

**PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE
GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT
NON KEUANGAN**

Studi Kasus Pada Perusahaan Sektor non Keuangan Peserta survei CGPI yang listing
di BEI periode 2006-2011



SKRIPSI

Diajukan sebagai salah satu syarat
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi
Universitas Diponegoro

Disusun oleh:

CENDIKIA PARANANDHI

NIM. C2C009026

**FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS DIPONEGORO
SEMARANG**

2013

PERSETUJUAN SKRIPSI

Nama Penyusun : Cendikia Paranandhi
Nomor Induk Mahasiswa : C2C009026
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi
Judul Penelitian Skripsi : **PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT PERUSAHAAN NON KEUANGAN**
Dosen Pembimbing : Dr. H. Haryanto S.E., M.Si., Akt

Semarang, 21 Februari 2013

Dosen Pembimbing,

(Dr. H. Haryanto, S.E., M.Si., Akt)

NIP. 19741222 200012 1001

PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN

Nama Penyusun : Cendikia Paranandhi
Nomor Induk Mahasiswa : C2C009026
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Akuntansi
Judul Skripsi : **PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT PERUSAHAAN NON KEUANGAN**

Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 05 Maret 2013

Tim Penguji :

1. Dr. H. Haryanto, S.E, M.Si, Akt (.....)
2. Puji Harto, S.E, M.Si, Akt, Ph.D (.....)
3. Dr. Etna Nur Afri Yuyetta, M.Si, Akt (.....)

PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Cendikia Paranandhi, menyatakan bahwa skripsi dengan judul : “Pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap risiko kredit perusahaan non keuangan”, adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin itu, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan ijasah yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 2013
Yang membuat pernyataan,

Cendikia Paranandhi

NIM. C2C009026

MOTTO DAN PERSEMBAHAN

MOTTO

“...Sesungguhnya Allah tidak akan merubah keadaan (nasib) suatu kaum, sehingga mereka mengubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri...”

(QS. Ar Ra'd : 11)

*“No matter how hard things get, no matter how sad you get, you mustn't run away
So don't give up”*

(YUI)

Work Hard Play Hard

PERSEMBAHAN

*Skripsi ini penulis persembahkan kepada Bapak dan Mama, sebagai wujud bakti penulis atas segala cinta dan kasih sayang yang telah mereka curahkan. I love u
Mom and Dad.*

ABSTRACT

This study aims to examine how the effect of implementation of good corporate governance of the credit risk of non-financial firms. Specifically, this study analyzed the effect of GCG proxied by corporate governance perception index (CGPI) to the credit risk, which is proxied by credit rating and DER.

The population of this research are consists of companies listed on Indonesia Stock Exchange in the year 2006-2011. The samples in this study were selected using purposive sampling, consisting of non-financial firms that following assessment scores CGPI by IICG through SWA magazine and has issued bonds in 2006-2011. This study used ordinal logistic regression analysis model to examine the effect of the implementation of good corporate governance on bond ratings and simple linear regression to examine the effect of the implementation of good corporate governance to the DER.

The results of this study indicate that scores CGPI has significantly positive impact on bond rating. This study also indicate that scores CGPI has significantly negative impact on DER.

Keyword : GCG, CGPI, credit risk, credit rating, DER

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk meneliti bagaimana pengaruh penerapan *good corporate governance* (GCG) terhadap risiko kredit perusahaan non-keuangan. Secara khusus, penelitian ini menganalisis pengaruh GCG yang diproksi dengan *corporate governance perception index* (CGPI) terhadap risiko kredit yang dilihat melalui peringkat obligasi serta *Debt-to-Equity* (DER).

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang listing di BEI pada tahun 2006-2011. Sampel dalam penelitian ini dipilih dengan menggunakan *purposive sampling*, terdiri atas perusahaan non-keuangan yang mengikuti penilaian skor CGPI oleh IICG melalui majalah SWA serta telah menerbitkan obligasi tahun 2006-2011. Penelitian ini menggunakan model analisis regresi logistik ordinal untuk menguji pengaruh dari penerapan *good corporate governance* terhadap peringkat obligasi dan regresi linear sederhana untuk menguji pengaruh penerapan *good corporate governance* terhadap DER.

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa skor CGPI berpengaruh secara signifikan positif terhadap peringkat obligasi. Penelitian juga menunjukkan bahwa skor CGPI berpengaruh signifikan negatif terhadap DER.

Kata kunci: GCG, CGPI, risiko kredit, peringkat obligasi, DER

KATA PENGANTAR

Puji syukur kepada Allah SWT, yang telah melimpahkan rahmat dan petunjuk-Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi dengan judul **“PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT PERUSAHAAN NON KEUANGAN”**. Skripsi ini dimaksudkan untuk memenuhi salah satu syarat akademis dalam menyelesaikan studi Program Sarjana (S1) Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang.

Penyusunan skripsi ini tidak akan terselesaikan tanpa adanya dukungan, bimbingan, dan bantuan dari berbagai pihak. Untuk itu, penulis mengucapkan terima kasih yang sedalam-dalamnya kepada:

1. Bapak Prof. Drs. H. M. Nasir M.Si., Akt.,Ph.D., selaku Dekan Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro
2. Bapak Dr. Haryanto, S.E., M.si., Akt selaku dosen pembimbing yang telah memberikan saran dan masukan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan dengan baik
3. Bapak Prof. Dr. Muchammad Syarifuddin, M. Si, Akt., selaku Ketua Jurusan Akuntansi Fakultas Ekonomika dan Bisnis Universitas Diponegoro Semarang
4. Ibu Aditya Septiani S.E., M.Si., Akt selaku dosen wali

5. Segenap staf pengajar Jurusan Akuntansi yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat
6. Bapak (Herie Kusworo, SH), Mama (Dra, Esty Widiasih) dan Mbah ibu (Surtiyah) atas curahan cinta, kasih, dukungan dan semangat kepada penulis. Terima kasih atas restu dan do'a yang selalu kalian panjatkan untuk penulis
7. Kakak ku tercinta (Anggit Pradhita) atas kasih sayang, perhatian, nasihat dan motivasi. *Keep the six strings dance, Keep Rock n Roll, Bro!*
8. Sahabat-sahabat terbaikku, Letsa, Tamy, Vanti, Firda, Nino dan Jihan yang telah bersedia berbagi suka duka selama hampir 4 tahun terakhir ini, baik sebagai teman kuliah, maupun sebagai keluarga di kos, terimakasih untuk segalanya, *I'll miss you all guys*
9. Seluruh teman-teman seperjuangan di jurusan Akuntansi angkatan 2009. Semoga kesuksesan selalu menyertai kita semua
10. Teman-teman KKN Desa Margolinduk, mas Muis, mbak Hida, mas Andri, Angga, Aan, Nancy, Albin, Chandra dan Siska yang telah memberikan warna baru dalam hidup penulis
11. Teman-teman satu bimbingan, Asa, mas Ardi, Inna, Sari, Festi, semoga kita selalu diberi kemudahan dalam setiap langkah hidup kita
12. Perpustakaan FEB Undip dan UPT Perpustakaan Undip yang telah menyediakan semua materi dalam penyusunan skripsi.

13. Untuk Mas Azik Pojok BEI yang selalu membantu dan memberi semangat dalam menyusun skripsi

14. Untuk keluarga besar KSPM yang telah berbagi ilmu dan memberikan pengalaman yang luar biasa

15. Semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu persatu

Penulis menyadari bahwa skripsi ini memiliki banyak keterbatasan. Oleh karena itu, penulis mengharapkan saran dan kritik yang bersifat membangun demi terciptanya kesempurnaan skripsi ini. Semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi penulis dan pembaca.

Semarang,

Penulis

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PERSETUJUAN SKRIPSI	ii
HALAMAN PENGESAHAN KELULUSAN UJIAN.....	iii
PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI.....	iv
MOTTO DAN PERSEMBAHAN.....	v
ABSTRACT.....	vi
ABSTRAK	vii
KATA PENGANTAR.....	viii
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL	xv
DAFTAR GAMBAR.....	xvi
DAFTAR LAMPIRAN	xvii
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	9
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	9
1.5 Sistematika Penulisan	11
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	12
2.1 Landasan Teori	12
2.1.1 Teori <i>Agency Cost of Debt</i>	12
2.1.2 Pengertian <i>Good Corporate Governance (GCG)</i>	15
2.1.3 Prinsip-prinsip GCG.....	17
2.1.3.1 Keadilan (<i>Fairness</i>).....	18
2.1.3.2 Keterbukaan/ <i>Transparansi (Disclosure/Transparance)</i> .	18
2.1.3.3 Akuntabilitas (<i>Accountability</i>)	18
2.1.3.4 <i>Responsibilitas (Responsibility)</i>	19
2.1.3.5 <i>Independensi (Independency)</i>	19

2.1.4	Corporate Governance Perception Index (CGPI)	20
2.1.5	Manfaat GCG	22
2.1.6	Pengertian Obligasi.....	22
2.1.7	Peringkat Obligasi.....	23
2.1.8	Manfaat <i>Bond Rating</i>	26
2.1.9	Debt to Equity Ratio (DER)	28
2.2	Penelitian Terdahulu	33
2.3	Kerangka Pemikiran.....	38
2.4	Pengembangan Hipotesis.....	39
2.4.1	Pengaruh CGPI terhadap <i>Bond rate</i>	39
2.4.2	Pengaruh CGPI terhadap DER	40
BAB III	METODE PENELITIAN	42
3.1	Variabel Penelitian dan Definisi Operasional	42
3.1.1	Variabel Terikat (<i>Dependent Variable</i>)	42
3.1.2	Variabel bebas (<i>Independent Variable</i>)	43
3.2	Populasi dan Sampel.....	44
3.3	Jenis dan Sumber Data.....	45
3.4	Metode Pengumpulan Data.....	45
3.5	Metode Analisis Data	45
3.5.1	Statistik Deskriptif	45
3.5.2	Asumsi Klasik.....	45
3.5.2.1	Uji Normalitas	46
3.5.3	Uji Regresi.....	47
3.5.3.1	Uji Analisis Regresi Logistik Ordinal	47
3.5.3.1.1	Menilai Model <i>fit</i>	48
3.5.3.1.2	Koefisien Determinasi	48
3.5.3.1.3	Estimasi Parameter dan Interpretasinya	48

