0.66605	0.733518	-0.90803	0.3639
InterestCov	-0.00439	0.013592	-0.32274	0.7469
ROA	4.099376	2.557125	1.603119	0.1089
M_B	0.457447***	0.103688	4.411769	0
Size	0.267309***	0.0857	3.119132	0.0018
LIMIT_2:C(11)	Limit Points			
LIMIT_3:C(12)	4.216039	2.175135	1.938288	0.0526
LIMIT_4:C(13)	4.596641	2.152735	2.135257	0.0327
LIMIT_5:C(14)	6.512185	2.167498	3.004471	0.0027
	8.629647	2.226318	3.876198	0.0001
Pseudo R-squared				
Schwarz criterion	0.28205	Akaike info criterion		1.837383
Hannan-Quinn criter.	2.179126	Log likelihood		-87.9748
LR statistic	1.976018	Restr. log likelihood		-122.536
Prob(LR statistic)	69.12244	Avg. log likelihood		-0.79257

Robustness Check Model 4

Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
KEPEMILIKAN_SEDANG	0.882961*	0.495986	1.780213	0.075
KEPEMILIKAN_TINGGI	1.603092	0.491038	3.264701	0.0011
DummyDescendant	-0.58848	0.330424	-1.78098	0.0749
DummyFounder	0.638732*	0.330487	1.932699	0.0533
Volatilitas	-16.9858**	6.791252	-2.50113	0.0124
AGE	0.256582	0.149159	1.720197	0.0854
Debt	-0.88743	0.747005	-1.18798	0.2348
InterestCov	-0.00405	0.013725	-0.29511	0.7679
ROA	5.17987**	2.574691	2.011842	0.0442
M_B	0.430016***	0.103984	4.135415	0
Size	0.22034***	0.083121	2.65083	0.008
	Limit Points			
LIMIT_2:C(12)	2.969139	2.113812	1.404638	0.1601
LIMIT_3:C(13)	3.396491	2.087065	1.627401	0.1037
LIMIT_4:C(14)	5.389302	2.083478	2.586685	0.0097
LIMIT_5:C(15)	7.546945	2.137624	3.53053	0.0004
Pseudo R-squared	0.295134	Akaike info criterion		1.826512
Schwarz criterion	2.192664	Log likelihood		-86.3714
Hannan-Quinn criter.	1.975049	Restr. log likelihood		-122.536
LR statistic	72.32917	Avg. log likelihood		-0.77812

## Lampiran 6. Hasil Olahan Z-Score dan Nilai Probability

## Model Ordered Logit Regresi 1

No	kode	Nama Perusahaan	THN	z	Probability					
					P1	P2	P3	P4	P5	P6
1	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2007	13.2263	0.0059	0.0027	0.0453	0.2871	0.5006	0.1585
2	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2007	10.6221	0.0745	0.0305	0.3301	0.4398	0.1113	0.0137
3	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2007	13.0061	0.0074	0.0033	0.0556	0.3257	0.4767	0.1313
4	BRAM	Branta Mulia Tbk	2007	9.9347	0.1380	0.0512	0.4158	0.3279	0.0601	0.0070
5	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2007	12.7859	0.0092	0.0041	0.0680	0.3643	0.4463	0.1081
6	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2007	11.3709	0.0367	0.0159	0.2145	0.5009	0.2035	0.0286
7	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2007	9.8190	0.1524	0.0553	0.4247	0.3075	0.0540	0.0062
8	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2007	11.3880	0.0361	0.0157	0.2120	0.5011	0.2061	0.0291
9	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2007	12.9426	0.0078	0.0036	0.0590	0.3369	0.4685	0.1242
10	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2007	15.6390	0.0005	0.0002	0.0043	0.0392	0.2781	0.6777
11	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	2007	9.0913	0.2712	0.0805	0.4290	0.1893	0.0270	0.0030
12	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2007	12.5435	0.0117	0.0052	0.0845	0.4046	0.4072	0.0869
13	ISAT	Indosat Tbk	2007	13.2772	0.0056	0.0026	0.0432	0.2783	0.5050	0.1654
14	JPFA	JAPFA Tbk	2007	10.9646	0.0541	0.0228	0.2766	0.4788	0.1484	0.0192
15	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2007	13.1103	0.0066	0.0030	0.0505	0.3074	0.4889	0.1436
16	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2007	12.8420	0.0087	0.0039	0.0646	0.3546	0.4546	0.1136
17	LTLS	Lautan Luas Tbk	2007	10.3385	0.0966	0.0382	0.3708	0.3971	0.0868	0.0104
18	MEDC	Medco Energi International Tbk	2007	12.7385	0.0096	0.0043	0.0710	0.3724	0.4390	0.1036
19	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2007	11.0725	0.0488	0.0208	0.2597	0.4875	0.1618	0.0214
20	MYOR	Mayora Indah Tbk	2007	10.2959	0.1004	0.0395	0.3764	0.3902	0.0836	0.0100
21	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2007	11.9048	0.0218	0.0097	0.1445	0.4838	0.2923	0.0478
22	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2007	12.0820	0.0184	0.0082	0.1252	0.4673	0.3244	0.0566

23	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2007	10.5744	0.0779	0.0317	0.3373	0.4331	0.1068	0.0131
24	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2007	10.6531	0.0724	0.0298	0.3254	0.4440	0.1143	0.0142
25	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2007	9.3587	0.2217	0.0717	0.4382	0.2296	0.0349	0.0039
26	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	2007	9.6266	0.1789	0.0621	0.4348	0.2740	0.0451	0.0051
27	WIKA	Wijaya Karya.Tbk	2007	12.4397	0.0129	0.0058	0.0925	0.4207	0.3891	0.0790
28	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2008	11.8579	0.0229	0.0101	0.1499	0.4874	0.2840	0.0457
29	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2008	12.7580	0.0094	0.0043	0.0697	0.3691	0.4421	0.1055
30	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2008	10.1144	0.1180	0.0452	0.3982	0.3594	0.0709	0.0083
31	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2008	12.0757	0.0185	0.0082	0.1259	0.4679	0.3233	0.0562
32	BRAM	Branta Mulia Tbk	2008	10.1043	0.1191	0.0455	0.3993	0.3576	0.0703	0.0082
33	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2008	10.3880	0.0924	0.0368	0.3641	0.4051	0.0907	0.0109
34	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2008	11.3223	0.0384	0.0166	0.2216	0.4998	0.1963	0.0273
35	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2008	9.9362	0.1378	0.0512	0.4157	0.3282	0.0602	0.0070
36	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2008	11.0377	0.0505	0.0214	0.2652	0.4849	0.1574	0.0207
37	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2008	12.1402	0.0173	0.0077	0.1194	0.4608	0.3350	0.0598
38	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2008	14.6733	0.0014	0.0006	0.0112	0.0953	0.4469	0.4445
39	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2008	11.7982	0.0242	0.0107	0.1571	0.4913	0.2734	0.0432
40	ISAT	Indosat Tbk	2008	12.8700	0.0084	0.0038	0.0630	0.3497	0.4586	0.1165
41	JPFA	JAPFA Tbk	2008	10.4989	0.0835	0.0337	0.3484	0.4222	0.1000	0.0122
42	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2008	12.7529	0.0095	0.0043	0.0701	0.3700	0.4413	0.1050
43	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2008	11.3738	0.0366	0.0159	0.2140	0.5009	0.2039	0.0287
44	LTLS	Lautan Luas Tbk	2008	10.6414	0.0732	0.0300	0.3272	0.4424	0.1132	0.0140
45	MEDC	Medco Energi International Tbk	2008	12.6275	0.0107	0.0048	0.0784	0.3910	0.4213	0.0938
46	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2008	10.6585	0.0720	0.0296	0.3245	0.4447	0.1149	0.0142
47	MYOR	Mayora Indah Tbk	2008	10.6640	0.0717	0.0295	0.3237	0.4454	0.1154	0.0143

