

Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia  
Juli-Desember 2005, Vol. 2, No. 2, pp.73-102

## **PENGARUH MEKANISME CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PERINGKAT SURAT UTANG PERUSAHAAN DI INDONESIA**

**Dyah Setyaningrum**

*Dyah Setyaningrum adalah staf pengajar Departemen Akuntansi FEUI*

### **Abstract**

*This research investigated whether corporate governance mechanism affects the firm's bond rating in Indonesia. Specifically, investigation on whether corporate governance components, which are represented by ownership structure and influence, financial transparency and disclosure and board structure, affect the firm's bond rating.*

*This research used several corporate governance mechanisms developed by Bursa Efek Jakarta and bond rating classification developed by Pefindo and Kasnic. Ordered logit model is selected to test the research problem.*

*Using firm's characteristic as controlling variable, this research found that the firm's bond rating is: (1) negatively associated with the number of block holders that own at least 5% ownership on the firm; (2) positively associated with percentage of institutional ownerships; (3) positively associated with the size of public accounting firm, and (4) positively associated with existence of audit committee. The relationship between percentage of insider, board size and percentage of independent board with bond rating is not supported by empirical data.*

**Keywords:** *corporate governance, bond rating, block holders, institutional ownership, audit committee, independent board*

## I. PENDAHULUAN

Istilah *Corporate Governance* pertama kali diperkenalkan oleh *Cadbury Committee* tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* (Tjager dkk. 2003). Laporan ini dipandang sebagai titik balik yang sangat menentukan praktek *corporate governance* di seluruh dunia. Sejak saat itu sampai dengan sekarang, praktek tata kelola korporasi yang baik terus menerus dikembangkan untuk memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*) dengan cara meningkatkan prinsip keterbukaan, akuntabilitas, dan keadilan bagi seluruh pemegang saham baik mayoritas maupun minoritas (Krismatono dkk, 2004).

Herwidiyatmo (2000) mengatakan bahwa tata kelola korporasi yang buruk merupakan salah satu penyebab munculnya krisis moneter di Asia Tenggara, dan Indonesia yang terkena dampak paling parah akibat krisis tersebut. Lebih lanjut Herwidiyatmo (2000) mengelompokkan praktik-praktik di Indonesia yang bertentangan dengan konsep *good corporate governance* antara lain adanya konsentrasi kepemilikan oleh pihak tertentu yang memungkinkan terjadinya hubungan afiliasi antara pemilik, pengawas, dan direktur perusahaan; tidak efektifnya peran dewan komisaris; dan lemahnya *law enforcement*. Tuntutan investor terhadap mekanisme *good corporate governance* pun semakin tinggi. Sehingga pihak pembuat regulasi harus mengeluarkan berbagai peraturan yang intinya bertujuan melindungi para pemegang saham dari adanya asimetri informasi.

Penelitian ini bertujuan memberikan bukti empiris di Indonesia tentang pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Penelitian ini merujuk pada penelitian Ashbaugh dkk (2004) yang menemukan bahwa peringkat surat utang (1) berhubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*block holders*) di perusahaan, (2) berhubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan (*takeover defenses*), (3) berhubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, (4) berhubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan, dan keahlian dewan serta berhubungan negatif dengan kekuasaan *CEO* atas dewan. Berdasarkan data dari PT. Bursa Efek Surabaya, total obligasi korporasi bermata uang rupiah yang beredar sampai dengan 31 Desember 2004 adalah sebesar 58.8 trilyun rupiah. Jumlah ini naik sekitar 211% dibandingkan jumlah obligasi korporasi yang *outstanding* per 31 Desember 2000 yaitu sebesar 18.9 trilyun rupiah ([www.bes.co.id](http://www.bes.co.id)). Hal ini menunjukkan peningkatan penggunaan surat utang sebagai sumber pembiayaan perusahaan di Indonesia. Oleh karena itu penelitian ini ingin memperkaya penelitian tentang *corporate governance* dimana akan diteliti pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia.

## II. LANDASAN TEORI

### A. CORPORATE GOVERNANCE

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

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

*Organization for Economic Cooperation and Development* (OECD) dalam Krismatono et al. (2004) telah mengembangkan seperangkat prinsip *Good Corporate Governance* yang dapat diterapkan sesuai dengan kondisi di masing-masing negara. Prinsip dasar tersebut adalah: *fairness, transparency, accountability, dan responsibility*.

Prinsip-prinsip tersebut ditujukan untuk membantu pemerintah yang menjadi anggota maupun bukan anggota OECD untuk mengevaluasi dan memperbaiki kerangka regulasi, institusi dan hukum bagi pelaksanaan *Corporate Governance* dalam negaranya, dan memberikan pedoman dan saran bagi pasar modal, investor, perusahaan dan pihak lain yang mempunyai peran dalam proses pengembangan *Corporate Governance* yang baik.

### B. PERINGKAT SURAT UTANG PERUSAHAAN

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

Metodologi pemeringkatan terutama memperhatikan risiko usaha dan risiko keuangan. Secara khusus, dalam jangka pendek, dievaluasi faktor-faktor yang akan dengan segera mempengaruhi kondisi keuangan emiten, seperti likuiditas, siklus konversi aset dan tingkat keyakinan pada kinerja. Turut dianalisis kemungkinan dicapainya puncak dan dasar siklus bisnis dan pengaruhnya kepada kondisi keuangan emiten ([www.kasnicrating.com](http://www.kasnicrating.com)).

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

Dalam penelitian ini, peringkat surat utang dibagi menjadi 9 (sembilan) klasifikasi sesuai dengan klasifikasi yang dikeluarkan oleh Pefindo yaitu <sub>id</sub>AAA, <sub>id</sub>AA, <sub>id</sub>A, <sub>id</sub>BBB, <sub>id</sub>BB, <sub>id</sub>B, <sub>id</sub>CCC, <sub>id</sub>SD, <sub>id</sub>D

### C. PENELITIAN-PENELITIAN SEBELUMNYA

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

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

Selanjutnya Bhojraj & Sengupta (2003) mengatakan bahwa *agency risk* adalah resiko manajemen bertindak untuk kepentingannya sendiri dan menyimpang dari tujuan memaksimalkan nilai perusahaan (*firm value*), termasuk resiko bahwa manajer adalah orang yang tidak kompeten. Jensen and Meckling (1976) mengatakan masalah keagenan (*agency problems*) menyebabkan 'ketidakadilan' bagi pemegang saham minoritas dan kreditur, *agent* cenderung memaksimalkan *return* jangka pendek daripada jangka panjang (Dechow and Sloan, 1991), menanamkan investasi pada proyek yang tidak menguntungkan

untuk meningkatkan ukuran perusahaan, (dan mungkin) meningkatkan kompensasi (Jensen, 1986). Jika mekanisme *corporate governance* dapat mengurangi *agency risk*, maka perusahaan dengan tata kelola korporasi yang baik akan diuntungkan dengan diperolehnya peringkat yang tinggi dan *yields* yang lebih rendah.

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

### III. HIPOTESIS PENELITIAN

Untuk melengkapi penelitian yang dilakukan oleh Ashbaugh dkk (2004) Bhojraj & Sengupta (2003), maka penelitian ini akan meneliti pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan dengan menggunakan *proxy* variabel *corporate governance* seperti pada penelitian Ashbaugh dkk (2004) dengan beberapa modifikasi.