	3.5.3.2 Uji Analisis Regresi Linear Sederhana	49
	3.5.3.2.1 Koefisien Determinasi.....	50
	3.5.3.2.2 Uji Signifikansi Parameter Simultan	50
	3.5.3.2.3 Uji Signifikansi Parameter Individual	50
BAB IV	HASIL DAN PEMBAHASAN	52
	4.1 Deskripsi Objek Penelitian	50
	4.2 Analisis Data	53
	4.2.1 Statistik Deskriptif	53
	4.2.2 Analisis Regresi Logistik Ordinal	54
	4.2.2.1 Pengujian dengan Model <i>fit</i>	54
	4.2.2.2 Koefisien Determinasi	55
	4.2.2.3 Hasil pengujian Analisis <i>Ordinal Logistic Regression</i>	56
	4.2.3 Analisis Regresi Linear Sederhana	57
	4.2.3.1 Uji Asumsi Klasik	57
	4.2.3.1.1 Uji Normalitas	58
	4.2.3.2 Koefisien Determinasi.....	58
	4.2.3.3 Uji Signifikansi Simultan	59
	4.2.3.4 Uji Signifikansi Parameter Individual	59
	4.3 Pengujian Hipotesis dan Pembahasan	60
	4.3.1 Pengaruh Penerapan GCG terhadap Peringkat Obligasi ...	60
	4.3.2 Pengaruh Penerapan GCG terhadap DER	61
BAB V	PENUTUP	62
	5.1 Kesimpulan	62
	5.2 Keterbatasan Penelitian	63
	5.3 Saran	64

DAFTAR PUSTAKA	65
LAMPIRAN-LAMPIRAN	69

DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu	33
Tabel 3.1 Klasifikasi <i>Bond Rate</i>	43
Tabel 3.2 Kriteria Penilaian CGPI	44
Tabel 4.1 Proses Seleksi Sampel Berdasarkan Kriteria	52
Tabel 4.2 Statistik Deskriptif	53
Tabel 4.3 Perbandingan Nilai -2LL Awal dengan -2LL Akhir	54
Tabel 4.4 Nilai <i>Pseudo R Square</i>	55
Tabel 4.5 Hasil Uji <i>Ordinal Logistic Regression</i>	56
Tabel 4.6 Uji <i>Kolmogorov-Smirnov</i>	58
Tabel 4.7 Koefisien Determinasi	58
Tabel 4.8 Uji Signifikansi simultan (Uji Statistik F)	59
Tabel 4.9 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)	59

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran	38
--	-----------

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran A Tabel Daftar Skor CGPI	69
Lampiran B Tabel Daftar Peringkat Obligasi	70
Lampiran C Tabel Daftar DER	71
Lampiran D <i>Output</i> Hasil SPSS	72

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan dapat memperoleh dana dari dalam perusahaan (*internal financing*) atau dari luar perusahaan (*external financing*) (Priyono, 2012). Pemenuhan kebutuhan dana perusahaan dari sumber modal sendiri berasal dari modal saham, laba ditahan, dan cadangan. Jika dalam pendanaan perusahaan yang berasal dari modal sendiri masih kurang (*deficit*) maka perlu dipertimbangkan pendanaan perusahaan yang berasal dari luar, yaitu dari utang (*debt financing*) (Priyono, 2012).

Dalam memenuhi kebutuhan operasional perusahaan maupun berekspansi, hampir tidak ada perusahaan yang dapat berjalan dengan modal sendiri, sehingga mencari tambahan dana baik melalui pinjaman kredit oleh bank, lembaga keuangan, dan berbagai kreditor internasional (Surya dan Yustiavanda, 2008). Dengan memperoleh pendanaan eksternal, perusahaan mungkin dapat tumbuh lebih cepat daripada hanya dengan mengandalkan modal sendiri. Namun, terlalu banyak utang juga dapat menghambat perkembangan perusahaan yang pada gilirannya dapat membuat keengganan pemegang saham untuk tetap menanamkan modalnya (Brigham dan Houston 2006 dalam Priyono, 2012). Seorang kreditor juga harus berhati-hati dalam memberikan pinjaman kepada perusahaan dengan melihat terlebih

dahulu apakah perusahaan dibangun dengan fondasi yang kuat atau hanya dengan pendanaan eksternal. Oleh karena itu, kreditur maupun analis harus dapat melihat seberapa besar risiko kredit yang ada di dalam suatu perusahaan untuk menilai kesehatan dari perusahaan tersebut.

Risiko kredit berhubungan dengan probabilitas suatu perusahaan mengalami gagal bayar, kemampuan untuk memenuhi kewajiban, dan kerugian yang terjadi jika kondisi gagal bayar terjadi (Muharam, 2012). Pengukuran risiko kredit bertujuan untuk mengestimasi besarnya probabilitas suatu perusahaan mengalami gagal bayar pada saat kewajiban jatuh tempo (*default probability*) atau untuk mengestimasi seberapa jauh jarak antara nilai aset perusahaan dengan titik gagal bayar (*distance to default*) atau untuk mengestimasi tingkat pengembalian utang jika debitur mengalami gagal bayar (*recovery rate*) (Muharam, 2012). Untuk memberikan keputusan dalam memberikan kredit, seorang kreditur harus melihat seberapa besar kemungkinan terjadinya gagal bayar yang mungkin dilakukan perusahaan dalam memenuhi kewajiban kredit tersebut.

Menurut penelitian yang dilakukan Muharam (2012), Beberapa faktor penentu risiko kredit adalah kinerja fundamental debitur yang terdiri dari arus kas, profitabilitas, tingkat leverage dan ukuran perusahaan. Kinerja ekonomi makro dan kinerja industri, serta kinerja masa lalu (*lag*) juga sangat berpengaruh terhadap risiko kredit. Risiko kredit (*default risk*) dapat diukur dengan peringkat surat utang dan rasio utang terhadap ekuitas atau DER (Billings 1999 dalam Rinaningsih, 2008).

DER merupakan salah satu teknik analisis rasio untuk menilai tingkat solvabilitas perusahaan atau kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya. Dengan menggunakan DER seorang analis dapat melihat perbandingan antara utang dan modal sendiri untuk menilai batas kemampuan modal sendiri dalam menanggung risiko atau batas perluasan usaha dengan menggunakan modal pinjaman (Sumadji, Pratama dan Rosita, 2006). Rasio ini dapat dihitung dengan membandingkan total utang dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan yang dapat mencerminkan struktur modal di dalam perusahaan. Keputusan struktur modal yang diambil oleh manajer tersebut tidak saja berpengaruh pada profitabilitas, tetapi juga berpengaruh terhadap risiko keuangan yang dihadapi perusahaan (Handayani, 2011). Semakin besar angka yang ditunjukkan, semakin besar pula risiko kredit yang dimiliki perusahaan. Angka rasio yang besar menunjukkan bahwa hutang perusahaan besar pula.

Selain dengan menghitung besarnya DER, seorang analis juga dapat melihat tingkat kesehatan perusahaan dari peringkat obligasi. Bursa efek Indonesia menerjemahkan 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. Perusahaan dapat menerbitkan obligasi di pasar modal untuk memperoleh pendanaan eksternal tersebut.

Obligasi yang dikeluarkan perusahaan akan diberikan peringkat oleh PT. Pemeringkat Efek Indonesia atau PT Pefindo dan PT Kasnic *Credit Rating* Indonesia dimana peringkat tersebut menunjukkan kualitas kredit dari perusahaan penerbit (Widajati, 2010). Dalam memberikan peringkat pada suatu obligasi, lembaga pemeringkat mempunyai kriteria tersendiri untuk menilai kinerja yang dimiliki perusahaan, seperti tingkat rentabilitas, solvabilitas atau profitabilitas yang dimiliki perusahaan tersebut. Semakin tinggi peringkat yang diberikan maka investasi yang dilakukan akan semakin menguntungkan.

Obligasi merupakan alternatif pendanaan eksternal yang cukup menarik. Saat ini, banyak investor yang mulai tertarik menginvestasikan dana menganggurnya pada obligasi. Investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibanding saham karena dua alasan, yaitu: (1) volatilitas saham lebih tinggi dibanding obligasi, sehingga mengurangi daya tarik investasi pada saham, dan (2) obligasi menawarkan tingkat pengembalian yang positif dengan pendapatan tetap (*fixed income*), sehingga obligasi lebih memberikan jaminan dibanding saham (Faerber 2000 dalam Setyapurnama, 2006).

Perusahaan dengan landasan tata kelola yang baik akan dapat membuat perusahaan memiliki kinerja yang baik disegala aspek. Komite *Cadbury* (1992) dalam Surya dan Yustiavanda (2008) menyatakan bahwa :

“*Corporate governance* adalah sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan dengan tujuan, agar mencapai keseimbangan antara kekuatan

kewenangan yang diperlukan oleh perusahaan, untuk menjalin kelangsungan eksistensinya dan pertanggungjawaban kepada *stakeholders*”.

Pihak-pihak utama dalam tata kelola perusahaan adalah pemegang saham, manajemen dan dewan direksi. Pemangku kepentingan lainnya termasuk karyawan, pemasok, pelanggan, bank dan kreditor lain, regulator, lingkungan, serta masyarakat luas.

Tata kelola perusahaan (*Corporate governance*) pertama kali dikenalkan oleh *Cadbury Committee* tahun 1992 dalam laporannya yang dikenal sebagai *Cadbury Report* (Tjager 2003 dalam Surya, 2008). Laporan ini dipandang sebagai titik balik yang sangat menentukan praktik *corporate governance* di seluruh dunia. Isu mengenai *corporate governance* mulai mengemuka khususnya di Indonesia pada tahun 1998 ketika Indonesia mengalami krisis yang berkepanjangan (Wardhani, 2006). Menurut Wardhani (2006), banyak pihak yang mengatakan lamanya proses perbaikan di Indonesia disebabkan oleh sangat lemahnya *corporate governance* yang diterapkan dalam perusahaan di Indonesia. Sejak saat itu, baik pemerintah maupun investor mulai memberikan perhatian yang cukup signifikan dalam praktek *corporate governance*. Hal ini dibuktikan dengan didirikannya Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) pada akhir tahun 2004.

Salah satu kasus gagal bayar akibat buruknya penerapan *corporate governance* adalah kasus pada PT. Great River International Tbk. Menurut artikel dalam koran Tempo (08 Desember 2006), perusahaan tekstil tersebut melakukan

manipulasi laporan keuangan. Great River dianggap telah melakukan konspirasi dalam menyajikan laporan keuangan tersebut. Bapepam menemukan kelebihan pencatatan atau *overstatement* penyajian akun penjualan dan piutang dalam laporan tersebut. Kelebihan itu berupa penambahan aktiva tetap dan penggunaan dana hasil emisi obligasi yang tanpa pembuktian. Akibatnya, Great River kesulitan arus kas. Perusahaan tidak mampu membayar utang Rp 250 miliar kepada Bank Mandiri dan gagal membayar obligasi senilai Rp 400 miliar.

