

**PENGARUH MEKANISME *CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP
PERINGKAT OBLIGASI YANG TERCATAT
DI BURSA EFEK INDONESIA PERIODE
TAHUN 2008 – 2010**

Mariana

Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi Universitas Negeri Surabaya
mariana@unesa.ac.id

Abstrak

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui bagaimana pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap *default risk* yang diproksikan dengan peringkat obligasi. Mekanisme *corporate governance* diproksikan dengan jumlah *blockholder*, kepemilikan institusi, kepemilikan *insider*, kualitas audit, komite audit, ukuran dewan komisaris, dan proporsi dewan komisaris independen. Penelitian ini menggunakan *leverage*, ROA, dan ukuran perusahaan sebagai variable kontrol. Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 81 obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di BEI selama periode 2008-2010 yang telah diperingkat. Penelitian ini menggunakan model analisis *ordinal logistic regression* untuk menguji pengaruh dari mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat obligasi. Hasil penelitian membuktikan bahwa *blockholder*, kualitas audit, dan proporsi dewan komisaris independen berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Penelitian ini tidak berhasil membuktikan bahwa kepemilikan institusi, kepemilikan *insider*, komite audit dan ukuran dewan komisaris berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

Kata kunci: mekanisme *corporate governance*, peringkat obligasi, teori agency, dan teori sinyal.

PENDAHULUAN

Maksum (2005) menyatakan bahwa konsep *corporate governance* dapat didefinisikan sebagai serangkaian mekanisme untuk mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). Pihak-pihak terkait (*stakeholders*) terdiri atas pihak internal yang bertugas mengelola perusahaan dan pihak eksternal yang meliputi pemegang saham, kreditur dan lain-lain. Idealnya pihak internal yang mungkin terdiri dari direktur, para pekerja dan manajemen akan menerima gaji dan imbalan lainnya dalam jumlah yang wajar, sementara para pemegang saham seharusnya menerima pengembalian (*return*) atas modal yang mereka investasikan. Kreditur akan memperoleh pelunasan atas pinjaman yang mereka berikan beserta bunganya, begitu juga halnya dengan pelanggan, mereka akan dapat memperoleh barang ataupun jasa yang ditawarkan perusahaan dengan harga yang wajar dan sebanding dengan uang yang mereka korbankan saat membeli, pemasok

akan menerima pembayaran atas barang atau jasa yang mereka serahkan kepada perusahaan dan bahkan masyarakat sekitarnya pun diharapkan akan memperoleh kontribusi sosial atau bentuk-bentuk manfaat yang lainnya.

Tata kelola perusahaan yang baik selain akan mempengaruhi kinerja perusahaan dalam jangka panjang juga dapat meningkatkan kepercayaan public terhadap perusahaan termasuk perusahaan yang menerbitkan obligasi. Saat ini perkembangan pasar obligasi selain dipengaruhi dari kondisi internal perusahaan juga sangat dipengaruhi oleh perkembangan ekonomi global dan makro ekonomi domestic. Kondisi internal perusahaan dapat dilihat dari risiko bisnis, *cashflow*, dan prospek bisnis di masa mendatang.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap *default risk* (risiko kredit) yang diproksikan dengan peringkat obligasi. Investasi pada obligasi merupakan investasi yang diminati oleh para investor karena memberikan pendapatan tetap. Namun bukan berarti obligasi bebas dari risiko, tetapi memungkinkan juga gagal bayar. Faktor lain adalah struktur obligasi dan kupon yang ditawarkan. Pada umumnya investor tidak hanya terpaku pada kupon obligasi tetapi juga memperhatikan risiko yang mungkin terjadi. (Husnan, 2003)..

Proses pemeringkatan obligasi di Indonesia dilakukan oleh PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Rating Indonesia (Kasnic). Pemeringkat kredit menilai dan mengevaluasi sekuritas utang perusahaan yang diperdagangkan secara umum dalam bentuk peringkat maupun perubahan peringkat obligasi, dan selanjutnya diumumkan ke pasar. Peringkat obligasi sangat bermanfaat bagi investor dan emiten, yaitu memberikan informasi tentang kemampuan perusahaan dalam membayar kupon dan melunasi obligasi yang diterbitkan sehingga tidak sampai terjadi gagal bayar.

Beberapa penelitian terdahulu terkait pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat obligasi dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003), Asbaugh dkk (2004), Setyaningrum (2005), Setyapurnama dan Norpratiwi (2006), Bradley dkk (2007), Rinaningsih (2008).

Penelitian Bhoraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *bond yields*. Menurutnya mekanisme CG dapat mengurangi resiko gagal bayar (*default risk*) dengan cara mengurangi biaya agensi (*agency cost*) yaitu 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 memiliki peringkat surat utang yang tinggi dan *bond yield* yang rendah.

Penelitian Asbaugh et al. (2004) membuktikan bahwa perusahaan dengan GCG yang kuat ternyata memiliki peringkat kredit (*credit ratings*) yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan dengan GCG yang lemah. Peringkat kredit akan mempengaruhi persepsi para kreditor dan calon kreditor atas kredibilitas dan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban finansialnya secara keseluruhan. Penelitian Asbaugh dkk (2004) menemukan bahwa peringkat surat utang memiliki (1) hubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*blockholders*) di perusahaan, (2) hubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan (*takeover defenses*), (3) hubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, (4) hubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan, dan keahlian dewan, (4) hubungan negatif dengan kekuasaan CEO atas dewan.

Penelitian Setyaningrum (2005) menemukan peringkat surat utang memiliki hubungan yang signifikan (1) negatif dengan *blockholders*, (2) positif dengan persentase kepemilikan institusi, (3) positif dengan kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diproksi dari auditor *big-4* dan dengan komite audit. Namun hubungan yang tidak signifikan dengan (1) persentase kepemilikan *insider*, (2) ukuran dewan komisaris, (3) persentase komisaris independen. Penelitian Bradley dkk (2007) menemukan (1) bahwa dengan kondisi keuangan perusahaan konstan, hubungan antara peringkat surat utang dengan antitakeover (*takeover defenses*) positif pada perusahaan yang berkategori *investment*, dan berhubungan negatif dengan perusahaan yang berkategori spekulatif;) variabel dari *governance* yang berdampak pada peringkat surat utang dan *yield*, ternyata tidak berhubungan dengan pengukuran nilai perusahaan (Tobin's Q). Hal ini menjelaskan bahwa faktor *governance* yang signifikan bagi kreditor tidak relevan bagi pemegang saham sehingga kemungkinan kreditor dan pemegang saham memiliki persepsi yang berbeda terhadap struktur dan mekanisme *corporate governance*.

Penelitian Rinaningsih (2008) menemukan bahwa praktek CG dapat digunakan untuk menjelaskan *default risk* yang diproksi dengan peringkat surat utang walaupun tingkat kemampuan menjelaskannya relatif kecil dan masih banyak faktor lain yang mempengaruhi peringkat surat utang. Hubungan peringkat surat utang yang positif dan signifikan dengan praktek CG terjadi pada segi transparansi dan kualitas pelaporan keuangan yaitu auditor KAP *big-4* dan komite audit.

Penelitian di Indonesia terkait *corporate governance* sudah banyak dilakukan, peneliti termotivasi untuk melakukan penelitian ini karena masih sedikit yang mengaitkan dampak *corporate governance* pengaruhnya terhadap risiko kredit. Risiko kredit merupakan ketidakmampuan perusahaan dalam membayar kupon atau nilai nominal pada saat jatuh tempo. Risiko kredit (*default risk*) dapat diukur dengan peringkat surat utang (obligasi) dan rasio utang terhadap ekuitas (DER) (Billings, 1999 dalam Rinaningsih 2008). Risiko kredit dalam penelitian ini diukur dengan peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat independen. Peringkat obligasi juga bisa dijadikan sinyal bagi investor dalam menilai kondisi perusahaan. Peringkat obligasi yang tinggi menunjukkan sinyal yang positif bagi calon investor.

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif dengan menggunakan sampel obligasi yang beredar pada tahun 2008 – 2010. Data keuangan dan variable *corporate governance* diperoleh dari laporan keuangan perusahaan penerbit obligasi dan ICMD. Sedangkan data peringkat obligasi diperoleh dari perusahaan pemeringkat independen yaitu PT. Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Rating Indonesia (Kasnic). Analisis statistik yang digunakan adalah analisis *Ordinal Logistic Regression*.