#### A. PENGARUH STRUKTUR DAN PENGARUH KEPEMILIKAN

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

**H<sub>1</sub> : Jumlah *block holder* (yang memiliki 5% atau lebih saham perusahaan yang beredar) berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Shleifer dan Vishny (1997) mengatakan bahwa *block holders* atau investor institusional yang memiliki investasi baik dalam bentuk hutang maupun saham yang besar pada suatu perusahaan sangat *concern* terhadap berfungsinya tata kelola korporasi yang baik. Hal ini karena mereka memiliki kepentingan finansial dan mempunyai hak untuk mengetahui kebijakan dan kinerja manajemen, serta memiliki kekuatan untuk menekan manajemen apabila mereka melakukan tindakan yang menyimpang dan merugikan. Hasil penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan positif antara *block holders*

dan kepemilikan institusional dengan peringkat surat utang dan hubungan negatif dengan *yield*.

**H<sub>2</sub> : Jumlah persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan.**

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

**H<sub>3</sub> : Jumlah persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam (baik direksi maupun komisaris) berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

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

## **B. PENGARUH TRANSPARANSI DAN PENGUNGKAPAN INFORMASI KEUANGAN**

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

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

**H<sub>4</sub> : Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 memiliki peringkat surat utang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang diaudit oleh KAP non-Big 4**  
DeFond et.al (2002), Chung dan Kallapur (2003) dan Ashbaugh et.al (2003) tidak menemukan bahwa independensi audit dan kualitas laporan keuangan terpengaruh oleh

adanya *economic bonding* antara auditor dan kliennya. Perusahaan yang diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big 4, diharapkan memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Non-Big 4. KAP Big 4 memiliki reputasi internasional dan prosedur audit baku yang diharapkan mampu memberikan opini independen sehingga mengurangi *agency risk*, menurunkan *default risk* dan menaikkan peringkat surat utang perusahaan.

**H<sub>5</sub> : Perusahaan yang memiliki komite audit yang sudah sesuai dengan peraturan BEJ akan memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang komite auditnya belum sesuai.**

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

### C. PENGARUH STRUKTUR DEWAN KOMISARIS

Dalam penelitian ini, struktur dewan komisaris dijelaskan oleh dua variabel, yaitu (1) ukuran dewan komisaris dan (2) persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris.

**H<sub>6</sub> : Ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan**

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

**H<sub>7</sub> : Persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Ashbaugh dkk (2004) menyebutkan bahwa struktur dewan komisaris berkaitan dengan hal-hal seperti ukuran dewan komisaris dan komposisinya yaitu proporsi dewan komisaris baik *inside*, *outside* maupun *affiliated directors*, kompetensi dari anggota dewan komisaris, kecukupan jumlah dewan komisaris independen dalam dewan yang mewakili kepentingan seluruh *stakeholders*, serta struktur kepemimpinan dan sistem remunerasi yang dapat memotivasi anggota dewan komisaris kesuksesan jangka panjang perusahaan. Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan bahwa perusahaan dengan proporsi dewan komisaris independen yang lebih besar akan memiliki tata kelola (*governance*) yang lebih baik, sehingga *agency risk* berkurang, peringkat surat utang perusahaan naik dan *yield* rendah.

#### D. PENGARUH KARAKTERISTIK PERUSAHAAN

Tambahan *variable* kontrol berupa beberapa karakteristik perusahaan yang dimasukkan dalam penelitian ini diperoleh berdasarkan survei penelitian sebelumnya antara lain Horrigan (1996), Kaplan dan Urwitz (1979), Boardman dan McEnally (1981), Lamy dan Thompson (1988), dan Ziebart dan Rieter (1992).

##### **H<sub>8</sub> : Tingkat leverage berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

*Leverage* merupakan salah satu indikator solvabilitas perusahaan. Perusahaan yang *leverage*-nya tinggi artinya porsi hutangnya lebih besar daripada aktivasinya. Resiko gagal bayar (*default risk*) perusahaan yang mempunyai *leverage* tinggi lebih besar, sehingga hal ini dapat menurunkan peringkat surat utang perusahaan.

##### **H<sub>9</sub> : ROA berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

*Return On Asset* merupakan salah satu indikator profitabilitas perusahaan, karena rasio ini mengukur berapa efisien asset dikelola dan berapa *earnings* yang dihasilkan. Semakin efisien *asset* dikelola, semakin besar pendapatan, semakin kecil kemungkinan perusahaan gagal bayar.

##### **H<sub>10</sub> : Interest coverage berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Rasio *Interest Coverage* ini mengindikasikan tingkat keamanan bagi *bondholder*, karena semakin besar rasio ini berarti kemampuan perusahaan membayar bunga dan pokok obligasi pada saat jatuh tempo juga tinggi, sehingga resiko *default* berkurang



**H<sub>11</sub> : Ukuran perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Perusahaan yang total aktivasinya besar, diharapkan mempunyai kemampuan yang lebih tinggi dalam membayar kewajiban yang jatuh tempo.

**H<sub>12</sub> : *Capital intensity* berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan**

Perusahaan yang *capital intensity* besar menginvestasikan dana yang cukup besar untuk membeli aktiva tetap, investasi dalam aktiva tetap adalah *irreversible investment* dan hal ini biasanya dimiliki oleh perusahaan yang sudah stabil. Perusahaan yang *capital intensity*-nya besar diharapkan mempunyai cukup cadangan berupa aktiva untuk membayar kewajiban bila sewaktu-waktu perusahaan gagal bayar.

**H<sub>13</sub> : Perusahaan yang masuk dalam industri keuangan dan utilitas akan memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang masuk dalam industri lainnya**

Perusahaan yang masuk dalam kategori industri keuangan seperti perbankan, asuransi, perusahaan sekuritas dan lembaga pembiayaan lainnya serta perusahaan dalam industri utilitas (yang berhubungan dengan kepentingan umum) biasanya diatur dengan regulasi yang lebih ketat oleh pemerintah, karena menyangkut kepercayaan publik. Dengan semakin ketatnya regulasi, perusahaan dalam industri keuangan dan utilitas diprediksikan memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi.

## IV. METODOLOGI PENELITIAN

### A. DATA DAN SAMPEL

Unit analisis dari penelitian ini merupakan unit individual, yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang masih beredar per tanggal 31 Desember 2002, 31 Desember 2003 dan 31 Desember 2004.

Populasi terdiri dari seluruh obligasi perusahaan yang terdaftar di BEJ dan BES yang obligasinya masih beredar per 31 Desember 2002, 31 Desember 2003 dan 31 Desember 2004 yang diketahui data peringkatnya sesuai laporan yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo) dan PT. Kasnic Rating Indonesia (Kasnic) (dua lembaga pemeringkat yang diakui oleh Bank Indonesia). Dari populasi yang ada dilakukan analisis untuk memilih sampel yang memenuhi kriteria penelitian. Metode pemilihan sampel adalah *purposive sampling* dengan menggunakan kriteria pemilihan sebagai berikut:

- Obligasi yang dipilih adalah obligasi dari emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Jakarta masih beredar per tanggal 31 Desember 2002, 31 Desember 2003 dan

31 Desember 2004.

- Obligasi yang dipilih adalah obligasi korporasi yang berdenominasi rupiah.
- Obligasi yang dipilih adalah obligasi yang diketahui data peringkatnya.
- Emiten mempunyai data laporan keuangan auditan yang lengkap dari tahun 2001-2003.