Kasus yang menimpa Great River menunjukkan buruknya praktik *corporate governance* yang ada di perusahaan tersebut. Kecurangan yang dilakukan Great River menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak *transparance* dan *independence* dalam melakukan pelaporan. Akibatnya Great River kesulitan arus kas sehingga mempunyai utang yang besar dan akhirnya dinyatakan bangkrut. Hal ini membuktikan bahwa praktik *corporate governance* yang sehat sangat dibutuhkan untuk menunjang kelangsungan hidup perusahaan.

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) akan membantu mengurangi aspek asimetri informasi yang mungkin terjadi akibat kecurangan pihak manajemen yang tidak menunjukkan transparansi dalam melakukan pelaporan. Suatu perusahaan yang bonafid, pasti akan menerapkan suatu tata kelola perusahaan yang baik. Dengan kinerja yang baik maka kreditur akan dapat menilai tingkat kesehatan perusahaan yang sesungguhnya melalui DER, sehingga kredit yang diberikan lebih terjamin. Selain itu, lembaga pemeringkat juga dapat memberikan peringkat yang baik pula atas obligasi yang diterbitkan perusahaan tersebut. Dengan peningkatan kinerja yang

dilakukan perusahaan tersebut, maka peringkat obligasi yang didapat akan semakin baik, sehingga akan lebih menarik banyak investor lagi. Dengan demikian, diharapkan baik kreditur, maupun investor tidak merasa dirugikan atas pinjaman yang diberikan maupun investasi yang telah dilakukannya.

Penelitian-penelitian sebelumnya telah menguji bagaimana pengaruh penerapan GCG terhadap risiko dan telah menunjukkan hasil yang konsisten. Namun, Banyak penelitian yang menganalisis pengaruh *corporate governance* terhadap risiko kredit atau risiko gagal bayar (*default risk*) hanya dengan memperhitungkan peringkat surat utang, seperti penelitian yang telah dilakukan oleh Boraj dan Segupta (2003), Asbaugh dan Lafond (2006), Rinaningsih (2008), Ouni dan Omri (2010), serta Johansson dan Phillip (2011). Padahal, seorang kreditor yang akan memberikan pinjaman dan investor dalam membeli surat utang, harus melihat apakah perusahaan tersebut memiliki struktur pendanaan yang sehat melalui rasio *debt-to-equity*, sehingga dapat dinilai seberapa besar risiko gagal bayar yang mungkin terjadi.

Disisi lain, banyak penelitian yang menguji pengaruh *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Dari penelitian yang dilakukan Trinanda, Didin, dan Mukodim (2010) yang menguji pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap kinerja keuangan, menghasilkan adanya pengaruh yang signifikan positif atas penerapan *good corporate governance* terhadap kinerja keuangan yang di proksi dengan *return on equity* (ROE), *return on investment* (ROI), *return on asset* (ROA) dan *net profit margin* (NPM). Sebelumnya, Penelitian yang serupa juga dilakukan

oleh Wulandari (2006) yang memiliki hasil yang sama untuk pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap kinerja perusahaan. Penelitian lain juga dilakukan oleh Nuswandari (2009) mengenai pengaruh CGPI terhadap kinerja perusahaan. Hasil penelitian tersebut juga menunjukkan adanya hubungan yang signifikan positif antara CGPI dengan kinerja perusahaan. Dengan adanya peningkatan kinerja pada suatu perusahaan maka risiko gagal bayar yang ada di dalam perusahaan pun akan semakin berkurang.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, *corporate governance* memiliki peranan yang cukup penting dalam perusahaan. Banyak penelitian yang menunjukkan hasil penelitian bahwa *corporate governance* berpengaruh terhadap *credit rating* dan kinerja perusahaan. Namun, peneliti ingin menguji bagaimana pengaruh *corporate governance* terhadap risiko kredit yang dimiliki perusahaan melalui DER dan peringkat obligasi. Sehingga permasalahan dalam penelitian ini dapat dirumuskan sebagai berikut :

1. Apakah penerapan GCG berpengaruh terhadap terhadap Peringkat Obligasi?
2. Apakah penerapan GCG berpengaruh terhadap terhadap DER?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan dilakukannya penelitian ini adalah untuk menganalisis bagaimana pengaruh penerapan *good corporate governance* terhadap risiko kredit yang diproksi oleh DER dan peringkat obligasi.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Bagi perusahaan, dengan adanya penelitian ini, diharapkan perusahaan dapat menerapkan *good corporate governance* sebagai upaya untuk meningkatkan *value* perusahaan terhadap obligasi yang diterbitkan serta dapat menciptakan keyakinan kepada kreditur atas pinjaman yang diberikannya melalui DER.
2. Bagi akademisi, penelitian ini diharapkan bisa dijadikan sumber informasi dan referensi dalam penelitian-penelitian selanjutnya serta sebagai sarana untuk menambah wawasan.
3. Bagi masyarakat, dengan adanya penelitian ini diharapkan masyarakat sebagai investor dapat melakukan analisis mengenai tata kelola perusahaan sebelum melakukan investasi pada obligasi.
4. Bagi kreditur, diharapkan akan mendapatkan keyakinan penuh atas informasi yang diperoleh dari laporan keuangan untuk melakukan analisis atas DER sebelum memberikan pinjaman.

1.5 Sistematika Penulisan

Pada penelitian ini, penulis membagi penulisan menjadi 5 Bab yaitu:

- BAB I** Pendahuluan yang berisi latar belakang, rumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian dan sistematika penulisan.
- BAB II** Tinjauan Pustaka yang berisi kajian teoritis mengenai masalah yang dibahas, uraian penelitian terdahulu, kerangka berfikir dan hipotesis.
- BAB III** Metode Penelitian yang menguraikan populasi dan sampel, sumber data, variabel penelitian, metode pengumpulan data dan metode analisis data.
- BAB IV** Hasil Penelitian dan Pembahasan yang berisi mengenai hasil penelitian dan pembahasan.
- BAB V** Penutup yang berisi kesimpulan, keterbatasan dan saran yang berkaitan dengan hasil penelitian.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Landasan teori

2.1.1. Teori *Agency Cost of Debt*

Hubungan keagenan merupakan sebuah kontrak antara manajer dengan investor (Jensen dan Meckling, 1976). Teori agensi menjelaskan tentang hubungan antara dua pihak dimana salah satu pihak menjadi agen dan pihak yang lain bertindak sebagai prinsipal (Hendriksen dan Van Breda, 2000). Kepemilikan diwakili oleh investor mendelegasikan kewenangan kepada agen dalam hal ini manajer untuk mengelola kekayaan investor. Investor mempunyai harapan bahwa dengan mendelegasikan wewenang pengelolaan tersebut, mereka akan memperoleh keuntungan dengan bertambahnya kekayaan dan kemakmuran investor.

Teori keagenan dilandasi dengan tiga asumsi (Eisenhardt, 1989), yaitu: asumsi sifat manusia (*human assumptions*), asumsi keorganisasian (*organizational assumptions*), dan asumsi informasi (*information assumptions*). Asumsi sifat manusia dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) *self-interest*, yaitu sifat manusia untuk mengutamakan kepentingan diri sendiri, (2) *bounded-rationality*, yaitu sifat manusia yang memiliki keterbatasan rasionalitas, dan (3) *risk aversion*, yaitu sifat manusia yang lebih memilih mengelak dari risiko. Asumsi keorganisasian dikelompokkan menjadi tiga, yaitu: (1) konflik sebagian tujuan antar partisipan, (2) efisiensi sebagai suatu kriteria efektivitas, dan (3) asimetri informasi antara pemilik dan agen. Asumsi

informasi merupakan asumsi yang menyatakan bahwa informasi merupakan suatu komoditas yang dapat dibeli.

Adanya kesenjangan kepentingan antara para pemegang saham sebagai pemilik perusahaan dengan pihak pengurus atau manajemen sebagai agen menyebabkan timbulnya *agency problem* (Surya dan Yustiavanda, 2008). Pemilik memiliki kepentingan agar dana yang telah diinvestasikannya memberikan pendapatan (*return*) yang maksimal. Sedangkan pihak manajemen memiliki kepentingan terhadap perolehan *incentives* atas pengelolaan dana pemilik perusahaan (Alijoyo dan Zaini, 2004).

Konflik keagenan yang terjadi dalam perusahaan pada hubungan antara : (1) pemegang saham dan manajer, (2) manajer dan kreditor, (3) manajer, pemegang saham dan kreditor (Brigham, Gapenski, 1999). Sedangkan biaya yang timbul atau dikeluarkan oleh perusahaan untuk mengatasi konflik keagenan disebut biaya keagenan (*Agency cost*). *Agency cost* adalah biaya yang terkait dengan pengelolaan pemantauan untuk memastikan bahwa manajemen berperilaku secara konsisten dengan perjanjian kontrak perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Van Horne and Wachowicz, 2001)

Jensen dan Meckling (1976) secara lebih sederhana menjelaskan *agency cost* timbul sebagai akibat dari adanya biaya-biaya yang dikeluarkan untuk risiko dari adanya pengambilan keputusan yang dilakukan oleh pihak manajemen yang tidak sesuai dengan apa yang diharapkan oleh principal dari diadakannya kontrak kerja tersebut, yang terdiri dari :

1. Biaya monitoring dari *principal*, dimana *principal* akan menyediakan dana untuk meminimalkan penyimpangan dari agent.
2. *Bonding expenditure* dari *agent*, dimana *agent* akan dikenakan biaya sebagai pertanggung jawaban atas apa yang telah diputuskannya.
3. *Residual loss*, biaya yang disiapkan dari kemungkinan kerugian. Karena pada dasarnya tidak mungkin bagi *principal*, *at zero cost* memastikan bahwa *agent* akan mengambil keputusan optimal seperti yang diharapkan *principal*.

Salah satu cara untuk mengurangi biaya keagenan adalah dengan *agency cost of debt*. Penggunaan utang diharapkan dapat mengurangi konflik keagenan. Perusahaan memiliki kewajiban untuk mengembalikan pinjaman dan membayar beban bunga secara periodik. Kondisi ini menyebabkan manajer bekerja keras untuk meningkatkan laba sehingga dapat memenuhi kewajiban dari penggunaan utang. Sebagai konsekuensi dari kebijakan ini, perusahaan menghadapi biaya keagenan utang dan risiko kebangkrutan (Crutchley dan Hansen, 1989). Jensen-Meckling (1976) menjelaskan penggunaan utang dapat mengurangi perilaku manajemen untuk memanfaatkan *free cash flow* untuk kepentingan mereka sendiri. Biaya utang mendorong manajemen bertindak disiplin dalam memenuhi kewajiban dan menjaga perusahaan agar tidak mengalami *technically insolvent*.