KAJIAN PUSTAKA DAN HIPOTESIS

Teori Agency

Teori keagenan dapat dipandang sebagai suatu versi dari *game theory*, yang membuat suatu model kontraktual antara dua atau lebih orang (pihak), dimana salah satu pihak disebut *agent* dan pihak yang lain disebut *principal*. *Principal* mendelegasikan pertanggungjawaban atas *decision making* kepada *agent*, hal ini dapat pula dikatakan bahwa *principal* memberikan suatu amanah kepada *agent* untuk melaksanakan tugas tertentu sesuai dengan kontrak kerja yang telah disepakati. Wewenang dan tanggungjawab *agent* maupun *principal* diatur dalam kontrak kerja atas persetujuan bersama. Hubungan keagenan merupakan suatu kontrak antara *principal* dengan *agent*.(Scott : 1997)

Adanya pemisahan pemilik dan manajemen ini, dalam literatur akuntansi disebut dengan *Agency Theory* (teori keagenan). Teori agensi mendasarkan hubungan kontrak antara pemegang saham/pemilik dan manajemen/manajer. Menurut teori ini hubungan antara pemilik dan manajer pada hakekatnya sukar tercipta karena adanya kepentingan yang saling bertentangan (*Conflict of Interest*). Pertentangan dan tarik menarik kepentingan antara prinsipal dan agen dapat menimbulkan permasalahan yang dalam

Agency Theory dikenal sebagai *Asymmetric Information (AI)* yaitu informasi yang tidak seimbang yang disebabkan karena adanya distribusi informasi yang tidak sama antara prinsipal dan agen. (Darmawati et all, 2005)

Hubungan keagenan dapat menimbulkan masalah pada saat pihak-pihak yang bersangkutan mempunyai tujuan yang berbeda. Pemilik modal menghendaki bertambahnya kekayaan dan kemakmuran para pemilik modal, sedangkan manajer juga menginginkan bertambahnya kesejahteraan bagi para manajer. Dengan demikian muncullah konflik kepentingan antara pemilik (investor) dengan manajer (agen). Pemilik lebih tertarik untuk memaksimalkan *return* dan harga sekuritas dari investasinya, sedangkan manajer mempunyai kebutuhan psikologis dan ekonomi yang luas, termasuk memaksimalkan kompensasinya. Kontrak yang dibuat antara pemilik dengan manajer diharapkan dapat meminimumkan konflik antar kedua pihak.

Corporate Governance

Corporate governance menurut FCGI bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditor, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain suatu sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan. Sedangkan IICG (*Indonesian Institute for Corporate Governance*) mendefinisikan *corporate governance* sebagai serangkaian mekanisme untuk mengarahkan dan mengendalikan suatu perusahaan agar operasional perusahaan berjalan sesuai dengan harapan para pemangku kepentingan (*stakeholders*). *Corporate governance* berkaitan erat dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun terhadap iklim usaha di suatu negara.

Menurut OECD (2004) *Organization for Economic Cooperation and Development* tujuan dari *corporate governance* adalah :

1. Untuk mengurangi kesenjangan (*gap*) antara pihak yang memiliki kepentingan dalam suatu perusahaan (pemegang saham mayoritas dan pemegang saham lainnya).
2. Meningkatkan kepercayaan bagi para investor dalam melakukan investasi
3. Mengurangi biaya modal (*cost of capital*)
4. Meyakinkan kepada semua pihak atas komitmen legal dalam pengelolaan perusahaan.

5. Penciptaan nilai bagi perusahaan termasuk hubungan antara para *stakeholders* (kreditur, investor, karyawan perusahaan, *bondholders*, pemerintah, dan *shareholder*).

Mekanisme Corporate Governance

Mekanisme *corporate governance* merupakan suatu aturan main, prosedur, dan hubungan yang jelas antara pihak yang mengambil keputusan dengan pihak yang melakukan kontrol/pengawasan terhadap keputusan tersebut. Mekanisme *corporate governance* dalam penelitian ini terdiri dari 3 (tiga) kategori yaitu struktur kepemilikan dalam perusahaan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan serta struktur dewan komisaris. Masing-masing mekanisme tersebut dijelaskan sebagai berikut :

Struktur Kepemilikan

Menurut Ituriaga dan Zans, 1998 dalam Faisal, 2005 struktur kepemilikan dapat dibedakan menurut dua sudut pandang yang berbeda. *Pertama*, pendekatan keagenan : struktur kepemilikan merupakan suatu mekanisme untuk mengurangi konflik kepentingan antara manajer dengan pemegang saham. *Kedua*, pendekatan informasi asimetri : struktur kepemilikan sebagai salah satu cara untuk mengurangi ketidakseimbangan informasi antara *insider* dan *outsider* melalui pengungkapan informasi. Istilah struktur kepemilikan juga dipakai untuk menunjukkan bahwa variable-variabel yang penting dalam struktur modal tidak hanya ditentukan oleh jumlah utang dan ekuitas, tetapi persentase kepemilikan antara manajer dan institusional. Berdasarkan proporsi saham yang dimiliki, struktur kepemilikan dikelompokkan menjadi : (1) kepemilikan manajerial (*managerial ownership*) : proporsi pemegang saham dari pihak manajemen yang secara aktif ikut dalam pengambilan keputusan perusahaan (direktur dan komisaris). (2) Kepemilikan institusional (*institutional ownership*) : proporsi pemegang saham yang dimiliki oleh pemilik institusional seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi, dana pensiun dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan asosiasi).

1. Blockholder

Menurut S. Thomsen *et al.* dalam Wiliandri (2011) *blockholder* didefinisikan sebagai *shareholder* yang kepemilikannya paling sedikit 5% atas saham perusahaan. Blockholder dibagi menjadi dua yaitu investor individu/perorangan dan investor institusional. Kepemilikan *Blockholder* akan mempengaruhi kebijakan yang diambil manajemen karena *Blockholder* mempunyai dorongan untuk melakukan *voting power* untuk

menikmati sumber penghasilan perusahaan atau keuntungan lain yang tidak dinikmati oleh pemegang saham minoritas. Hal ini disebut *private benefit of control*. Blockholder atau anggota-anggota mereka biasanya diposisikan sebagai direktur atau staf, dimana meletakkan mereka pada posisi tersebut untuk mempengaruhi keputusan-keputusan manajemen secara langsung.

2. Kepemilikan Institusi

Kepemilikan Institusi merupakan persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional yaitu investor dari sektor keuangan (bank, asuransi, perusahaan efek dan lembaga pembiayaan non bank). Investor institusi dapat dibedakan menjadi dua golongan yaitu (a) Investor aktif, investor yang ingin terlibat dalam pengambilan keputusan manajerial. (b) Investor pasif, investor yang tidak ingin terlibat dalam keputusan manajerial. (3) Kepemilikan saham oleh pihak *blockholders* yaitu saham yang dimiliki perseorangan diatas 5% selama tiga tahun berturut-turut tetapi tidak termasuk dalam golongan kepemilikan *insider*.

3. Kepemilikan Insider (Dewan Komisaris dan Direksi)

Kepemilikan *insider* merupakan konsentrasi kepemilikan saham yang dimiliki oleh pihak manajemen (agen) dalam suatu perusahaan. Jensen dan Meckling (1976) menemukan bahwa kepemilikan manajerial berhasil menjadi mekanisme untuk mengurangi masalah keagenan dari manajer dengan menyelaraskan kepentingan-kepentingan manajer dengan pemegang saham. Penelitian mereka menemukan bahwa kepentingan manajer dengan pemegang saham eksternal dapat disatukan jika kepemilikan saham oleh manajer diperbesar sehingga manajer tidak akan memanipulasi laba untuk kepentingannya. Kepemilikan saham manajerial akan membantu penyatuan kepentingan antara manajer dan pemegang saham, sehingga manajer ikut merasakan secara langsung akibat dari keputusan yang diambil.

Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan

Tingkat transparansi dan pengungkapan informasi keuangan bisa dilihat dari kualitas audit yang dilakukan oleh KAP (*Big 4* dan *Non Big 4*) yang mengaudit perusahaan dan komite audit yang dibentuk oleh dewan komisaris.