## B. VARIABEL PENELITIAN DAN OPERASIONALISASI VARIABEL

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah peringkat surat utang, yang dikeluarkan oleh PT. Pefindo Credit Rating Indonesia (Pefindo) dan PT. Kasnic Rating Indonesia (Kasnic) yang diakses dari [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com) dan [www.kasnicrating.com](http://www.kasnicrating.com).

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

Tabel 1: Peringkat Obligasi Pefindo

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

Sumber: Ashbaugh et.al (2004) dan [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)

Variable independen merupakan *proxy* dari *corporate governance* dan karakteristik perusahaan. *Proxy* dari *corporate governance* dibagi dalam 3 kelompok besar yaitu Struktur dan Pengaruh Kepemilikan, Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan, dan Struktur Dewan Komisaris. Sementara itu, karakteristik perusahaan merupakan variabel kontrol yang dijelaskan dengan menggunakan lima variabel.

Definisi operasional dari seluruh variabel independen terdapat di Tabel 2.

Tabel 2. Operasionalisasi Variabel Independen

Variabel Independen	Definisi Operasional
	<i>Corporate Governance</i>
<b>Struktur dan Pengaruh Kepemilikan:</b>	
BLOCK	Jumlah <i>block holder</i> , dimana <i>block</i> didefinisikan jumlah kepemilikan sebesar 5% atau lebih
%INST	Persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional, dimana investor institusional didefinisikan investor yang berasal dari sektor keuangan (Bank, Asuransi, Perusahaan Efek dan Lembaga Pembiayaan lainnya)
%INSIDE	Persentase saham yang dimiliki oleh orang dalam, baik direksi maupun dewan komisaris
<b>Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan</b>	
AUDIT	1 (satu) jika perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik (KAP) Big 4 dan 0 (nol) jika lainnya
AUD_COM	1 (satu) jika perusahaan memiliki komite audit sesuai dengan peraturan BEJ dan 0 (nol) jika lainnya
<b>Struktur Dewan Komisaris</b>	
BODZ	Jumlah anggota dewan komisaris
%BRD_IND	Persentase komisaris independen dalam Dewan Komisaris
	<b>Karakteristik Perusahaan</b>
LEV	Total hutang dibagi dengan total aset
ROA	Laba bersih sebelum pos luar biasa dibagi dengan total aset.
INT_COV	Laba operasi sebelum depresiasi dibagi dengan beban bunga
SIZE	Natural logaritma dari total aset
CAP_INTEN	Aktiva tetap (kotor) dibagi total aset
FIN_UTILITY	1 (satu) jika perusahaan adalah lembaga keuangan atau utilitas, 0 (nol) jika lainnya

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

### C. METODE ANALISIS

Penelitian ini menggunakan *ordered dependent variable model*. Model ini dipilih karena variabel dependen penelitian ini adalah variabel kualitatif yang mempunyai urutan (*ordered*), sehingga tidak dapat digunakan model probabilitas linier seperti *multinomial logit*.

Dalam *ordered logit models*:

1. Variable dependen Y mewakili kategori yang mempunyai urutan (*ordered categories*).
2. Y merupakan fungsi dari variabel lain yang belum terukur.
  - a. Dalam model *ordered logit*, ada variabel kontinu yaitu variabel *latent* D, yang nilainya ditentukan dari nilai *ordered* variabel Y yang akan diobservasi.
  - b. *Continuous latent variable* D mempunyai *limit point*. Nilai variabel Y yang diobservasi akan tergantung pada *interval limit point*-nya. Dalam penelitian ini, kita meng-observasi peringkat obligasi dengan 7 (tujuh) kategori ( $M = 7$ ) dari  $_{id}AAA$  sampai  $_{id}D$  atau SD sebagai berikut:

$$Y_i = 1 \text{ if } D_i \leq \delta_1$$

$$Y_i = 2 \text{ if } \delta_1 \leq D_i \leq \delta_2$$

Dan seterusnya

Nilai *continuous latent variable* D diestimasi dengan persamaan sebagai berikut:

$$D_i = \sum_{k=1}^K \beta_k X_{ki} + \varepsilon_i = Z_i + \varepsilon_i$$

$$Z_i = \sum_{k=1}^K \beta_k X_{ki}$$

Sumber:

[www.nd.edu/~rwilliam/zsoc593/spring2003/lectures/127.pdf#search='ordered%20logit%20model'](http://www.nd.edu/~rwilliam/zsoc593/spring2003/lectures/127.pdf#search='ordered%20logit%20model')

Nilai  $\beta$  dan  $\delta$  adalah parameter yang diestimasi dari model. Setelah mendapatkan angka

tersebut, kita akan memperoleh nilai Z, dimana:  $Z_i = \sum_{k=1}^K \beta_k X_k$

Tidak ada *intercept* dalam persamaan ini, probabilita dari masing-masing peringkat adalah sebagai berikut:

$$P(Y = 1) = \frac{1}{1 + \exp(Z_i - \delta_1)}$$

$$P(Y = 2) = \frac{1}{1 + \exp(Z_1 - \delta_2)} - \frac{1}{1 + \exp(Z_1 - \delta_1)}, \text{ dan seterusnya}$$

Sumber:

[www.nd.edu/~rwilliam/zsoc593/spring2003/lectures/l27.pdf#search='ordered%20logit%20model'](http://www.nd.edu/~rwilliam/zsoc593/spring2003/lectures/l27.pdf#search='ordered%20logit%20model')

Secara matematis, model dalam penelitian adalah sebagai berikut:

Peringkat surat utang = f(komponen *corporate governance*, karakteristik perusahaan)

$$\begin{aligned} \text{RATE} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{BLOCK}_{it} + \alpha_2 \% \text{INST}_{it} + \alpha_3 \% \text{INSIDE}_{it} + \alpha_4 \text{AUDIT}_{it} + \\ & \alpha_5 \text{AUD\_COM}_{it} + \alpha_6 \text{BODZ}_{it} + \alpha_7 \% \text{BRD\_IND}_{it} + \alpha_8 \text{LEV}_{it} + \alpha_9 \text{ROA}_{it} + \\ & \alpha_{10} \text{INT\_COV}_{it} + \alpha_{11} \text{SIZE}_{it} + \alpha_{12} \text{CAP\_INTEN}_{it} + \alpha_{13} \text{FIN\_UTILITY}_{it} + e \end{aligned}$$

Untuk melakukan estimasi terhadap parameter regresi, penelitian ini menggunakan metode *ordered logit* dengan menggunakan *software* E-Views 4.0. Data *outlier* yang ditemukan dalam penelitian ini akan dibuang agar didapat persamaan regresi yang baik dan dapat diandalkan. Batas *outlier* yang ditetapkan adalah sebesar 6 (enam) kali standar deviasi.