Agency cost of debt berkaitan dengan masalah utang (*issue of debts*) berkembang sejalan dengan adanya resiko utang (Zimmer dan Whittred, 1990). Konflik kepentingan antara *shareholder* / manager dengan *debtholder* ini dikarenakan

dalam hal peminjaman dana pada kreditor dengan suku bunga didasarkan (1) tingkat resiko dari aktiva perusahaan yang ada, (2) struktur modal perusahaan saat ini (yaitu, jumlah pembiayaan yang berasal dari hutang), (3) perkiraan atas risiko penambahan aktiva di masa yang akan datang (Weston dan Brigham, 1994). Faktor-faktor inilah yang menentukan tingkat risiko arus kas perusahaan, yang sangat jelas mempengaruhi keamanan utangnya. Dipihak lain berdasarkan faktor-faktor tersebut kreditor menentukan tingkat pengembalian yang disyaratkan, yaitu biaya dari hutang perusahaan tersebut. Dalam konteks konflik kepentingan dengan kreditor, pihak pemegang saham (*shareholder*) bertindak melalui manajemen untuk melakukan transfer kekayaan dari *debtholder* ke dalam perusahaan yang pada akhirnya akan masuk ke kantong *shareholder*.

Dengan adanya *agency cost of debts* ini memaksa manajer untuk menggunakan laba operasionalnya untuk membayar utang beserta bunganya kepada kreditor. Hal ini bertentangan dengan kepentingan *shareholder* yang menginginkan adanya transfer deviden atas laba yang diperoleh perusahaan sehingga menyebabkan konflik antara kreditor dengan *shareholder*. *Corporate governance* merupakan suatu mekanisme pengelolaan yang didasarkan pada teori keagenan. Dengan menerapkan prinsip-prinsip GCG perusahaan akan dapat menekan *agency problem* yang mungkin terjadi, sehingga pengeluaran untuk *agency cost* pun dapat dikurangi. Pengurangan pada *agency cost* ini juga menyebabkan berkurangnya *agency cost of debt* sehingga risiko kredit yang ada di perusahaan pun semakin menurun.

2.1.2. Pengertian *Good Corporate Governance* (GCG)

Menurut Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) “*Good corporate governance* (GCG) adalah salah satu pilar dari sistem ekonomi pasar”. *Corporate governance* berkaitan erat dengan kepercayaan baik terhadap perusahaan yang melaksanakannya maupun terhadap iklim usaha di suatu negara. Penerapan GCG mendorong terciptanya persaingan yang sehat dan iklim usaha yang kondusif. Oleh karena itu diterapkannya GCG oleh perusahaan-perusahaan di Indonesia sangat penting untuk menunjang pertumbuhan dan stabilitas ekonomi yang berkesinambungan.

Indonesian Institute for Corporate Governance (IICG) mendefinisikan *Good Corporate Governance* sebagai struktur, sistem, dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberikan nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang, dengan tetap memperhatikan kepentingan *stakeholder* lainnya, berlandaskan peraturan perundangan dan norma yang berlaku. Shleifer dan Vishny (1997) menyatakan bahwa *corporate governance* merupakan suatu mekanisme yang dapat digunakan untuk memastikan bahwa *supplier* keuangan atau pemilik modal perusahaan memperoleh pengembalian atau *return* dari kegiatan yang dijalankan oleh manajer, atau bagaimana *supplier* keuangan perusahaan melakukan pengendalian terhadap manajer.

Dari beberapa pengertian diatas dapat disimpulkan bahwa *corporate governance* merupakan sekumpulan hubungan antara pihak manajemen perusahaan, *board*, pemegang saham, dan pihak lain yang mempunyai kepentingan dengan

perusahaan. *Corporate governance* juga mensyaratkan adanya struktur perangkat untuk mencapai tujuan dan pengawasan atas kerja. *Corporate governance* yang baik dapat memberikan rangsangan bagi *board* dan manajemen untuk mencapai tujuan yang merupakan kepentingan perusahaan dan pemegang saham harus memfasilitasi pengawasan yang efektif sehingga mendorong perusahaan menggunakan sumber daya dengan lebih efisien (OECD dalam Tunggal, 2002).

2.1.3 Prinsip-prinsip GCG

Secara umum, penerapan prinsip *Good Corporate Governance* secara konkret, memiliki tujuan terhadap perusahaan sebagai berikut (Tjager 2003 dalam Surya, 2008) :

1. Memudahkan akses terhadap investasi domestik maupun asing;
2. Mendapatkan *cost of capital* yang lebih murah;
3. Memberikan keputusan yang lebih baik dalam meningkatkan kinerja ekonomi perusahaan;
4. Meningkatkan keyakinan dan kepercayaan dari *stakeholders* terhadap perusahaan;
5. Melindungi direksi dan komisaris dari tuntutan hukum.

Dari berbagai tujuan tersebut, pemenuhan kepentingan seluruh *stakeholders* secara seimbang berdasarkan peran dan fungsinya masing-masing dalam suatu perusahaan, merupakan tujuan utama yang hendak dicapai. Prinsip-prinsip utama dari *good corporate governance* yang menjadi indikator, sebagaimana ditawarkan oleh *Organization for Economic Cooperation and Development* atau OECD (Darmabrata dan Hertanto, 2003) adalah :

2.1.3.1 Keadilan (*Fairness*)

Prinsip keadilan (*fairness*) merupakan prinsip perlakuan yang adil bagi seluruh pemegang saham. Keadilan yang diartikan sebagai perlakuan yang sama terhadap para pemegang saham, terutama kepada pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing dari kecurangan, dan kesalahan perilaku insider. Dalam melaksanakan kegiatannya, perusahaan harus senantiasa memperhatikan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya berdasarkan asas kewajaran dan kesetaraan.

2.1.3.2 Keterbukaan/Transparansi (*Disclosure/Transparency*)

Transparansi adalah adanya pengungkapan yang akurat dan tepat pada waktunya serta transparansi atas hal penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta pemegang kepentingan. Untuk menjaga obyektivitas dalam menjalankan bisnis, perusahaan harus menyediakan informasi yang material dan relevan dengan cara yang mudah diakses dan dipahami oleh pemangku kepentingan. Perusahaan harus mengambil inisiatif untuk mengungkapkan tidak hanya masalah yang disyaratkan oleh peraturan perundang-undangan, tetapi juga hal yang penting untuk pengambilan keputusan oleh pemegang saham, kreditur dan pemangku kepentingan lainnya.

2.1.3.3 Akuntabilitas (*Accountability*)

Akuntabilitas menekankan pada pentingnya penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan pembagian kekuasaan antara komisaris, direksi dan

pemegang saham yang meliputi monitoring, evaluasi, dan pengendalian terhadap manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak sesuai dengan kepentingan pemegang saham dan pihak-pihak berkepentingan lainnya. Perusahaan harus dapat mempertanggungjawabkan kinerjanya secara transparan dan wajar. Untuk itu perusahaan harus dikelola secara benar, terukur dan sesuai dengan kepentingan perusahaan dengan tetap memperhitungkan kepentingan pemegang saham dan pemangku kepentingan lain. Akuntabilitas merupakan prasyarat yang diperlukan untuk mencapai kinerja yang berkesinambungan.

2.1.3.4 Responsibilitas (*Responsibility*)

Responsibility (responsibilitas) adalah adanya tanggung jawab pengurus dalam manajemen, pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan para pemegang saham. Prinsip ini diwujudkan dengan kesadaran bahwa tanggung jawab merupakan konsekuensi logis dari adanya wewenang, menyadari akan adanya tanggung jawab sosial, menghindari penyalahgunaan wewenang kekuasaan, menjadi profesional dan menjunjung etika dan memelihara bisnis yang sehat.

2.1.3.5 Independen (*Independency*)

Untuk melancarkan pelaksanaan asas GCG, perusahaan harus dikelola secara independen sehingga masing-masing organ perusahaan tidak saling mendominasi dan tidak dapat diintervensi oleh pihak lain. Independen diperlukan untuk menghindari adanya potensi konflik kepentingan yang mungkin timbul oleh para pemegang saham mayoritas. Mekanisme ini menuntut adanya rentang kekuasaan antara komposisi

komisaris, komite dalam komisaris dan pihak luar seperti auditor. Keputusan yang dibuat dan proses yang terjadi harus obyektif tidak dipengaruhi oleh kekuatan pihak-pihak tertentu.

Prinsip-prinsip tersebut menjadi acuan dalam pengkajian baik kandungan teoritis maupun prakteknya khususnya di pasar modal. Pengkajian ini bertujuan untuk melihat sejauh mana ketentuan dan peraturan dibidang pasar modal dapat secara berkelanjutan memberikan cerminan *Corporate Governance* (Tim studi pengkajian dan penerapan prinsip-prinsip OECD 2004, 2006).

2.1.4. Corporate Governance Perception Index (CGPI)

Corporate Governance Perception Index (CGPI) berisikan skor berupa angka mulai dari 0 sampai 100 yang merupakan hasil survei mengenai penerapan GCG pada perusahaan-perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia yang dilakukan oleh *Indonesian Institute of Corporate Governance* (IICG). CGPI merupakan program riset dan pemeringkatan penerapan *good corporate governance* di Indonesia pada perusahaan publik. Program ini dilaksanakan sejak tahun 2001 dilandasi dengan pemikiran pentingnya mengetahui sejauh mana perusahaan-perusahaan tersebut telah menerapkan prinsip-prinsip *good corporate governance*.

Menurut IICG Penilaian riset atas CGPI dilakukan melalui penerapan prinsip dasar *Transparency, Accountability, Responsibility, Independency, and Fairness*, yang dicerminkan dan diukur dengan enam cakupan penilaian riset dan pemeringkatan, yaitu :

1. Komitmen terhadap Tata Kelola Perusahaan

Komitmen terhadap Tata Kelola Perusahaan adalah sistem *Corporate Governance* yang mendorong anggota perusahaan untuk menyelenggarakan GCG dalam rangka mewujudkan tujuan perusahaan.

2. Hak Pemegang Saham dan Fungsi Kepemilikan Kunci

Hak Pemegang Saham dan Fungsi Kepemilikan Kunci adalah sistem *Corporate Governance* yang dapat melindungi dan memfasilitasi pemenuhan hak-hak pemegang saham.

3. Perlakuan yang Setara terhadap Seluruh Pemegang Saham

Perlakuan yang Setara terhadap Seluruh Pemegang Saham adalah sistem *Corporate Governance* yang dapat menjamin adanya perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing. Semua pemegang saham harus diberikan kesempatan yang sama untuk mendapatkan tanggapan yang efektif terhadap pelanggaran hak-hak pemegang saham.