48	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2008	11.4463	0.0341	0.0148	0.2036	0.5016	0.2150	0.0308
49	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2008	11.9682	0.0205	0.0091	0.1374	0.4785	0.3037	0.0508
50	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2008	10.6987	0.0694	0.0286	0.3184	0.4499	0.1189	0.0148
51	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2008	10.0541	0.1244	0.0472	0.4046	0.3489	0.0671	0.0078
52	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2008	9.4688	0.2033	0.0678	0.4383	0.2474	0.0388	0.0044
53	WIKA	Wijaya Karya Tbk	2008	11.6463	0.0281	0.0123	0.1762	0.4986	0.2474	0.0373
54	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2009	12.1761	0.0167	0.0075	0.1158	0.4565	0.3416	0.0618
55	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2009	12.8921	0.0083	0.0037	0.0617	0.3458	0.4617	0.1188
56	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2009	9.4551	0.2055	0.0683	0.4384	0.2452	0.0383	0.0043
57	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2009	11.1802	0.0441	0.0189	0.2430	0.4942	0.1761	0.0238
58	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2009	11.0235	0.0511	0.0217	0.2674	0.4838	0.1556	0.0204
59	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2009	11.1273	0.0463	0.0198	0.2512	0.4911	0.1690	0.0226
60	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	2009	11.4940	0.0326	0.0142	0.1969	0.5016	0.2225	0.0322
61	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2009	9.8861	0.1439	0.0529	0.4198	0.3193	0.0575	0.0066
62	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2009	10.8042	0.0629	0.0262	0.3019	0.4626	0.1300	0.0164
63	EXCL	XL Axiata Tbk	2009	12.1648	0.0169	0.0076	0.1169	0.4579	0.3395	0.0612
64	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2009	12.8786	0.0084	0.0038	0.0625	0.3482	0.4598	0.1174
65	ISAT	Indosat Tbk	2009	13.2518	0.0058	0.0026	0.0442	0.2827	0.5028	0.1619
66	JPFA	JAPFA Tbk	2009	12.0856	0.0183	0.0082	0.1249	0.4669	0.3251	0.0568
67	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2009	11.4844	0.0329	0.0143	0.1982	0.5016	0.2210	0.0319
68	JSMR	Jasa Marga Persero	2009	13.2313	0.0059	0.0027	0.0451	0.2862	0.5010	0.1591
69	LTLS	Lautan Luas Tbk	2009	10.9347	0.0556	0.0234	0.2814	0.4761	0.1448	0.0187
70	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2009	11.1093	0.0471	0.0201	0.2540	0.4900	0.1666	0.0222
71	MEDC	Medco Energi International Tbk	2009	11.6748	0.0273	0.0120	0.1725	0.4975	0.2522	0.0384
72	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2009	11.4319	0.0346	0.0150	0.2056	0.5016	0.2128	0.0303

73	MYOR	Mayora Indah Tbk	2009	11.6467	0.0281	0.0123	0.1762	0.4986	0.2475	0.0374
74	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2009	12.0174	0.0196	0.0087	0.1320	0.4739	0.3126	0.0532
75	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2009	11.1777	0.0442	0.0189	0.2434	0.4940	0.1757	0.0237
76	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2009	10.8825	0.0584	0.0245	0.2896	0.4710	0.1387	0.0177
77	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2009	10.4152	0.0901	0.0360	0.3604	0.4094	0.0929	0.0112
78	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2010	12.3550	0.0140	0.0063	0.0995	0.4330	0.3741	0.0730
79	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2010	12.6857	0.0101	0.0046	0.0744	0.3814	0.4307	0.0988
80	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2010	11.0066	0.0520	0.0220	0.2700	0.4824	0.1535	0.0200
81	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2010	11.4822	0.0330	0.0144	0.1985	0.5016	0.2206	0.0319
82	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2010	11.0984	0.0476	0.0203	0.2557	0.4893	0.1652	0.0219
83	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2010	11.3435	0.0377	0.0163	0.2185	0.5003	0.1994	0.0279
84	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2010	10.8079	0.0627	0.0261	0.3013	0.4630	0.1304	0.0165
85	EXCL	XL Axiata Tbk	2010	13.4331	0.0048	0.0022	0.0373	0.2519	0.5158	0.1880
86	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2010	12.9402	0.0079	0.0036	0.0591	0.3374	0.4682	0.1239
87	ISAT	Indosat Tbk	2010	13.0230	0.0072	0.0033	0.0547	0.3228	0.4788	0.1332
88	JPFA	JAPFA Tbk	2010	12.5231	0.0119	0.0053	0.0860	0.4078	0.4037	0.0853
89	JMSR	Jasa Marga Persero Tbk	2010	14.1275	0.0024	0.0011	0.0191	0.1510	0.5096	0.3168
90	LTLS	Lautan Luas Tbk	2010	10.9152	0.0567	0.0238	0.2844	0.4742	0.1425	0.0183
91	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2010	11.8851	0.0223	0.0099	0.1468	0.4854	0.2888	0.0469
92	MEDC	Medco Energi International Tbk	2010	13.6602	0.0038	0.0017	0.0300	0.2155	0.5237	0.2252
93	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2010	12.7931	0.0091	0.0041	0.0676	0.3630	0.4474	0.1088
94	MYOR	Mayora Indah Tbk	2010	12.3219	0.0145	0.0065	0.1024	0.4377	0.3681	0.0708
95	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2010	12.2643	0.0153	0.0069	0.1075	0.4454	0.3577	0.0671
96	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2010	12.7057	0.0099	0.0045	0.0731	0.3780	0.4339	0.1006
97	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2010	11.4989	0.0324	0.0141	0.1962	0.5016	0.2233	0.0324