## V. ANALISIS DATA

### A. HASIL PEMILIHAN SAMPEL

Dengan menggunakan kriteria pemilihan sampel yang telah disebutkan sebelumnya, telah terpilih 213 obligasi yang digunakan sebagai sampel. (Lihat Tabel 3).

Tabel 3: Ringkasan Sampel

	2002	2003	2004	Total
Jumlah Obligasi yang beredar per akhir tahun	111	182	245	538
Obligasi yang sahamnya tidak tercatat di BEJ	-51	-97	-145	-293
	60	85	100	245
Obligasi yang tidak berdenominasi rupiah	0	-2	-2	-4
	60	83	98	241
Obligasi yang tidak ditemukan data peringkatnya	-7	-4	-4	-15
	53	79	94	226
Obligasi yang laporan keuangannya tidak lengkap	0	-5	-8	-13
<b>Total</b>	<b>53</b>	<b>74</b>	<b>86</b>	<b>213</b>

Deskripsi statistik sampel untuk keseluruhan variabel dapat dilihat pada tabel 4

Tabel 4: Deskripsi Statistik

	Mean	Median	Max.	Min.	Std. Dev.	Skewness	Kurtosis	Jarque-Bera	Probability	Observations
RATE	4,3105	5	7	1	1,5578	-1,0468	3,3021	35,42	0	190
BLOCK	2,4	2	6	1	1,1988	0,708	2,7934	16,21	0,0003	190
INST	0,129	0,0656	0,9877	0	0,1762	1,6916	6,0945	166,42	0	190
INSIDE	0,0053	0	0,1	0	0,0157	3,9781	20,1909	2.840,72	0	190
AUDIT	0,7474	1	1	0	0,4357	-1,1386	2,2964	44,97	0	190
AUD COM	0,7842	1	1	0	0,4125	-1,3818	2,9093	60,53	0	190
BODZ	5,1	5	11	2	2,5335	1,0227	3,1059	33,21	0	190
BRD IND	0,3799	0,3333	0,6	0,2	0,0981	0,2937	2,3234	6,36	0,0417	190
LEV	0,6438	0,6085	3,1349	0,1584	0,3052	4,4977	34,5061	8.498,95	0	190
ROA	0,0351	0,0328	0,8968	-0,6464	0,1026	1,1122	39,1963	10.411,38	0	190
INT_COV	2,2276	0,7795	36,2106	-3,571	4,4271	4,0997	26,1532	4.776,12	0	190
SIZE	16,9197	16,0996	28,5567	12,4714	3,8938	1,5	4,4805	88,6	0	190
CAP_INTEN	0,5314	0,503	1,6613	0,0065	0,3812	0,2492	2,202	7,01	0,0301	190
FIN_UTILIT	0,3737	0	1	0	0,4851	0,5222	1,2727	32,26	0	190

Pada Tabel 4 dapat dilihat bahwa obligasi yang masuk dalam sampel mempunyai rata-rata *peringkat* 4.31. Artinya, obligasi berada pada kisaran peringkat BBB+, BBB, dan BBB-.

Untuk variabel independen *corporate governance*, dalam kategori struktur dan pengaruh kepemilikan, variabel *block* mempunyai rata-rata 2,4. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata jumlah pemegang saham yang memiliki saham lebih dari 5% dalam perusahaan berjumlah 2,4. Dengan demikian kepemilikan perusahaan cukup terkonsentrasi karena saham perusahaan hanya dimiliki oleh beberapa *block holder* besar. Dari persentase kepemilikan institusional, diperoleh rata-rata 12,9%; artinya, investor institusional yang berasal dari sektor keuangan rata-rata memiliki 12,9% saham perusahaan. Variabel ketiga adalah *inside* yang menunjukkan rata-rata sebesar 0,53%; artinya, dewan direksi dan komisaris rata-rata memiliki 0,53% saham dalam perusahaan. Berdasarkan kajian awal atas data yang tersedia, saham tersebut ternyata lebih banyak dimiliki oleh dewan komisaris dibandingkan direksi.

Dalam kategori transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, variabel *audit* menunjukkan rata-rata 0,75; hal ini menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Big 4. Hal yang sama ditunjukkan oleh variabel komite audit dengan rata-rata sebesar 0,78; yang menunjukkan bahwa lebih dari 50% perusahaan yang masuk dalam sampel telah memiliki komite audit yang sesuai dengan peraturan Bursa Efek Jakarta.

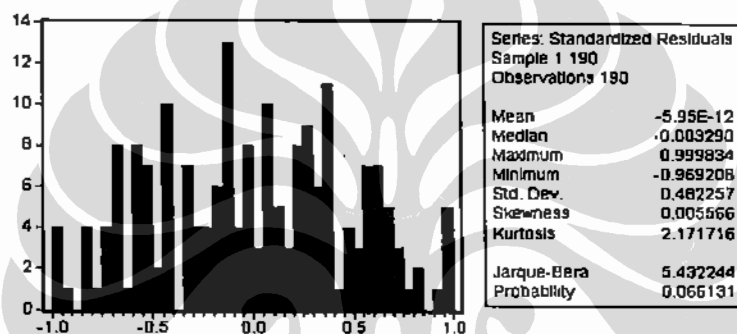
Dalam kategori struktur dewan komisaris, ditemukan bahwa rata-rata ukuran dewan komisaris dalam perusahaan adalah 5,10. Sedangkan persentase komisaris independen

rata-rata adalah 37,99%; hal ini telah sesuai dengan peraturan Bursa Efek Jakarta yang mensyaratkan bahwa persentase komisaris independen adalah sebesar 30%

## B. PENGUJIAN ASUMSI

Dengan menggunakan *histogram normality test* diperoleh hasil seperti dapat dilihat pada Gambar 1.

Gambar 1: *Histogram Normality Test*



Dari *histogram normality test*, diketahui bahwa nilai- $p = 0,07 > \alpha = 0,05$ ; dengan demikian hipotesis bahwa *error* berdistribusi normal dapat diterima. Dengan asumsi ini, maka persyaratan model *logit* yang mengharuskan *error* berdistribusi normal sudah terpenuhi.

Sementara itu, dari hasil *correlation matrix* diketahui bahwa nilai hubungan antar variabel bebas  $< 80\%$ , maka dapat dikatakan bahwa tidak terdapat korelasi yang serius antar variabel bebas, sehingga variable pengujian hipotesis dapat dilanjutkan.

## C. HASIL PENGUJIAN HIPOTESIS

Hasil pengolahan data dengan menggunakan model *ordered logit* dapat dilihat pada Tabel 5 pada halaman berikutnya.