4. Peran *Stakeholders* dalam Tata Kelola Perusahaan

Peran *Stakeholders* dalam Tata Kelola Perusahaan adalah sistem *Corporate Governance* yang dapat mengakui hak-hak para *stakeholder* yang telah ditetapkan oleh hukum atau melalui perjanjian kerjasama, dan mendorong kerja sama yang aktif antara perusahaan dan para *stakeholder* dalam penciptaan kesejahteraan, lapangan kerja, kondisi keuangan perusahaan yang sehat serta meningkatkan kualitas penyelenggaraan tanggung jawab sosial perusahaan.

5. Pengungkapan dan Transparansi

Pengungkapan dan Transparansi adalah sistem *Corporate Governance* yang dapat menjamin terlaksananya kelengkapan pengungkapan dengan tepat waktu dan akurat atas semua informasi material yang berkaitan dengan perusahaan melalui berbagai media.

6. Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi

Tanggung Jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi adalah sistem *Corporate Governance* yang dapat menjamin pelaksanaan tanggung jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi terhadap pengelolaan perusahaan.

2.1.5 Manfaat GCG

Menurut *Forum for Corporate Governance Indonesia* atau FCGI (2011) Dengan menerapkan Corporate Governance kepada perusahaan, ada beberapa manfaat yang dapat diperoleh. Manfaat adalah sebagai berikut:

1. Lebih mudah untuk meningkatkan modal;
2. Biaya modal yang lebih rendah;
3. Peningkatan kinerja bisnis dan kinerja ekonomi yang lebih baik;
4. Berdampak baik pada harga saham. (Karena situasi Indonesia saat ini, privatisasi BUMN dapat memberikan kontribusi signifikan terhadap anggaran negara).

2.1.6 Pengertian Obligasi

Obligasi merupakan surat pengakuan utang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat pemodal (Sunariyah, 2004). Penerbit

obligasi, seperti perusahaan, akan membayar bunga kepada pembeli obligasi secara periodik. Kemudian, pada akhir waktu tertentu, penerbit obligasi membayar pokok obligasi yang biasa disebut nilai par. Sebaliknya, pemegang obligasi memberikan sejumlah uang kepada perusahaan saat ini. Fabozzi (2000) dalam Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) mendefinisikan obligasi sebagai suatu instrumen utang yang ditawarkan oleh penerbit (*issuer*) yang juga disebut debitur atau peminjam (*borrower*) untuk membayar kembali kepada investor (*lender*) sejumlah yang dipinjam ditambah bunga selama tahun yang ditentukan. Obligasi merupakan suatu instrumen pendapatan tetap (*fixed income securities*) yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) dengan menjanjikan suatu tingkat pengembalian kepada pemegang obligasi (*bondholder*) atas dana yang diinvestasikan investor berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut jatuh tempo (Manurung *et al.*, 2009).

2.1.7 Peringkat Obligasi

Peringkat kredit obligasi merupakan cerminan kombinasi penilaian atas kelayakan kredit penerbit obligasi dan kualitas efek yang dinilai (Subramanyam dan Wild, 2010). Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga utang obligasi yang mencerminkan skala risiko dari obligasi yang diperdagangkan (Setyapurnama dan Norpratiwi, 2006). Pemeringkatan *rating* dilakukan untuk memperkirakan kemampuan dari penerbit obligasi untuk membayar bunga dan pokok utang berdasarkan analisis keuangan dan kemampuan membayar

kredit. Semakin tinggi tingkat *rating*, maka hal tersebut menunjukkan tingginya kemampuan penerbit obligasi untuk membayar utangnya (Manurung *et al.*, 2009).

Metodologi Pemeringkatan menurut PEFINDO untuk sektor korporasi (*non financial*) secara umum, mencakup tiga risiko utama penilaian, yaitu risiko industri (*industry risk*), risiko bisnis (*business risks*) dan risiko finansial (*financial risks*). Penilaian risiko pada masing-masing jenis industri adalah sama, berdasarkan analisis mendalam lima faktor risiko utama, yaitu pertumbuhan industri & stabilitas (*growth & stability*), pendapatan & struktur biaya (*revenue & cost structure*), hambatan masuk dan tingkat persaingan dalam industri (*barriers to entry & competition*), regulasi & de-regulasi industri (*regulatory framework*), dan profil keuangan dari industri (*financial profile*).

Suatu perusahaan atau produk efek supaya dapat diperingkat harus memenuhi syarat yang ditetapkan oleh lembaga pemeringkat. PT. PEFINDO menentukan syarat-syarat sebagai berikut (Sapto Rahardjo, 2003):

1. Akte perusahaan atau izin perusahaan.
2. Laporan keuangan yang diaudit selama 5 tahun terakhir (struktur pendapatan berdasarkan pangsa pasar produk, struktur biaya, struktur dan jenis pinjaman).
3. Proyeksi laporan keuangan untuk 3 tahun ke depan atau selama masa penerbitan surat utang tersebut.
4. Info memo tentang proses penerbitan surat utang.
5. Informasi pihak ketiga (pemberi garansi atau bank garansi).
6. Daftar pemegang saham selama 5 tahun terakhir.

7. Daftar riwayat hidup komisaris / manajemen perusahaan.
8. Struktur organisasi perusahaan dan keterangan detail tugas dan tanggung jawab.
9. Informasi tentang tipe bisnis dan pangsa pasar perusahaan.
10. Informasi tentang grup, afiliasi, dan *holding* dari perusahaan.

Di Indonesia PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) merupakan salah satu pihak institusi resmi yang memberikan evaluasi dan analisis atas kemungkinan macetnya pembayaran surat utang yang dikeluarkan oleh emiten. Pefindo memiliki afiliasi dengan lembaga pemeringkatan internasional, yaitu S & P (Standard and Poor), terdapat beberapa peringkat utang menurut Standard and Poor :

1. **AAA**, merupakan peringkat tertinggi dan mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan amat sangat mampu membayar utang dan bunganya tepat waktu.
2. **AA**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan sangat mampu untuk membayar utang dan bunganya tepat waktu.
3. **A**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan mampu untuk membayar utang dan bunganya tepat waktu.
4. **BBB**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan cukup untuk membayar utang dan bunganya tepat waktu

5. **BB, B, CCC, CC**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan diragukan sangat mampu untuk membayar utang dan bunganya tepat waktu.
6. **C**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan bahwa kondisi keuangan perusahaan hanya mampu untuk membayar utangnya tepat waktu tanpa bunga.
7. **D**, merupakan peringkat utang yang mencerminkan perusahaan gagal memenuhi utang dan bunganya tepat waktu. Penilaian peringkat utang dimodifikasi dengan penambahan nilai *plus* (+) atau *minus* (-) untuk menunjukkan penilaian lebih maksimum dari kategori utama, serta digunakan untuk menunjukkan relativitas perusahaan kualitas perusahaan.

2.1.8 Manfaat Bond Rating

Dengan melakukan analisis dari segi keuangan atau manajemen dan bisnis fundamentalnya, setiap investor akan dapat menilai kelayakan bisnis usaha emiten tersebut. Selain itu, investor akan dapat menilai tingkat risiko yang timbul dari investasi obligasi tersebut. Beberapa manfaat *rating* bagi investor (Sapto Raharjo, 2003) adalah sebagai berikut;

1. Informasi risiko investasi. Tujuan utama investasi adalah untuk meminimalkan risiko serta mendapatkan keuntungan yang maksimal. Oleh karena itu, dengan adanya “pemeringkat obligasi” diharapkan informasi risiko lebih jelas diketahui posisinya.

2. Rekomendasi investasi. Investor akan dengan mudah mengambil keputusan investasi berdasarkan hasil pemeringkat kinerja emiten obligasi tersebut. Dengan demikian investor akan dapat melakukan strategi investasi dengan membeli atau menjualnya sesuai dengan perencanaan.
3. Perbandingan. Hasil *rating* akan dijadikan patokan dalam membandingkan obligasi yang satu dengan obligasi yang lainnya, serta membandingkannya dengan struktur yang lain seperti suku bunga dan metode penjaminannya.

Selain memberikan manfaat bagi investor, *rating* juga memberikan manfaat kepada emiten diantaranya adalah sebagai berikut:

1. Informasi posisi bisnis. Dengan melakukan *rating* pihak perseroan akan dapat mengetahui posisi bisnis dan kinerja usahanya dibandingkan dengan perusahaan sejenis lainnya.
2. Menentukan struktur obligasi. Setelah mengetahui keunggulan dan kelemahan manajemen, bisa ditentukan beberapa syarat atau struktur obligasi yang meliputi tingkat suku bunga, jenis obligasi, jangka waktu jatuh tempo, jumlah emisi obligasi serta berbagai struktur pendukung lainnya.
3. Mendukung kinerja. Apabila emiten mendapatkan *rating* yang cukup bagus maka kewajiban menggunakan *sinking fund* atau jaminan kredit bisa dijadikan pilihan alternatif.
4. Alat pemasaran. Dengan mendapatkan *rating* yang bagus, daya tarik perusahaan dimata investor bisa meningkat. Dengan demikian, adanya *rating* bisa membantu sistem pemasaran obligasi tersebut agar terlihat lebih menarik.

5. Menjaga kepercayaan investor. Hasil *rating* yang independen akan membuat investor merasa lebih aman, sehingga kepercayaan investor bisa terjaga.

Selain dari manfaat-manfaat yang telah disebutkan diatas proses pemeringkatan juga memberikan manfaat secara umum diantaranya adalah sebagai berikut:

- a. Sistem informasi keterbukaan pasar yang transparan yang menyangkut berbagai macam obligasi akan menciptakan pasar obligasi yang sehat dan transparan juga.
- b. Efisiensi biaya. Hasil *rating* yang bagus biasanya memberikan keuntungan, yaitu menghindarkan kewajiban persyaratan keuangan yang biasanya memberatkan perusahaan seperti penyediaan *sinking fund* ataupun jaminan aset.
- c. Menentukan besarnya *coupon*, semakin bagus *rating* biasanya semakin rendah nilai kupon, berlaku pula sebaliknya.
- d. Memberikan informasi yang obyektif dan independen menyangkut kemampuan pembayaran utang, tingkat investasi risiko yang mungkin timbul, serta jenis dan tingkat utang tersebut.
- e. Mampu menggambarkan kondisi pasar obligasi dan kondisi ekonomi pada umumnya.

2.1.9 Debt to Equity ratio (DER)

Dalam memberikan penilaian atas kelayakan kredit suatu perusahaan, terutama untuk kredit jangka panjang, kreditor dapat menggunakan salah satu analisis

rasio keuangan, yaitu dengan rasio utang terhadap ekuitas atau *Debt to Equity Ratio* (DER).