98	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2010	12.5156	0.0120	0.0054	0.0866	0.4090	0.4024	0.0847
99	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2010	14.0075	0.0027	0.0012	0.0215	0.1661	0.5171	0.2914
100	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2011	14.4477	0.0018	0.0008	0.0140	0.1158	0.4779	0.3898
101	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2011	14.5014	0.0017	0.0008	0.0133	0.1106	0.4711	0.4026
102	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2011	10.6121	0.0752	0.0308	0.3316	0.4384	0.1104	0.0136
103	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2011	11.4894	0.0327	0.0143	0.1975	0.5016	0.2218	0.0321
104	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2011	10.8639	0.0595	0.0249	0.2925	0.4691	0.1366	0.0174
105	EXCL	XL Axiata Tbk	2011	12.8551	0.0086	0.0039	0.0639	0.3523	0.4565	0.1150
106	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2011	11.1032	0.0474	0.0202	0.2549	0.4896	0.1658	0.0220
107	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2011	12.6998	0.0100	0.0045	0.0735	0.3790	0.4330	0.1001
108	ISAT	Indosat Tbk	2011	12.9838	0.0075	0.0034	0.0568	0.3297	0.4739	0.1287
109	JPFA	JAPFA Tbk	2011	11.7362	0.0257	0.0113	0.1647	0.4948	0.2627	0.0407
110	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2011	14.0837	0.0025	0.0011	0.0199	0.1564	0.5126	0.3074
111	LTLS	Lautan Luas Tbk	2011	10.6298	0.0740	0.0303	0.3289	0.4408	0.1121	0.0138
112	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2011	12.5837	0.0112	0.0050	0.0815	0.3982	0.4140	0.0901
113	MEDC	Medco Energi International Tbk	2011	13.3121	0.0054	0.0025	0.0418	0.2723	0.5078	0.1702
114	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2011	11.2045	0.0430	0.0185	0.2393	0.4954	0.1794	0.0243
115	MYOR	Mayora Indah Tbk	2011	12.0949	0.0181	0.0081	0.1239	0.4659	0.3268	0.0573
116	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2011	12.0021	0.0199	0.0088	0.1337	0.4753	0.3099	0.0525
117	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2011	13.1458	0.0064	0.0029	0.0488	0.3011	0.4927	0.1480
118	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2011	12.6435	0.0106	0.0048	0.0773	0.3884	0.4239	0.0951
119	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2011	13.8666	0.0031	0.0014	0.0246	0.1851	0.5225	0.2632
120	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2012	13.0129	0.0073	0.0033	0.0553	0.3245	0.4775	0.1320
121	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2012	14.4971	0.0017	0.0008	0.0133	0.1111	0.4716	0.4016
122	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2012	12.5980	0.0110	0.0050	0.0805	0.3959	0.4164	0.0913

123	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2012	12.2524	0.0155	0.0069	0.1086	0.4470	0.3555	0.0664
124	BMTR	Global Mediacom Tbk	2012	12.9255	0.0080	0.0036	0.0599	0.3399	0.4662	0.1223
125	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2012	12.0927	0.0182	0.0081	0.1241	0.4661	0.3264	0.0571
126	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2012	9.7788	0.1576	0.0567	0.4273	0.3004	0.0520	0.0060
127	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2012	11.1242	0.0465	0.0199	0.2517	0.4910	0.1686	0.0225
128	INAF	Indofarma Tbk	2012	11.9096	0.0217	0.0096	0.1439	0.4834	0.2932	0.0480
129	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2012	12.7950	0.0091	0.0041	0.0674	0.3627	0.4477	0.1090
130	INTA	Intranco Penta Tbk	2012	11.2086	0.0429	0.0184	0.2387	0.4956	0.1800	0.0244
131	ISAT	Indosat Tbk	2012	12.6354	0.0106	0.0048	0.0778	0.3897	0.4226	0.0944
132	JPFA	JAPFA Tbk	2012	12.8677	0.0085	0.0038	0.0631	0.3501	0.4583	0.1163
133	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2012	14.4194	0.0018	0.0008	0.0144	0.1186	0.4813	0.3831
134	LTLS	Lautan Luas Tbk	2012	10.4295	0.0889	0.0356	0.3584	0.4116	0.0941	0.0114
135	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2012	12.9246	0.0080	0.0036	0.0599	0.3401	0.4661	0.1222
136	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	2012	10.7304	0.0674	0.0279	0.3134	0.4539	0.1221	0.0153
137	MEDC	Medco Energi International Tbk	2012	13.7064	0.0037	0.0017	0.0287	0.2085	0.5242	0.2333
138	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2012	11.3938	0.0359	0.0156	0.2111	0.5012	0.2070	0.0292
139	MYOR	Mayora Indah Tbk	2012	12.1909	0.0165	0.0074	0.1144	0.4548	0.3443	0.0627
140	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2012	11.8526	0.0230	0.0102	0.1506	0.4878	0.2830	0.0455
141	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2012	11.6915	0.0269	0.0118	0.1704	0.4969	0.2550	0.0390
142	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2012	13.3604	0.0052	0.0024	0.0399	0.2641	0.5113	0.1772
143	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	2012	11.9756	0.0204	0.0091	0.1366	0.4778	0.3051	0.0512
144	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	2012	10.8746	0.0589	0.0247	0.2908	0.4702	0.1378	0.0176
145	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2012	13.9492	0.0029	0.0013	0.0227	0.1738	0.5198	0.2795

**Model Ordered Logit Regresi 2**

No	kode	Nama Perusahaan	THN	z	Probability					
					P1	P2	P3	P4	P5	P6
1	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2007	14.4842	0.0033	0.0021	0.0351	0.2507	0.5320	0.1767
2	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2007	11.9068	0.0422	0.0254	0.2901	0.4862	0.1399	0.0160
3	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2007	13.9397	0.0057	0.0037	0.0586	0.3467	0.4745	0.1107
4	BRAM	Branta Mulia Tbk	2007	10.8422	0.1134	0.0605	0.4438	0.3224	0.0543	0.0056
5	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2007	13.9779	0.0055	0.0035	0.0565	0.3399	0.4800	0.1145
6	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2007	12.3623	0.0272	0.0168	0.2171	0.5133	0.2006	0.0251
7	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2007	10.7422	0.1238	0.0649	0.4522	0.3045	0.0495	0.0051
8	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2007	11.2700	0.0770	0.0437	0.3923	0.3980	0.0805	0.0086
9	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2007	13.7478	0.0069	0.0044	0.0698	0.3807	0.4449	0.0932
10	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2007	16.3404	0.0005	0.0003	0.0057	0.0538	0.3610	0.5787
11	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	2007	10.3581	0.1718	0.0828	0.4693	0.2383	0.0343	0.0035
12	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2007	13.5972	0.0081	0.0051	0.0800	0.4063	0.4193	0.0812
13	ISAT	Indosat Tbk	2007	14.4152	0.0036	0.0023	0.0375	0.2624	0.5273	0.1669
14	JPFA	JAPFA Tbk	2007	12.2336	0.0308	0.0189	0.2369	0.5094	0.1819	0.0221
15	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2007	13.9770	0.0055	0.0035	0.0566	0.3400	0.4798	0.1144
16	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2007	13.1777	0.0122	0.0077	0.1152	0.4677	0.3422	0.0549
17	LTLS	Lautan Luas Tbk	2007	11.3050	0.0745	0.0425	0.3872	0.4039	0.0831	0.0089
18	MEDC	Medco Energi International Tbk	2007	14.0976	0.0049	0.0031	0.0506	0.3183	0.4958	0.1273
19	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2007	12.2289	0.0310	0.0190	0.2376	0.5092	0.1812	0.0220
20	MYOR	Mayora Indah Tbk	2007	11.4180	0.0671	0.0388	0.3701	0.4222	0.0919	0.0099
21	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2007	12.9033	0.0160	0.0101	0.1445	0.4958	0.2913	0.0423
22	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2007	13.2091	0.0118	0.0075	0.1122	0.4638	0.3481	0.0566