**Tabel 5. Hasil Pengujian Ordered Logit**

Dependent Variable: RATE

Method: ML - Ordered Logit

Date: 07/12/05 Time: 17:59

Sample: 1 190

Included observations: 190

Number of ordered indicator values: 7

Convergence achieved after 6 iterations

Covariance matrix computed using second derivatives

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
BLOCK	-0.6917	0.1514	-4.5698	0.0000
INST	3.7923	1.1447	3.3128	0.0009
INSIDE	15.3375	10.4263	1.4710	0.1413
AUDIT	3.1776	0.4488	7.0802	0.0000
AUD_COM	0.8560	0.4171	2.0521	0.0402
BODZ	0.0660	0.0637	1.0359	0.3002
BRD_IND	-2.7631	1.7025	-1.6230	0.1046
LEV	-2.5722	0.8834	-2.9116	0.0036
ROA	12.7140	2.9017	4.3816	0.0000
INT_COV	0.0360	0.0426	0.8447	0.3983
SIZE	-0.14358	0.0470	-3.0533	0.0023
CAP_INTEN	2.9649	0.5486	5.4042	0.0000
FIN_UTILITY	2.2474	0.4236	5.3050	0.0000

**Limit Points**

	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
LIMIT_2:C(14)	-3.3868	1.2707	-2.6652	0.0077
LIMIT_3:C(15)	-3.1883	1.2638	-2.5227	0.0116
LIMIT_4:C(16)	-3.0508	1.2593	-2.4226	0.0154
LIMIT_5:C(17)	-0.3663	1.2212	-0.2999	0.7642
LIMIT_6:C(18)	2.7636	1.2499	2.2111	0.0270
LIMIT_7:C(19)	6.3786	1.4303	4.4596	0.0000
Akaike info criterion	2.2692	Schwarz criterion	2.5939	
Log likelihood	-196.577	Hannan-Quinn criter.	2.4008	
Restr. log likelihood	-281.041	Avg. log likelihood	-1.0346	
LR statistic (13 df)	168.9284	LR index (Pseudo-R2)	0.3005	
Probability(LR stat)	0.0000			



## D. PENGUJIAN MODEL

### D.1. Pengujian Koefisien Determinasi ( $R^2$ )

Dari tabel 5, diketahui bahwa nilai Pseudo- $R^2$  sebesar 30.05%. Hasil ini menunjukkan bahwa 30.05% variasi peringkat surat utang dapat dijelaskan oleh variabel independen *corporate governance* dan karakteristik perusahaan, sedangkan kurang lebih 70% dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini dapat diterima, karena variabel *corporate governance* memang hanya salah satu dari beberapa faktor yang ikut mempengaruhi peringkat. Faktor lain yang mempengaruhi peringkat antara lain resiko industri, posisi pasar dan lingkungan operasional, arus kas dan fleksibilitas keuangan, arti penting industri/perusahaan bagi pemerintah/perekenomian, dan faktor lainnya ([www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)).

### D.2. Pengujian Pengaruh Variable Bebas secara Bersama-sama

Berdasarkan tabel 5, diperoleh persamaan sebagai berikut:

$$\text{RATE} = -0.6917 \cdot \text{BLOCK} + 3.7923 \cdot \% \text{INST} + 15.3375 \cdot \% \text{INSIDE} + 3.1776 \cdot \text{AUDIT} + 0.8560 \cdot \text{AUD\_COM} + 0.0660 \cdot \text{BODZ} - 2.7631 \cdot \% \text{BRD\_IND} - 2.5722 \cdot \text{LEV} + 12.7140 \cdot \text{ROA} - 0.1436 \cdot \text{SIZE} + 0.0360 \cdot \text{INT\_COV} + 2.9649 \cdot \text{CAP\_INTEN} + 2.2474 \cdot \text{FIN\_UTILITY}$$

Variabel	Nilai	Keterangan
BLOCK	-4.5698	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
%INST	3.3128	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
%INSIDE	1.4710	Tidak signifikan
AUDIT	7.0802	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
AUD COM	2.0521	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
BODZ	1.0359	Tidak signifikan
BRD_IND	-1.6230	Tidak signifikan
LEV	-2.9116	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
ROA	4.3816	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
SIZE	-3.0533	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
INT COV	0.8447	Tidak signifikan
CAP INTEN	5.4042	Signifikan pada $\alpha = 0.05$
FIN UTILITY	5.3050	Signifikan pada $\alpha = 0.05$

Hipotesa pengujian adalah sebagai berikut:

$H_0$  :  $\alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = \dots = \alpha_n = 0$  (Model tidak dapat menjelaskan variabel dependen)

$H_1$  : Bukan  $H_0$  (Model dapat menjelaskan variabel dependen)

Dari tabel 5, diketahui bahwa *probability* (LR stat) = 0.0000 <  $\alpha = 0.05$ , maka hipotesa nol ditolak berarti model dapat menjelaskan variabel dependen, dan setidaknya terdapat satu variabel bebas yang memiliki pengaruh terhadap variabel terikat.

### D.3. Pengujian Pengaruh Variable Bebas secara Individu

#### D.3.1. Pengujian Pengaruh Block Holder terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H1_0 : \alpha_1 = 0$$

$$H1_a : \alpha_1 \neq 0$$

Tabel 5 menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.000 < \alpha = 0.05$ , yang berarti bahwa variabel *block* ternyata mempengaruhi *peringkat* secara signifikan. Koefisiennya yang negatif menunjukkan *block* memiliki pengaruh negatif terhadap peringkat surat utang. *Block* menunjukkan jumlah pemegang saham yang memiliki lebih dari 5% saham di perusahaan. Semakin besar jumlah *block*, berarti total persentase kepemilikan saham oleh *block holders* semakin besar, sehingga meningkatkan kemampuan *block holders* untuk menekan manajemen mengambil keputusan yang menguntungkan mereka. *Block holder* dapat memaksa manajemen berinvestasi pada proyek dengan *return* tinggi dengan resiko yang juga tinggi. Apabila proyek tersebut berhasil, *block holder* mendapat keuntungan dari naiknya harga saham, namun keuntungan ini tidak ikut dinikmati oleh *bondholder*. Sebaliknya jika proyek tersebut gagal, maka *bondholder* yang akan turut menanggung resiko, yakni bila perusahaan gagal membayar bunga dan pokok; hasilnya, hal ini akan membuat *peringkat* obligasi semakin kecil.

#### D.3.2. Pengujian Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat Surat Utang

$$H2_0 : \alpha_2 = 0$$

$$H2_a : \alpha_2 \neq 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat Surat Utang menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.0009 < \alpha = 0.05$ , berarti hipotesa nol ditolak; artinya, kepemilikan institusional mempengaruhi peringkat surat utang secara signifikan. Koefisien yang positif menunjukkan bahwa persentase kepemilikan saham oleh investor institusional berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang. Hasil ini meyakinkan argumen bahwa adanya investor institusional akan semakin meningkatkan *monitoring* terhadap kinerja manajemen yang pada akhirnya menguntungkan seluruh *stakeholders* termasuk *bondholders*.

#### D.3.3. Pengujian Pengaruh Kepemilikan Insiders terhadap Peringkat Surat Utang

$$H3_0 : \alpha_3 = 0$$

$$H3_a : \alpha_3 \neq 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Kepemilikan *Insiders* terhadap Peringkat Surat Utang menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.1413 > \alpha = 0.05$ , berarti hipotesa nol diterima;

artinya, kepemilikan perusahaan oleh orang dalam (dewan direksi dan dewan komisaris) tidak mempengaruhi peringkat surat utang. Dari data diperoleh bahwa rata-rata kepemilikan dewan direksi dan komisaris hanya sebesar 0,53%. Hal ini mungkin menjadi penyebab tidak signifikannya pengaruh *insiders* terhadap peringkat surat utang. Namun, jika hanya melihat koefisiennya yang positif, dapat dikatakan bahwa persentase kepemilikan *insiders* berpengaruh positif peringkat surat utang. Penelitian ini menemukan dalam data, bahwa *insiders* lebih banyak berasal dari dewan komisaris. Sesuai dengan tugas dewan komisaris yaitu memonitor kinerja manajemen, adanya kepemilikan akan semakin meningkatkan kontrol dewan komisaris terhadap motif oportunistik dari pihak manajemen; dan dewan dapat meminta tindakan perbaikan apabila manajemen melakukan tindakan yang merugikan *stakeholders* lainnya, sehingga pada akhirnya *firm value* meningkat.

#### **D.4. Pengujian Pengaruh Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan**

##### **D.4.1. Pengujian Pengaruh Ukuran Kantor Akuntan Publik terhadap Peringkat Surat Utang**

$$H4_0 : \alpha_4 \leq 0$$

$$H4_a : \alpha_4 > 0$$

Dari tabel 6 dapat dilihat bahwa nilai-p = 0.0000 <  $\alpha = 0.05$ , maka perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 memiliki peringkat surat utang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang diaudit oleh KAP Non- Big 4. Hal ini disebabkan KAP Big 4 yang sebagai pihak yang independen mampu mengurangi keraguan *bondholders* atas kualitas laporan keuangan yang pada akhirnya menurunkan *default risk* dan menaikkan peringkat surat utang.

##### **D.4.2. Pengujian Pengaruh Komite Audit terhadap Peringkat Surat Utang**

$$H5_0 : \alpha_5 \leq 0$$

$$H5_a : \alpha_5 > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Komite Audit terhadap Peringkat Surat Utang menunjukkan bahwa nilai-p = 0.0402 <  $\alpha = 0.05$ , berarti adanya komite audit memberikan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Dengan kata lain, perusahaan yang memiliki komite audit yang sesuai dengan peraturan BEJ akan memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak memiliki komite audit yang sesuai dengan peraturan BEJ. Dari perusahaan yang masuk dalam sample, lebih dari 50% telah memenuhi ketentuan BEJ untuk mengangkat komite audit yang telah sesuai dengan persyaratan yang ditetapkan; yaitu, sekurang-kurangnya terdiri dari 3 (tiga) orang anggota, dimana seorang diantaranya merupakan komisaris independen perusahaan tercatat sekaligus merangkap sebagai ketua komite audit, sedangkan anggota lainnya merupakan

pihak ekstern yang independen, dimana sekurang-kurangnya satu diantaranya memiliki kemampuan di bidang akuntansi dan keuangan. Sesuai dengan tugas komite audit yang memberikan pendapat profesional kepada dewan komisaris, khususnya yang berkaitan dengan transparansi laporan keuangan, maka adanya komite audit dapat meningkatkan peringkat

#### D.5. Pengujian Pengaruh Struktur Dewan Komisaris terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

##### D.5.1 Pengujian Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H_0 : \alpha_6 \geq 0$$

$$H_6 : \alpha_6 < 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.3002 > \alpha = 0.05$ , berarti adanya ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang. Ukuran dewan komisaris yang besar tidak selalu menguntungkan bagi *bondholders* karena ada kemungkinan semakin banyak anggota dewan, semakin sulit mengambil keputusan yang bisa disepakati bersama. Para anggota dewan komisaris mungkin juga dapat melakukan tindakan *free-riding* yang hanya menguntungkan kepentingan pribadi mereka sendiri.

##### D.5.2 Pengujian Pengaruh Persentase Komisaris Independen terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H_7 : \alpha_7 \leq 0$$

$$H_7 : \alpha_7 > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Persentase Komisaris Independen terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.1046 > \alpha = 0.05$ , berarti adanya Persentase Komisaris Independen tidak berpengaruh terhadap peringkat surat utang. Meskipun rata-rata ukuran komisaris independen dalam sampel sebesar 37.99% dan sudah melampaui ketentuan BEJ yang mensyaratkan sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris; namun demikian, tidak ditemukan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat. Siregar (2005) mengatakan bahwa ketentuan minimum sebesar 30% mungkin belum cukup tinggi untuk menyebabkan para komisaris independen tersebut untuk dapat mendominasi kebijakan yang diambil oleh dewan komisaris. Jika dewan komisaris independen memiliki suara mayoritas (>50%) maka dewan akan dapat lebih efektif dalam menjalankan peran *monitoring* dalam perusahaan. Tetapi suara mayoritas-pun tidak menjamin pengawasan oleh dewan komisaris akan lebih efektif jika pengangkatan dewan tersebut belum dilandasi oleh kebutuhan, bukan semata pemenuhan regulasi. Selain itu,

pengaruh yang tidak signifikan ini juga bisa disebabkan karena peraturan tentang pengangkatan dewan komisaris independen ini baru berlaku tahun 2001 dan perusahaan masih mencoba beradaptasi dengan peraturan tersebut, sehingga tugas dewan komisaris independen belum dapat dilaksanakan dengan baik.

#### **D.6. Pengujian Pengaruh Karakteristik Perusahaan terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan**

##### **D.6.1 Pengujian Pengaruh Leverage terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan**

$$H8_0 : \alpha_8 \geq 0$$

$$H8_a : \alpha_8 < 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh *Leverage* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.0036 < \alpha = 0.05$ , berarti ada pengaruh negatif yang signifikan antara *leverage* dengan peringkat. Semakin tinggi *leverage* maka peringkat surat utang semakin rendah. *Leverage* sebagai salah satu indikator solvabilitas yang menunjukkan bahwa perusahaan dengan *leverage* yang tinggi, lebih banyak membiayai investasinya dengan hutang. Sehingga, resiko gagal bayar (*default risk*) perusahaan yang mempunyai *leverage* yang tinggi menjadi lebih tinggi, hingga pada akhirnya, hal ini dapat menurunkan peringkat surat utang perusahaan.

##### **D.6.2. Pengujian Pengaruh Return On Assets terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan**

$$H9_0 : \alpha_9 \leq 0$$

$$H9_a : \alpha_9 > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh *Return On Assets* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.0000 < \alpha = 0.05$ , berarti ada pengaruh positif yang signifikan antara *Return On Asset (ROA)* dengan peringkat. Semakin tinggi ROA maka peringkat surat utang semakin besar. ROA sebagai salah satu indikator profitabilitas perusahaan, mengukur berapa efisien asset dikelola dan berapa *earnings* yang dihasilkan. Semakin efisien *asset* dikelola, maka semakin besar pendapatan, sehingga semakin kecil kemungkinan perusahaan gagal bayar, yang menjadikan semakin tinggi pula peringkat surat utang perusahaan tersebut.

##### **D.6.3. Pengujian Pengaruh Interest Coverage terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan**

$$H10_0 : \alpha_{10} \leq 0$$

$$H10_a : \alpha_{10} > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengujian Pengaruh *Interest Coverage* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.3983 < \alpha = 0.05$ , berarti tidak ada pengaruh yang signifikan antara *interest coverage* dengan peringkat. Hal ini mungkin disebabkan oleh beban bunga tidak dibayar dengan menggunakan *income* tetapi menggunakan *cash*, sehingga mungkin lebih tepat digunakan ukuran kemampuan perusahaan dalam membayar beban bunga selain *operating income before depreciation*, misalnya dengan menggunakan *cash flow from operating activities*.

#### D.6.4. Pengujian Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H11_0 : \alpha_{11} \leq 0$$

$$H11_a : \alpha_{11} > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Ukuran Perusahaan terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.0023 < \alpha = 0.05$ , berarti ada pengaruh yang signifikan antara ukuran perusahaan dengan peringkat. Namun koefisien menunjukkan hasil yang berlawanan dengan hipotesis, yaitu ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan peringkat; artinya, semakin besar ukuran perusahaan maka semakin kecil peringkat surat utangnya. Hal ini berhubungan dengan kondisi di Indonesia pasca krisis ekonomi dimana perusahaan-perusahaan besar ternyata malah gagal bertahan. Sebagian besar asset perusahaan besar dibeli dari luar negeri dengan dolar, sementara hasil produksi mereka sebagian besar dijual di dalam negeri dengan mata uang rupiah. Sehingga, ketika terjadi penurunan nilai mata uang rupiah, maka mereka tidak mampu mengembalikan investasi yang sudah ditanamkan. Pengalaman krisis inilah yang membuat peringkat surat utang perusahaan besar cenderung turun.

#### D.6.5. Pengujian Pengaruh Capital Intensity terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H12_0 : \alpha_{12} \leq 0$$

$$H12_a : \alpha_{12} > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh *Capital Intensity* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai- $p = 0.0000 < \alpha = 0.05$ , berarti hipotesa nol ditolak; artinya, ada pengaruh positif yang signifikan antara *capital Intensity* dengan peringkat. Perusahaan yang *capital intensity*-nya besar menginvestasikan dana yang cukup besar untuk membeli aktiva tetap, investasi dalam aktiva tetap adalah *irreversible investment* dan hal ini biasanya dimiliki oleh perusahaan yang sudah stabil. Perusahaan yang *capital intensity*-nya besar diharapkan mempunyai cukup cadangan berupa aktiva untuk membayar kewajiban bila sewaktu-waktu perusahaan mengalami kebangkrutan.

#### D.6.6. Pengujian Pengaruh Jenis Industri terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan

$$H13_0 : \alpha_{13} \leq 0$$

$$H13_a : \alpha_{13} > 0$$

Pengujian terhadap hipotesa Pengaruh Jenis Industri terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan menunjukkan bahwa nilai  $p = 0.0000 < \alpha = 0.05$ , berarti hipotesa nol ditolak; artinya, ada pengaruh positif yang signifikan antara *financial utility* dengan peringkat. Artinya, perusahaan yang masuk dalam kategori industri keuangan dan utilitas akan memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dari sektor lainnya. Hal ini disebabkan perusahaan dari sektor seperti perbankan, asuransi, perusahaan sekuritas dan lembaga pembiayaan lainnya serta perusahaan dalam industri utilitas (yang berhubungan dengan kepentingan umum) biasanya telah diatur dengan regulasi yang lebih ketat oleh pemerintah, karena menyangkut kepentingan publik dan kepercayaan masyarakat kepada pemerintah sebagai *regulator*.

#### D.7. Analisis Tambahan: Perhitungan Probabilita

Sementara itu, dengan menggunakan perhitungan probabilitas yang dihasilkan dari pengolahan model dengan menggunakan *ordered logit*, dapat dilihat perhitungan probabilita dari tiap-tiap obligasi. Sehingga model ini juga dapat digunakan untuk meramalkan peringkat yang akan diperoleh surat utang, jika data *corporate governance* dan karakteristik perusahaan telah tersedia.

Dari 190 obligasi yang masuk dalam sampel, sekitar 57.37% (109 obligasi) nilai prediksi peringkat berdasarkan nilai Z-nya sama dengan peringkat yang diberikan oleh lembaga pemeringkat, sebanyak 25.79% (49 obligasi) mempunyai selisih 1, dan sisanya 16.84% (32 obligasi) memiliki selisih  $> 1$ . Dari 49 obligasi yang selisih-nya 1, semuanya masih berada dalam satu kategori yang sama (*investment/speculative*), sedangkan yang selisihnya  $> 1$ , dapat memiliki kategori yang berbeda. Misalnya berdasarkan prediksi, surat utang perusahaan seharusnya mendapat peringkat 4 (kategori *investment grade*), namun lembaga pemeringkat ternyata hanya memberikan peringkat 1 (kategori *speculative*).

Penyimpangan hasil prediksi menunjukkan bahwa kesalahan prediksi model pengaruh mekanisme *good corporate governance* atas peringkat surat hutang yang digunakan dalam penelitian ini, meningkat untuk kasus-kasus obligasi dengan peringkat spekulatif. Sebaliknya, untuk perusahaan dengan peringkat surat hutang yang baik (*investment grade*), model ini menghasilkan prediksi peringkat yang lebih tepat.

Penyimpangan ini disebabkan oleh adalah adanya faktor di luar *corporate governance* dan keuangan yang menjadi pertimbangan lain penentu peringkat. Faktor tersebut menjadi syarat perlu, sehingga meskipun perusahaan mempunyai tata kelola korporasi dan keuangan baik, tidak dapat menjamin peringkat surat utang menjadi tinggi.

Faktor-faktor tersebut antara lain faktor politis, resiko industri dan posisi perusahaan dalam perekonomian, termasuk pula sentimen pasar dan *rumors*.

## VI. PENUTUP

### A. KESIMPULAN

Penelitian ini ingin melihat apakah mekanisme *corporate governance* mempengaruhi peringkat surat utang perusahaan. Mekanisme *Corporate Governance* dibagi dari 3 kategori yaitu Struktur dan Pengaruh Kepemilikan, Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan, dan Struktur Dewan Komisaris. Penelitian ini menemukan bukti bahwa mekanisme *corporate governance* dapat digunakan untuk menjelaskan peringkat surat utang setelah mempertimbangkan beberapa karakteristik perusahaan yang terbukti signifikan dari penelitian terdahulu sebagai berikut:

1. Dari kategori struktur dan pengaruh kepemilikan penelitian ini menemukan bahwa dua dari tiga variabel mempunyai pengaruh yang signifikan. Variabel tersebut adalah BLOCK (pemegang saham yang mempunyai 5% atau lebih kepemilikan) yang berpengaruh negatif terhadap peringkat surat utang dan %INST (persentase kepemilikan saham oleh investor institusional) berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hal ini mendukung hasil penelitian Ashbaugh et. al (2004). Sedangkan variable ketiga yaitu %INSIDE (persentase saham yang dimiliki oleh dewan direksi dan komisaris) tidak terbukti mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.
2. Dari kategori transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, semua variable menunjukkan pengaruh yang signifikan. Variabel pertama yaitu AUDIT (satu jika perusahaan diaudit oleh KAP Big 4 dan nol jika lainnya) menunjukkan pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang. Variabel kedua yaitu AUD\_COM (satu jika perusahaan memiliki komite audit sesuai dengan peraturan BEJ dan nol jika lainnya), juga memiliki pengaruh yang positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan
3. Kategori terakhir yaitu struktur dewan komisaris, tidak ada variabel yang ditemukan signifikan, baik BODZ (ukuran dewan komisaris) dan %BRD\_IND (persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris) tidak terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat. Hasil ini tidak mendukung penelitian Ashbaugh et. al (2004). Hal ini sekaligus menyimpulkan bahwa dari kategori struktur dewan komisaris, baik ukuran dewan komisaris maupun persentase komisaris independen dalam dewan komisaris tidak terbukti memberikan pengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia.



4. Dalam karakteristik perusahaan, penelitian ini menemukan bahwa *leverage* dan *size* mempunyai pengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan, sedangkan *return on assets*, *capital intencity* dan *financial utility* mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan. Namun variable *interest coverage* tidak terbukti memberikan pengaruh yang signifikan terhadap peringkat surat utang perusahaan.
5. Dengan menggunakan perhitungan probabilita dari model *ordered logit* yang digunakan dalam penelitian ini, perusahaan dapat memprediksi peringkat surat utang yang akan diperoleh dengan memasukkan variabel-variabel mekanisme *corporate governance* dan karakteristik perusahaan. Prediksi ini dapat dibandingkan dengan hasil penilaian atas peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat.

## B. KETERBATASAN DAN SARAN

1. Sampel yang diambil hanya berasal obligasi dari emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Jakarta, karena keterbatasan waktu dan data. Namun, untuk penelitian selanjutnya, disarankan memasukkan obligasi yang beredar dari emiten yang sahamnya tercatat PT. Bursa Efek Surabaya sehingga diperoleh sampel yang lebih besar.
2. Dalam penelitian selanjutnya disarankan juga menggunakan *proxy* lain dari mekanisme *corporate governance* seperti *corporate governance index* sebagai tambahan dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini.
3. Untuk mendapatkan analisis yang lebih komprehensif, perlu juga ditambahkan variabel terikat yang lain untuk diteliti hubungannya dengan mekanisme *corporate governance*, misalnya *bond yields* atau *CEO compensation*.

## DAFTAR PUSTAKA

- Agrawal, A, S. Chadha. 2004. Corporate Governance and Accounting Scandals. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Ajinkya, B., S, Bhojraj, dan P. Sengupta. 1999. The Effect of Corporate Governance on Disclosure. Working Paper. Gainesville: University of Florida.
- Ashbaugh, H., R. LaFond, dan B. Mayhew. 2003. Do Nonaudit Services Compromise Auditor Independence? Further Evidence. *Accounting Review* (78): 611-640.
- \_\_\_\_\_, D.W. Collins, dan R. LaFond. 2004. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Baridwan, Anis. 2002. Tugas Komite Audit dalam Good Corporate Governance. *The Essence of Good Corporate Governance*. FCGI & YPPMI Institute.
- Beasley, M. 1996. An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *Accounting Review* (71): 443-465.
- Bhojraj, S. & P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and the Outside Directors. *The Journal of Business* (76): 455-475.
- Black, B. 1990. Shareholder Passivity Reexamined. *Michigan Law Review* (89): 520-608.
- Boardman, C. & R. McEnally. 1981. Factors Affecting Seasoned Corporate Bond Prices. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (16):207-216.
- Coffe, J. 1991. Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor. *Columbia Law Review* (91):1277-1368.
- Dechow, P, R.Sloan. 1991. Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics* (14):51-89.

- Defond, M., K. Raghunandan dan K.R. Subramanyam. 2002. Do Non-Audit Service Fees Impair Auditor Independence? Evidence from Going Concern Audit Opinions. *Journal of Accounting Research* (40):1247-1274.
- Frankel, R., M. Johnson, dan K. Nelson. 2002. The Relation Between Auditor Fees' for Nonaudit Services and Earnings Management. *Accounting Review* 77: 71-105.
- Gompers, P.A., J.L. Ishii, and A. Metrick. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* (118):107-155.
- Hardjapamekas, E.R. 2001. Dalam Darmawati, 2003. *Good Corporate Governance: Konsep dan Penerapannya di BUMN*. Makalah Seminar Sehari: "Strategi Mewujudkan Good Corporate Governance di dalam Organisasi". Himpunan Mahasiswa Jurusan Akuntansi-STIE YKPN, Yogyakarta.
- Hermalin, B. & M. Weisbach. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* 21(4):101-112.
- Herwidayatno. 2000. Implementasi Good Corporate Governance untuk Perusahaan Publik Indonesia. *Usahawan*, Oktober No. 10, Th XXIX: 25-32.
- Horrigan, J. 1966. The Determinants of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios. *Journal of Accounting Research*(4):44-62.
- Husnan, S. 1999. Indonesia Corporate Governance: Its Impact on Corporate Performance and Finance. Yogyakarta: Gadjah Mada University.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76: hlm. 323-29.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* (3):305-60.
- Jerrell, G & Poulsen A. 1987. Shark Repellents and Stock Prices: The Effect of Antitakeover Amendments Since 1980. *Journal of Financial Economics* (19):127-68.
- Kaplan, R. & G. Urwitz. 1979. Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry. *Journal of Business* (52): 231-261.

- Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No:Kep-315/BEJ/06-2000
- Keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta No:Kep-339/BEJ/07-2001
- Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Directors Characteristics and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* (33):375-400.
- Krismatono, D. 2004. Mendokumentasikan Pencapaian Perbaikan Corporate Governance di Indonesia. *Komitmen Menegakkan Corporate Governance* 3-10.
- Lamy, R & R Thompson. 1988. Risk Premia and the Pricing of Primary Issue Bonds. *Journal of Banking and Finance* 12, hlm. 585-601.
- Larcker, D.F., S.A.Richardson, dan I. Tuna. 2004. How Important is Corporate Governance. [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- Nachrowi, D.N., Hardius Usman, Penggunaan Teknik Ekonometri. *Pendekatan Populer & Praktis Dilengkapi Teknik Analisis & Pengolahan Data Dengan Menggunakan Paket Program SPSS*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2002
- OECD. 1999. Dalam Darmawati, 2003. *OECD Principles of Corporate Governance*.
- Santoso, S. 2004. Buku Latihan SPSS Statistik Multivariat. Jakarta: Elex Media Komputindo.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *Accounting Review* (73):459-474.
- Shleifer, A. & R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* (52)737-783.
- Siregar, S. 2005. *Pengaruh Struktur Kepemilikan, Ukuran Perusahaan, dan Praktek Corporate Governance terhadap Pengelolaan Laba (Earnings Management) dan Kekeliruan Penilaian Pasar*. Universitas Indonesia, Depok
- Siregar, S., Y. S. Bachtiar. 2005. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap peringkat utang perusahaan. *Usulan Proposal Project Grant Departemen Akuntansi*

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

Yermack, D. 1996. Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* (40): 185-211.

Ziebart, D & S. Reiter. 1992. Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information. *Contemporary Accounting Research* (9) :252-282.

[www.bes.co.id](http://www.bes.co.id)

[www.fcgi.or.id](http://www.fcgi.or.id)

[www.jsx.co.id](http://www.jsx.co.id)

[www.kasnicrating.com](http://www.kasnicrating.com)

[www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)