Rasio utang terhadap ekuitas mengukur risiko struktur modal dalam hal hubungan antara dana yang dipasok oleh kreditor (utang) dan investor (ekuitas). Makin tinggi proporsi utang, maka makin besar tingkat risiko ekuitas karena kreditor harus dipenuhi sebelum pemilik dalam hal kebangkrutan. (Fraser dan Ormiston, 2008).

Rasio ini dapat digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam menutup sebagian atau seluruh utang-utangnya baik jangka panjang maupun jangka pendek dengan dana yang berasal dari total modal dibandingkan besarnya utang yang dimiliki perusahaan (Jusuf, 2000). *Total debt* merupakan *total liabilities* (baik utang jangka pendek maupun jangka panjang), sedangkan *total equity* merupakan total modal sendiri (total modal saham yang di setor dan laba yang ditahan) yang dimiliki perusahaan.

Dalam rangka mengukur risiko, fokus perhatian kreditor jangka panjang terutama ditujukan pada prospek laba dan perkiraan arus kas. Meskipun demikian, mereka tidak dapat mengabaikan pentingnya tetap mempertahankan keseimbangan anatra proporsi aktiva yang didanai oleh kreditor dan didanai oleh pemilik perusahaan (Prastowo, 2002).

Kondisi keuangan yang baik dalam jangka pendek tidak menjamin adanya kondisi keuangan yang baik juga dalam jangka panjang. Beberapa hal yang

menguntungkan bagi jangka pendek namun dengan mudah dapat digoyahkan dengan pos-pos jangka panjang (Munawir, 1999) :

- a. Adanya *understated* (dicatat terlalu kecil) terhadap depresiasi mengakibatkan keuntungan perusahaan dalam tahun-tahun pertama kelihatan baik (menguntungkan) karena biaya depresiasinya yang kecil, *income overstated*, ada kemungkinan dibayarkannya dividen. Tetapi dalam jangka panjang akhirnya perusahaan tidak dapat memperoleh kembali aktiva tetapnya, hingga ini merupakan penurunan kapasitas yang sangat membahayakan kelangsungan usaha, karena aktivitas belum habis disusut tetapi sudah tidak dapat digunakan lagi.
- b. Jatuh tempo dari utang jangka panjang yang tidak diperkirakan (direncanakan) dengan baik, sehingga pada saat jatuh temponya perusahaan mengalami kesulitan keuangan.
- c. Struktur modal yang tidak baik, misalnya jumlah utang yang lebih besar dari jumlah modal itu sendiri
- d. Pada waktu terjadi tendensi inflasi dan perusahaan menggunakan perhitungan harga pokok historis (dengan metode FIFO) sehingga harga pokok terlihat lebih rendah. Padahal harga jual meningkat sehingga mengakibatkan profit margin kelihatan tinggi. Hal ini menyebabkan aktiva lancar (terutama persediaan) semakin turun karena jumlah uang yang sama tidak dapat memperoleh jumlah kuantitas persediaan yang sama seperti jumlah sebelumnya.

Analisis keuangan jangka panjang melalui DER ini, diharapkan dapat mengatasi berbagai masalah seperti :

- Apakah perusahaan telah menggunakan secara baik/ menguntungkan keseimbangan antara modal yang berasal dari pinjaman dan modal yang berasal dari pemilik
- Apakah operasi dalam jangka panjang menunjukkan adanya perbaikan atau tidak.

Angka yang dihasilkan dalam DER menunjukkan sejauh mana modal sendiri menjamin seluruh utang yang dimiliki perusahaan. Semakin tinggi rasio ini maka risiko kreditor (termasuk bank) semakin besar karena DER yang tinggi berarti semakin rendah tingkat keamanan dana yang ditempatkan kreditor dalam bisnis tersebut. DER dapat memberikan gambaran mengenai struktur modal yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat dilihat tingkat risiko tak tertagihnya suatu utang (Prastowo, 2002).

2.1.6 Penelitian terdahulu

Ouni dan Omri (2010) dengan penelitiannya *Financial Attributes, Corporate Governance and Target Credit Rating*, dimana *corporate governance* diproksi dengan ukuran dewan komisaris, komisaris independen, properti manajer, *blockholdings*, bonus manajer, serta *financial attributes* diproksi dengan likuiditas, *tangibility*, profitabilitas, ukuran perusahaan, beban RnD. Hasil penelitian menunjukkan bahwa beberapa mekanisme *corporate governance* dan *financial*

attribut digunakan sebagai alat oleh manajer untuk mencapai yang *credit rating* diinginkan.

Johanson dan Philip (2011) menguji mengenai struktur kepemilikan dan *Corporate Governance* terhadap *credit ratings* di Swedia. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, *blockholders*, independensi auditor dan CEO *power* berpengaruh positif terhadap *credit ratings*. Penelitian ini menunjukkan bahwa *Good Corporate Governance* berpengaruh terhadap *credit ratings*.

Rinaningsih (2008) dalam penelitiannya yang menguji pengaruh praktik *corporate governance* terhadap risiko kredit, *yield* obligasi menemukan bahwa ada hubungan yang positif antara kepemilikan institusi terhadap surat utang dan jumlah *blockholders* terhadap *yield* obligasi. Selain itu, Rinaningsih juga menemukan bahwa peringkat surat utang yang diaudit oleh KAP *Big-4* lebih tinggi daripada peringkat surat utang yang diaudit oleh KAP non *Big-4*. Hasil lainnya, perusahaan yang memiliki komite audit akan memperoleh peringkat obligasi lebih tinggi daripada yang tidak memiliki komite audit. Namun, penelitian tersebut menunjukkan hubungan yang negatif antara jumlah *blockholder* terhadap peringkat obligasi. Kepemilikan institusional dan hasil audit dari KAP *Big-4* juga memiliki hubungan yang negatif terhadap *yield* obligasi. Sedangkan komite audit tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *yield* obligasi.

Pengujian atas pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap tingkat surat utang perusahaan di Indonesia juga dilakukan oleh Setyaningrum (2005). Dalam penelitian ini kepemilikan institusional, kepemilikan insider, kualitas audit, komite audit, ROA, dan jenis industri keuangan berpengaruh positif signifikan terhadap peringkat obligasi. Namun *blockholder*, *leverage*, dan ukuran perusahaan berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi. Sedangkan ukuran dewan komisaris, komisaris independen, dan *interest coverage* tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Penelitian lainnya juga dilakukan oleh Prasetyo (2010) yang menguji pengaruh mekanisme *corporate governance* dan profitabilitas perusahaan terhadap peringkat obligasi. Hasil dari penelitian ini menunjukkan adanya pengaruh yang signifikan antara ukuran dewan komisaris, komite audit, kualitas audit, dan profitabilitas terhadap peringkat obligasi. Penelitian ini juga menunjukkan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dan proporsi dewan komisaris tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Hariani (2011) dalam penelitiannya yang menguji pengaruh penerapan *Good corporate governance* terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi menemukan bahwa penerapan GCG berpengaruh terhadap peringkat sukuk walaupun uji t menunjukkan hanya satu variable dari karakteristik perusahaan yang signifikan yaitu ukuran perusahaan. Selanjutnya, dalam penelitian ini ditemukan bahwa penerapan GCG berpengaruh signifikan terhadap DER, walaupun tingkat

menjelaskan sangat kecil dan hanya dua variabel yang signifikan yaitu *blockholder* dan KAP. Penerapan GCG dapat menjelaskan *yield* obligasi walaupun tingkat penjelasannya relatif kecil.

Tabel 2.1

Ringkasan Penelitian terdahulu

Nama Peneliti	Judul	Variabel yang digunakan	Metode analisis	Hasil
Sameh ouni dan Abdelwahed Omri (2010)	<i>Financial Attributes, Corporate Governance and Target Credit Rating</i>	Variabel dependen : <i>Credit rating</i> Variabel Independen : - Mekanisme <i>corporate governance</i> (ukuran dewan komisaris, komisaris independen, properti manajer, <i>block holdings</i> , bonus manajer) - <i>Financial Attributes</i> (likuiditas, <i>tangibility</i> , profitabilitas, ukuran perusahaan, beban RnD)	Regresi Logistik	<i>financial attribute</i> dan <i>corporate governance</i> terbukti memiliki peran dalam mencapai <i>credit ratings</i> target yang diinginkan perusahaan
Martin Johanson dan Stina Philip (2011)	<i>Ownership structure, Corporate Governance and Credit Rating An Empirical Study on the Swedish Market</i>	Variabel dependen : <i>Credit ratings</i> Variabel independen: - <i>the number of blockholders</i> - <i>institutional owners</i> - <i>board ownership</i> - <i>board independence</i> - <i>CEO-power</i>	<i>Regression analysis</i>	-kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap <i>credit ratings</i> - <i>blockholders</i> berpengaruh positif terhadap <i>credit ratings</i> . - <i>board ownership</i> berpengaruh positif pada <i>credit ratings</i> -Independensi Auditor berpengaruh positif pada <i>credit ratings</i> - <i>Leverage</i> berpengaruh terhadap <i>credit ratings</i> - <i>CEO power</i> berpengaruh positif terhadap <i>credit ratings</i>
Rinaningsih	pengaruh	Variabel dependen :	<i>Ordered</i>	-Terdapat hubungan

(2008)	praktik <i>corporate governance</i> terhadap resiko kredit, <i>yield</i> obligasi	<ul style="list-style-type: none"> - Peringkat obligasi - <i>Yield</i> Obligasi <p>Variabel Independen :</p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>Blockholder</i> - Kepemilikan Institusional - Kualitas audit - komite audit 	<i>probit model</i>	<p>yang negatif antara jumlah <i>blockholders</i> dengan peringkat surat utang perusahaan</p> <ul style="list-style-type: none"> -Terdapat hubungan yang positif antara kepemilikan institusi dengan peringkat surat utang perusahaan. -Peringkat surat utang perusahaan yang diaudit oleh KAP <i>Big-4</i> lebih tinggi dibandingkan dengan yang diaudit oleh KAP non <i>Big-4</i> -Perusahaan yang memiliki Komite Audit akan memperoleh peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan yang tidak memiliki komite audit -Terdapat hubungan yang positif antara jumlah <i>blockholders</i> dengan <i>yield</i> surat utang -Kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negatif signifikan dengan <i>yield</i> -Hasil audit dari KA <i>big-4</i> memiliki hubungan negatif signifikan dengan <i>yield</i> -komite audit tidak berpengaruh signifikan terhadap <i>yield</i> obligasi
Dyah Setyaningrum (2005)	pengaruh mekanisme <i>corporate governance</i> terhadap tingkat surat utang perusahaan di Indonesia	<p>Variabel Dependen :</p> <p>Peringkat obligasi</p> <p>Variabel Independen :</p>	<i>Ordered logit model</i>	<ul style="list-style-type: none"> -<i>Block holder</i> memiliki pengaruh negatif terhadap peringkat obligasi