1. Kualitas Audit

Auditor merupakan salah satu mekanisme untuk mengendalikan perilaku manajemen sehingga proses pengauditan memiliki peranan penting dalam mengurangi biaya keagenan dengan membatasi perilaku oportunistik manajemen. Akuntan public sebagai

auditor eksternal yang relatif lebih independen dari manajemen dibandingkan auditor internal sejauh ini diharapkan dapat meminimalkan kasus rekayasa laba dan meningkatkan kredibilitas informasi akuntansi dalam laporan keuangan.

Argumentasi yang mendasari dimasukkannya kualitas audit adalah semakin tinggi kualitas maka semakin tinggi pula tingkat kepastian suatu perusahaan sehingga semakin kecil kemungkinan perusahaan mengalami kegagalan. Para pengguna laporan keuangan terutama para pemegang saham akan mengambil keputusan berdasarkan pada laporan keuangan yang telah diaudit. Hal ini berarti auditor merupakan pihak yang mempunyai peranan penting dalam melakukan penilaian atas laporan keuangan suatu perusahaan. Dengan reputasi auditor yang baik maka akan memberikan hasil audit yang dapat dipercaya. Kantor akuntan public (KAP) yang mempunyai standar internasional dan lebih terpercaya adalah KAP Big 4. Adapun KAP Big 4 tersebut adalah : *Price Waterhouse Coopers (PWC)*, *Deloitte Touche Tohmatsu*, *Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG) International*, serta *Ernst and Young (EY)*.

2. Komite Audit

Mulai tahun 2001 pemerintah Indonesia mengharuskan perusahaan public mengangkat komisaris independen dan komite audit (KEP-339/BEJ/07-2001). Komite audit dibentuk oleh Dewan komisaris. Keanggotaan Komite Audit diatur dalam Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-315/BEI/062000 bagian C, yaitu sekurang-kurangnya terdiri dari 3 (tiga) orang anggota. Seorang diantaranya merupakan komisaris independen perusahaan tercatat yang 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 atau keuangan. Komite audit juga merupakan unsur penting dalam mewujudkan penerapan *good corporate governance*. Keberadaan komite audit sebagai usaha perbaikan terhadap cara pengelolaan perusahaan terutama cara pengawasan terhadap manajemen perusahaan, karena akan menjadi penghubung antara manajemen perusahaan dengan dewan komisaris maupun pihak ekstern lainnya.

Struktur Dewan Komisaris

1. Ukuran Dewan Komisaris

Dewan Komisaris memegang peranan yang sangat penting dalam perusahaan, terutama dalam pelaksanaan *Good Corporate Governance*. Menurut Egon Zehnder dalam FCGI, Dewan Komisaris merupakan inti dari *Corporate Governance* yang ditugaskan untuk

menjamin pelaksanaan strategi perusahaan, mengawasi manajemen dalam mengelola perusahaan, serta mewajibkan terlaksananya akuntabilitas. Mengingat manajemen yang bertanggungjawab untuk meningkatkan efisiensi dan daya saing perusahaan, sedangkan Dewan Komisaris bertanggungjawab untuk mengawasi manajemen, maka Dewan Komisaris merupakan pusat ketahanan dan kesuksesan perusahaan. (Egon Zehnder International, 2000 hal.12-13 dalam FCGI)

2. Komisaris Independen

Menurut Peraturan Pencatatan Nomor I-A Tentang Ketentuan Umum Pencatatan Efek Bersifat Ekuitas di Bursa, yaitu jumlah komisaris independen minimal 30 persen. Dalam rangka penyelenggaraan pengelolaan perusahaan yang baik (*good corporate governance*), perusahaan tercatat wajib memiliki komisaris independen yang jumlahnya proporsional sebanding dengan jumlah saham yang dimiliki oleh bukan pemegang saham pengendali dengan ketentuan jumlah komisaris independen sekurang-kurangnya 30 persen dari jumlah seluruh anggota komisaris. Komisaris independen adalah sebuah badan dalam perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris independen yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Komisaris independen merupakan pihak yang tidak terafiliasi dengan pemegang saham pengendali, anggota direksi dan dewan komisaris lain, dan perusahaan itu sendiri baik dalam bentuk hubungan bisnis maupun kekeluargaan. Disamping itu komisaris independen memahami undang-undang dan peraturan tentang pasar modal dan diusulkan oleh pemegang saham yang bukan merupakan pemegang saham pengendali dalam Rapat Umum Pemegang Saham.

Obligasi

Husnan (2003) menyebutkan salah satu bentuk pendanaan yang dapat dilakukan oleh suatu perusahaan untuk membiayai investasinya adalah dengan menerbitkan obligasi. Obligasi selain digunakan sebagai sarana melakukan ekspansi juga dapat digunakan sebagai sarana dalam memperkuat permodalan bagi perusahaan. Obligasi adalah surat berharga dalam bentuk sertifikat yang berisi kontrak antara pemberi pinjaman (investor) dengan yang diberi pinjaman (emiten). Bursa Efek Indonesia (2007) mendefinisikan obligasi sebagai surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtangankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut.

Peringkat Obligasi

Peringkat obligasi merupakan indikator kemungkinan pembayaran bunga dan hutang tepat waktu sesuai dengan perjanjian yang telah disepakati (PEFINDO, 2007). Peringkat surat utang perusahaan yang diberikan oleh lembaga pemeringkat independen memberikan gambaran tentang kemampuan emiten untuk memenuhi kewajiban bunga dan pokok secara tepat waktu.

Peringkat obligasi digunakan sebagai tolok ukur risiko kredit (*default risk*). Peringkat obligasi merupakan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Skala tersebut menunjukkan tingkat keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan ini ditunjukkan oleh kemampuan emiten (sebagai penerbit obligasi) dalam membayar bunga dan pelunasan pokok obligasi pada akhir masa jatuh temponya. Peringkat obligasi sangat penting karena mampu memberikan informasi dan signal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan. Peringkat obligasi menunjukkan kualitas kredit perusahaan penerbit, semakin tinggi peringkat yang diperoleh, semakin baik kualitas kreditnya.

Di Indonesia terdapat dua lembaga pemeringkat sekuritas utang yaitu PT PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan Kasnic Credit Rating Indonesia. Metodologi pemeringkatan terutama memerhatikan risiko industri, risiko usaha dan risiko keuangan. Risiko industri terdiri dari tingkat pertumbuhan dan stabilitas industri, struktur pendapatan dan biaya, tingkat persaingan dan *barrier to entry*, peraturan dan deregulasinya, serta profil keuangan industri. Risiko keuangan masing-masing perusahaan berdasarkan kebijakan setiap perusahaan terdiri dari kriteria profitabilitas, struktur modal, arus kas dan fleksibilitas keuangannya. Sedangkan risiko usaha tergantung pada *key success factor* masing-masing perusahaan (www.pefindo.com).

Teori Signalling

Dalam *signaling theory*, pengeluaran investasi memberikan sinyal positif tentang pertumbuhan perusahaan di masa yang akan datang, sehingga meningkatkan harga saham sebagai indikator nilai perusahaan. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar (Brigham, 1999).

Signaling Theory mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan

keinginan pemilik. Teori sinyal menjelaskan bahwa pemberian sinyal dilakukan oleh manajer untuk mengurangi asimetri informasi. (Jama'an : 2008)

Menurut Wolk, et al. (2001:375) teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Teori sinyal menunjukkan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan dengan informasi tersebut. Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal-sinyal pada pengguna laporan keuangan.

Peringkat obligasi mencerminkan kinerja perusahaan yang memberikan sinyal positif yang dapat mempengaruhi opini investor dan kreditor atau pihak-pihak lain yang berkepentingan. Peringkat obligasi memberikan informasi yang berguna bagi investor dan kreditor untuk membuat keputusan investasi, kredit dan keputusan sejenis. Dalam *signaling theory*, Peringkat obligasi yang tinggi memberikan sinyal positif tentang kondisi perusahaan di masa yang akan datang. Peningkatan hutang diartikan oleh pihak luar tentang kemampuan perusahaan untuk membayar kewajiban di masa yang akan datang atau adanya risiko bisnis yang rendah, hal tersebut akan direspon secara positif oleh pasar.

Hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian diatas, maka hipotesis dalam penelitian ini adalah :

- H1: Terdapat pengaruh yang negative antara jumlah *blockholder* (yang memiliki 5% atau lebih saham perusahaan yang beredar) dengan peringkat obligasi perusahaan.
- H2: Terdapat pengaruh yang positif antara kepemilikan institusional dengan peringkat obligasi perusahaan.
- H3: Terdapat pengaruh yang negatif antara kepemilikan orang dalam (*insider*) dengan peringkat obligasi perusahaan.
- H4: Terdapat pengaruh yang positif antara kualitas audit dengan peringkat obligasi perusahaan.
- H5: Terdapat pengaruh yang positif antara Komite audit dengan peringkat obligasi perusahaan.
- H6: Terdapat pengaruh yang positif antara Ukuran dewan komisaris dengan peringkat obligasi perusahaan
- H7: Terdapat pengaruh yang positif antara Persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris dengan peringkat obligasi perusahaan.

Metode Penelitian

Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variable-variabel penelitian dan melakukan analisis data dengan prosedur statistic. Penelitian ini menjelaskan tentang pengaruh *Corporate Governance* terhadap *default risk* yang diproksikan dengan peringkat obligasi. Peneliti mencoba mengkaitkan *Corporate Governance* dengan obligasi untuk mengetahui sejauh mana pengaruhnya terhadap kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Pengujian ini menggunakan model Ordinal Logistic Regression (PLUM).

Penelitian ini akan menggunakan data obligasi dari emiten yang tercatat di BEI (Bursa Efek Indonesia) per tanggal 31 Desember 2008 sampai dengan 31 Desember 2010. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Kriteria tersebut adalah sebagai berikut :

1. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang tidak termasuk dalam industry perbankan, keuangan, dan asuransi.
2. Obligasi yang beredar selama periode pengamatan.
3. Obligasi yang dipilih adalah obligasi dari emiten yang sahamnya tercatat di Bursa Efek Indonesia pada periode 1 Januari 2008 sampai dengan 31 Desember 2010.
4. Obligasi yang dipilih adalah obligasi yang diketahui data peringkatnya.
5. Emiten mempunyai data laporan keuangan auditan yang lengkap dari tahun 2008-2010.
6. Dari setiap perusahaan penerbit obligasi diambil satu obligasi yang nilai nominalnya paling besar.

Berikut ini operasionalisasi variabel independen dan variabel kontrol :

TABEL 4.2

Variabel Independen dan Variabel Kontrol

Variabel Independen	Definisi Operasional <i>Corporate Governance</i>	Pengukuran
Struktur dan pengaruh kepemilikan		
BLOCK	Jumlah <i>blockholder</i> yaitu yang jumlah kepemilikannya sebesar 5% atau lebih.	
% INST	Persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional yaitu investor dari sektor keuangan (bank, asuransi, perusahaan efek dan lembaga pembiayaan non bank lainnya)	Jumlah saham Institusional $\% INST = \frac{\text{Jumlah saham yang beredar}}{\text{Jumlah saham yang beredar}}$
%INSIDE	Persentase saham yang dimiliki oleh	

Peringkat surat utang = f(praktek CG, karakteristik perusahaan)

$$\begin{aligned} \text{RATING}_{it+1} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{BLOCK}_{it} + \alpha_2 \text{INST}_{it} + \alpha_3 \text{INSIDE}_{it} + \alpha_4 \text{AUDIT}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{AUD COM}_{it} + \alpha_6 \text{BODZ}_{it} + \alpha_7 \text{BRD IND}_{it} + \alpha_8 \text{LEV}_{it} + \\ & \alpha_9 \text{ROA}_{it} + \alpha_{10} \text{SIZE}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Pembahasan

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh obligasi yang beredar selama periode 2008 sampai dengan 2010. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih secara *purposive sampling* yaitu obligasi dari perusahaan non sector keuangan (bank, finance, asuransi). Proses seleksi sampel berdasarkan kriteria yang telah ditetapkan dapat dilihat sebagai berikut :

Tabel 5.1
Ringkasan Sampel

Keterangan	2008	2009	2010	Total
Obligasi terbesar yang beredar dari perusahaan non asuransi, finance dan bank	54	49	49	152
Obligasi yang sahamnya tidak tercatat di BEI	(21)	(15)	(21)	(57)
	33	34	28	95
Laporan Keuangan dalam Dollar	(2)	(1)	(0)	(3)
	31	33	28	92
Obligasi yang tidak ditemukan data peringkatnya	(1)	(2)	(1)	(4)
	30	31	27	88
Obligasi yang laporan keuangannya tidak lengkap	(2)	(1)	(0)	(3)
	28	30	27	85
Obligasi syariah	(0)	(2)	(2)	(4)
Total	28	28	25	81

Sumber : diolah peneliti

Dari tabel 5.1 dapat dilihat bahwa dalam penelitian ini jumlah sampel penelitian sebanyak 81 obligasi yang berasal dari 81 perusahaan penerbit obligasi yang sahamnya terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2008 sampai dengan 2010.

Statistik deskriptif

Statistik deskriptif berfungsi untuk mengetahui karakteristik sampel yang digunakan dalam penelitian. Tabel 5.2 menyajikan hasil statistik deskriptif untuk variabel independen dan dependen dalam penelitian.

Tabel 5.2
Statistik Deskriptif

	N	Range	Minimu m	Maximu m	Sum	Mean	Std. Deviation	Varian ce	Skew ness	Kurtosi s
BLOCK	81	4.0000	1.0000	5.0000	170.0000	2.098765	1.251048 9	1.565	.987	-.019
%INST	81	.6670	.0000	.6670	8.6494	.106783	.1986533	.039	1.938	2.485
%INSIDE	81	.2334	.0000	.2334	.6107	.007540	.0295731	.001	6.259	44.473
AUDIT	81	1.0000	.0000	1.0000	39.0000	.481481	.5027701	.253	.076	-2.045
AUD COM	81	1.0000	.0000	1.0000	77.0000	.950617	.2180157	.048	4.238	16.368
BODZ	81	8.0000	2.0000	10.0000	422.0000	5.209877	2.077956 0	4.318	.681	.154
% BRD IND	81	1.0000	.0000	1.0000	33.5600	.414321	.1458333	.021	1.768	6.070
ROA	81	56.5000	-31.2600	25.2400	315.4600	3.894568	8.882232 6	78.894	1.675	5.729
LEV	81	44.9700	.1900	45.1600	137.9800	1.703457	6.911913 5	47.775	6.236	37.852
SIZE	81	10.6700	11.8700	22.5400	1280.8300	15.81271 6	1.862558 7	3.469	1.150	3.524
PERING KAT	81	6.0000	1.0000	7.0000	389.0000	4.802469	1.269052 3	1.610	1.160	2.326
Valid N (listwise)	81									

Sumber : output SPSS

Pada tabel 5.2 terlihat bahwa obligasi yang masuk dalam sampel rata-rata mempunyai peringkat 4,80. Artinya obligasi berada di kisaran BBB+, BBB dan BBB-. Untuk variable independen *corporate governance* pada kategori struktur dan pengaruh kepemilikan diperoleh rata-rata untuk *Blockholder* 2,09, persentase kepemilikan institusi 10,67% dan persentase kepemilikan *inside* 0,75%. Variabel *Blockholder* memiliki rata-rata 2,09 menunjukkan bahwa rata-rata jumlah pemegang saham yang memiliki saham lebih 5% di perusahaan berjumlah 2,09. Dengan demikian kepemilikan perusahaan cukup terkonsentrasi karena saham perusahaan hanya dimiliki oleh beberapa *blockholder*. Dari persentase kepemilikan institusi diperoleh rata-rata 10,67% artinya investor institusional yang berasal dari sector keuangan rata-rata memiliki saham perusahaan 10,67%. Variabel yang ketiga yaitu variable *inside* diperoleh rata-rata 0,75% artinya dewan direksi dan komisaris rata-rata memiliki 0,75% saham dalam perusahaan. Dari data sampel tidak semua perusahaan dimiliki oleh investor institusi (sector keuangan) yang diharapkan bisa mengawasi kinerja manajemen. Berdasarkan kajian awal dari data yang tersedia kepemilikan orang dalam ini sebagian besar dimiliki oleh dewan komisaris dibandingkan dengan direksi.