23	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2007	11.1462	0.0862	0.0482	0.4094	0.3767	0.0719	0.0076
24	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2007	12.0794	0.0358	0.0218	0.2616	0.5008	0.1611	0.0190
25	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2007	10.2729	0.1843	0.0868	0.4695	0.2246	0.0316	0.0032
26	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	2007	10.6382	0.1356	0.0696	0.4594	0.2861	0.0448	0.0046
27	WIKA	Wijaya Karya.Tbk	2007	13.4309	0.0095	0.0061	0.0926	0.4328	0.3894	0.0696
28	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2008	13.1784	0.0122	0.0077	0.1151	0.4676	0.3423	0.0550
29	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2008	13.3764	0.0100	0.0064	0.0972	0.4409	0.3793	0.0662
30	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2008	11.2225	0.0804	0.0454	0.3990	0.3899	0.0771	0.0082
31	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2008	13.2744	0.0111	0.0070	0.1061	0.4553	0.3603	0.0602
32	BRAM	Branta Mulia Tbk	2008	11.1682	0.0845	0.0474	0.4064	0.3806	0.0734	0.0077
33	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2008	11.5283	0.0605	0.0353	0.3527	0.4391	0.1013	0.0110
34	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2008	12.3761	0.0268	0.0166	0.2150	0.5135	0.2027	0.0254
35	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2008	10.8853	0.1091	0.0587	0.4396	0.3302	0.0565	0.0058
36	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2008	12.3611	0.0272	0.0168	0.2172	0.5133	0.2004	0.0250
37	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2008	12.5633	0.0224	0.0139	0.1879	0.5131	0.2322	0.0305
38	HMSP	H M Sampoerna Tbk	2008	15.4663	0.0013	0.0008	0.0135	0.1178	0.5023	0.3643
39	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2008	12.9347	0.0155	0.0098	0.1409	0.4932	0.2970	0.0436
40	ISAT	Indosat Tbk	2008	14.0410	0.0052	0.0033	0.0533	0.3285	0.4885	0.1211
41	JPFA	JAPFA Tbk	2008	11.7496	0.0491	0.0292	0.3164	0.4690	0.1226	0.0137
42	JSMR	Jasa Marga (Persero) Tbk	2008	13.6768	0.0075	0.0048	0.0745	0.3930	0.4330	0.0874
43	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2008	11.7565	0.0488	0.0290	0.3152	0.4698	0.1234	0.0138
44	LTLS	Lautan Luas Tbk	2008	11.5005	0.0621	0.0362	0.3572	0.4350	0.0989	0.0107
45	MEDC	Medco Energi International Tbk	2008	14.2786	0.0041	0.0026	0.0427	0.2861	0.5157	0.1487
46	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2008	11.8258	0.0456	0.0273	0.3036	0.4778	0.1308	0.0148
47	MYOR	Mayora Indah Tbk	2008	11.8777	0.0434	0.0261	0.2950	0.4833	0.1366	0.0156

48	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2008	12.5011	0.0238	0.0148	0.1967	0.5140	0.2221	0.0287
49	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2008	12.4430	0.0251	0.0156	0.2051	0.5141	0.2130	0.0271
50	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2008	10.8943	0.1082	0.0583	0.4387	0.3318	0.0570	0.0059
51	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2008	11.2974	0.0750	0.0428	0.3883	0.4026	0.0825	0.0088
52	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2008	10.4720	0.1562	0.0774	0.4669	0.2573	0.0383	0.0039
53	WIKA	Wijaya Karya Tbk	2008	12.7088	0.0194	0.0121	0.1684	0.5083	0.2567	0.0351
54	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2009	13.5247	0.0087	0.0055	0.0853	0.4182	0.4064	0.0760
55	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2009	13.4227	0.0096	0.0061	0.0933	0.4340	0.3878	0.0691
56	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2009	10.2671	0.1852	0.0871	0.4694	0.2237	0.0315	0.0032
57	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2009	11.6453	0.0542	0.0320	0.3337	0.4556	0.1122	0.0124
58	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2009	12.1255	0.0342	0.0209	0.2541	0.5038	0.1671	0.0199
59	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2009	12.2375	0.0307	0.0189	0.2363	0.5096	0.1824	0.0222
60	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	2009	11.6283	0.0551	0.0325	0.3365	0.4533	0.1105	0.0122
61	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2009	10.9306	0.1048	0.0568	0.4350	0.3383	0.0590	0.0061
62	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2009	12.1821	0.0324	0.0198	0.2450	0.5070	0.1747	0.0210
63	EXCL	XL Axiata Tbk	2009	12.5963	0.0217	0.0135	0.1833	0.5124	0.2377	0.0315
64	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2009	13.9968	0.0054	0.0035	0.0556	0.3365	0.4826	0.1165
65	ISAT	Indosat Tbk	2009	14.2677	0.0041	0.0027	0.0431	0.2880	0.5147	0.1474
66	JPFA	JAPFA Tbk	2009	13.2284	0.0116	0.0074	0.1104	0.4613	0.3517	0.0576
67	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2009	12.5709	0.0222	0.0138	0.1868	0.5130	0.2335	0.0307
68	JSMR	Jasa Marga Persero	2009	14.1689	0.0046	0.0029	0.0473	0.3056	0.5042	0.1354
69	LTLS	Lautan Luas Tbk	2009	11.8148	0.0461	0.0276	0.3055	0.4766	0.1296	0.0147
70	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2009	12.1219	0.0343	0.0210	0.2547	0.5036	0.1666	0.0198
71	MEDC	Medco Energi International Tbk	2009	12.9438	0.0154	0.0097	0.1398	0.4924	0.2987	0.0440
72	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2009	12.5869	0.0219	0.0136	0.1846	0.5126	0.2361	0.0312

73	MYOR	Mayora Indah Tbk	2009	12.9212	0.0157	0.0099	0.1424	0.4944	0.2945	0.0430
74	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2009	13.0213	0.0143	0.0090	0.1313	0.4851	0.3130	0.0473
75	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2009	11.7746	0.0479	0.0286	0.3122	0.4720	0.1253	0.0141
76	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2009	12.1468	0.0335	0.0205	0.2507	0.5051	0.1699	0.0203
77	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2009	11.3437	0.0719	0.0412	0.3815	0.4103	0.0860	0.0092
78	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2010	13.7182	0.0072	0.0046	0.0717	0.3859	0.4400	0.0907
79	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2010	13.1825	0.0122	0.0077	0.1148	0.4671	0.3431	0.0552
80	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2010	12.4917	0.0240	0.0149	0.1980	0.5141	0.2206	0.0284
81	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2010	12.6484	0.0206	0.0128	0.1763	0.5108	0.2464	0.0331
82	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2010	12.5543	0.0226	0.0140	0.1891	0.5133	0.2307	0.0302
83	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2010	11.8221	0.0458	0.0274	0.3043	0.4774	0.1304	0.0148
84	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2010	10.8031	0.1174	0.0622	0.4473	0.3154	0.0524	0.0054
85	EXCL	XL Axiata Tbk	2010	14.3602	0.0038	0.0024	0.0395	0.2719	0.5230	0.1594
86	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2010	14.1035	0.0049	0.0031	0.0503	0.3173	0.4965	0.1279
87	ISAT	Indosat Tbk	2010	13.9927	0.0054	0.0035	0.0558	0.3372	0.4820	0.1160
88	JPFA	JAPFA Tbk	2010	13.6974	0.0073	0.0047	0.0731	0.3894	0.4365	0.0890
89	JMSR	Jasa Marga Persero Tbk	2010	15.1554	0.0017	0.0011	0.0184	0.1525	0.5306	0.2957
90	LTLS	Lautan Luas Tbk	2010	11.8236	0.0457	0.0274	0.3040	0.4776	0.1306	0.0148
91	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2010	12.8893	0.0162	0.0102	0.1461	0.4969	0.2888	0.0417
92	MEDC	Medco Energi International Tbk	2010	15.0121	0.0020	0.0013	0.0211	0.1708	0.5380	0.2668
93	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2010	14.4288	0.0035	0.0023	0.0370	0.2601	0.5283	0.1688
94	MYOR	Mayora Indah Tbk	2010	13.5523	0.0084	0.0054	0.0832	0.4137	0.4113	0.0779
95	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2010	13.3131	0.0107	0.0068	0.1026	0.4500	0.3675	0.0624
96	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2010	13.4900	0.0090	0.0057	0.0880	0.4237	0.4001	0.0736
97	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2010	12.7635	0.0184	0.0115	0.1614	0.5054	0.2663	0.0370

98	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2010	13.7495	0.0069	0.0044	0.0697	0.3804	0.4451	0.0933
99	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2010	15.4323	0.0013	0.0008	0.0140	0.1213	0.5061	0.3565
100	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2011	15.7707	0.0009	0.0006	0.0100	0.0904	0.4608	0.4372
101	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2011	14.9323	0.0021	0.0014	0.0228	0.1817	0.5405	0.2515
102	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2011	12.1001	0.0351	0.0214	0.2582	0.5022	0.1637	0.0194
103	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2011	12.0784	0.0358	0.0218	0.2618	0.5007	0.1609	0.0190
104	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2011	10.8092	0.1167	0.0619	0.4467	0.3165	0.0527	0.0054
105	EXCL	XL Axiata Tbk	2011	13.8406	0.0063	0.0041	0.0642	0.3644	0.4597	0.1013
106	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2011	12.1659	0.0329	0.0201	0.2476	0.5061	0.1725	0.0207
107	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2011	13.8769	0.0061	0.0039	0.0621	0.3580	0.4653	0.1047
108	ISAT	Indosat Tbk	2011	13.9886	0.0055	0.0035	0.0560	0.3380	0.4814	0.1156
109	JPFA	JAPFA Tbk	2011	12.8114	0.0175	0.0110	0.1554	0.5025	0.2748	0.0387
110	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2011	15.0569	0.0019	0.0012	0.0202	0.1649	0.5361	0.2756
111	LTLS	Lautan Luas Tbk	2011	11.5313	0.0603	0.0353	0.3522	0.4395	0.1016	0.0111
112	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2011	13.6647	0.0075	0.0048	0.0753	0.3950	0.4309	0.0864
113	MEDC	Medco Energi International Tbk	2011	14.6021	0.0030	0.0019	0.0314	0.2313	0.5379	0.1945
114	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2011	12.3572	0.0273	0.0169	0.2178	0.5132	0.1998	0.0249
115	MYOR	Mayora Indah Tbk	2011	13.2495	0.0114	0.0072	0.1084	0.4586	0.3556	0.0588
116	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2011	13.0697	0.0136	0.0086	0.1261	0.4801	0.3220	0.0496
117	SCMA	Surya Citra Televisi Tbk	2011	13.9996	0.0054	0.0035	0.0554	0.3360	0.4830	0.1168
118	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2011	13.9115	0.0059	0.0038	0.0601	0.3518	0.4704	0.1080
119	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2011	15.2909	0.0015	0.0010	0.0161	0.1365	0.5202	0.3247
120	ADHI	Adhi Karya (Persero) Tbk	2012	14.3252	0.0039	0.0025	0.0408	0.2779	0.5200	0.1547
121	ANTM	Aneka Tambang Tbk	2012	15.8587	0.0008	0.0005	0.0092	0.0836	0.4468	0.4590
122	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2012	13.3289	0.0105	0.0067	0.1013	0.4477	0.3705	0.0633

123	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2012	12.1654	0.0329	0.0201	0.2477	0.5061	0.1724	0.0207
124	BMTR	Global Mediacom Tbk	2012	14.1345	0.0047	0.0030	0.0489	0.3117	0.5002	0.1314
125	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2012	13.5182	0.0087	0.0056	0.0858	0.4192	0.4052	0.0755
126	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2012	9.6570	0.2949	0.1129	0.4331	0.1400	0.0174	0.0017
127	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2012	12.1899	0.0322	0.0197	0.2438	0.5074	0.1758	0.0212
128	INAF	Indofarma Tbk	2012	12.6930	0.0197	0.0123	0.1704	0.5090	0.2540	0.0346
129	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2012	13.9820	0.0055	0.0035	0.0563	0.3391	0.4805	0.1150
130	INTA	Intranco Penta Tbk	2012	12.6290	0.0210	0.0131	0.1789	0.5114	0.2431	0.0325
131	ISAT	Indosat Tbk	2012	13.7272	0.0071	0.0045	0.0711	0.3843	0.4415	0.0915
132	JPFA	JAPFA Tbk	2012	13.9375	0.0058	0.0037	0.0587	0.3471	0.4742	0.1105
133	JSMR	Jasa Marga Persero Tbk	2012	15.4071	0.0013	0.0009	0.0144	0.1239	0.5089	0.3507
134	LTLS	Lautan Luas Tbk	2012	11.4237	0.0667	0.0386	0.3693	0.4231	0.0924	0.0100
135	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2012	13.9515	0.0057	0.0036	0.0579	0.3446	0.4762	0.1119
136	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	2012	12.1833	0.0324	0.0198	0.2448	0.5071	0.1749	0.0210
137	MEDC	Medco Energi International Tbk	2012	14.8951	0.0022	0.0014	0.0237	0.1869	0.5413	0.2445
138	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2012	12.6245	0.0211	0.0131	0.1795	0.5116	0.2424	0.0323
139	MYOR	Mayora Indah Tbk	2012	13.3945	0.0099	0.0063	0.0956	0.4383	0.3826	0.0673
140	PJAA	Pembangunan Jaya Ancol Tbk	2012	12.8085	0.0176	0.0110	0.1558	0.5027	0.2742	0.0386
141	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2012	13.0776	0.0135	0.0085	0.1253	0.4793	0.3234	0.0500
142	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2012	14.6188	0.0029	0.0019	0.0309	0.2287	0.5385	0.1971
143	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	2012	12.0011	0.0386	0.0234	0.2745	0.4948	0.1512	0.0176
144	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	2012	12.1051	0.0349	0.0213	0.2574	0.5025	0.1644	0.0195
145	TLKM	Telekomunikasi Indonesia Tbk	2012	15.3712	0.0014	0.0009	0.0149	0.1277	0.5126	0.3426



**Model Ordered Logit Regresi 3**

No	kode	Nama Perusahaan	THN	Probabilty					
				z	P1	P2	P3	P4	P5
1	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2007	9.927624	0.045543	0.045957	0.252659	0.494865	0.160976
2	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2007	12.50212	0.003622	0.003993	0.03083	0.245798	0.715756
3	BRAM	Branta Mulia Tbk	2007	9.454652	0.071127	0.068009	0.318009	0.436065	0.10679
4	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2007	11.56068	0.009234	0.010059	0.073679	0.41151	0.495517
5	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2007	9.915762	0.046062	0.046429	0.254351	0.493778	0.15938
6	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2007	9.065413	0.101536	0.091057	0.361543	0.370925	0.074938
7	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2007	10.13985	0.037158	0.038163	0.222637	0.510304	0.191737
8	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2007	11.29188	0.012048	0.013046	0.09316	0.452941	0.428805
9	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	2007	7.00712	0.469543	0.181823	0.255478	0.08292	0.010237
10	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2007	11.02398	0.015691	0.016861	0.116612	0.486045	0.364791
11	JPFA	JAPFA Tbk	2007	9.20928	0.089143	0.082061	0.34717	0.396084	0.085542
12	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2007	12.76891	0.002777	0.003066	0.023868	0.203494	0.766795
13	LTLS	Lautan Luas Tbk	2007	8.800899	0.128335	0.108749	0.381115	0.32326	0.058541
14	MEDC	Medco Energi International Tbk	2007	12.88715	0.002468	0.002727	0.021291	0.186246	0.787269
15	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2007	9.377752	0.076378	0.072227	0.327678	0.424044	0.099673
16	MYOR	Mayora Indah Tbk	2007	9.87263	0.047994	0.048181	0.260501	0.489638	0.153686
17	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2007	10.46891	0.02702	0.02835	0.178587	0.518116	0.247927
18	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2007	10.07214	0.039658	0.040517	0.232137	0.506225	0.181463
19	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2007	10.30395	0.031713	0.032946	0.200147	0.516734	0.21846
20	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2007	8.538035	0.160718	0.127128	0.390193	0.276335	0.045626

21	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	2007	9.584804	0.062993	0.061273	0.300804	0.455075	0.119855
22	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2008	11.4049	0.010774	0.011698	0.084496	0.436351	0.456681
23	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2008	9.250067	0.085887	0.079608	0.342691	0.403028	0.088786
24	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2008	11.15782	0.013753	0.014839	0.104372	0.470709	0.396327
25	BRAM	Branta Mulia Tbk	2008	9.66691	0.058317	0.057286	0.289536	0.466071	0.12879
26	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2008	8.748289	0.134337	0.112395	0.383806	0.313755	0.055708
27	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2008	10.05406	0.040352	0.041166	0.234691	0.504998	0.178792
28	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2008	9.362079	0.077491	0.073108	0.329595	0.421531	0.098276
29	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2008	9.450003	0.071434	0.068259	0.318605	0.435354	0.106347
30	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2008	10.12027	0.037865	0.038831	0.225373	0.509209	0.188722
31	JPFA	JAPFA Tbk	2008	8.742846	0.134971	0.112774	0.38406	0.312774	0.055422
32	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2008	9.790945	0.051867	0.051646	0.272117	0.48101	0.143359
33	LTLS	Lautan Luas Tbk	2008	9.905617	0.046509	0.046836	0.255798	0.492831	0.158026
34	MEDC	Medco Energi International Tbk	2008	12.28686	0.004489	0.004939	0.037816	0.282743	0.670013
35	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2008	8.975733	0.110015	0.09691	0.369248	0.354875	0.068953
36	MYOR	Mayora Indah Tbk	2008	10.12049	0.037857	0.038824	0.225343	0.509221	0.188755
37	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2008	10.38231	0.029393	0.030686	0.189755	0.518032	0.232134
38	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2008	10.00749	0.042195	0.042879	0.24129	0.50158	0.172056

39	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2008	9.517476	0.067086	0.064694	0.309821	0.445466	0.112932
40	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2008	8.199259	0.211799	0.15011	0.385257	0.219887	0.032947
41	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2009	11.98082	0.006086	0.006673	0.050332	0.337691	0.599218
42	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2009	8.879553	0.119791	0.103362	0.376317	0.337501	0.063029
43	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2009	10.73779	0.020782	0.022094	0.146361	0.509402	0.301361
44	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2009	9.529624	0.06633	0.064067	0.308211	0.447237	0.114155
45	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2009	9.628743	0.060449	0.059114	0.294806	0.461063	0.124568
46	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	2009	9.754174	0.053706	0.05327	0.277317	0.476804	0.138902
47	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2009	8.115213	0.226169	0.155364	0.381177	0.206918	0.030372
48	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2009	9.097243	0.098669	0.089023	0.358567	0.376566	0.077175
49	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2009	11.26783	0.012338	0.013352	0.095096	0.456291	0.422924
50	JPFA	JAPFA Tbk	2009	10.19493	0.035237	0.036337	0.214993	0.513015	0.200418
51	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2009	9.552083	0.064952	0.062919	0.305215	0.450468	0.116446
52	LTLS	Lautan Luas Tbk	2009	10.48424	0.02662	0.027954	0.176647	0.517983	0.250796
53	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2009	9.65832	0.058791	0.057693	0.290726	0.46496	0.127829
54	MEDC	Medco Energi International Tbk	2009	11.39215	0.010911	0.011843	0.085438	0.438288	0.45352
55	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2009	9.702509	0.056393	0.05562	0.284576	0.470574	0.132837
56	MYOR	Mayora Indah Tbk	2009	11.08228	0.014816	0.01595	0.111151	0.479681	0.378403

57	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2009	10.1368	0.037267	0.038267	0.223062	0.510138	0.191266
58	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2009	10.51478	0.02584	0.027179	0.172817	0.517585	0.256578
59	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2009	9.254509	0.085539	0.079344	0.342193	0.403779	0.089147
60	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2010	11.75572	0.007611	0.008319	0.06185	0.378059	0.544161
61	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2010	10.73543	0.02083	0.022142	0.146626	0.509536	0.300866
62	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2010	10.20839	0.034782	0.035902	0.213137	0.513593	0.202585
63	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2010	9.699451	0.056556	0.055762	0.285004	0.470193	0.132485
64	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2010	9.903294	0.046612	0.04693	0.256129	0.492612	0.157717
65	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2010	9.218892	0.088366	0.081479	0.346129	0.397729	0.086296
66	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2010	11.43831	0.010424	0.011326	0.082068	0.431199	0.464983
67	JPFA	JAPFA Tbk	2010	10.82892	0.019007	0.020282	0.136361	0.503462	0.320888
68	LTLS	Lautan Luas Tbk	2010	10.52803	0.025509	0.02685	0.171171	0.517357	0.259113
69	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2010	10.55466	0.024855	0.026198	0.167888	0.5168	0.264259
70	MEDC	Medco Energi International Tbk	2010	13.72353	0.001071	0.001187	0.009393	0.093157	0.895193
71	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2010	10.7386	0.020766	0.022077	0.146269	0.509355	0.301533
72	MYOR	Mayora Indah Tbk	2010	11.81954	0.007143	0.007816	0.058364	0.366735	0.559942
73	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2010	11.79756	0.007301	0.007985	0.059544	0.370649	0.55452
74	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2010	11.28749	0.0121	0.013101	0.093511	0.453558	0.427729
75	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2010	12.19313	0.004927	0.005416	0.041302	0.299383	0.648971

76	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2011	12.69477	0.00299	0.0033	0.025635	0.214801	0.753275
77	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2011	10.25989	0.033094	0.034281	0.206096	0.515497	0.211032
78	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2011	10.186	0.035542	0.036628	0.216226	0.512613	0.198992
79	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2011	9.247415	0.086095	0.079766	0.342987	0.40258	0.088572
80	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2011	11.19612	0.013243	0.014304	0.101063	0.465864	0.405527
81	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2011	11.21311	0.013023	0.014072	0.099623	0.463654	0.409628
82	JPFA	JAPFA Tbk	2011	9.939293	0.045039	0.045496	0.250996	0.495912	0.162558
83	LTLS	Lautan Luas Tbk	2011	9.113562	0.097227	0.08799	0.356995	0.379443	0.078345
84	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2011	11.21669	0.012977	0.014024	0.099321	0.463183	0.410495
85	MEDC	Medco Energi International Tbk	2011	13.35636	0.001545	0.00171	0.013477	0.127849	0.855419
86	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2011	9.663999	0.058477	0.057424	0.289939	0.465696	0.128464
87	MYOR	Mayora Indah Tbk	2011	11.56616	0.009184	0.010006	0.073322	0.410602	0.496886
88	SCMA	Surya Citra Televisi.Tbk	2011	12.28987	0.004475	0.004924	0.037709	0.282213	0.670679
89	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2011	12.25449	0.004636	0.005099	0.038988	0.28846	0.662818
90	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2012	11.31911	0.011728	0.012708	0.091008	0.449069	0.435487
91	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2012	11.84497	0.006965	0.007624	0.057025	0.362187	0.566199
92	BMTR	Global Mediacom Tbk	2012	12.44299	0.003842	0.004233	0.032617	0.255732	0.703576
93	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2012	10.77733	0.019993	0.021289	0.141962	0.507003	0.309753
94	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2012	8.346916	0.188196	0.140354	0.389719	0.24374	0.03799

## Lampiran 6. (Lanjutan)

95	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2012	11.22202	0.012908	0.013952	0.098874	0.46248	0.411785
96	INAF	Indofarma Tbk	2012	10.73301	0.02088	0.022193	0.146898	0.509672	0.300358
97	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2012	11.34417	0.011441	0.012405	0.089064	0.445433	0.441657
98	INTA	Intranco Penta Tbk	2012	10.92516	0.017293	0.018519	0.126333	0.495641	0.342213
99	JPFA	JAPFA Tbk	2012	11.3311	0.01159	0.012562	0.090073	0.447338	0.438437
100	LTLS	Lautan Luas Tbk	2012	8.848048	0.123153	0.105509	0.378348	0.331796	0.061194
101	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2012	11.56775	0.00917	0.00999	0.073218	0.410337	0.497285
102	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	2012	10.30556	0.031663	0.032898	0.199931	0.516772	0.218735
103	MEDC	Medco Energi International Tbk	2012	13.91052	0.000888	0.000985	0.00781	0.078832	0.911485
104	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2012	9.859978	0.048576	0.048705	0.262304	0.488368	0.152048
105	MYOR	Mayora Indah Tbk	2012	11.59773	0.008902	0.009703	0.07129	0.405325	0.50478
106	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2012	11.33451	0.011551	0.012521	0.089809	0.446844	0.439275
107	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2012	13.04145	0.002116	0.002339	0.018329	0.165249	0.811966
108	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	2012	10.02678	0.041422	0.042162	0.238553	0.503041	0.174822
109	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	2012	10.36985	0.02975	0.031036	0.19139	0.517903	0.229921

## Model Ordered Logit Regresi 4

No	kode	Nama Perusahaan	THN	Probabilty					
				Z	P1	P2	P3	P4	P5
1	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2007	10.54676	0.033467	0.01797	0.277049	0.530317	0.141196

2	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2007	12.90975	0.003249	0.00183	0.038944	0.32008	0.635898
3	BRAM	Branta Mulia Tbk	2007	10.10871	0.050926	0.026592	0.353672	0.472892	0.095917
4	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2007	12.55872	0.004609	0.00259	0.0542	0.387142	0.551459
5	CPIN	Charoen Pokphand Indonesia Tbk	2007	10.5055	0.034828	0.01866	0.284163	0.526082	0.136267
6	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2007	9.6874	0.075593	0.037932	0.422493	0.398896	0.065086
7	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2007	9.961343	0.058539	0.030196	0.378905	0.448484	0.083876
8	EXCL	Excelcomindo Pratama Tbk	2007	12.06574	0.007524	0.004209	0.085004	0.47438	0.428883
9	IDKM	Indosiar Karya Media Tbk	2007	7.597584	0.397959	0.110686	0.394629	0.088188	0.008539
10	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2007	11.77805	0.010007	0.005576	0.109371	0.514754	0.360292
11	JPFA	JAPFA Tbk	2007	9.743665	0.071754	0.03623	0.414015	0.409406	0.068594
12	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2007	13.08282	0.002734	0.001541	0.033012	0.28776	0.674953
13	LTLS	Lautan Luas Tbk	2007	9.265159	0.110903	0.052518	0.474549	0.318384	0.043647
14	MEDC	Medco Energi International Tbk	2007	14.25534	0.000848	0.000479	0.010521	0.117899	0.870252
15	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2007	10.49056	0.035334	0.018916	0.286752	0.524481	0.134517
16	MYOR	Mayora Indah Tbk	2007	10.41499	0.038002	0.020258	0.299922	0.515859	0.12596
17	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2007	11.3047	0.015968	0.008815	0.161708	0.553795	0.259715
18	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2007	10.35922	0.040094	0.021302	0.309705	0.508952	0.119947
19	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2007	11.24515	0.016931	0.009332	0.169431	0.555876	0.248431
20	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2007	9.125358	0.125456	0.057987	0.486154	0.292233	0.03817
21	UNIC	Unggul Indah Cahaya Tbk	2007	10.05222	0.053727	0.027929	0.363442	0.463773	0.091128
22	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2008	12.00453	0.007995	0.004469	0.089755	0.483822	0.413959
23	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2008	9.618621	0.080541	0.040091	0.432442	0.385902	0.061024
24	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2008	12.05888	0.007575	0.004237	0.085526	0.475459	0.427203
25	BRAM	Branta Mulia Tbk	2008	10.45312	0.036632	0.01957	0.293262	0.520318	0.130218
26	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2008	9.185899	0.118963	0.055585	0.48152	0.303476	0.040456

27	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2008	10.48686	0.03546	0.018979	0.287394	0.524079	0.134087
28	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2008	10.0729	0.052686	0.027433	0.359877	0.467148	0.092856
29	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2008	10.50858	0.034725	0.018608	0.283631	0.526407	0.136629
30	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2008	10.87454	0.024341	0.01326	0.223005	0.553605	0.185789
31	JPFA	JAPFA Tbk	2008	9.22055	0.115379	0.054233	0.478596	0.30997	0.041822
32	KLBF	Kalbe Farma Tbk	2008	10.10044	0.051328	0.026785	0.355109	0.471576	0.095202
33	LTLS	Lautan Luas Tbk	2008	10.42221	0.037739	0.020126	0.298658	0.51672	0.126757
34	MEDC	Medco Energi International Tbk	2008	13.92729	0.001177	0.000665	0.014532	0.155111	0.828515
35	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2008	10.01245	0.055785	0.028903	0.370252	0.457172	0.087888
36	MYOR	Mayora Indah Tbk	2008	10.83029	0.025415	0.013822	0.229987	0.551589	0.179187
37	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2008	10.75194	0.027429	0.01487	0.242614	0.547135	0.167953
38	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2008	9.780116	0.069364	0.035159	0.408375	0.416142	0.07096
39	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2008	10.23685	0.045078	0.02376	0.331243	0.4923	0.107618
40	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2008	8.77203	0.169606	0.072739	0.500286	0.230252	0.027117
41	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2009	12.65658	0.004181	0.002351	0.049463	0.36848	0.575524
42	APOL	Arpeni Pratama Ocean Line Tbk	2009	9.095427	0.128777	0.059192	0.488216	0.286729	0.037086
43	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2009	11.47826	0.013458	0.007458	0.140661	0.543977	0.294446
44	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2009	9.944359	0.059482	0.030636	0.381752	0.445549	0.082581
45	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2009	10.02141	0.055315	0.028681	0.368722	0.458672	0.088609
46	CMNP	Citra Marga Nusaphala Persada Tbk	2009	9.493517	0.090306	0.04424	0.449208	0.362009	0.054237
47	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2009	8.717278	0.177457	0.075083	0.500416	0.221335	0.025709
48	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2009	10.12263	0.050258	0.026271	0.351251	0.475089	0.097131
49	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2009	12.09897	0.00728	0.004074	0.082519	0.469088	0.43704
50	JPFA	JAPFA Tbk	2009	10.9789	0.021982	0.01202	0.207002	0.5569	0.202095
51	RMBA	Bentoel International Inv. Tbk	2009	10.16159	0.048431	0.025391	0.344452	0.481126	0.100601



52	LTLS	Lautan Luas Tbk	2009	11.11962	0.019152	0.010519	0.186537	0.558052	0.225739
53	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2009	10.34629	0.040594	0.021551	0.311978	0.507288	0.118589
54	MEDC	Medco Energi International Tbk	2009	12.54624	0.004667	0.002622	0.054833	0.389507	0.548371
55	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2009	10.80828	0.025966	0.014109	0.233501	0.550451	0.175973
56	MYOR	Mayora Indah Tbk	2009	11.92012	0.008693	0.004854	0.096683	0.496129	0.393641
57	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2009	10.29376	0.042691	0.022588	0.321225	0.50029	0.113207
58	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2009	11.34115	0.015405	0.008511	0.157107	0.552192	0.266785
59	TKIM	Pabrik Kertas Tjiwi Kimia Tbk	2009	9.799976	0.068092	0.034586	0.405257	0.419784	0.072281
60	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2010	12.31982	0.005846	0.003279	0.067572	0.431384	0.491919
61	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2010	11.71346	0.010667	0.005938	0.115584	0.522268	0.345543
62	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2010	10.74296	0.02767	0.014994	0.244082	0.546553	0.166701
63	BTEL	Bakrie Telekom Tbk	2010	10.51551	0.034493	0.01849	0.282433	0.527135	0.137449
64	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2010	9.95184	0.059065	0.030441	0.3805	0.446845	0.083149
65	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2010	9.075563	0.131022	0.059998	0.489499	0.283098	0.036383
66	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2010	12.3746	0.005536	0.003106	0.064264	0.421482	0.505612
67	JPFA	JAPFA Tbk	2010	11.70911	0.010713	0.005963	0.116013	0.522752	0.344559
68	LTLS	Lautan Luas Tbk	2010	11.18409	0.017978	0.009893	0.177613	0.557311	0.237206
69	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2010	11.28122	0.016341	0.009015	0.164723	0.554695	0.255226
70	MEDC	Medco Energi International Tbk	2010	15.12227	0.000357	0.000202	0.004455	0.053947	0.94104
71	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2010	12.35009	0.005672	0.003182	0.065726	0.425934	0.499485
72	MYOR	Mayora Indah Tbk	2010	12.62764	0.004303	0.00242	0.050822	0.374016	0.568439
73	SCMA	Surya Citra Televisi. Tbk	2010	12.34658	0.005692	0.003193	0.065937	0.426569	0.498608
74	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2010	12.18616	0.006676	0.00374	0.076298	0.45469	0.458597
75	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2010	13.4119	0.001969	0.001111	0.024035	0.230242	0.742643
76	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2011	12.99911	0.002972	0.001675	0.035765	0.303263	0.656325

77	BLTA	Berlian Laju Tanker Tbk	2011	11.20623	0.017591	0.009686	0.174615	0.556873	0.241235
78	DUTI	Duta Pertiwi Tbk	2011	10.35652	0.040198	0.021354	0.31018	0.508606	0.119662
79	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2011	9.11825	0.126238	0.058273	0.486657	0.290923	0.03791
80	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2011	11.92007	0.008693	0.004854	0.096686	0.496135	0.393631
81	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2011	12.14587	0.006948	0.003891	0.079119	0.46143	0.448612
82	JPFA	JAPFA Tbk	2011	10.49924	0.035039	0.018767	0.285248	0.525415	0.135531
83	LTLS	Lautan Luas Tbk	2011	9.533554	0.08707	0.042881	0.444043	0.369678	0.056328
84	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2011	12.03574	0.007751	0.004335	0.087304	0.479059	0.421551
85	MEDC	Medco Energi International Tbk	2011	14.60055	0.000601	0.00034	0.007479	0.087069	0.904512
86	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2011	10.82679	0.025502	0.013867	0.230544	0.551414	0.178673
87	MYOR	Mayora Indah Tbk	2011	12.19366	0.006626	0.003712	0.075783	0.453418	0.46046
88	SCMA	Surya Citra Televisi Tbk	2011	12.9122	0.003241	0.001825	0.038853	0.319615	0.636465
89	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2011	13.5038	0.001796	0.001014	0.021983	0.215395	0.759812
90	APEX	Apexindo Pratama Duta Tbk	2012	11.99333	0.008084	0.004518	0.090649	0.485504	0.411244
91	ASRI	Alam Sutera Realty Tbk	2012	11.64955	0.011363	0.006318	0.122013	0.52907	0.331235
92	BMTR	Global Mediacom Tbk	2012	13.52441	0.00176	0.000993	0.021547	0.212147	0.763553
93	BSDE	Bumi Serpong Damai Tbk	2012	11.70389	0.010769	0.005993	0.116529	0.523327	0.343382
94	ELTY	Bakrieland Development Tbk	2012	8.109894	0.283679	0.09911	0.465575	0.137465	0.014171
95	FAST	Fast Food Indonesia Tbk	2012	11.94342	0.008494	0.004745	0.094726	0.492819	0.399216
96	INAF	Indofarma Tbk	2012	11.59751	0.011963	0.006646	0.127458	0.534122	0.319811
97	INDF	Indofood Sukses Makmur Tbk	2012	12.27863	0.00609	0.003414	0.070161	0.438707	0.481628
98	INTA	Intranco Penta Tbk	2012	11.88869	0.008968	0.005005	0.099376	0.500484	0.386166
99	JPFA	JAPFA Tbk	2012	12.12831	0.007071	0.003958	0.080377	0.464322	0.444272
100	LTLS	Lautan Luas Tbk	2012	9.288887	0.108585	0.051618	0.472269	0.32288	0.044648
101	MAPI	Mitra Adi Perkasa Tbk	2012	12.35148	0.005664	0.003178	0.065642	0.425682	0.499833

102	MDLN	Modernland Realty Ltd Tbk	2012	11.30264	0.016	0.008832	0.161971	0.553878	0.25932
103	MEDC	Medco Energi International Tbk	2012	15.13436	0.000352	0.000199	0.004402	0.05334	0.941707
104	MPPA	Matahari Putra Prima Tbk	2012	11.04925	0.02052	0.011246	0.196606	0.557951	0.213678
105	MYOR	Mayora Indah Tbk	2012	12.23181	0.00638	0.003575	0.073211	0.446883	0.469951
106	SMRA	Summarecon Agung Tbk	2012	12.28349	0.006061	0.003398	0.069851	0.43785	0.482841
107	SMSM	Selamat Sempurna Tbk	2012	14.27311	0.000833	0.000471	0.010338	0.116112	0.872245
108	SSIA	Surya Semesta Internusa Tbk	2012	10.04855	0.053914	0.028018	0.364072	0.463171	0.090825
109	TBLA	Tunas Baru Lampung Tbk	2012	11.08524	0.019809	0.010869	0.191415	0.558122	0.219786