		<ul style="list-style-type: none"> - Jumlah <i>blockholder</i> (pemilik 5% saham beredar atau lebih) - Kepemilikan institusional - Kepemilikan insider - Kualitas audit - Komite audit - Ukuran dewan komisaris - komisaris independen 		<ul style="list-style-type: none"> -Kepemilikan institusional berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi -kepemilikan insider berpengaruh positif terhadap peringkat surat utang -Kualitas audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi -Komite audit berpengaruh secara positif terhadap peringkat obligasi -Ukuran dewan komisaris tidak memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi -Komisaris independen tidak berpengaruh terhadap Peringkat surat utang -leverage berhubungan negatif terhadap peringkat obligasi -ROA memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi -tidak ada pengaruh signifikan antara <i>Interest coverage</i> dengan Peringkat Obligasi -ukuran perusahaan berhubungan negatif dengan peringkat obligasi -jenis industri keuangan memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi
Adhi Prasetyo (2010)	pengaruh mekanisme	Variabel Dependen : peringkat obligasi	<i>Ordinal logistic</i>	-kepemilikan institusional tidak

	<i>corporate governance</i> dan profitabilitas perusahaan terhadap peringkat obligasi	Variabel Independen : <ul style="list-style-type: none"> - Kepemilikan Institusional - Kepemilikan Manajerial - Ukuran Dewan Komisaris - Komisaris Independen - Komite Audit - Kualitas Audit 	<i>Regression</i>	<p>memiliki pengaruh terhadap peringkat obligasi</p> <ul style="list-style-type: none"> -kepemilikan manajerial tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi -ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi -proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi -komite audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi -kualitas audit berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi -profitabilitas perusahaan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi
Dessy Hariani (2011)	pengaruh penerapan <i>Good corporate governance</i> terhadap risiko kredit dan <i>yield</i> sukuk ijarah korporasi	Variabel Dependen : <ul style="list-style-type: none"> - DER - Peringkat sukuk - <i>Yield</i> sukuk Variabel Independen : <ul style="list-style-type: none"> - Blockholder - KAP - GCG 	model <i>multinomial logit</i> dan <i>multiple regression</i> (regresi berganda)	(1) penerapan GCG berpengaruh terhadap peringkat sukuk walaupun uji t menunjukkan hanya satu variabel dari karakteristik perusahaan yang signifikan yaitu <i>size</i> , (2) penerapan GCG berpengaruh secara signifikan terhadap DER walau tingkat menjelaskannya sangat kecil dan hanya dua variabel yang signifikan yaitu <i>blockholder</i> dan KAP, (3) penerapan GCG dapat menjelaskan <i>yield</i> walaupun tingkat menjelaskannya relatif kecil.

Sumber : Penelitian Terdahulu yang diringkas, 2012

2.1.7 Kerangka pemikiran

Untuk memenuhi kebutuhan operasional maupun ekspansi, suatu perusahaan tidak cukup hanya dengan pendanaan internal saja, namun juga dengan pendanaan eksternal. Perusahaan yang melakukan pendanaan eksternal yang diperoleh dari pinjaman kepada kreditur maupun melalui penerbitan obligasi akan mempunyai risiko gagal bayar atau risiko kredit. Tinggi rendahnya risiko kredit dapat dipengaruhi oleh baik buruknya kinerja suatu perusahaan.

Banyak penelitian yang menguji bahwa adanya penerapan *Good Corporate Governance* akan menghasilkan kinerja perusahaan yang baik. Kinerja yang baik akan menyebabkan perusahaan memiliki risiko gagal bayar yang rendah. Penelitian terdahulu juga menguji bagaimana pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap peringkat obligasi, dimana peringkat obligasi ini mencerminkan kemampuan membayar kredit suatu perusahaan. Namun, seorang analis maupun kreditor harus melihat bagaimana struktur pendanaan yang ada di dalam perusahaan debitur, apakah perusahaan dibangun dengan fondasi yang kuat atau tidak. Perusahaan yang dibangun dengan struktur modal yang seimbang akan memiliki risiko kredit yang lebih rendah.

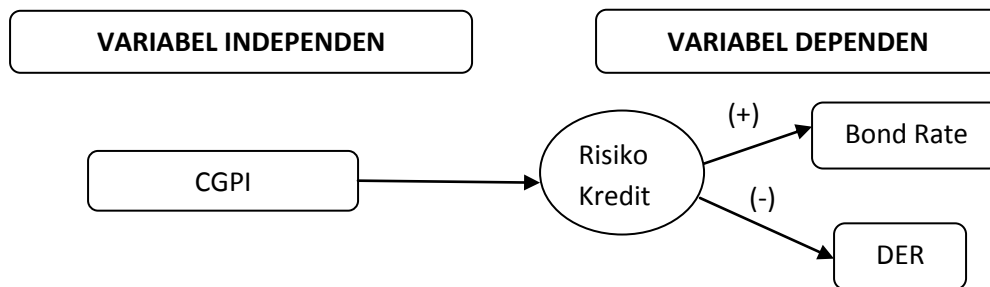
Peringkat Obligasi menunjukkan kelayakan kredit suatu perusahaan. Semakin baik peringkat yang didapat maka semakin rendah risiko kredit yang dimiliki perusahaan. Semakin baik penerapan *Good Corporate Governance* maka peringkat obligasi yang didapat pun akan semakin tinggi.

Rasio DER menunjukkan struktur modal atau pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin tinggi rasio ini berarti semakin tinggi pula risiko kredit yang

ada di dalam perusahaan. Hal ini dikarenakan tingkat rasio yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan memiliki struktur modal eksternal (utang) yang lebih tinggi dari modal sendiri (ekuitas). Tingginya tingkat utang tentunya akan menyebabkan risiko kredit yang tinggi pula. dengan menerapkan *Good Corporate Governance* diharapkan akan meningkatkan kinerja perusahaan dan tentunya dengan kinerja yang baik maka perusahaan akan dapat mendanai perusahaannya dengan struktur yang seimbang. Sehingga penerapan *Good Corporate Governance* akan berpengaruh secara signifikan negatif terhadap DER.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran



2.2 Pengembangan Hipotesis

2.4.1 Pengaruh CGPI (Corporate Governance Perception Index) terhadap Bond Rate

Peringkat obligasi merupakan penilaian yang diberikan oleh lembaga pemeringkat atas kredibilitas surat utang/obligasi yang diterbitkan perusahaan.

Praktik tata kelola perusahaan yang baik akan menimbulkan tingkat kredibilitas yang baik pula sehingga berdampak positif pada peringkat obligasi yang diberikan.

Beberapa penelitian menunjukkan hasil yang positif antara hubungan *corporate governance* dengan peringkat obligasi. Hasil penelitian Setyaningrum (2005) yang menguji pengaruh *corporate governance* terhadap tingkat surat utang perusahaan di Indonesia menunjukkan bahwa mekanisme *corporate governance* berpengaruh secara signifikan positif terhadap peringkat obligasi, walaupun untuk proksi ukuran dewan komisaris dan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Dalam penelitian Ashbaugh, *et al.* (2006), *shareholder rights*, transparansi keuangan perusahaan, dan *board independence* memiliki hubungan positif dengan peringkat obligasi. Namun, kekuatan CEO berhubungan negatif dengan peringkat obligasi. Penelitian lainnya juga menunjukkan bahwa kepemilikan institusional, *blockholders*, independensi auditor, dan kekuatan CEO juga berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi (Johansson dan Philip, 2011). Menurut hasil dari beberapa penelitian diatas, dapat disimpulkan bahwa CGPI berhubungan positif terhadap peringkat obligasi perusahaan.

H1 = CGPI berpengaruh secara signifikan positif terhadap *Bond Rate*

2.4.2 Pengaruh CGPI (Corporate Governance Perception Index) terhadap DER

DER merupakan perbandingan antara total utang yang dimiliki perusahaan terhadap total ekuitas. Analisis rasio ini dapat digunakan untuk menilai pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan. Semakin tinggi rasio ini menunjukkan semakin besar utang yang dimiliki perusahaan, yang berarti risiko kredit yang dimiliki perusahaan semakin tinggi pula dengan asumsi bahwa variabel diluar penelitian di anggap konstan (asumsi *ceteris paribus*). Maka, dapat disimpulkan bahwa CGPI berhubungan negatif terhadap DER.

Hariani (2011) dalam penelitiannya mengenai pengaruh penerapan *Good corporate governance* terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi menunjukkan hasil bahwa penerapan *Good Corporate Governance* berpengaruh negatif terhadap DER, meskipun tingkat signifikansinya sangat kecil dan hanya variabel KAP dan blockholder yang berpengaruh.

Selain itu, banyak penelitian yang menguji pengaruh penerapan GCG terhadap kinerja perusahaan, seperti penelitian yang dilakukan oleh Trinanda, Didin, dan Mukodim (2010), Wulandari (2006) dan Nuswandari (2009). Dari hasil penelitian ketiga peneliti tersebut menunjukkan bahwa penerapan GCG berpengaruh signifikan positif terhadap kinerja keuangan. Perusahaan dengan kinerja keuangan yang baik akan dapat mendanai perusahaannya dengan pendanaan internal dan dapat

menekan bantuan pendanaan eksternal, seperti pinjaman bank. Dengan demikian, maka risiko gagal bayar perusahaan akan semakin berkurang.

H2 = CGPI berpengaruh secara signifikan negatif terhadap DER.

BAB III

METODE PENELITIAN

3.1 Variabel Penelitian dan Definisi Operasional

3.1.1 Variabel Terikat (*Dependent Variable*)

Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Bond Rate* dan DER. Dalam pemeringkatan, obligasi dibagi menjadi dua kategori besar, yaitu *investment grade* dan *speculative grade*. *Investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat tinggi (*high grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang rendah (*high creditworthiness*). Sedangkan *speculative grade* merupakan obligasi yang berperingkat rendah (*low grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang tinggi (*low creditworthiness*) (Rizzi 1994 dalam Setyapurnama dan Norpratiwi, 2006). Peringkat Obligasi di bagi ke dalam tujuh kategori sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005).