Dalam kategori transparansi dan pengungkapan informasi keuangan, variable audit menunjukkan rata-rata 0,48; hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Big 4 kurang dari 50%. Artinya masih banyak perusahaan yang belum diaudit oleh KAP Big 4. Untuk variable Komite Audit menunjukkan rata-rata 0,95 ; hal ini menunjukkan bahwa hampir semua perusahaan mempunyai komite audit sesuai peraturan dari Bursa Efek Indonesia yaitu minimal 3 orang. Hal ini dapat dikatakan bahwa perusahaan penerbit obligasi sudah mematuhi peraturan dari Bursa Efek Indonesia terkait dengan komite audit yang diharapkan bisa membantu tugas dewan komisaris. Dalam kategori struktur dewan komisaris, diperoleh bahwa rata-rata ukuran dewan komisaris adalah 5,21. Sedangkan persentase komisaris independen rata-rata adalah 41,4%. Hal ini sesuai dengan peraturan dari Bursa Efek Indonesia yang mensyaratkan persentase komisaris independen sebesar 30%.

Pengujian Hipotesis

Pengujian hipotesis dilakukan dengan melihat nilai signifikansi antara variable independen dengan variable dependen. Tingkat toleransi yang digunakan adalah 5%. Jika nilai koefisien antar variable signifikan, berarti hipotesis diterima, jika tidak signifikan maka hipotesis ditolak.

Pengujian pengaruh *blockholder* terhadap peringkat obligasi

Hipotesis pertama (H1) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang negative antara jumlah *blockholder* (yang memiliki 5% atau lebih saham perusahaan yang beredar) dengan peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa *Blockholder* yang diproksi dengan investor yang jumlah kepemilikannya sebesar 5% atau lebih memiliki nilai koefisien negatif sebesar -0,705 dengan tingkat signifikansi 0,003 dan nilai statistik *wald* sebesar 8,561. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari 0,05. Artinya dapat disimpulkan bahwa H1 berhasil didukung, sehingga hipotesis 1 diterima.

Tabel 5.5 menunjukkan bahwa variable *Blockholder* mempengaruhi peringkat obligasi secara signifikan yang ditunjukkan dengan $\alpha = 0.003 < 0.05$. Koefisien yang negative menunjukkan bahwa *Blockholder* berpengaruh negative terhadap peringkat surat utang (obligasi) perusahaan. Artinya semakin besar jumlah *blockholder* semakin rendah peringkat obligasinya, karena semakin besar peluang mereka mempengaruhi manajemen untuk kepentingan pemegang saham (*blockholder*) yang terkadang mengabaikan kepentingan *bondholder*.

Blockholder menunjukkan jumlah pemegang saham yang memiliki saham perusahaan lebih dari 5%. Semakin besar jumlah *blockholder* berarti menunjukkan semakin besarnya total persentase kepemilikan saham oleh *blockholder*, sehingga memberikan kemampuan *blockholder* untuk menekan manajemen mengambil keputusan yang menguntungkan *blockholders*. Dengan nilai rata-rata *blockholder* 2,09 (table 5.2) kepemilikan saham perusahaan cukup terkonsentrasi pada beberapa *blockholder*.

Pengujian Pengaruh Kepemilikan Institusional terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis kedua (H2) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang positif antara kepemilikan institusional dengan peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa kepemilikan institusi yang diproksi dengan persentase saham yang dimiliki oleh investor institusional yaitu investor dari sector keuangan (bank, asuransi, lembaga pembiayaan, perusahaan efek) memiliki nilai koefisien negatif sebesar -2.062 dengan tingkat signifikansi 0,128 dan nilai statistik *wald* sebesar 2.136. Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05. Artinya dapat disimpulkan bahwa H2 tidak berhasil didukung, sehingga hipotesis 2 ditolak.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis 2 tidak berhasil didukung karena kepemilikan institusional memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini berarti besar kecilnya proporsi saham yang dimiliki oleh pihak institusi tidak akan mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan.

Hasil penelitian yang tidak signifikan menandakan bahwa monitoring yang dijalankan pihak institusi tidak optimal atau belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen. Hal ini dapat disebabkan karena dengan adanya kepemilikan institusional yang relatif kecil atau sebagian besar saham terkonsentrasi pada investor institusional tertentu, sehingga ada kemungkinan bahwa informasi akuntansi yang dihasilkan oleh manajemen dibuat berdasarkan kepentingan pemegang saham mayoritas. Kemungkinan lain bahwa institusi dengan kepemilikan besar mungkin lemah dalam melindungi kepentingan mereka karena mereka mungkin juga mempunyai permasalahan *governance* sendiri. Disamping itu dari data yang peneliti kumpulkan ada banyak perusahaan yang sahamnya tidak dimiliki oleh institusi dari sector keuangan. Dari data diperoleh bahwa rata-rata kepemilikan institusi sebesar 10,76%. Hal ini mungkin menjadi penyebab tidak signifikannya pengaruh kepemilikan institusi terhadap peringkat obligasi.

Peningkatan kepemilikan institusional seharusnya dapat mengurangi *agency cost* karena semakin besar kepemilikan institusional maka akan dapat mengurangi terjadinya konflik antara kreditur dan manajer, dan akhirnya dapat menekan biaya keagenan.

Penjelasan yang dapat dikemukakan dari temuan studi ini tidak sejalan dengan teori keagenan yang mengemukakan bahwa pemegang saham mayoritas (konsentrasi kepemilikan institusi) akan berusaha meningkatkan nilai perusahaan yang pada akhirnya akan menaikkan peringkat surat utang (obligasi) perusahaan.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2006), Rinaningsih (2008) dimana variabel kepemilikan institusi tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Namun hasil penelitian ini tidak konsisten dengan dengan hasil penelitian Setyaningrum (2005) dan Bhojraj dan Sengupta (2003) yang membuktikan bahwa peringkat obligasi memiliki hubungan yang signifikan positif dengan persentase kepemilikan institusi.

Pengaruh Kepemilikan *Insider* (dewan komisaris dan direksi) terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis ketiga (H3) menyatakan bahwa terdapat pengaruh yang negatif antara kepemilikan orang dalam (*insider*) dengan peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa kepemilikan orang dalam (*insider*) yang diproksi dengan persentase saham yang dimiliki oleh direksi maupun komisaris memiliki nilai koefisien negatif sebesar -5.043 dengan tingkat signifikansi 0.541 dan nilai statistik *wald* sebesar 0.374. Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05. Artinya dapat disimpulkan bahwa H3 tidak berhasil didukung, sehingga hipotesis 3 ditolak.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa hipotesis 3 tidak berhasil didukung karena kepemilikan *insider* memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap peringkat obligasi. Hal ini ada tidaknya kepemilikan *insider* tidak akan mempengaruhi peringkat obligasi perusahaan. Walaupun variabel kepemilikan *insider* tidak berpengaruh signifikan tetapi tanda dari nilai koefisiennya telah sesuai dengan hipotesis yang diajukan (negatif). Dari data diperoleh bahwa rata-rata kepemilikan direksi dan komisaris sebesar 0,75%. Hal ini mungkin menjadi penyebab tidak signifikannya pengaruh *insider* terhadap peringkat obligasi. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) dan Setyaningrum (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan *insider* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Pengujian Pengaruh Transparansi dan Pengungkapan Informasi Keuangan

Pengujian Pengaruh Kualitas Audit terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis keempat (H4) menyatakan bahwa kualitas audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa kualitas audit yang diproksi dengan ukuran Kantor Akuntan Publik yang dipakai perusahaan dalam jasa auditnya memiliki nilai koefisien positif sebesar 2,007 dengan tingkat signifikansi 0,000 dan nilai statistik *wald* sebesar 14,974. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari 0,05. Artinya dapat disimpulkan bahwa H4 berhasil didukung, sehingga hipotesis 4 diterima.

Hasil penelitian terhadap variabel kualitas audit yang diproksi dengan besaran Kantor Akuntan Publik menunjukkan bahwa kualitas audit berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi perusahaan. Artinya obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big 4* memiliki kemungkinan yang tinggi untuk mendapatkan peringkat obligasi yang lebih tinggi. Hal ini dipandang sebagai hal yang positif bagi pihak *bondholder* karena perusahaan tersebut dinilai lebih transparan dalam menyajikan informasi keuangan, sehingga resiko *default risk* (gagal bayar) dari obligasi semakin rendah yang hal ini mengakibatkan peringkat obligasi semakin tinggi.

Beberapa penelitian terdahulu Ashbaugh (2004), Setyaningrum (2005), Rinaningsih (2008), dan Prasetyo (2010) menunjukkan hasil yang sama yaitu kualitas audit menunjukkan pengaruh yang signifikan positif terhadap peringkat surat utang, artinya jika perusahaan diaudit KAP *Big 4* maka peringkat obligasinya semakin tinggi karena masyarakat atau investor menaruh kepercayaan tinggi pada KAP *Big 4*. Dari hasil beberapa penelitian ini diharapkan integritas dan independensi KAP *Big 4* tetap bisa dipertahankan, dan jangan sampai mengulangi kesalahan masa lalu yang terjadi pada Arthur Andersen dengan skandalnya Enron dan Worldcom.

Karena tingkat kepercayaan pihak pemakai informasi keuangan didasarkan pada kualitas auditor, maka penilaian KAP *Big 4* sangat menentukan. Sehingga mekanisme fungsi pengawasan dan kontrak yang bertujuan untuk mengatasi terjadinya konflik kepentingan antara *agen* dan *principal* melalui audit atas laporan keuangan dapat dipenuhi. Hal ini agar tingkat kepercayaan pihak eksternal perusahaan (salah satunya *bondholder*) terhadap pertanggungjawaban semakin tinggi.

Dalam Juniarti (2009) disebutkan bahwa perusahaan-perusahaan yang telah menerapkan *good governance* tentu saja akan berupaya untuk menggunakan auditor yang berkualitas. Teori reputasi memprediksikan adanya hubungan positif antara kualitas audit

dengan ukuran KAP (Lennox 2000) dimana jika ukuran KAP besar maka akan menghasilkan audit yang lebih berkualitas karena reputasinya lebih bagus di mata masyarakat. Hal tersebut karena KAP besar memiliki lebih banyak sumber daya dan lebih banyak klien sehingga mereka tidak tergantung pada satu atau beberapa klien saja, selain itu karena reputasinya yang telah dianggap baik oleh masyarakat menyebabkan mereka akan melakukan audit dengan lebih berhati-hati.

Auditor BIG 4 dianggap dapat menyediakan audit dengan kualitas tinggi. Kualitas audit yang lebih baik diasosiasikan dengan kurangnya kemungkinan adanya masalah pelaporan keuangan (Dechow et al., 1996). Auditor Empat Besar (*The Big Four Auditors*) adalah kelompok empat firma jasa profesional dan akuntansi internasional terbesar, yang menangani pekerjaan audit untuk perusahaan publik. KAP *Big 4* mempunyai standar internasional dalam prosedur auditnya sehingga diharapkan opini yang dihasilkan bersifat independen dan berkualitas. Lembaga pemeringkat melihat hal ini sebagai indikasi bahwa kinerja perusahaan penerbit baik dan pada akhirnya akan memberikan peringkat yang tinggi terhadap obligasi tersebut.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Ashbaugh (2004), Setyaningrum (2005), Rinaningsih (2008), dan Prasetyo (2010) yang menemukan bukti bahwa perusahaan yang diaudit oleh KAP *Big 4* memiliki peringkat obligasi yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan perusahaan yang diaudit oleh KAP *non Big 4*. Penelitian ini juga konsisten dengan penelitian Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) yang membuktikan bahwa kualitas audit berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi.

Pengujian Pengaruh Komite Audit terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis kelima (H5) menyatakan bahwa komite audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa komite audit yang diproksi dengan jumlah anggota dewan komite audit yang dimiliki perusahaan memiliki nilai koefisien positif sebesar 1.194 dengan tingkat signifikansi 0,268 dan nilai statistik *wald* sebesar 1,227. Nilai signifikansi ini jauh lebih besar dari 0,05. Artinya dapat disimpulkan bahwa H5 tidak berhasil didukung, sehingga hipotesis 5 ditolak.

Dari data statistik deskriptif diperoleh rata-rata untuk variable komite audit sebesar 95%, artinya hanya 5% saja perusahaan yang komite auditnya tidak sesuai dengan peraturan BEI yaitu minimal 3 orang. Tetapi koefisien yang positif searah dengan hipotesis, dimana jika jumlah komite audit minimal 3 orang atau sesuai peraturan dari

BEI maka peringkat obligasinya semakin tinggi. Ketidaksignifikan ini dimungkinkan karena komite audit yang dibentuk oleh dewan komisaris kurang bisa berperan sebagaimana mestinya. Pada umumnya komite ini berfungsi sebagai pengawas proses pembuatan laporan keuangan dan pengawasan internal. Komite audit diharapkan dapat bertindak lebih efisien, namun bisa juga memiliki kelemahan, yaitu minimnya pengalaman anggota di bidang keuangan atau tingkat independensinya masih perlu dipertanyakan. Sehingga komite audit tidak mampu mempengaruhi peringkat obligasi secara signifikan.

Tanggungjawab Komite Audit dalam bidang *Corporate Governance* adalah untuk memastikan, bahwa perusahaan telah dijalankan sesuai undang-undang dan peraturan yang berlaku, melaksanakan usahanya dengan beretika, melaksanakan pengawasannya secara efektif terhadap benturan kepentingan dan kecurangan yang dilakukan oleh karyawan perusahaan. Peran Komite Audit adalah untuk mengawasi dan memberi masukan kepada Dewan Komisaris dalam hal terciptanya mekanisme pengawasan. Tetapi dalam kenyataannya banyak anggota Komite Audit yang tidak mempunyai pengetahuan yang cukup dalam masalah pengawasan intern, dan bahkan tidak sedikit yang kurang mempunyai latar belakang akuntansi. (FCGI)

Dalam FCGI disebutkan bahwa Komite Audit harus terdiri dari individu-individu yang mandiri dan tidak terlibat dengan tugas sehari-hari dari manajemen yang mengelola perusahaan, dan yang memiliki pengalaman untuk melaksanakan fungsi pengawasan secara efektif. Hal ini agar integritas serta pandangan bisa objektif dalam laporan serta penyusunan rekomendasi yang diajukan oleh Komite Audit ke Dewan Komisaris. Jumlah anggota Komite Audit disesuaikan besar-kecilnya dengan organisasi dan tanggung jawab. Namun biasanya tiga sampai lima anggota merupakan jumlah yang cukup ideal. Komite Audit biasanya perlu untuk mengadakan rapat tiga sampai empat kali setahun untuk melaksanakan kewajiban dan tanggung jawabnya yang menyangkut soal sistem pelaporan keuangan. (The Institute of Internal Auditors, Internal Auditing and The Audit Committee dalam FCGI). Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Setyaningrum (2005) dan Rinaningsih (2008) yang menemukan bukti bahwa kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diukur dengan komite audit memiliki hubungan yang positif signifikan dengan peringkat obligasi.

Pengujian Pengaruh Struktur Dewan Komisaris

Pengujian Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis keenam (H6) menyatakan bahwa ukuran dewan komisaris memiliki pengaruh positif terhadap peringkat surat perusahaan. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang diproksi dengan jumlah anggota dewan komisaris yang dimiliki perusahaan memiliki nilai koefisien positif sebesar 0,149 dengan tingkat signifikansi 0,239 dan nilai statistik *wald* sebesar 1,384. Nilai signifikansi ini lebih besar dari 0,05. Tanda dari koefisien yaitu positif berarti sesuai dengan hipotesis yang diajukan yaitu positif tetapi tidak signifikan. Artinya dapat disimpulkan bahwa H6 tidak berhasil didukung, sehingga hipotesis 6 ditolak. Hal ini menunjukkan bahwa dewan komisaris tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi. Sehingga Dewan komisaris dapat dikatakan telah gagal mengontrol kinerja manajemen yang seharusnya menjadi tanggungjawabnya.

Ukuran dewan komisaris yang besar tidak selalu menguntungkan bagi *bondholders* karena ada kemungkinan semakin banyak jumlah anggota dewan komisaris, semakin sulit bagi mereka untuk mengambil keputusan yang bisa disepakati bersama. Atau mungkin juga dewan komisaris hanya melakukan tindakan yang menguntungkan dirinya sendiri. Ukuran dewan komisaris sebaiknya disesuaikan dengan jumlah dewan direksi, agar mempunyai suara yang seimbang ketika berbeda pendapat dalam menetapkan hal-hal yang bersifat strategis. Disamping itu tingkat pemahaman dan pengetahuan terhadap proses bisnis perusahaan, pesaing perusahaan, dan *key success factor* juga harus dikuasai oleh dewan komisaris. Hal ini biasanya dilakukan pada saat rekrutmen awal melalui *fit and proper test*.

Hal ini juga sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yermack (1996) dalam Setyaningrum (2005) yang menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi, dan pembuatan keputusan. Pada penelitian ini variable kepemilikan *insider* yaitu kepemilikan dewan komisaris dan direksi tidak dipisahkan, hal ini yang merupakan keterbatasan peneliti karena mereka mempunyai kepentingan yang berbeda.

Fenomena yang muncul di Indonesia adalah adanya rangkap jabatan bagi dewan komisaris. Banyak dewan komisaris di suatu perusahaan juga menjabat komisaris atau direksi di perusahaan lain yang jumlahnya tidak sedikit. Hal ini akan berpengaruh pada

alokasi waktu setiap perusahaan, sehingga fungsi dewan komisaris kurang optimal karena waktu yang terbatas. Termasuk didalamnya tingkat kehadiran dewan komisaris dalam setiap rapat dengan direksi atau dengan anggota dewan komisaris lainnya. Sehingga agar tugas dewan komisaris lebih efektif, maka anggota dewan komisaris harus bisa membatasi jabatan yang diemban. Hal ini didukung oleh data penelitian Kusumawati & Riyanto (2005) bahwa sebagian besar anggota komisaris ternyata juga menjabat sebagai komisaris dan direksi di perusahaan lain (*cross-directorships*), baik perusahaan yang berkaitan maupun perusahaan lain. Data menunjukkan bahwa rata-rata separuh (47%) dari anggota komisaris melakukan *cross-directorships*. Sebesar 52% (73 perusahaan) dari total sampel mempunyai komisaris utama yang *cross-directorships*.

Hasil penelitian ini tidak sesuai dalam teori agensi, dimana dewan komisaris dianggap sebagai mekanisme pengendalian intern tertinggi yang bertanggungjawab untuk memonitor tindakan manajemen puncak. Teori agensi menyatakan bahwa semakin besar jumlah anggota dewan komisaris, maka akan semakin mudah untuk mengendalikan CEO dan monitoring yang dilakukan akan semakin efektif.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Setyaningrum (2005) yang menemukan bahwa ukuran dewan komisaris tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat surat utang. Hal ini menunjukkan bahwa peran Dewan Komisaris perusahaan di Indonesia masih dipertanyakan, apakah mereka benar-benar bisa mengontrol kinerja manajemen.

Pengujian Pengaruh Proporsi Komisaris Independen terhadap Peringkat Obligasi

Hipotesis ketujuh (H7) menyatakan bahwa persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang perusahaan. Hasil pengujian *Ordinal Logistic Regression* menunjukkan bahwa proporsi komisaris independen memiliki nilai koefisien negatif sebesar -4,158 dengan tingkat signifikansi 0,034 dan nilai statistik *wald* sebesar 4,482. Nilai signifikansi ini lebih kecil dari 0,05. Artinya persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris berpengaruh signifikan negative terhadap peringkat surat utang, sehingga hipotesis 7 ditolak.

Dari data diperoleh rata-rata untuk komisaris independen dalam dewan komisaris sebesar 41% dimana lebih besar dari yang disyaratkan sebesar 30%. Siregar (2005) mengatakan bahwa ketentuan komisaris independen minimal 30% itu belum cukup tinggi untuk mendominasi kebijakan dalam dewan komisaris. Jika dewan komisaris mempunyai komisaris independen >50% maka peran komisaris independen akan efektif dalam

memonitor perusahaan. Tetapi hal itu juga belum menjamin, karena dengan jumlah yang 41% saja pengaruhnya justru signifikan negative.

Dengan banyaknya komposisi komisaris independen diharapkan bisa lebih mengedepankan independensi dalam pengawasan terhadap direksi, tetapi hasil penelitian menunjukkan pengaruh yang signifikan negative. Artinya semakin banyak jumlah komisaris independen justru menurunkan peringkat surat utang. Hal ini dimungkinkan peran dari komisaris independen belum berfungsi dengan baik, sehingga tidak berdampak pada peringkat obligasi perusahaan. Melihat fenomena perusahaan di Indonesia yang mayoritas dimiliki oleh keluarga, terkadang faktor independensi dan kompetensi kurang diperhatikan. Pemberian jabatan komisaris independen kepada seseorang sebagai bentuk penghargaan dan mungkin hanya dilakukan untuk pemenuhan regulasi saja tetapi tidak dimaksudkan untuk menegakkan GCG. Banyak perusahaan menempatkan komisaris independen yang tidak memiliki kompetensi pada bidang akuntansi dan atau keuangan.

Hasil penelitian ini cukup mencengangkan karena secara signifikan menunjukkan pengaruh negative yang hal ini bertolak belakang dengan teori dan tujuan dibentuknya komisaris independen. Sehingga keberadaan komisaris independen dalam perusahaan tidak mempunyai manfaat dan hanya menambah *cost* bagi perusahaan. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa keberadaan komisaris independen dalam perusahaan telah gagal menjadi salah satu mekanisme *corporate governance*.

Fama dan Jensen (1983) dalam Jama'an (2008) menyatakan bahwa *non-executive director* (komisaris independen) dapat bertindak sebagai penengah dalam perselisihan yang terjadi diantara para manajer internal dan mengawasi kebijakan manajemen serta memberikan nasihat kepada manajemen. Komisaris independen merupakan posisi terbaik untuk melaksanakan fungsi monitoring agar tercipta perusahaan yang *good corporate governance*. Penelitian Evans *et al.* (2002) melaporkan hasil bahwa tidak terdapat hubungan positif yang secara statistik signifikan antara rasio komisaris independen dengan kinerja perusahaan.

Dalam penelitian ini keberadaan komisaris independen tidak mempunyai manfaat dan perlu dievaluasi baik dari proses rekrutmentnya, remunerasinya atau hal-hal lain agar peran komisaris independen ini sesuai dengan harapan semua pihak.

Beberapa hasil penelitian yang menunjukkan arah yang sama (negative) adalah penelitian yang dilakukan Setyaningrum (2005) dan Prasetyo (2010) tetapi tidak signifikan. Sedangkan hasil penelitian yang mendukung hipotesis adalah penelitian dari Setyapurnama dan Norpratiwi (2006), Ashbaugh *et.al* (2006), Bhojraj dan Sengupta

(2003) yang menemukan bukti bahwa komposisi dewan komisaris independen yang besar secara signifikan akan membuat peringkat obligasi menjadi tinggi.

Simpulan dan Saran

Berikut ini adalah kesimpulan yang dapat diberikan berdasarkan hasil pengujian seluruh hipotesis :

1. Terdapat pengaruh yang signifikan antara jumlah *blockholder* (pemegang saham yang mempunyai 5% atau lebih saham perusahaan) dengan peringkat obligasi.
2. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan institusi dengan peringkat surat utang.
3. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara kepemilikan *insider* dengan peringkat surat utang.
4. Terdapat pengaruh yang signifikan antara kualitas audit (KAP Big 4 dan non Big 4) dengan peringkat surat utang.
5. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara komite audit dengan peringkat surat utang.
6. Tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara ukuran dewan komisaris dengan peringkat surat utang.
7. Terdapat pengaruh yang signifikan antara komisaris independen dengan peringkat surat utang dengan arah yang negative.

Dalam penelitian ini ditemukan beberapa keterbatasan, sehingga untuk penelitian selanjutnya diharapkan memperhatikan beberapa hal dibawah ini :

1. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini hanya dari perusahaan non sector keuangan dengan jangka waktu 3 tahun, sebaiknya untuk penelitian selanjutnya bisa memasukkan perusahaan dari sector keuangan dengan jangka waktu yang lebih panjang.
2. Penelitian selanjutnya dapat menggunakan penilaian lain terhadap variabel mekanisme *corporate governance* misalnya dengan menggunakan CGPI (*Corporate Governance Perception Index*).
3. Hasil penelitian ini ditemukan bahwa komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat surat utang, dimana komite audit diukur dengan variable dummy (1 jika jumlah komite audit sesuai peraturan BEI dan 0 untuk lainnya). Untuk penelitian selanjutnya bisa mengukur komite audit

dengan skala rasio melalui presentase jumlah komite audit dari luar terhadap jumlah keseluruhan komite audit agar hasilnya lebih signifikan.

4. Pada penelitian ini variable kepemilikan *insider* yaitu kepemilikan dewan komisaris dan direksi tidak dipisahkan, mungkin untuk penelitian selanjutnya bisa dibedakan antara dewan komisaris dengan direksi karena mereka mempunyai kepentingan yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, and R. LaFond, 2004. *The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings*. www.ssrn.com
- Akhmad Syakhroza. 2003. *Best Practices Corporate Governance dalam konteks Kondisi Lokal Perbankan Indonesia*. *Manajemen Usahawan Indonesia*. No. 06/ Th. XXXII, Juni.
- Ahmed, A.S. & Duellman, S. 2007. *Accounting Conservatism And Board Of Director Characteristics: An Empirical Analysis*. *Journal of Accounting and Economics* 43, pp. 411- 437.
- 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.
- Bradley, M., Dong Chen, George Dallas, and Elizabeth Snyderwine. 2007. *The Relation between Corporate Governance and Credit Risk, Bond Yields and Firm Valuation*. *Working Paper*. www.ssrn.com
- Brigham, Eugene F. and Joel F Houston. 1999. *Manajemen Keuangan*. Edisi Bahasa Indonesia, Jakarta: Erlangga
- Cornett M. M, J. Marcuss, Saunders dan Tehranian H. 2006. *Earnings Management, Corporate Governance, and True Financial Performance*. <http://papers.ssrn.com/>
- Darmawati, Deni; Khomsiyah; dan Rahayu, Rika G. 2005. *Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan*. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, Vol. 8, No. 1, hal: 65-81.
- Dechow, Patricia M., R.G. Sloan, dan A.P. Sweeney. 1996. *Causes and consequences of earnings manipulation: an analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC*. *Contemporary Accounting Research* 13, 1-36.
- Eisenhardt, K. M. 1989. *Agency Theory: An Assessment and Review*. *Academy of Management Review*. Vol. 14. No.1. pp 57—74.
- Evans, John, Robert Evans dan Serena Loh. 2002. *Corporate Governance and Declining Firm Performance*. *International Journal of Business Studies* (June): 1-18.
- Fama. E.F. and M.C. Jensen. 1983. *Separation of Ownership and Control*. *Journal Of Law and Economics*, Vol.26. p.301-325.
- Faisal. 2005. *Analisis Agency Cost, Struktur Kepemilikan dan Mekanisme Corporate Governance*". *Jurnal Riset dan Akuntansi Indonesia*. Vol. 8. No. 2, Mei: 175-190
- FCGI (Forum For Corporate Governance In Indonesia). n.d. *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit Dalam Pelaksanaan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)*. Seri Tata Kelola Perusahaan (Corporate Governance) jilid II.
- Herawaty, Vinola. 2010. *Pengaruh mekanisme good corporate governance, independensi auditor, kualitas audit dan factor lainnya terhadap manajemen laba*. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 12 No. 1 hal : 53 – 68.
- Herusetya, Antonius. 2009. *Efektifitas Pelaksanaan Corporate Governance dan Audit Eksternal –Auditor dengan Spesialisasi Industri dalam Menghambat Manajemen Laba*" JAAI Vol. 13 NO. 2, DESEMBER 2009: 167–188.
- Husnan, Suad. 2003. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan AMP YKPN.
- Imam Ghozali. 2011, *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS* 19. Cetakan ke V. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Itturriaga, F J.L and Sanz, J.A.R. 1998. *Ownership Structure, Corporate Value and Firm Investment: A Spanish Firms Simultaneous Equation Anaysis*. *Working Paper Universidad de Valladolid*. Hal.1-32.

- Jama'an. 2008. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance, dan Kualitas Kantor Akuntan Publik terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan.
- Jensen, MC and WH Meckling. 1976. *Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* (3), 305-360.
- Juniarti, Sentosa. 2009. Pengaruh *Good Corporate Governance, Voluntary Disclosure* terhadap Biaya Hutang (*Costs of Debt*). *Jurnal Akuntansi dan Keuangan*, vol. 11, no. 2, November 2009 : 88 – 100.
- Keputusan Menteri Negara BUMN tahun 2002 tentang Peraturan Penerapan Praktek *Good Corporate Governance* pada BUMN.
- Komite Nasional Kebijakan Governance. 2004. Pedoman: Tentang Komisaris Independen. <http://www.governance-indonesia.or.id/main.htm>.
- Kompasiana, 9 Pebruari 2010.
- Kusumawati, Dwi Novi dan Bambang Riyanto. 2005. *Corporate Governance* dan Kinerja: Analisis Pengaruh Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja. *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo. 15-16 September.
- Maksum Azhar. 2005. Tinjauan atas *Good Corporate Governance* di Indonesia. Pidato Pengukuhan Jabatan Guru Besar Tetap dalam Bidang Ilmu Akuntansi Manajemen pada Fakultas Ekonomi, Kampus USU, 17 Desember 2005.
- Manurung, Addler *et al.* 2009. Hubungan Rasio-rasio Keuangan dengan Rating Obligasi. www.finansialbisnis.com. Diakses tanggal 29 Oktober 2011.
- OECD. 2004. *OECD. Principles of Corporate Governance*. Paris, France. Publications Services.
- Prasetyo. 2009. *Corporate Governance, Kebijakan Dividen, dan Nilai Perusahaan: Studi Empiris pada Perusahaan Non Keuangan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2007*.
- Prasetyo, Adhi. 2010. Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Profitabilitas Perusahaan Terhadap Peringkat Obligasi.
- Putu Anggreni, Majalah Investor. Agustus 2010 hal 82- 84
- Raharja, Maylia Pramono Sari. 2008. Kemampuan rasio keuangan dalam memprediksi peringkat obligasi. *Jurnal MAKSI* Vol. 8 No. 2 Agustus 2008 : 215.
- Rinaningsih. 2008. Pengaruh Praktek Corporate Governance terhadap Resiko Kredit, Yield Surat Utang (Obligasi). *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak. 23-24 Juli 2008.
- Scott, W.R. 1997. *Financial Accounting Theory*. New Jersey Prentice-Hall International. A. Simon & Schuster Company. Upper Saddle. River.
- Schleifer, A., and R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* (52), 737-783.
- Setyaningrum, Dyah. 2005. Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia. *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*, vol.2,no.2, 73-102
- Setyapurnama, Yudi Santara dan A.M. Vianey Norpratiwi. 2006. Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi. *Jurnal Akuntansi & Bisnis*. Vol. 7. No. 2, Agustus 2007: 107-108
- Solomon, J., and Solomon, A. 2004. *Corporate Governance and Accountability*. John Wiley & Sons, Ltd.
- Suprayitno, G. 2006. Komitmen Menegakkan Good Corporate Governance. IICG.
- Tjager, I. N., Alijoyo, F. A., Djemat, H. R., dan Soembodo, B. 2003. Corporate Governance, Tantangan dan Kesempatan bagi Komunitas Bisnis Indonesia. PT Prenhallindo.

- Vafeas, Nikos. 2000. *Board Structure and Informativeness of Earnings*. *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19. p.139-160.
- Watts, Ross L. and Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International Inc.
- Wolk, H.I., M.G. Tearney, and J.L. Dodd. 2001. "Accounting Theory: A Conceptual and Institutional Approach." Fifth Edition. Ohio: South-Western College Publishing.
- Wiliandri, Ruly. 2011. Pengaruh *Blockholder Ownership* dan *Firm Size* terhadap Kebijakan Hutang Perusahaan. *Jurnal Ekonomi Bisnis*, Th. 16, NO. 2, Juli 2011 hal 95-98
- www.pefindo.com
- www.fcgi.or.id
- www.idx.com
- www.GCG KNKCG.com
- www.iicg.org
- www.kasnicrating.com.