Sedangkan DER dihitung dengan membagi total utang dengan total ekuitas. Semua data yang dibutuhkan diambil dari laporan keuangan auditan perusahaan, *Indonesia Bond Market Directory* (IBMD), serta situs remi perusahaan.

$$\text{DER} = \frac{\text{Total Utang}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Tabel 3.1

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

Klasifikasi Bond Rate

3.1.2 Variabel Bebas (*Independent Variable*)

Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah *corporate governance*. Indikator penilaian *Good Corporate Governance* adalah *Corporate Governance Perception Index (CGPI)* yang dikeluarkan oleh *Indonesian Institute of Corporate Governance (IICG)*. Skor CGPI yang digunakan adalah hasil pemeringkatan yang terdapat di majalah SWA periode 2006-2011. Dalam penilaian

GCG, perusahaan di nilai berdasarkan 6 kriteria yang disajikan dalam tabel 3.2 berikut :

Tabel 3.2
Kriteria Penilaian CGPI

No	Cakupan Penilaian	Bobot (%)
1.	Komitmen terhadap tata kelola perusahaan	15
2.	Hak Pemegang Saham dan Fungsi Kepemilikan Kunci	20
3.	Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham	15
4.	Peran Stakeholders dalam tata kelola perusahaan	15
5.	Pengungkapan dan Transparansi	15
6.	Tanggung jawab Dewan Komisaris dan Dewan Direksi	20

3.2 Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar dalam pemeringkatan *Corporate Governance Perception Index* dan terdaftar di Bursa Efek Indonesia tahun 2006-2011.

Pemilihan sampel dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu yang dipilih berdasarkan kriteria tertentu. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria berikut :

- a. Perusahaan selain sektor keuangan yang *listing* di BEI dan terdaftar dalam survei CGPI yang dilakukan oleh IICG melalui majalah SWA periode 2006-2011
- b. Perusahaan tersebut telah yang menerbitkan Obligasi periode 2006-2011
- c. Perusahaan tersebut harus menerbitkan laporan keuangan periode 2006-2011.

3.3 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data ini diperoleh dari Laporan keuangan auditan perusahaan yang tercatat di BEI dari tahun 2006-2011, data dari *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG) melalui majalah SWA dan situs resmi IICG (www.iicg.org), data peringkat obligasi melalui website Bursa Efek Indonesia (www.idx.co.id), IBMD, serta diambil langsung dari situs resmi perusahaan.

3.4 Metode Pengumpulan Data

Data sekunder dikumpulkan melalui studi pustaka (melalui jurnal, buku, maupun skripsi) dan data Dokumentasi, yaitu data dari survei CGPI oleh IICG melalui majalah SWA, Laporan keuangan auditan tahun 2006-2011, serta data peringkat obligasi dari IBMD.

3.5 Metode Analisis Data

3.5.1 Statistik Deskriptif

Statistik deskriptif yang digunakan adalah nilai rata-rata, standar deviasi, maksimum dan minimum untuk menggambarkan variabel independen.

3.5.2 Uji Asumsi Klasik

Model regresi yang baik harus memenuhi syarat uji asumsi klasik terlebih dahulu. Uji asumsi klasik terdiri dari uji normalitas, uji multikolonieritas, uji autokulerasi dan uji heteroskedastisitas.

Uji multikolonieritas, uji autokorelasi dan uji heteroskedastisitas menguji hubungan antar variabel independen, sedangkan dalam penelitian ini hanya menguji pengaruh satu variabel independen saja (SkorCGPI) terhadap variabel dependen, maka uji asumsi klasik yang digunakan hanya uji normalitas.

3.5.2.1 Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variable pengganggu atau residual memiliki distribusi normal (Ghozali, 2006). Model regresi yang baik adalah model regresi yang memiliki nilai residual yang terdistribusi secara normal.

Uji ini dapat dilakukan dengan melihat grafik normal *P plot of regression statistics* dan uji statistik dengan menggunakan *kolmogorov-smirnov*. Pada prinsipnya normalitas dapat dideteksi dengan melihat penyebaran data (titik pada sumbu diagonal dari grafik). Bila titik-titik menyebar di sekitar garis diagonal dan mengikuti arah garis diagonal, berarti model regresi telah memenuhi asumsi normalitas (Ghozali, 2006).

Dasar pengambilan keputusan uji statistik dengan *Kolmogorov-Smirnov Z (I-Sample K-S)* adalah (Ghozali, 2009):

1. Apabila nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* kurang dari 0,05, maka H_0 ditolak. Hal ini berarti ada data residual terdistribusi tidak normal.
2. Apabila nilai *Asymp. Sig (2-tailed)* lebih besar dari 0,05 maka H_0 diterima. Hal ini berarti data residual terdistribusi normal.

3.5.3 Uji Regresi

Analisis regresi digunakan untuk mengukur kekuatan hubungan antara dua variabel atau lebih serta menunjukkan arah hubungan antara variabel dependen dengan variabel independen (Ghozali, 2006).

Metode analisis yang digunakan untuk menguji hipotesis pada penelitian ini adalah regresi Ordinal Logistik dan Regresi Linear sederhana. Pengaruh CGPI terhadap peringkat Obligasi diuji dengan menggunakan regresi Ordinal Logistik.

Sedangkan Untuk pengaruh CGPI terhadap DER diuji dengan regresi linear sederhana.

3.5.3.1 Uji Analisis Regresi Ordinal Logistik

Model ini digunakan ketika ingin menguji apakah probabilitas terjadinya variabel dependen berbentuk *non-metrik*/kategorikal dapat diprediksi dengan variabel independennya dimana variabel independennya merupakan kombinasi antara variabel *metrik* dan *non-metrik*/kategorikal. Selain itu model ini dipilih karena variabel dependen dalam penelitian adalah variabel kualitatif yang mempunyai urutan (*ordered*), sehingga tidak dapat digunakan model probabilitas linear seperti multinomial logit (Ghozali, 2006). Teknik analisis ini tidak memerlukan lagi uji normalitas dan uji asumsi klasik pada variabel bebasnya (Ghozali, 2006). Analisis ini digunakan untuk menguji pengaruh CGPI terhadap peringkat obligasi, dimana variabel dependen atau peringkat Obligasi merupakan skala ordinal.

3.5.3.1.1 Menilai Model *Fit*

Adanya pengurangan nilai antara -2LL awal dengan nilai -2LL pada langkah berikutnya menunjukkan bahwa model yang dihipotesiskan *fit* dengan data (Ghozali, 2006). Adanya penurunan nilai *log likelihood* menunjukkan model regresi semakin baik.

3.5.3.1.2 Koefisien Determinasi

Pengukuran koefisien determinasi dilakukan untuk mengetahui persentase pengukuran variabel independen (prediktor) terhadap perubahan variabel dependen. Dari sini akan diketahui seberapa besar variabel dependen mampu dijelaskan oleh variabel independen. Sedangkan sisanya dijelaskan oleh sebab-sebab lain diluar model. Nilai yang mendekati satu berarti variabel-variabel independen memberikan hampir semua informasi yang dibutuhkan untuk memprediksi variabel independen.

3.5.3.1.3 Estimasi Parameter dan Interpretasinya

Estimasi parameter dilihat melalui koefisien regresi. Koefisien regresi dari masing-masing variabel yang diuji menunjukkan bentuk hubungan antara variabel. Pengujian hipotesis dilakukan dengan cara membandingkan antara nilai probabilitas (signifikansi). Apabila terlihat angka signifikansi lebih kecil dari 0,05 maka koefisien regresi adalah signifikan pada tingkat kepercayaan 5%.

Dalam hipotesis pertama yang menguji pengaruh penerapan GCG melalui Skor CGPI terhadap peringkat obligasi, secara matematis dapat dituliskan sebagai berikut :

$$\text{Kategori_Rate} = \alpha + \alpha_1 \text{SkorCGPI} + \varepsilon$$

Dimana :

Kategori_Rate = Menunjukkan peringkat obligasi perusahaan

SkorCGPI = Skor penerapan GCG melalui survei CGPI yang diselenggarakan IICG melalui majalah SWA

3.5.3.2 Uji Analisis Regresi linear sederhana

Analisis regresi linier sederhana adalah hubungan secara linear antara satu variabel independen (X) dengan variabel dependen (Y). Analisis ini untuk mengetahui arah hubungan antara variabel independen (DER) dengan variabel dependen (CGPI) apakah positif atau negatif dan untuk memprediksi nilai dari variabel dependen apabila nilai variabel independen mengalami kenaikan atau penurunan. Data yang digunakan biasanya berskala interval atau rasio.

Pada penelitian ini, uji hipotesis dapat dirumuskan dalam persamaan sebagai berikut :

$$DER = \alpha - \alpha_1 \text{SkorCGPI} + \varepsilon$$

Dimana :

DER = *Debt to Equity Ratio*, dihitung dengan membagi total utang dengan total ekuitas

SkorCGPI = Skor dari 0 sampai 100 melalui survei CGPI yang diselenggarakan IICG melalui majalah SWA

3.5.3.2.1 Koefisien Determinasi

Koefisien determinasi untuk mengukur proporsi variasi dalam variabel dependen yang dijelaskan oleh regresi. Nilai R^2 berkisar antara 0 sampai 1, apabila $R^2 = 0$ berarti tidak ada hubungan antara variabel independen dengan variabel dependen.

3.5.3.2.2 Uji Signifikansi Parameter Simultan (Uji Statistik F)

Uji statistik F digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel independen atau bebas yang dimasukkan dalam model regresi mempunyai pengaruh secara bersama-sama (simultan) terhadap variabel dependen/terikat (Ghozali, 2006). Apabila nilai probabilitas signifikansi < 0.05 , maka variabel independen secara bersama-sama mempengaruhi variabel dependen. Namun, karena dalam penelitian ini variabel independen hanya satu, maka hasil uji statistik f sama dengan hasil uji statistik t.

3.5.3.2.3 Uji Signifikansi Parameter Individual (Uji Statistik t)

Uji statistik t dilakukan untuk menunjukkan seberapa jauh pengaruh satu variabel independen secara individual dalam menerangkan variasi variabel dependen.

Dasar pengambilan keputusannya adalah :

1. Jika $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$, maka variabel independen secara individual tidak berpengaruh terhadap variabel dependen (hipotesis ditolak).

2. Jika $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$, maka variabel independen secara individual berpengaruh terhadap variabel dependen (hipotesis diterima).

Uji t dapat juga dilakukan dengan melihat nilai signifikansi t masing-masing variabel pada output hasil regresi menggunakan SPSS dengan *significance level* 0,05 ($\alpha = 5\%$). Jika nilai signifikansi lebih besar dari α maka hipotesis ditolak (koefisien regresi tidak signifikan), yang berarti secara individual variabel independen tidak mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen. Jika nilai signifikansi lebih kecil dari α maka hipotesis diterima (koefisien regresi signifikan), berarti secara individual variabel independen mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen.