



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE
GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT DAN
YIELD SUKUK IJARAH KORPORASI**

TESIS

**DESSY HARIANI
0906597042**

**PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
JAKARTA
JULI 2011**



UNIVERSITAS INDONESIA

**PENGARUH PENERAPAN *GOOD CORPORATE GOVERNANCE*
TERHADAP RISIKO KREDIT DAN
YIELD SUKUK IJARAH KORPORASI**

TESIS

**Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Sains
(M.Si) dalam bidang Ilmu Ekonomi dan Keuangan Syariah pada Program
Studi Timur Tengah dan Islam Program Pascasarjana Universitas Indonesia**

**DESSY HARIANI
0906597042**

**PROGRAM PASCASARJANA
PROGRAM STUDI KAJIAN TIMUR TENGAH DAN ISLAM
PEMINATAN EKONOMI DAN KEUANGAN SYARIAH
JAKARTA
JULI 2011**

Universitas Indonesia

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

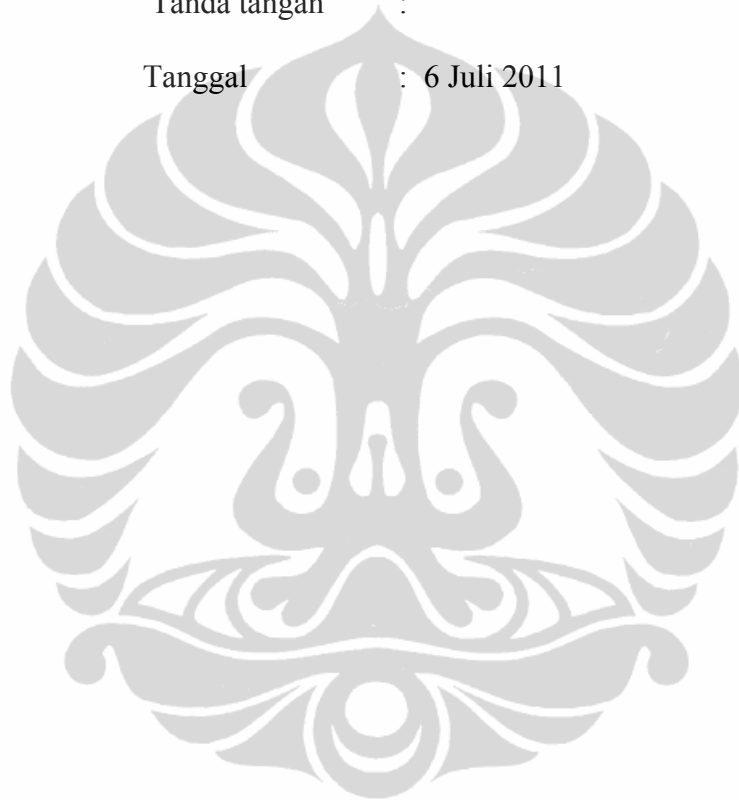
Tesis ini adalah hasil karya sendiri,
Dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar.

Nama : Dessy Hariani

NPM : 0906597042

Tanda tangan :

Tanggal : 6 Juli 2011



HALAMAN PENGESAHAN

Tesis ini diajukan oleh :
Nama : Dessy Hariani
NPM : 0906597042
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Judul Tesis : Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* terhadap Risiko Kredit dan *Yield Sukuk Ijarah* Korporasi

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Sains pada Program Studi Timur Tengah dan Islam, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

Ketua Sidang : Dr. Drs. A. Hanief Saha Ghafur, ()
M.Si
Pembimbing : Muhammad Gunawan Yasni, ()
SE,Ak., MM, CIFA, FIIS
Penguji : Else Fernanda, SE, Ak., M.Sc ()
Pembaca/Reader : Ranti Wiliasih, S.P., M.Si ()

Ditetapkan di : Jakarta
Tanggal : 6 Juli 2011

KATA PENGANTAR

Alhamdulillah rabbil'alamin, segala puji hanya bagi Allah SWT atas segala nikmat dan karunia yang tak terhingga, sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Salawat dan salam penulis sampaikan kepada suri tauladan Nabi Muhammad SAW yang telah menyampaikan risalahNya sebagai petunjuk bagi seluruh alam menuju falah, kebahagiaan dunia dan akhirat.

Tesis ini berjudul “**Pengaruh Penerapan *Good Corporate Governance* terhadap Risiko Kredit dan Yield Sukuk Ijarah Korporasi**” merupakan salah satu syarat untuk mencapai gelar Magister Sains (M.Si) pada Program Studi Timur Tengah dan Islam, Peminatan Ekonomi dan Keuangan Syariah, Kekhususan Investasi Syariah, Program Pascasarjana, Universitas Indonesia.

Penulis menyadari bahwa begitu banyak pihak yang telah berjasa dalam membantu, membimbing, mendukung dan mengarahkan penulis sejak awal perkuliahan hingga penyelesaian tesis ini. Oleh karena itu, penulis ingin mengucapkan terima kasih yang sebesar-besarnya kepada :

1. Orang tua tercinta, papa H. Irfan Kamuli dan mama Hj. Sri Hartati atas semua cinta, kasih sayang, perhatian, dukungan baik material dan moral yang tak terhingga, serta doa yang tiada putus sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini. Adik-adikku tersayang, Rena Mustika dan Ridwan Saputra serta mama Deswita dan “*someone special*” yang telah membantu lewat doa dukungan dan bantuan yang sangat berarti hingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
2. Bapak Muhammad Gunawan Yasni, SE, Ak., MM, CIFA, FIIS atas kesediaannya meluangkan waktu kepada penulis untuk membimbing, mengarahkan dan memberikan dukungan sehingga penulis dapat menyelesaikan tesis ini.
3. Prof. Lydia Freyani Hawadi, Psi selaku ketua program studi dan Dr. A. Hanief Saha Ghafur, M.Si selaku sekretaris Program Studi Timur Tengah dan Islam Universitas Indonesia serta seluruh staf PSTTI UI yang penulis hormati.

4. Bapak Else Fernanda, SE, Ak., M.Sc dan Ibu Ranti Wiliasih, SP, M.Si, selaku penguji dan pembaca ahli yang memberi masukan untuk perbaikan tesis ini.
5. Seluruh dosen PSTTI UI yang telah mengajarkan ilmu yang bermanfaat.
6. Kepada teman-teman seperjuangan EKS 17 yang telah memotivasi penulis dalam menyelesaikan tesis ini khususnya Mbak Chana, Lilies, Bundo Henni, Bunda Nisa, Rinda, Mbak Wulan, Mbak Yayuk, Kak Ainun dan teman-teman lainnya yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.
7. Teman-teman pengajian yang selalu mendukung dan memberikan semangat kepada penulis.
8. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu.

Jakarta, 6 Juli 2011

Penulis

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

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

Nama : Dessy Hariani
NPM : 0906597042
Program Studi : Timur Tengah dan Islam
Fakultas : Pascasarjana
Jenis Karya : Tesis

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

Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Risiko Kredit dan Yield Sukuk Ijarah Korporasi

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

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di Jakarta
Pada tanggal : 6 Juli 2011
Yang menyatakan

Dessy Hariani

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
KATA PENGANTAR.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI.....	vi
ABSTRAK.....	vii
ABSTRACT.....	viii
ABSTRAK (BAHASA ARAB).....	ix
DAFTAR ISI.....	x
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiii
DAFTAR LAMPIRAN.....	xiv

1.	PENDAHULUAN.....	1
	1.1 Latar Belakang.....	1
	1.2 Perumusan Masalah.....	8
	1.3 Tujuan Penelitian.....	10
	1.4 Manfaat Penelitian.....	10
	1.5 Batasan Masalah.....	10
	1.6 Kerangka Pemikiran.....	11
	1.7 Hipotesis Penelitian.....	12
	1.8 Metode Penelitian.....	14
	1.9 Sistematika Penulisan.....	14
2.	LANDASAN TEORI.....	16
	2.1 Tata Kelola (<i>Governance</i>) dalam Islam.....	16
	2.1.1 <i>Corporate Governance</i> dalam Al-Quran.....	16
	2.1.2 <i>Corporate Governance</i> dalam Hadits Rasul.....	19
	2.1.3 urat-surat Khalifah Ali bin Abi Thalib.....	20 23
	2.2 Pengertian <i>Good Corporate Governance</i>	27
	2.3 Prinsip-prinsip <i>Corporate Governance</i>	34
	2.4 Obligasi Syariah/Sukuk.....	37
	2.4.1 Jenis-jenis Obligasi Syariah/Sukuk.....	41
	2.4.2 Obligasi Syariah Ijarah.....	46
	2.5 Risiko Kredit.....	48
	2.6 <i>Yield</i> Obligasi.....	49
	2.7 elitian Terdahulu.....	55 55
3.	METODE PENELITIAN.....	56
	3.1 Deskripsi Penelitian.....	58
	3.2 Data Penelitian.....	59
	3.2.1 Sumber Data.....	60
	3.2.2 Definisi Data.....	61

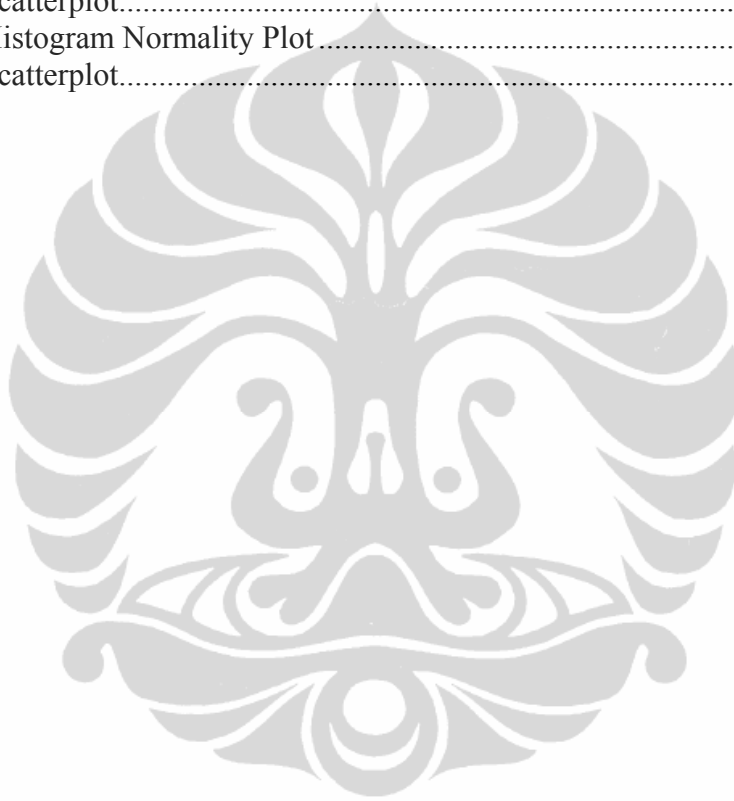
	3.3 Metode Pengumpulan Data	61
	3.4 Instrumen Penelitian dan Pengukuran.....	61
	3.3.1 Variabel Dependen.....	62
	3.3.2 Variabel Independen dan Variabel Kontrol	64
	3.2.1 Model Penelitian	
	3.2.2 Teknik Analisis Data.....	
4.	ANALISIS PENGARUH GCG TERHADAP RISIKO KREDIT DAN YIELD SUKUK IJARAH KORPORASI.....	66
	4.1 Deskripsi Statistik Sampel.....	66
	4.2 Pengujian Asumsi.....	68
	4.2.1 Pengujian Asumsi untuk Hipotesis I	68
	4.2.2 Pengujian Asumsi untuk Hipotesis II.....	69
	4.2.3 Pengujian Asumsi untuk Hipotesis III	73
	4.3 Pengujian Model	75
	4.3.1 Model I.....	75
	4.3.2 Model II.....	80
	4.3.3 Model III	82
	4.4 Interpretasi Hasil	84
	4.4.1 Model I	84
	4.4.2 Model II.....	85
	4.4.3 Model III.....	86
	KESIMPULAN DAN SARAN.....	88
	5.1 Kesimpulan	88
	5.2 Saran.....	89
	DAFTAR REFERENSI	91
5.	LAMPIRAN.....	L-1

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Jumlah Sukuk di Indonesia yang Terdaftar pada DES	3
Tabel 2.1 Perbedaan Mendasar antara Sukuk dan Obligasi.....	36
Tabel 2.2 Pengukuran <i>Yield</i>	48
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu	53
Tabel 3.1 Perbedaan Penelitian dengan Penelitian Sebelumnya.....	55
Tabel 3.2 Sampel Penelitian.....	57
Tabel 3.3 Peringkat Sukuk	61
Tabel 4.1 Deskripsi Statistik	66
Tabel 4.2 Hasil Analisis Multikolinearitas.....	70
Tabel 4.3 Coefficients	70
Tabel 4.4 Hasil Analisis Autokorelasi	71
Tabel 4.5 Coefficients	73
Tabel 4.6 Model Summary	74
Tabel 4.7 Model Fitting Informatio	74
Tabel 4.8 Likelihood Ratio Tests	76
Tabel 4.9 Pseudo R-Square	77
Tabel 4.10 Parameter Estimates	77
Tabel 4.11 Model Summary (b)	81
Tabel 4.12 Anova (b)	81
Tabel 4.13 Model Summary (b)	83
Tabel 4.14 Anova (b)	83

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Kerangka Pemikiran.....	12
Gambar 2.1 Hubungan antara Pemegang Peran Kunci dalam CG LKS.....	33
Gambar 2.2 Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 1).....	42
Gambar 2.3 Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 2).....	44
Gambar 2.4 Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 3).....	45
Gambar 3.1 Langkah-langkah Penelitian untuk Hipotesis I.....	54
Gambar 3.2 Langkah-langkah Penelitian untuk Hipotesis II.....	55
Gambar 3.3 Langkah-langkah Penelitian untuk Hipotesis III.....	56
Gambar 4.1 Histogram Normality Plot.....	68
Gambar 4.2 Scatterplot.....	69
Gambar 4.3 Histogram Normality Plot.....	73
Gambar 4.4 Scatterplot.....	74



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Peringkat Sukuk	L-1
Lampiran 2 Variabel Independen dan Variabel Dependen	L-2
Lampiran 3 Output SPSS	L-3
Lampiran 4 Output SPSS	L-5
Lampiran 5 Output SPSS	L-7



1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Investasi adalah salah satu aspek penting dalam ekonomi. Investasi sangat diperhatikan dalam Islam, sebagaimana dijelaskan Allah dalam surat al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:



18. Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan.

Dari ayat di atas, Allah SWT memerintahkan kepada manusia untuk beriman dan melakukan investasi akhirat dengan melakukan amal saleh selama di dunia sebagai bekal untuk menghadapi kehidupan selanjutnya. Investasi di sini tidak hanya untuk kehidupan akhirat, tapi juga untuk kehidupan duniawi.

Dalam pelaksanaan pembangunan ekonomi nasional suatu bangsa, diperlukan pembiayaan baik yang dilakukan oleh Pemerintah maupun oleh masyarakat. Pembiayaan dan investasi dalam jumlah besar dapat diwadahi oleh sebuah pasar modal. Pasar modal didefinisikan sebagai pasar berbagai instrument keuangan (sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yg diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Perkembangan pasar modal syariah di Indonesia dimulai sejak tahun 1997. Perkembangan ini diawali dengan lahirnya reksadana syariah yang diprakarsai oleh dana reksa. Kemudian, PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) bersama dengan PT Dana Reksa Investment Management (DIM) meluncurkan *Jakarta Islamic Index* (JII) yang mencakup 30 saham dari emiten-emiten yang kegiatannya memenuhi

prinsip-prinsip syariah dan ada beberapa ketentuan lainnya. JII ini dievaluasi sekali dalam enam bulan untuk menentukan saham mana yang masih masuk ke dalam JII. Pengertian pasar modal syariah berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 40/DSN-MUI/X/2003 adalah pasar modal beserta seluruh mekanisme kegiatannya terutama mengenai emiten, jenis efek yang diperdagangkan dan mekanisme perdagangannya telah memenuhi prinsip-prinsip syariah.

Selain saham, instrumen lain yang diperdagangkan di pasar modal syariah adalah sukuk atau surat utang yang sesuai prinsip-prinsip syariah. Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSNMUI/IX/2002 menjelaskan, yang dimaksud dengan obligasi syariah (sukuk) adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Landasan syariah mengenai sukuk terdapat dalam hadits dan *atsar* yang menyebutkan kata *sakaik* (sukuk), yang dihubungkan dengan pelarangan riba, haditsnya berbunyi sebagai berikut:

Dari Abu Hurairah r.a bahwasanya ia pernah berkata kepada Marwan: “Kamu telah menghalalkan riba”. Marwan membantah, “Aku tidak melakukannya”. Abu Hurairah berkata lagi, “Kamu menghalalkan penjualan sikak padahal Rasulullah Saw. Telah melarang penjualan makanan sampai diterima secara sempurna”.

Sekalipun terdapat teks hadits yang memberikan tanggapan negatif terhadap sukuk (menjual bahan makanan sebelum memilikinya), namun tinjauan secara positif yang berhubungan dengan sukuk muncul dari pandangan sarjana muslim terkenal seperti Abu Hanifah, sebagaimana diterangkan oleh muridnya Abu Yusuf. Mereka telah mengizinkan jual beli *real property* sebelum dimiliki oleh penjual. Dalam konteks ini, teori pelaksanaan pengalihan harta dimaksudkan sebagai harta atau kekayaan yang ada dimiliki, seperti aset sukuk dan harta lainnya yang memenuhi syarat serta dapat disertifikatkan oleh pihak tertentu. Landasan yang demikian inilah dasar-dasar industri modern sukuk dapat

dikembangkan sehingga menjadi suatu bentuk investasi yang sesuai dengan tuntutan syara' (Wahid, 2010:17).

Sukuk yang pertama kali dicatatkan di BEI adalah sukuk PT Indosat Tbk. pada September 2002 dengan menggunakan akad *mudharabah*. Landasan fatwa yang digunakan untuk menerbitkan obligasi *mudharabah* pada saat itu adalah fatwa DSN-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah dan fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*. Selanjutnya, pada tahun 2004 terbit obligasi syariah dengan menggunakan akad *ijarah* dengan berdasarkan kepada fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah*. Data sukuk yang beredar hingga akhir tahun 2010 adalah sebanyak 31 buah sukuk dari beberapa emiten. Tabel di bawah ini menunjukkan jumlah sukuk yang dicatatkan di BEI sejak Daftar Efek Syariah periode pertama pada tahun 2007 hingga tahun 2010.

Tabel 1.1
Jumlah Sukuk di Indonesia yang terdaftar pada DES

Periode	Tanggal Terbit	Sukuk
I	30 Nov 2007	20
II	30 Mei 2008	20
III	28 Nov 2008	21
IV	29 Mei 2009	23
V	30 Nov 2009	26
VI	27 Mei 2010	29
VII	29 Nov 2010	31

Sumber : website bej

Kehancuran Enron pada tahun 2002 sangat menggemparkan. Bisnis Enron adalah di bidang energi dan juga meliputi *future transaction*, *trading commodity non energy*, dan kegiatan bisnis keuangan. Perusahaan ini pernah menduduki peringkat tujuh dari lima ratus perusahaan terkemuka di Amerika Serikat dan merupakan perusahaan energi terbesar di AS jatuh bankrut dengan meninggalkan

hutang hampir sebesar US \$ 31,2 milyar. Selain kasus Enron, juga ada kasus yang merupakan lima perusahaan investasi terbesar di Amerika Serikat yaitu Goldman Sachs, Bear Stern, Morgan Stanley, Merrill Lynch, dan Lehman Brothers. Persepsi yang muncul dari semua kasus di atas adalah lemahnya penerapan *Good Corporate Governance* (GCG).

Lembaga keuangan syariah juga tidak terhindar dari kehancuran yang disebabkan lemahnya penerapan GCG. Kasus pertama adalah keterlibatan lembaga-lembaga keuangan syariah pada *Bank of Credit and Commerce International* (BCCI), sebuah bisnis keuangan konvensional terkemuka, yang telah bankrut. Lima lembaga keuangan syariah (*Faisal Islamic Bank of Egypt, Dubai Islamic Bank, Khantoum-based Tadamon Islamic Bank, Qatar Islamic Bank, dan Kuwait Finance House*) menyimpan aset dalam jumlah signifikan pada BCCI, dengan pemahaman bahwa mereka telah melakukan investasi dalam kontrak-kontrak komoditas yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Tetapi Price Waterhouse yang melakukan audit melaporkan hal yang sebaliknya. Temuan tersebut menunjukkan tingkat exposure yang sangat terbatas dari lembaga-lembaga keuangan syariah tersebut dalam BCCI. Padahal salah satu dari lembaga keuangan syariah itu dilaporkan menempatkan 25% asetnya dalam BCCI. Kasus kedua ialah kebangkrutan *Ihlas Finance House* (IFH) di Turki pada tahun 2001, akibat kepentingan khusus yang berkuasa dalam lingkungan perbankan yang memiliki pengawasan internal perbankan yang memiliki pengawasan internal dan eksternal yang lemah (Abdullah, 2010).

Ciri utama lemahnya *Corporate Governance* adalah adanya tindakan mementingkan diri sendiri di pihak para manajer perusahaan. Jika para manajer perusahaan melakukan tindakan-tindakan yang mementingkan diri sendiri dengan mengabaikan kepentingan investor, maka akan menyebabkan jatuhnya harapan para investor tentang tingkat pengembalian (*return*) atas investasi yang telah mereka tanamkan. Dengan demikian secara agregat, hal tersebut akan mengakibatkan aliran masuk modal (*capital inflows*) ke suatu negara mengalami penurunan. Akibat selanjutnya adalah menurunnya harga saham-saham di negara tersebut, sehingga pasar modalnya menjadi tidak berkembang dan menurunnya nilai pertukaran mata uang negara tersebut (Farhani, 2006).

Industri keuangan syariah telah mengalami pertumbuhan yang sangat pesat. Lewis dan Algous (2005) dalam Abdullah (2010) melaporkan bahwa sudah 55 negara yang pasarnya sedang bangkit dan berkembang ikut menerapkan system perbankan dan keuangan syariah. Beberapa lembaga keuangan syariah sudah beroperasi di tiga belas lokasi lain, diantaranya Australia, Bahama, Kanada, Cayman Islands, Denmark, Guersney, Jersey. Irlandia, Luxembourg, Switzerland, Inggris, Amerika Serikat dan Virgin Islands. Di sini terlihat bahwa industri keuangan syariah tidak hanya tumbuh di negara yang rakyatnya mayoritas beragama Islam, tapi juga di negara yang rakyatnya minoritas beragama Islam.

Perkembangan industri syariah harus diikuti oleh penerapan tata kelola perusahaan yang baik sehingga lembaga keuangan syariah tidak hanya berlabel syariah tapi juga benar-benar bersikap professional sehingga bisa bersaing dengan lembaga keuangan konvensional. Prinsip-prinsip GCG merupakan intisari dari nilai-nilai syariah itu sendiri. Padahal GCG baru disadari beberapa dasawarsa belakangan ini, sedangkan ajaran Islam telah diajarkan oleh Rasulullah saw. Sekitar 14 abad tahun yang silam.

Risiko di lembaga keuangan syariah yang lebih kompleks daripada lembaga keuangan konvensional yaitu, *fiduciary money*, fluktuasi suku bunga, piutang gagal bayar, kesalahan operasional dan lain-lain, juga menuntut para pelaku bisnis keuangan syariah lebih pruden termasuk didalamnya pengawasan dan kontrol yang berfungsi baik. Disinilah perlunya peningkatan pelaksanaan *corporate governance* dalam institusi. Persaingan ketat diantara lembaga keuangan baik dari konvensional maupun lembaga keuangan syariah lainnya jangan sampai mengeliminasi penerapan nilai-nilai syariah dalam transaksi. Keinginan manajemen untuk memberikan imbal hasil yang maksimal untuk nasabahnya dan return yang cukup baik untuk organisasinya terkadang menggelincirkan manajemen dalam penyederhanaan bentuk transaksi yang nilai kesyariahnya sangat dipertanyakan. walhasil rumor atau isu umum bahwa koperasi syariah dan lembaga keuangan mikro syariah sama dengan konvensional akan terus muncul (Rinda asytuti:2010).

Pada tahun 1999, Pemerintah Indonesia membentuk suatu komite untuk merespon perkembangan isu tentang *Good Corporate Governance* (GCG). Komite tersebut diberi nama Komite Nasional tentang Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) dan pada tahun 2001 telah mempublikasikan Pedoman Umum GCG Indonesia sebagai panduan bagi perusahaan Indonesia dalam mengimplementasikan prinsip GCG. Pada tahun 2004, pemerintah mengubah KNKCG menjadi Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) yang terdiri dari sub-komite publik dan sub-komite korporasi. Salah satu tugas penting dari sub-komite korporasi adalah menciptakan pedoman bagi dunia usaha dalam menerapkan GCG. Pedoman GCG merupakan panduan bagi perusahaan dalam membangun, melaksanakan dan mengkomunikasikan praktik GCG kepada pemangku kepentingan. KNKG menghasilkan Pedoman Umum GCG Indonesia 2006 yang merupakan penyempurnaan dari Pedoman yang diterbitkan pada tahun 2001. Pedoman umum GCG ini bukan merupakan peraturan perundangan, tetapi berisi hal-hal sangat prinsip yang semestinya menjadi landasan bagi perusahaan yang ingin mempertahankan kesinambungan usahanya dalam jangka panjang dalam koridor etika bisnis yang berlaku. Yang termasuk dalam implementasi GCG adalah Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kualitas Audit. Prinsip-prinsip dasar GCG adalah *fairness*, *transparency*, *accountability* dan *responsibility*.

Rinaningsih (2008) melakukan penelitian tentang pengaruh praktik *corporate governance* terhadap risiko kredit dan *yield* obligasi. Penelitian ini 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. Temuan lainnya adalah hubungan antara *yield* dengan praktek CG tidak signifikan, namun manakala peringkat surat utang dimasukkan ke dalam model hubungan tersebut memberikan dampak inkremental. Hubungan antara *yield* dan peringkat surat utang adalah negatif signifikan.

Penelitian Bhoraj dan Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *yields*. Menurut mereka, mekanisme CG dapat mengurangi risiko 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. Akan tetapi kepemilikan institusional yang terkonsentrasi memiliki dampak yang buruk terhadap peringkat surat utang dan *yield*.

Ashbaugh, et al (2004) meneliti tentang pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat utang perusahaan. Penelitian ini menemukan bahwa peringkat utang perusahaan berpengaruh negatif terhadap *blockholder* (yang memiliki saham perusahaan yang beredar 5% atau lebih), berpengaruh positif terhadap *weaker shareholder*, transparansi keuangan, dan independensi komisaris. Setyapurnama dan Norpratiwi juga melakukan penelitian mengenai pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Hasil penelitian membuktikan bahwa implementasi *corporate governance* mempengaruhi peringkat dan *yield* obligasi.

Menurut Bradley dkk (2007) dalam Rinaningsih (2008), banyak faktor yang mempengaruhi peringkat surat utang suatu perusahaan. Faktor penentu utama dari peringkat surat utang adalah kondisi keuangan perusahaan, namun demikian praktek dari *corporate governance* juga dapat membantu menjelaskan perbedaan peringkat utang antar perusahaan yang tidak tertangkap di kondisi keuangan masing-masing perusahaan.

Penelitian mengenai GCG sudah cukup banyak, tapi yang mengaitkan dengan risiko kredit dan *yield* masih sedikit. Peneliti tertarik untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk. Berdasarkan pengamatan peneliti, belum banyak penelitian yang membahas mengenai penerapan CG pada sukuk perusahaan. Oleh sebab itu, peneliti tertarik dan termotivasi untuk melakukan penelitian ini.

1.2 Perumusan Masalah

Pentingnya *Good Corporate Governance* (GCG) telah menjadi fokus pada beberapa tahun belakangan ini. Perusahaan yang secara konsisten menerapkan prinsip-prinsip GCG akan menghasilkan kinerja yang lebih baik. Hal ini dibuktikan oleh banyak penelitian yang telah dilakukan.

GCG merupakan sistem yang mengatur dan mengendalikan perusahaan guna menciptakan nilai tambah (*value added*) untuk semua stakeholder. Konsep ini menekankan pada dua hal, yakni, pertama, pentingnya hak pemegang saham untuk memperoleh informasi dengan benar dan tepat waktu, dan kedua, kewajiban perusahaan untuk melakukan pengungkapan (*disclosure*) secara akurat, tepat waktu, transparan terhadap semua informasi kinerja perusahaan, kepemilikan dan stakeholder. Prinsip-prinsip GCG yang terdiri dari *fairness, transparency, accountability, responsibility, disclosure* dan *independency* terbukti dapat meningkatkan kualitas laporan keuangan dan juga dapat menjadi penghambat aktifitas rekayasa kinerja yang mengakibatkan laporan keuangan tidak menggambarkan nilai fundamental perusahaan (Kaihatu, 2006).

Penelitian yang dilakukan oleh Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) membuktikan bahwa proksi CG yaitu komisaris independen berpengaruh positif terhadap rating tapi kebalikan untuk *yield*. Komite audit berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Bhojraj dan Sengupta (2003) melakukan penelitian yang sama dengan yang dilakukan Rinaningsih dan Setyapurnama dan Norpratiwi. Penelitian ini menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *yield* obligasi. Perusahaan dengan kepemilikan institusional dan komposisi komisaris independen yang besar memiliki peringkat surat utang yang tinggi yang *yield* yang rendah.

Lembaga keuangan syariah tidak terhindar dari lemahnya penerapan GCG. Contoh kasus adalah keterlibatan lembaga-lembaga keuangan syariah pada Bank of Credit and Commerce International (BCCI), sebuah bisnis keuangan konvensional terkemuka, yang telah bankrut. Kasus kedua ialah kebangkrutan Ihlas Finance House (IFH) di Turki pada tahun 2001, akibat kepentingan khusus yang berkuasa dalam lingkungan perbankan yang memiliki pengawasan internal perbankan yang memiliki pengawasan internal dan eksternal yang lemah.

Penelitian yang dilakukan oleh Chapra dan Ahmed (2008) menemukan praktik CG pada bank syariah yang masih lemah sehingga ia merekomendasikan perhatian khusus pada semua aspek yang ditelitinya berikut penyempurnaan sarana-sarana pendukungnya.

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) meliputi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kualitas Audit. Penelitian ini akan membahas tentang penerapan GCG pada perusahaan emiten yang mengeluarkan sukuk yang dikaitkan dengan risiko kredit dan *yield* sukuk korporasi. Penelitian ini menggunakan variabel risiko kredit yang sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008) yang diukur dengan peringkat surat utang. Risiko kredit dalam penelitian ini diukur dengan peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat independen (Pefindo). Selain itu, penelitian ini juga menggunakan *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari risiko kredit. Hasil penelitiannya bahwa praktek CG dapat digunakan untuk menjelaskan *default risk* yang diproksi dengan peringkat surat utang walaupun tingkat menjelaskannya relatif kecil. Hubungan peringkat surat utang yang positif dan signifikan terhadap praktek CG terjadi pada segi transparansi dan kualitas pelaporan keuangan yaitu auditor KAP big-4 dan komite audit. Hubungan antara *yield* dengan praktek CG tidak signifikan.

Berdasarkan rumusan masalah di atas maka dalam tesis ini disusun pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh terhadap peringkat sukuk ijarah korporasi?
2. Apakah penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh terhadap Debt to Equity Ratio (DER) emiten yang mengeluarkan sukuk ijarah korporasi?
3. Apakah penerapan GCG berpengaruh terhadap *yield* sukuk ijarah korporasi?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah dikemukakan di atas, maka penelitian ini diharapkan mencapai tujuan penelitian sebagai berikut :

1. Mengetahui penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh terhadap peringkat sukuk ijarah korporasi.
2. Mengetahui penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) berpengaruh terhadap Debt to Equity Ratio (DER) perusahaan yang mengeluarkan sukuk ijarah korporasi.
3. Mengetahui penerapan GCG berpengaruh terhadap *yield* sukuk ijarah korporasi.

1.4 Manfaat Penelitian

Penulis juga mengharapkan dari penelitian dapat memberikan manfaat sebagai berikut :

1. Sebagai bahan pertimbangan bagi investor untuk melakukan keputusan investasi.
2. Mendorong perusahaan untuk dapat menerapkan konsep GCG secara baik dan menyeluruh sebagai salah satu manajemen risiko dan peningkatan kinerja perusahaan.
3. Menarik minat dan mendorong agar masyarakat dapat berinvestasi pada surat utang yang sesuai dengan prinsip syariah sebagai alternatif berinvestasi yaitu sukuk korporasi.
4. Menambah pengetahuan dan memperkaya penelitian mengenai GCG bagi para pembaca baik kalangan praktisi maupun akademisi.

1.5 Batasan Masalah

Penelitian ini difokuskan untuk melihat pengaruh penerapan GCG terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi. Risiko kredit dalam penelitian ini diukur dengan peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat independen (Pefindo) dan *Debt to Equity Ratio* (DER).

Sukuk yang akan dijadikan objek penelitian adalah sukuk ijarah korporasi yang dikeluarkan oleh perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia yang termasuk dalam kelompok Daftar Efek Syariah yang dikeluarkan oleh BAPEPAM LK pada tahun 2007-2010.

1.6 Kerangka Pemikiran

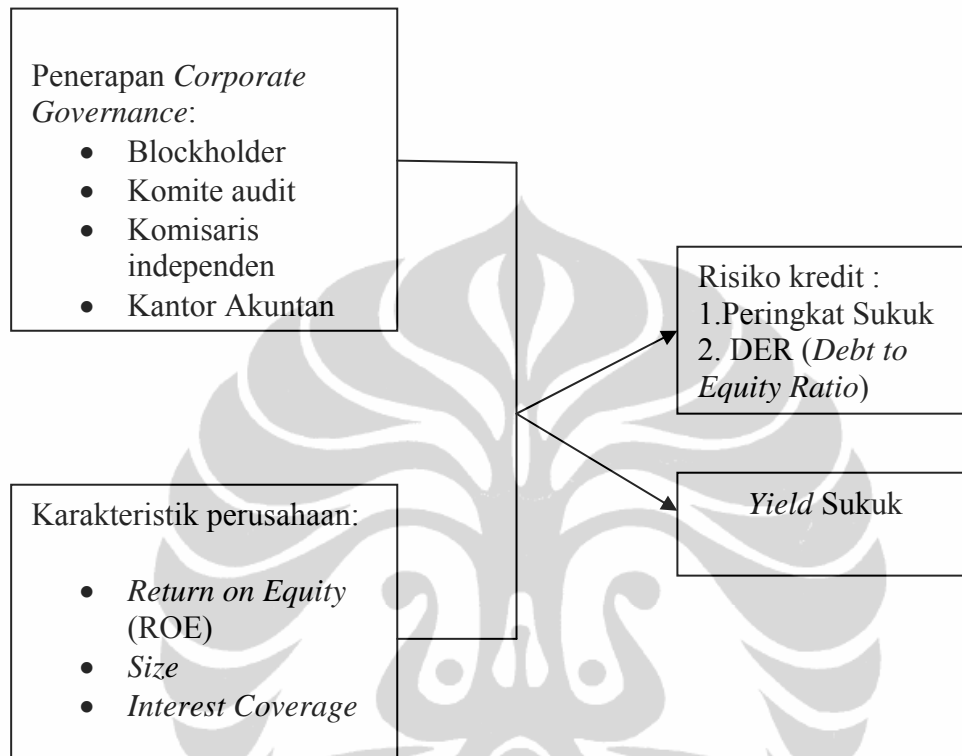
Good Corporate Governance merupakan sebuah sistem yang mengarahkan dan mengendalikan korporasi dengan tujuan agar tercapai keseimbangan antara kekuatan wewenang yang diperlukan perusahaan untuk menjamin eksistensinya dan pertanggungjawaban mereka kepada *stakeholder*, dengan pengaturan hubungan pemegang saham, direktur, manajer, pemerintah, karyawan, dan para *stakeholder* lain. Prinsip-prinsip GCG adalah *fairness*, *accountability*, *transparency*, dan *responsibility*.

Penelitian ini akan melihat pengaruh penerapan GCG terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi. Penerapan GCG dalam dilihat dari, 1) struktur dan pengaruh kepemilikan, 2) pengaruh transparansi dan pengungkapan informasi, dan 3) struktur dewan komisaris.

Struktur dan pengaruh kepemilikan dapat akan diukur dengan blockholder yaitu jumlah pihak yang kepemilikannya 5 % atau lebih. Pengaruh transparansi dan pengungkapan informasi diukur dengan dua variabel yaitu komite audit dan KAP (emiten diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Big 4 atau tidak). Struktur Dewan Komisaris diukur dengan persentase Dewan Komisaris independen dalam perusahaan sampel. Variabel kontrol yang digunakan adalah karakteristik perusahaan yang terdiri dari *Return on Equity* (ROE), *size* dan *interest coverage*.

Penulis melakukan penelitian yang bertujuan untuk melihat pengaruh penerapan GCG terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi. Proksi GCG yang digunakan dalam penelitian ini adalah jumlah *blockholder* (pemilik saham > 5%), komite audit, KAP (emiten diaudit oleh Kantor Akuntan Publik Big 4 atau tidak), dan komisaris independen. Risiko kredit dalam penelitian ini akan diukur dengan peringkat sukuk/obligasi syariah yang dikeluarkan oleh Pefindo dan *Debt to Equity Ratio* (DER), sedangkan *yield* yang akan digunakan adalah *last yield* per tahun yang datanya diperoleh dari bursa efek indonesia.

Bagan di bawah ini merupakan kerangka pemikiran yang akan dilakukan oleh penulis.



Gambar 1.1
Kerangka Pemikiran

1.7 Hipotesis Penelitian

Penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) dewasa ini merupakan suatu keniscayaan. Perusahaan harus menerapkan GCG dengan konsisten agar tujuan perusahaan dapat tercapai. Penerapan GCG akan berakibat positif bagi pemegang saham dan juga bagi masyarakat luas. Penerapan GCG meliputi Komisaris Independen, Kepemilikan Manajerial, Kepemilikan Institusional dan Kualitas Audit.

Penelitian ini adalah replikasi dari penelitian yang telah dilakukan oleh Rinaningsih (2008) dan Setyapurnama dan Norpratiwi (2006). Rinaningsih meneliti tentang pengaruh praktek *corporate governance* terhadap risiko kredit dan *yield* surat utang (obligasi). Penelitian ini mengacu pada variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut dengan beberapa perbedaan variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka peneliti mengajukan hipotesis sebagai berikut :

Hipotesis I

H₀ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi peringkat sukuk ijarah korporasi

H₁ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi peringkat sukuk ijarah korporasi

Hipotesis II

H₀ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* sukuk ijarah korporasi

H₁ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* sukuk ijarah korporasi

Hipotesis III

H₀ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi *yield* sukuk ijarah korporasi

H₁ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi *yield* sukuk ijarah korporasi.

1.8 Metode Penelitian

Data yang digunakan adalah sukuk atau obligasi syariah ijarah korporasi yang terdaftar dalam Daftar Efek Syariah periode 2007-2010. Data mengenai penerapan CG yang dilakukan oleh perusahaan dan data DER diperoleh dari laporan tahunan perusahaan yang mengeluarkan sukuk ijarah korporasi pada tahun 2007-2010. Data peringkat sukuk diperoleh dari PT Pefindo yang merupakan lembaga pemeringkat independen obligasi di Indonesia.

Penelitian ini menggunakan teknik analisis *multinomial logit* dan *multivariate regression*. Analisis *multinomial logit* digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat sukuk perusahaan. Analisis *multivariate regression* digunakan untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *yield* sukuk perusahaan dan DER sebagai proksi dari risiko kredit. Hal ini mengacu pada penelitian yang telah dilakukan Rinaningsih (2008) dan Setyapurnama dan Norpratiwi (2006).

1.9 Sistematika Penulisan

BAB 1 PENDAHULUAN

Menguraikan latar belakang, perumusan dan pembatasan masalah, tujuan dan manfaat penelitian, kerangka pemikiran, hipotesis, metode penelitian dan sistematika penulisan.

BAB 2 TINJAUAN LITERATUR

Dalam bab ini dibahas mengenai tinjauan literatur yang terdiri dari penjelasan mengenai pengertian dan prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* (GCG), Obligasi Syariah/Sukuk dan jenis-jenisnya, risiko kredit, *yield* obligasi dan penelitian terdahulu yang terkait dengan penelitian ini.

BAB 3 DATA DAN METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menjelaskan metode yang digunakan dalam penulisan penelitian ini, data yang digunakan dan langkah-langkah yang dilakukan dalam penelitian ini.

BAB 4 ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Bab ini akan membahas mengenai deskripsi statistik dari pemodelan dan analisis terhadap hasil pengujian yang telah dilakukan tersebut.

BAB 5 KESIMPULAN DAN SARAN

Bab ini berisi mengenai kesimpulan dan saran dari hasil analisis yang telah diperoleh dalam penelitian ini.



2. LANDASAN TEORI

Bab ini akan menjabarkan mengenai landasan teori dari aspek-aspek yang akan dibahas dalam penelitian ini. Landasan teori yang akan dijelaskan diantaranya mengenai *governance* dalam Islam, pengertian dan prinsip-prinsip GCG, mengenai sukuk/obligasi syariah khususnya sukuk ijarah, risiko kredit, *yield* dan penelitian-penelitian terdahulu yang terkait dengan penelitian ini.

2.1 Tata Kelola (*Governance*) dalam Islam

Islam adalah agama yang komprehensif yang mengatur seluruh aspek kehidupan manusia termasuk pemerintahan/tata kelola. Tata kelola (*governance*) di sini dibagi atas dua, yaitu, 1) *Good Governance* (pemerintahan yang baik), merupakan tata kelola yang diharapkan dapat terwujudnya sebuah pemerintahan yang baik dan, 2) *Good Corporate Governance* (GCG) merupakan penerapan tata kelola pada perusahaan sehingga dapat menambah nilai bagi seluruh *stakeholders* pada perusahaan tersebut. *Corporate Governance* dapat diartikan dalam bahasa Arab sebagai *hukumah asy-syarikaat al-jayyidah* sedangkan Abdullah (2010:41) dalam bukunya *Corporate Governance Perbankan Syariah di Indonesia* menggunakan istilah Arab yakni *dhawabith idarat al-muassasat* (Abdullah, 2010: 41).

2.1.1 *Corporate Governance* dalam Al-Quran

Abdullah (2010) mengutip tulisan Mustapha dan Saleh (2002) mengenai konsep CG yang diketengahkan Islam member tekanan pada tiga prinsip *governance* yang paling utama, yaitu adanya akuntabilitas, transparansi, dan keterpercayaan dalam tata kelola perusahaan. Di dalam al-Quran, Allah membahas mengenai tiga prinsip utama *governance* tersebut yang terdapat dalam ayat-ayat al-Quran berikut ini:

- a. Q.S Ali Imran 159

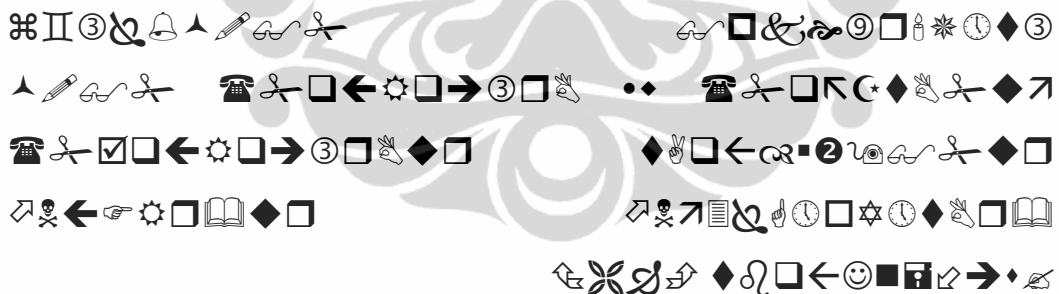


159.karena itu ma'afkanlah mereka, mohonkanlah ampun bagi mereka, dan bermusyawaratlah dengan mereka dalam urusan itu...

Syura atau musyawarah merupakan sendi Islam dalam kehidupan sosial kemasyarakatan. Dalam kondisi yang bagaimanapun musyawarah merupakan suatu kewajiban yang tidak bisa ditinggalkan. Begitu contoh teladan dari Rasulullah dan khalifah sesudahnya. Tidak hanya hal penting yang dimusyawarahkan oleh Rasulullah SAW, bahkan untuk hal-hal kecil beliau juga sering melakukannya untuk memberikan petunjuk mengenai urgensi dari musyawarah untuk mencapai mufakat.

Good Corporate Governance juga mengatur tentang pertemuan yang harus dilakukan oleh perangkat-perangkat perusahaan seperti Dewan Komisaris dan Dewan Direksi. Pertemuan ini diharapkan dapat menghasilkan keputusan yang disepakati bersama untuk kelangsungan perusahaan. Jumlah minimal pertemuan ditentukan agar pihak yang terkait benar-benar menjalankan kewajibannya dengan baik. Di dalam setiap laporan GCG, selalu dilaporkan jumlah pertemuan dan daftar kehadiran untuk setiap kali pertemuan.

b. Q.S al-Anfal 27



27. Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu mengkhianati Allah dan Rasul (Muhammad) dan (juga) **janganlah kamu mengkhianati amanat-amanat yang dipercayakan kepadamu, sedang kamu mengetahui.**

Di dalam surat al-Anfal 27, Allah melarang untuk berkhianat terhadap amanat-amanat yang telah dipercayakan kepada orang-orang yang beriman, yaitu mengkhianati segala macam urusan yang menyangkut ketertiban umat, seperti urusan pemerintahan, urusan perang, urusan perdata, urusan kemasyarakatan dan tata tertib hidup masyarakat. Untuk mengatur segala

macam urusan yang ada dalam masyarakat diperlukan adanya peraturan yang ditaati oleh segenap anggota masyarakat dan oleh pejabat yang dipercaya dalam mengurus kepentingan umat.

Setiap perusahaan harus melaksanakan Pedoman Umum GCG yang dikeluarkan oleh Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) yang berisi hal-hal yang sangat prinsip yang semestinya menjadi landasan bagi perusahaan yang ingin mempertahankan kesinambungan usahanya dalam jangka panjang dalam koridor etika bisnis yang berlaku. Setiap pihak yang telah diberikan amanat pada sebuah perusahaan baik sebagai Dewan Komisaris, Dewan Direksi, manajemen dan karyawan pada perusahaan tersebut harus menjalankan tugas dan wewenangnya dengan sebaik-baiknya dan tidak berkhianat atas kepercayaan atas mereka.

c. Q.S an-Nahl 90



90. Sesungguhnya Allah menyuruh (kamu) **Berlaku adil** dan berbuat kebajikan...

Di dalam ayat ini Allah menyuruh untuk berlaku adil. Adil adalah salah satu prinsip GCG yang harus diterapkan yaitu *fairness*. Keadilan adalah kesetaraan perlakuan dari perusahaan terhadap pihak-pihak yang berkepentingan sesuai dengan kriteria dan proporsi yang seharusnya. Dalam hal ini ditekankan agar pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan terlindungi dari kecurangan serta penyalahgunaan wewenang yang dilakukan oleh orang dalam. Prinsip keadilan harus diterapkan untuk menjaga hak investor minoritas. Harus ada keadilan baik bagi investor mayoritas maupun investor minoritas.

d. Q.S al-ahzab 70



70. Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kamu kepada Allah dan **Katakanlah Perkataan yang benar.**

Di dalam ayat di atas, Allah menyuruh kepada orang-orang beriman untuk mengatakan perkataan yang benar. Prinsip GCG yang tersirat dalam ayat tersebut adanya sebuah perintah untuk melakukan transparansi. Dalam konteks perusahaan publik, maka perusahaan tersebut harus transparan dalam mengungkapkan keputusan ataupun hal-hal yang dialami oleh perusahaan yang bersangkutan, misalnya menyangkut pemegang saham mayoritas (blockholder yang memiliki saham > 5%), masalah keuangan dan sebagainya.

2.1.2 Corporate Governance dalam Hadits Rasul

Dalam hadits qudsi, Allah berfirman:

”Saya (Allah) adalah pihak ketiga dari dua orang yang berserikat selama salah satu dari keduanya tidak mengkhianati kawannya, jika mereka berdua berkhianat, maka saya (Allah) keluar dari keduanya”

Dalam hadits qudsi di atas Allah menegaskan bahwa Dia adalah pihak ketiga dari orang yang berserikat dalam sesuatu hal. Apabila kedua pihak tetap teguh memegang kesepakatan di antara mereka maka Allah tetap menjadi pihak ketiganya. Sedangkan jika salah satu dari mereka berkhianat maka Allah keluar dari kesepakatan tersebut. Hal ini menjelaskan bahwa Allah sangat memberikan penghormatan bagi orang yang tetap teguh menepati kesepakatan yang telah

dibuatnya. Prinsip GCG yang ditekankan oleh Allah SWT dalam Hadits qudsi ini adalah agar seseorang bertanggungjawab dan amanah terhadap perjanjian yang telah mereka buat. Sehingga Allah memberikan suatu kedudukan ataupun apresiasi yang luar biasa sehingga Allah mengatakan bahwa Dia merupakan pihak ketiga yang ikut serta dalam suatu perikatan selagi tidak ada pengkhianatan di dalamnya.

2.1.3 Surat-surat Khalifah Ali bin Abi Thalib

Sebagaimana telah dijelaskan di atas bahwa tata kelola yang baik (*good governance*) di sini dapat diterapkan baik di pemerintahan maupun di perusahaan atau korporasi. Pada zaman kekhalifahan bisa dibayangkan belum ada perusahaan apalagi perusahaan publik seperti yang ada pada zaman sekarang. Namun, pada prinsip-prinsip GCG yang ada sekarang ini telah diaplikasikan dalam kehidupan bermasyarakat pada masa itu. Hal ini terlihat dari nasihat-nasihat yang disampaikan oleh Sayyidina Ali bin Abi Thalib selaku khalifah keempat.

Berikut beberapa surat yang dikirimkan oleh Khalifah keempat yaitu Khalifah Ali bin Abi Thalib kepada Gubernur ataupun pejabat Negara pada masa pemerintahannya yang terdapat dalam Kitab Nahjul Balagah (2008) :

1. Surat tentang nasihat bahwa jabatan adalah amanah dan dana yang dititipkan adalah amanah

Khalifah Ali bin Abi Thalib mengirimkan surat kepada seorang Gubernur Azebajan yaitu al-As'ats ibn Qais (al-Kindi) yang berisi nasihat bahwa pengangkatan beliau sebagai gubernur bukanlah suatu suapan (makanan) tapi merupakan amanat di leher yang harus ditunaikan dengan baik. Seorang gubernur tidak boleh lalim kepada rakyatnya dan harus melaksanakan kewajibannya sebagai seorang pemimpin. Dana yang dititipkan kepadanya merupakan amanah bukan merupakan hak pribadinya. Prinsip *Good Corporate Governance* (GCG) yang tersirat dalam nasihat di atas adalah tentang sebuah *responsibility* dan *accountability* (tanggung jawab dan akuntabilitas).

2. Surat tentang penyalahgunaan dana kaum Muslim

Khalifah Ali mengirimkan surat kepada Ziyad ibn Abih, seorang deputi di daerah Basrah yang berisi tentang sebuah penegasan agar tidak menyelewengkan dana kaum Muslim, apabila hal itu terjadi maka akan dijatuhkan hukuman yang berat.

Prinsip GCG yang terlihat dari surat di atas adalah bagaimana seorang pemimpin harus menegakkan prinsip akuntabilitas.

3. Surat tentang pejabat yang menjarahi bumi

Khalifah Ali menulis surat kepada salah seorang pejabatnya. Isi surat tersebut merupakan sebuah teguran kepada pejabatnya yang telah menjarahi bumi dan mengambil uang rakyat. Hal ini menunjukkan bahwa pejabat itu telah melakukan pengkhianatan terhadap amanat yang telah dipercayakan kepadanya.

Prinsip GCG yang sangat diperhatikan dalam Islam adalah accountability dan responsibility. Surat Khalifah Ali di atas menggambarkan bagaimana seorang Khalifah sangat menjunjung tinggi prinsip-prinsip tersebut sehingga langsung menegur pejabat yang telah mengkhianati amanat yang dia emban.

4. Surat tentang membagi-bagikan harta kaum mukmin untuk kerabat pejabat

Surat ini ditujukan Khalifah Ali kepada Maslaqah ibn Hubairah asy-Syaibani, Gubernur Ardasyir Khurrah (Iran). Surat ini berisi teguran Khalifah kepada salah seorang gubernur yang membagi-bagikan harta kekayaan yang seharusnya merupakan milik rakyat, tapi dibagikan kepada kerabatnya. Hal ini merupakan tindakan korupsi yang sangat bertentangan dengan prinsip GCG.

5. Surat tentang penagih pajak

Surat ini berisi anjuran untuk tidak menahan hak atas kebutuhan orang lain dan anjuran agar para pengumpul pajak yang memiliki kekuasaan tidak berlaku sewenang-wenang terhadap masyarakat.

Dalam surat ini tersirat sebuah anjuran atau penegasan kepada pejabat penagih pajak untuk berlaku adil kepada masyarakat dengan tidak menindas rakyat secara semena-mena. Rakyat berhak mendapatkan ketenangan dan keadilan dalam kehidupannya. Hal tersebut harus diberikan oleh pejabat sebagai wakil rakyat yang membela kepentingan mereka.

6. Surat tentang kelalaian pemimpin yang tidak mencegah perampokan

Kepada Kumail ibn Ziyad an-Nakha'I, Gubernur Hit, mengungkapkan ketidaksenangan tentang ketidakmampuannya untuk mencegah perampokan oleh pasukan-pasukan musuh yang lewat.

Amma ma'du, kelalaian seseorang yang atasnya ia dijadikan penanggungjawabnya, dan melakukan apa yang harus dilakukan oleh orang lain, adalah suatu kelemahan yang nyata dan pandangan yang meruntuhkan. Sesungguhnya hasrat majunya anda kepada orang Qirqisia, dan (tindakan) anda meninggalkan gudang senjata yang atasnya kami telah menempatkan anda, tanpa seseorang untuk melindunginya atau melawan pasukan musuh, mengesankan pemikiran yang berserakan. Secara ini anda menjadi seperti sebuah jembatan bagi musuh yang datang menjarah pada sekutu-sekutu anda sementara senjata anda lemah, tak ada kekaguman atas anda di sekitar anda; anda tak mencegah serangan musuh; anda tak dapat mematahkan kekuatannya; anda tak dapat membela rakyat daerah anda dan anda tak dapat melaksanakan tugas-tugas atas nama imam anda.

Isi surat di atas menegaskan bagaimana seorang pejabat harus melaksanakan tanggungjawabnya secara maksimal. Prinsip akuntabilitas merupakan prinsip yang ditegaskan dalam surat ini. Dalam konteks GCG, dewan komisaris harus melakukan tugasnya untuk mengawasi dewan direksi agar melaksanakan tugas dan wewenangnya dengan baik. Dewan

Pengawas Syariah (DPS) sebagai pihak yang bertugas untuk mengontrol agar lembaga keuangan syariah yang bersangkutan tetap memenuhi prinsip-prinsip syariah yang membedakannya dengan lembaga keuangan konvensional. DPS harus bekerja keras sehingga jangan sampai terjadi hal-hal yang melanggar prinsip-prinsip syariah itu sendiri. Idealnya, DPS sudah harus mengetahui apabila ada hal-hal yang akan menjurus ke sana, sehingga sebelum terjadi sudah bisa dilakukan tindakan pencegahan.

7. Surat tentang memberi suap

Khalifah Ali menulis surat kepada perwira tentara yang berisi teguran agar tidak melakukan suap. Hal ini sangat erat kaitannya dengan prinsip akuntabilitas dalam *good governance*. Akuntabilitas adalah pertanggungjawaban atas pelaksanaan fungsi dan tugas-tugas sesuai dengan wewenang yang dimiliki oleh seluruh organ perusahaan.

Surat-surat Khalifah Ali bin Abi Thalib di atas yang terangkum dalam kitab Nahjul Balagah menyiratkan bahwa prinsip-prinsip GCG yang diterapkan dewasa ini dalam pemerintahan ataupun perusahaan telah dilakukan pada ratusan tahun yang lalu. Prinsip-prinsip GCG yang menjadi perhatian utama dalam isi surat-surat di atas adalah transparansi, akuntabilitas dan keterpercayaan.

2.2 Pengertian *Good Corporate Governance*

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*). *Corporate Governance* adalah hubungan antara *stakeholders* yang digunakan untuk menentukan arah dan pengendalian kinerja suatu perusahaan. Bagaimana perusahaan memonitor dan mengendalikan keputusan dan tindakan manajer puncak, yang disebut *governance mechanism*, mempengaruhi implementasi strategi. *Corporate Governance* yang efektif, yang menyelaraskan kepentingan manajer dengan pemegang saham, dapat menghasilkan keunggulan kompetitif bagi perusahaan (Tunggal, 2007:1).

Pengertian *corporate governance* menurut Forum *for Corporate Governance in Indonesia* (FCGI) yang dikutip oleh Tunggal (2007:3) adalah seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain system yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan. Tujuan *corporate governance* ialah untuk menciptakan pertambahan nilai bagi pihak pemegang kepentingan.

Bank Dunia (*World Bank*) mendefinisikan *good corporate governance* (GCG) sebagai kumpulan hukum, peraturan, dan kaidah-kaidah yang wajib dipenuhi, yang dapat mendorong kinerja sumber-sumber perusahaan untuk berfungsi secara efisien guna menghasilkan nilai ekonomi jangka panjang yang berkesinambungan bagi para pemegang saham maupun masyarakat sekitar secara keseluruhan (Effendi, 2008:1-2).

Berdasarkan surat edaran Meneg. PM & P.BUMN No. S. 106/M.PM P.BUMN/2000 tanggal 17 April 2000 tentang kebijakan penerapan *corporate governance*, *Good Corporate Governance* (GCG) diartikan sebagai suatu hal yang berkaitan dengan pengambilan keputusan yang efektif yang bersumber dari budaya perusahaan, etika, nilai, sistem, proses bisnis, kebijakan dan struktur organisasi perusahaan yang bertujuan untuk mendorong dan mendukung :

- Pengembangan perusahaan
- Pengelolaan sumber daya dan risiko secara lebih efisien dan efektif
- Pertanggungjawaban perusahaan kepada pemegang saham dan *stakeholders* lainnya.

Menurut *The Indonesian Institute for Corporate Governance* (IICG), *Good Corporate Governance* dapat didefinisikan sebagai struktur, sistem dan proses yang digunakan oleh organ-organ perusahaan sebagai upaya untuk memberikan nilai tambah perusahaan secara berkesinambungan dalam jangka panjang.

- Baik (*good*) adalah tingkat pencapaian terhadap suatu hasil upaya yang memenuhi persyaratan, menunjukkan kepatutan dan keteraturan operasional perusahaan sesuai dengan konsep CG.

- Sistem adalah prosedur formal dan informal yang mendukung struktur dan strategi operasional dalam suatu perusahaan.
- Proses adalah kegiatan mengarahkan dan mengelola bisnis yang direncanakan dalam rangka mencapai tujuan perusahaan, menyelaraskan perilaku perusahaan dengan ekspektasi dari masyarakat, serta mempertahankan akuntabilitas perusahaan kepada pemegang saham.
- Struktur adalah (a) susunan atau rangka dasar manajemen perusahaan yang didasarkan pada pendistribusian hak-hak dan tanggung jawab diantara organ perusahaan (dewan komisaris, direksi dan RUPS/pemegang saham) dan *stakeholders* lainnya, dan (b) aturan-aturan maupun prosedur-prosedur untuk pengambilan keputusan dalam hubungan perusahaan.

Penerapan *corporate governance* memberikan empat manfaat (FCGI, 2001), yaitu: (1) meningkatkan kinerja perusahaan melalui terciptanya proses pengambilan keputusan yang lebih baik, meningkatkan efisiensi perusahaan, serta lebih meningkatkan pelayanan kepada *stakeholder*, (2) mempermudah diperolehnya dana pembiayaan yang lebih murah dan tidak rigid (karena faktor kepercayaan) yang pada akhirnya akan meningkatkan *corporate value*, (3) mengembalikan kepercayaan investor untuk menanamkan modalnya di Indonesia, dan (4) pemegang saham akan merasa puas dengan kinerja perusahaan karena sekaligus akan meningkatkan *shareholder's values* dan dividen.

Pemerintah Indonesia membentuk komite untuk merespon perkembangan isu tentang GCG pada tahun 1999. Komite tersebut diberi nama Komite Nasional tentang Kebijakan *Corporate Governance* (KNKCG) dan pada tahun 2001 telah mempublikasikan Pedoman Umum GCG Indonesia. Kemudian KNKCG diubah menjadi Komite Nasional Kebijakan Governance (KNKG) yang mengeluarkan Pedoman Umum GCG pada tahun 2006.

Pedoman Umum *Good Corporate Governance* Indonesia merupakan acuan bagi perusahaan untuk melaksanakan GCG dalam rangka:

- a. Mendorong tercapainya kesinambungan perusahaan melalui pengelolaan yang didasarkan pada asas transparansi, akuntabilitas, responsibilitas, independensi serta kewajaran dan kesetaraan.

- b. Mendorong pemberdayaan fungsi dan kemandirian masing-masing organ perusahaan, yaitu Dewan Komisaris, Direksi dan Rapat Umum Pemegang Saham.
- c. Mendorong pemegang saham, anggota Dewan Komisaris, dan anggota Direksi agar dalam membuat keputusan dan menjalankan tindakannya dilandari oleh nilai moral yang tinggi dan kepatuhan terhadap peraturan perundang-undangan.
- d. Mendorong timbulnya kesadaran dan tanggung jawab sosial perusahaan terhadap masyarakat dan kelestarian lingkungan terutama di sekitar perusahaan.
- e. Mengoptimalkan nilai perusahaan bagi pemegang saham dengan tetap memperhatikan pemangku kepentingan lainnya.
- f. Meningkatkan daya saing perusahaan secara nasional maupun internasional, sehingga meningkatkan kepercayaan pasar yang dapat mendorong arus investasi dan pertumbuhan ekonomi nasional yang berkesinambungan.

Pedoman GCG ini dikeluarkan bagi semua perusahaan di Indonesia termasuk perusahaan yang beroperasi atas dasar prinsip syariah. Pedoman GCG ini, yang memuat prinsip dasar dan pedoman pokok pelaksanaan GCG, merupakan standar minimal yang akan ditindaklanjuti dan dirinci dalam Pedoman Sektoral yang dikeluarkan oleh KNKG. Berdasarkan pedoman tersebut, masing-masing perusahaan perlu membuat manual yang lebih operasional (Zarkasyi, 2008:91).

Pemerintah telah mengeluarkan Peraturan Bank Indonesia (PBI) nomor 8/14/PBI/2006 mengenai kewajiban penerapan GCG pada seluruh bank umum yang beroperasi di Indonesia. Khusus untuk perbankan syariah, kewajiban tersebut dicantumkan dalam pasal 34 Undang-undang Nomor 21 tahun 2008 tentang perbankan syariah (Abdullah, 2010:63).

Perbedaan GCG syariah dan konvensional terletak pada *syariah compliance* yaitu kepatuhan pada syariah. Sedangkan prinsip-prinsip transparansi, kejujuran, kehati-hatian, kedisiplinan merupakan prinsip universal yang juga terdapat dalam aturan GCG konvensional (Agustianto:2010).

CG dalam perspektif Islam, diharapkan memiliki peranan yang sangat esensial dalam upaya pencapaian tujuan dan sasaran perusahaan. Tetapi dalam Islam menambahkan nilai-nilai yang lebih mendalam berupa unsur *maqashid syariah*, yaitu perlindungan terhadap kemaslahatan kemanusiaan yang umum dan universal (Abdullah, 2010:58). Al-Ghazali (1937) dalam Abdullah (2010) menyebutkan bahwa kemaslahatan (*mashalih*) sebagai *maqashid syariah* mencakup lima prinsip dasar (*ushul*) yaitu memelihara agama (*dien*), kehidupan diri (*nafs*), akal (*aql*), keturunan (*nasl*), dan harta benda (*maal*). Apapun yang memastikan terpeliharanya lima prinsip dasar itu adalah maslahat. Apapun yang mengurangnya (merugikannya) adalah mafsadat, dan hal sebaliknya yang menghilangkan unsur yang mengurangi itulah yang merupakan mashlahat.

2.3 Prinsip-prinsip Corporate Governance

Organization for Economic Co-operation and Development (OECD) yang beranggotakan beberapa negara, antara lain: Amerika Serikat, negara-negara Eropa (Austria, Belgia, Denmark, Irlandia, Prancis, Jerman, Yunani, Italia, Luksemburg, Belanda, Norwegia, Rolandia, Portugal, Swedia, Swiss, Turki, Inggris), serta negara-negara Asia-Pasifik (Australia, Jepang, Korea, Selandia Baru), telah mengembangkan *The OECD Principles of Corporate Governance* pada bulan April 1998. Prinsip-prinsip *corporate governance* yang dikembangkan oleh OECD tersebut mencakup 5 (lima) hal berikut ini (Effendi, 2008:3).

- ❖ Perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham (*the rights of shareholders*). Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* harus mampu melindungi hak-hak para pemegang saham, termasuk pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas. Hak-hak tersebut mencakup hak dasar pemegang saham, yaitu:
 - Hak untuk memperoleh jaminan keamanan atas metode pendaftaran kepemilikan;

- Hak untuk mengalihkan atau memindahtangankan kepemilikan saham;
 - Hak untuk memperoleh informasi yang relevan tentang perusahaan secara berkala dan teratur;
 - Hak untuk ikut berpartisipasi dan memberikan suara dalam Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS);
 - Hak untuk memilih anggota dewan komisaris dan direksi;
 - Hak untuk memperoleh pembagian laba perusahaan.
- ❖ Perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham (*the equitable treatment of shareholders*).
- Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* haruslah menjamin perlakuan yang setara terhadap seluruh pemegang saham, termasuk pemegang saham minoritas dan asing. Prinsip ini melarang adanya praktik perdagangan berdasarkan informasi orang dalam (*insider trading*) dan transaksi dengan diri sendiri (*self dealing*). Selain itu, prinsip ini mengharuskan anggota dewan komisaris untuk terbuka ketika menemukan transaksi-transaksi yang mengandung benturan atau konflik kepentingan (*conflict of interest*).
- ❖ Peranan pemangku kepentingan berkaitan dengan perusahaan (*the role of stakeholders*).
- Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* harus memberikan pengakuan terhadap hak-hak pemangku kepentingan, sebagaimana ditentukan oleh undang-undang dan mendorong kerjasama yang aktif antara perusahaan dengan pemangku kepentingan dalam rangka menciptakan lapangan kerja, kesejahteraan, serta kesinambungan usaha (*going concern*).
- ❖ Pengungkapan dan transparansi (*disclosure and transparency*).
- Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* harus menjamin adanya pengungkapan yang tepat waktu dan akurat untuk setiap permasalahan berkaitan dengan perusahaan. Pengungkapan tersebut mencakup informasi mengenai kondisi keuangan, kinerja, kepemilikan, dan pengelolaan perusahaan. Informasi yang diungkapkan harus disusun,

diaudit, dan disajikan sesuai dengan standar yang berkualitas tinggi. Manajemen juga diharuskan untuk meminta auditor eksternal (kantor akuntan publik) melakukan audit yang bersifat independen atas laporan keuangan.

- ❖ Tanggung jawab dewan komisaris atau direksi (*the responsibilities of the board*).

Kerangka yang dibangun dalam *corporate governance* harus menjamin adanya pedoman strategis perusahaan, pengawasan yang efektif terhadap manajemen oleh dewan komisaris, dan pertanggungjawaban dewan komisaris terhadap perusahaan dan pemegang saham. Prinsip ini juga memuat kewenangan-kewenangan serta kewajiban-kewajiban profesional dewan komisaris kepada pemegang saham dan pemangku kepentingan lainnya.

Menurut Tunggal (2007:6), prinsip-prinsip *corporate governance* adalah:

- a. *Fairness* (keadilan)

Perlindungan kepentingan *minority shareholders* dari penipuan, kecurangan, perdagangan, dan penyalahgunaan oleh orang dalam (*self dealing* atau *insider trading*). Keadilan adalah kesetaraan perlakuan dari perusahaan terhadap pihak-pihak yang berkepentingan sesuai dengan kriteria dan proporsi yang seharusnya. Dalam hal ini ditekankan agar pihak-pihak yang berkepentingan terhadap perusahaan terlindungi dari kecurangan serta penyalahgunaan wewenang yang dilakukan oleh orang dalam.

- b. *Transparency*

Pengungkapan informasi kinerja perusahaan baik ketepatan waktu maupun akurasi. Transparansi adalah keterbukaan dalam melaksanakan suatu proses kegiatan perusahaan. Dengan transparansi, pihak-pihak yang terkait akan dapat melihat dan memahami bagaimana dan atas dasar apa keputusan-keputusan tertentu dibuat serta bagaimana suatu perusahaan dikelola.

c. *Accountability*

Penciptaan sistem pengawasan yang efektif berdasarkan keseimbangan pembagian kekuasaan antara *Board of Commissioners*, *Board of Directors*, *Shareholders* dan Auditor. Akuntabilitas adalah pertanggungjawaban atas pelaksanaan fungsi dan tugas-tugas sesuai dengan wewenang yang dimiliki oleh seluruh organ perusahaan. Dalam hal ini, Direksi (beserta manajer) bertanggungjawab atas keberhasilan pengurusan perusahaan dalam rangka mencapai tujuan yang telah disetujui oleh pemegang saham. Komisaris bertanggung jawab atas keberhasilan pengawasan dan pemberian nasihat kepada Direksi dalam rangka pengelolaan perusahaan. Pemegang saham bertanggungjawab atas keberhasilan pembinaan dalam rangka pengelolaan perusahaan.

Akuntabilitas dilaksanakan dengan adanya Dewan Komisaris, Komisaris independen, komite audit serta Komite Remunerasi.

d. *Responsibility*

Pertanggungjawaban perusahaan sebagai bagian dari masyarakat kepada *stakeholders* dan lingkungan dimana perusahaan itu berada.

e. *Disclosure* (keterbukaan dalam informasi)

Disclosure adalah keterbukaan dalam mengungkapkan informasi yang material dan relevan mengenai perusahaan. *Disclosure* erat kaitannya dengan transparansi, yaitu perusahaan harus memberikan informasi atau laporan yang akurat dan tepat waktu mengenai kinerja perusahaan.

f. *Independency/kemandirian* (bebas dari pengaruh pihak lain)

Kemandirian adalah sebagai keadaan dimana perusahaan bebas dari pengaruh atau tekanan pihak lain yang tidak sesuai dengan mekanisme perusahaan. Dalam hal ini ditekankan bahwa dalam menjalankan fungsi, tugas dan tanggungjawabnya, Komisaris, Direksi dan Manajer atau pihak-pihak yang diberi tugas untuk mengelola kegiatan perusahaan, terbebas dari tekanan ataupun pengaruh baik dari dalam maupun luar perusahaan.

Menurut Agustianto (2008), dalam ajaran Islam, poin-poin di atas menjadi prinsip penting dalam aktivitas dan kehidupan seorang muslim. Islam sangat intens mengajarkan diterapkannya prinsip ‘*adalah* (keadilan), *tawazun* (keseimbangan), *mas’uliyah* (akuntabilitas), akhlak (moral), *shiddiq* (kejujuran), amanah (pemenuhan kepercayaan), *fathanah* (kecerdasan), *tabligh* (transparansi, keterbukaan), *hurriyah* (independensi dan kebebasan yang bertanggungjawab), *ihsan* (professional), *wasathan* (kewajaran), *ghirah* (militansi syariah), *idarah* (pengelolaan), khilafah (kepemimpinan), aqidah (keimanan), *ijabiyah* (berpikir positif), raqabah (pengawasan), *qira’ah* dan *ishlah* (organisasi yang terus belajar dan selalu melakukan perbaikan). Jadi jelaslah bahwa Islam telah lebih dahulu dan lebih komprehensif dalam mengajarkan prinsip-prinsip yang dewasa ini dikenal dengan istilah *good corporate governance*.

Prinsip-prinsip internasional mengenai *corporate governance* mulai muncul dan berkembang. Prinsip-prinsip tersebut mencakup : (Tunggal, 2007:9)

- ❖ Hak-hak pemegang saham, yang harus diberi informasi dengan benar dan tepat pada waktunya mengenai perusahaan, dapat ikut berperan serta dalam pengambilan keputusan mengenai perubahan-perubahan yang mendasar atas perusahaan, dan turut memperoleh bagian dari keuntungan perusahaan;
- ❖ Perlakuan sama terhadap para pemegang saham, terutama kepada pemegang saham minoritas dan pemegang saham asing, dengan keterbukaan, informasi yang penting serta melarang pembagian untuk pihak sendiri dan perdagangan saham oleh orang dalam;
- ❖ Peranan pemegang saham harus diakui sebagaimana ditetapkan oleh hukum dan kerjasama yang aktif antar perusahaan serta para pemegang kepentingan dalam menciptakan kekayaan, lapangan kerja dan perusahaan yang sehat dari aspek keuangan;
- ❖ Pengungkapan yang akurat dan tepat pada waktunya serta transparansi mengenai semua hal yang penting bagi kinerja perusahaan, kepemilikan, serta para pemegang kepentingan;
- ❖ Tanggung jawab pengurus dalam manajemen, pengawasan manajemen serta pertanggungjawaban kepada perusahaan dan para pemegang saham

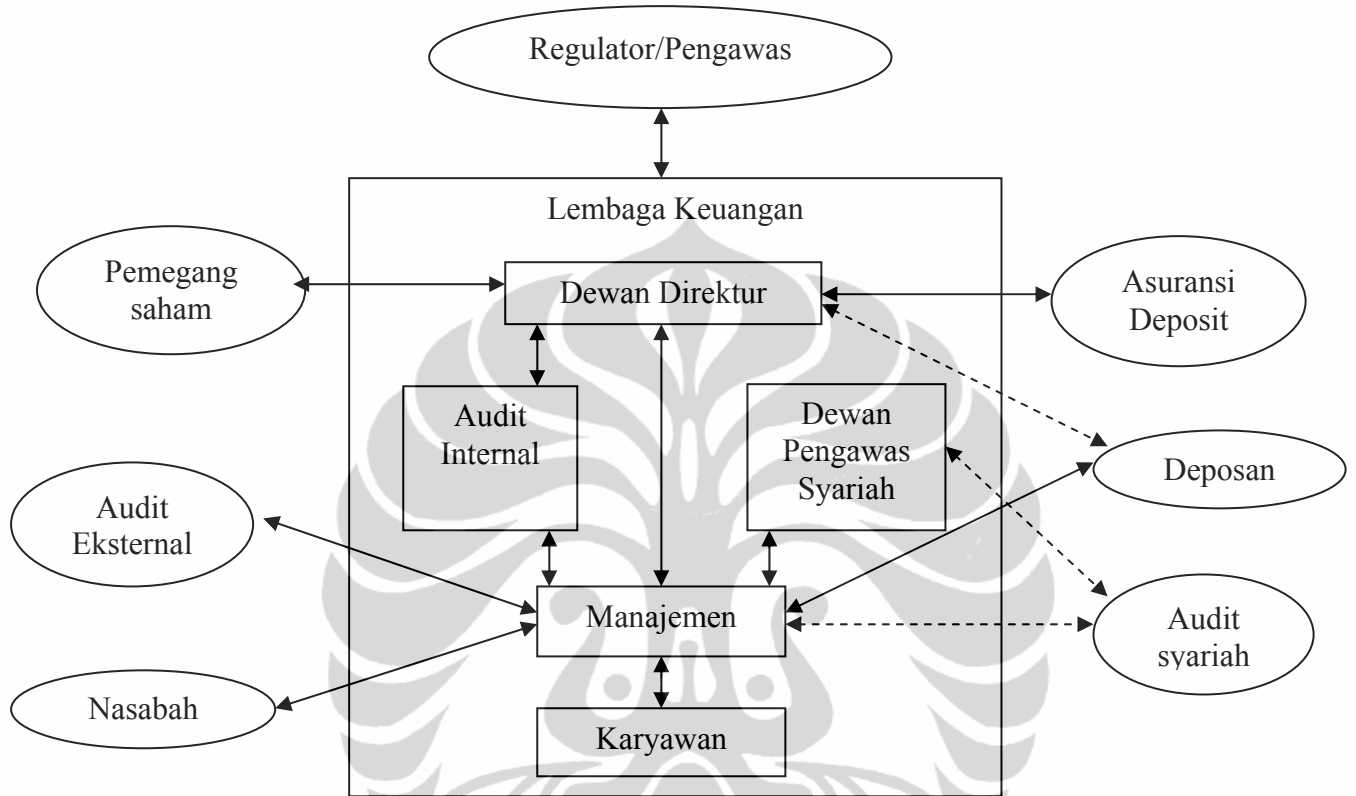
Menurut Pramono (2008), GCG pada perbankan syariah berbeda dengan yang dilaksanakan pada bank konvensional dan memiliki karakteristik yang unik terkait dengan operasionalnya. Pada dasarnya perbedaannya terletak pada *shari'ah compliance* pada aktivitas perbankan syariah. Sehingga dapat disimpulkan bahwa *shari'ah governance* harus menjadi indikator penting dari seluruh penerapan *corporate governance* pada perbankan syariah.

Prinsip-prinsip GCG untuk perbankan syariah di Indonesia tercantum dalam Peraturan Bank Indonesia 11/33/PBI/2009 adalah transparansi, akuntabilitas, pertanggungjawaban, profesional dan kewajaran. Para ahli ekonomi Islam menarik kesimpulan bahwa kepatuhan syariah (*shariah compliance*) merupakan prinsip utama dalam *corporate governance* pada lembaga keuangan syariah. Dalam hal ini praktiknya pada perbankan syariah, dengan adanya Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang salah satu tugasnya adalah mengontrol agar praktik yang dilakukan pada perbankan syariah yang bersangkutan tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Menurut Chapra dan Ahmed (2008), ada beberapa pemegang peran kunci dalam *corporate governance* lembaga keuangan syariah yaitu pengawas/regulator, pemegang saham, dewan direksi, senior manajemen, audit internal, karyawan, dewan pengawas syariah, deposan, audit eksternal dan audit syariah. Hubungan antara pemegang peran kunci tersebut dijelaskan oleh gambar berikut ini.

Lingkungan

(Sistem Ekonomi, Undang-undang dan Regulasi, Sistem Hukum, Sistem Akuntansi, dan lain-lain)



Sumber: Chapra & Ahmed (2008:22)

- ↔ Menunjukkan ada hubungan
- ⇄ Menunjukkan tidak ada hubungan

Gambar 2.1
Hubungan antara Pemegang Peran Kunci dalam
Corporate Governance Lembaga Keuangan Syariah

Berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Setyaningrum (2005), kerangka konseptual dari penelitian yang dilakukannya proksi GCG yang diukur berdasarkan empat kaidah dalam GCG yaitu struktur kepemilikan, pengaruh transparansi dan pengungkapan informasi, dan struktur dewan komisaris. Dalam penelitian ini mengacu pada prinsip-prinsip GCG tersebut. Proksi GCG yang digunakan dalam penelitian adalah sebagai berikut :

- a. untuk struktur kepemilikan diukur dengan jumlah blockholder (jumlah pihak yang memiliki saham 5% atau lebih)
- b. untuk melihat pengaruh pada transparansi dan pengungkapan informasi diukur dengan dua variabel yaitu komite audit dan Kantor akuntan publik yang digunakan oleh perusahaan apakah termasuk KAP Big 4 atau tidak. Hal ini untuk melihat kualitas audit yang dilakukan terhadap perusahaan yang bersangkutan.
- c. Untuk struktur dewan komisaris diukur dengan persentase dewan komisaris independen dalam dewan komisaris.

Jadi, pada penelitian ini hanya menggunakan empat proksi GCG sebagai variabel independen. Hal ini tidak sebanyak variabel yang digunakan Setyaningrum dalam penelitiannya. Hal ini disebabkan terbatasnya data yang tersedia dan juga terkait dengan penerapan prinsip syariahnya. Penelitian Setyaningrum menggunakan variabel kepemilikan institusional yang merupakan institusi keuangan seperti perbankan, asuransi dan lembaga keuangan lainnya. Pada Bursa Efek Indonesia saat ini, lembaga keuangan yang sudah publik mayoritas adalah lembaga keuangan konvensional. Oleh sebab itu, penulis tidak menggunakan variabel tersebut dalam penelitian ini.

2.4 Obligasi Syariah/Sukuk

Kata sukuk bentuk jamak dari *sakk* merupakan istilah Arab yang dapat diartikan sertifikat. Sukuk ini bukan merupakan istilah yang baru dalam sejarah Islam. Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban

finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktifitas komersial lainnya (Ayub, 2005 dalam Burhanuddin, 2009).

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32/DSN-MUI/XI/2002, pengertian obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Pengertian lain menyebutkan bahwa obligasi syariah/sukuk adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasar suatu transaksi atau akad syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa *ijarah* (sewa), *mudharabah* (bagi hasil), *musyarakah* atau yang lainnya. Sukuk yang sekarang sudah banyak diterbitkan adalah berdasarkan akad sewa (*sukuk al-ijarah*), dimana hasil investasi berasal dan dikaitkan dengan arus pembayaran sewa aset tersebut. Jadi, investor akan memperoleh penghasilan yang tetap.

Tidak semua emiten dapat menerbitkan obligasi syariah. Persyaratan yang harus dipenuhi oleh emiten untuk menerbitkan obligasi syariah (Huda & Nasution, 2008) yaitu:

- ❖ Aktivitas utama yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah misalnya: (1) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang; (2) usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi), termasuk perbankan dan asuransi konvensional; (3) usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram; (4) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
- ❖ Peringkat *investment grade*: (1) memiliki fundamental usaha yang kuat; (2) keuangan yang kuat; (3) memiliki reputasi yang baik dalam masyarakat.
- ❖ Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII)

Sukuk dan obligasi memiliki beberapa perbedaan mendasar yang menyebabkan sukuk diperbolehkan dalam Islam, sedangkan obligasi diharamkan karena ada unsur bunganya. Tabel di bawah ini memuat beberapa perbedaan mendasar antara sukuk dan obligasi.

Tabel 2.1
Perbedaan Mendasar antara Sukuk dan Obligasi.

No.	Karakteristik	Sukuk	Obligasi
1.	Prinsip syariah	Berdasarkan prinsip syariah	Pendapatan bunganya bertentangan dengan prinsip syariah
2.	Representasi kepemilikan	Representasi penyertaan/kepemilikan pada aset/usaha	Berupa utang
3.	Representasi dari share of asset	Representasi share of asset	Representasi penjualan utang
4.	Basis pendapatan	Berbasis pada income	Berbasis pada nilai utang (obligasi)
5.	Variabilitas pembayaran pendapatan	Bersifat variabel tetapi ada yang bersifat tetap yaitu yang bersumber dari fee atau sewa pada ijarah	Bersifat tetap
6.	Hak istimewa	Tidak ada pihak yang punya hak istimewa	Ada yang punya hak istimewa, seperti kesempatan pertama membeli sekuritas yang diterbitkan
7.	risiko	Tidak bebas risiko	Bebas risiko
8.	Prioritas bagian likuidasi	Prioritas sebelum saham	Prioritas pertama

2.4.1 Jenis-jenis Obligasi Syariah/Sukuk

Pembedaan sukuk dapat dilakukan berdasarkan tiga kategori yaitu, jenis akad yang dipakai, pembayaran pendapatan yang akan dibagikan kepada pihak-pihak yang berakad, dan basis pembiayaan, serta *multiple* sukuk. Berdasarkan jenis akad sukuk terbagi ke dalam enam jenis (Nafik, 2009:252) :

1. Sukuk Murabahah

Sukuk murabahah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan murabahah. Sukuk murabahah dapat juga didefinisikan sebagai surat berharga yang dapat diperdagangkan di pasar. Jadi, sukuk murabahah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya, yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari marjin keuntungan serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

2. Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan sistem akad mudharabah. Pada sistem mudharabah, salah satu pihak bertindak sebagai pemberi dana (*shahibul maal*) sedangkan pihak lain bertindak sebagai pengelola dana (*mudharib*). Pembagian keuntungan menggunakan sistem bagi hasil atau *profit and loss sharing*. Besar kecilnya nisbah bagi hasil ditentukan di awal akad berdasarkan kesepakatan pihak-pihak yang berakad. Jadi, sukuk mudharabah dapat diartikan sebagai surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa bagi hasil dari hasil pengelolaan dana yang telah disetorkan pemilik dana serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

3. Sukuk Musyarakah

Sukuk musyarakah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad musyarakah. Musyarakah adalah akad pembiayaan dengan prinsip *joint venture*. Pihak-pihak yang terlibat dalam akad memberikan kontribusi berupa dana. Sumber pembagiannya adalah bagi hasil atau *profit and loss sharing*. Besar kecilnya nisbah bagi hasil ditentukan di awal akad berdasarkan proporsi kontribusi dana atau

berdasarkan kesepakatan pihak-pihak yang berakad. Kerugian yang terjadi ditanggung semua pihak berdasarkan proporsi kontribusi dana atau sumber daya masing-masing.

4. Sukuk Salam

Sukuk salam adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad salam. Salam adalah sistem jual beli atas barang tertentu yang pembayarannya dilakukan di muka sedangkan penyerahan barang dilakukan kemudian. Dalam pertanian, apabila hasil panen lebih besar dari dana yang digunakan untuk membiayai produksi maka kelebihan itu menjadi hak petani. Apabila nilai panennya lebih kecil dari dana yang digunakan untuk membiayai produksi maka petaninya berutang kepada pemberi pembiayaan sebesar kekurangannya itu.

5. Sukuk Istishna

Sukuk istishna adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad istishna. Dalam sistem istishna, produsen setuju membuat barang dan akan mengirimkan dengan harga tertentu. Penyerahan barang dilakukan pada waktu tertentu di masa kemudian. Pembayarannya dapat dilakukan secara mencicil atau sekaligus sesuai kesepakatan pihak-pihak yang berakad. Perbedaan salam dengan istishna terletak pada waktu pembayarannya. Pembayaran pada sistem salam dilakukan di muka sedangkan pada sistem istishna pembayaran dilakukan kemudian.

6. Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad ijarah, atau surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah, atau institusi lainnya yang mewajibkan pihak penerbit sukuk untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa *fee* dari hasil penyewaan asset serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

Berdasarkan pembagian atau pendapatan hasil, sukuk terbagi atas tiga jenis yaitu :

- ❖ Sukuk marjin, yaitu sukuk yang pembayaran pendapatannya bersumber dari marjin keuntungan akad jual beli. Sukuk ini terdiri dari sukuk murabahah, sukuk salam, dan sukuk istishna.
- ❖ Sukuk *fee*, yaitu sukuk yang pembayaran pendapatannya bersifat tetap karena bersumber dari pendapatan tetap dari sewa atau *fee*, yaitu sukuk ijarah.
- ❖ Sukuk bagi hasil, yaitu sukuk yang pembayaran pendapatannya berdasarkan bagi hasil dari hasil yang diperoleh dalam menjalankan usaha yang dibiayai, yaitu sukuk mudharabah dan sukuk musyarakah.

Berdasarkan basis aset, sukuk terbagi ke dalam dua jenis, yaitu sukuk aset dan sukuk penyertaan atau sukuk *equity*. Sukuk aset adalah pembiayaan yang berbasis pada aset, termasuk di dalamnya sukuk salam (seperti dalam pembiayaan produksi pertanian), sukuk istishna (seperti proyek konstruksi gedung dan perumahan), sukuk murabahah (seperti pembiayaan usaha perdagangan), sukuk ijarah (seperti leasing). Sukuk penyertaan atau sukuk *equity* adalah pembiayaan yang berbasis pada penyertaan modal. Sukuk yang termasuk dalam sukuk *equity* adalah sukuk mudharabah atau yang lebih dikenal dengan pembiayaan bisnis dan sukuk musyarakah atau yang dikenal dengan kerja sama kemitraan (*joint venture*).

Jenis obligasi syariah korporasi yang dikenal dan diaplikasikan di Indonesia berdasarkan Fatwa DSN MUI adalah obligasi mudharabah dan obligasi ijarah (Sholahuddin & Hakim, 2008:292).

a. Obligasi Mudharabah

Obligasi syariah mudharabah adalah obligasi syariah yang menggunakan akad mudharabah. Akad mudharabah adalah akad kerjasama antara pemilik modal (*shahibul maal*) dan pengelola (*mudharib*). Akad mudharabah pada hakikatnya adalah ikatan penggabungan atau pencampuran berupa hubungan kerjasama antara pemilik usaha dengan pemilik harta, dimana pemilik harta hanya menyediakan dana secara penuh dalam suatu kegiatan usaha dan tidak boleh secara aktif dalam

pengelolaan usaha. Sedangkan pemilik usaha memberikan jasa, yaitu mengelola harta secara penuh dan mandiri dalam bentuk asset pada kegiatan usaha tersebut.

Adapun ketentuan atau mekanisme obligasi syariah mudharabah adalah:

- Kontrak atau akad mudharabah dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan.
- Rasio atau persentase bagi hasil (nisbah) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue sharing*) atau keuntungan (*profit sharing*). Namun, berdasarkan fatwa No. 15/DSN-MUI/IX/2000 bahwa yang lebih maslahat adalah penggunaan *revenue sharing*.
- Nisbah bagi hasil dapat ditetapkan secara konstan, meningkat, ataupun menurun dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan emiten, tetapi sudah ditetapkan di awal kontrak.
- Pendapatan bagi hasil merupakan jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah. Bagi hasil yang dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan/keuntungan yang dibagihasilkan yang jumlahnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten.
- Pembagian hasil pendapatan atau keuntungan dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan maupun bulanan).
- Karena besarnya pendapatan bagi hasil akan ditentukan oleh kinerja aktual emiten, maka obligasi syariah memberikan *indicative return* tertentu.

b. Obligasi Ijarah

Obligasi ijarah adalah obligasi syariah berdasarkan akad ijarah. Akad ijarah adalah suatu jenis akad untuk mengambil manfaat dengan jalan penggantian. Artinya, pemilik harta memberikan hak untuk memanfaatkan obyek yang ditransaksikan melalui penguasaan sementara atau peminjaman obyek dengan manfaat tertentu dengan membayar imbalan

kepada pemilik obyek. Ijarah mirip dengan *leasing*, tetapi tidak sepenuhnya sama. Dalam akad ijarah disertai dengan adanya perpindahan manfaat tetapi tidak terjadi perpindahan kepemilikan.

Ketentuan akad ijarah sebagai berikut:

- Obyeknya dapat berupa barang (harta fisik yang bergerak, tak bergerak, harta perdagangan) maupun berupa jasa.
- Manfaat dari obyek dan nilai manfaat tersebut diketahui dan disepakati oleh kedua belah pihak.
- Ruang lingkup dan jangka waktu pemakaiannya harus dinyatakan secara spesifik.
- Penyewa harus membagi hasil manfaat yang diperolehnya dalam bentuk imbalan atau sewa/upah.
- Pemakai manfaat (penyewa) harus menjaga obyek agar manfaat yang diberikan oleh obyek tetap terjaga.
- Pembeli sewa haruslah pemilik mutlak.

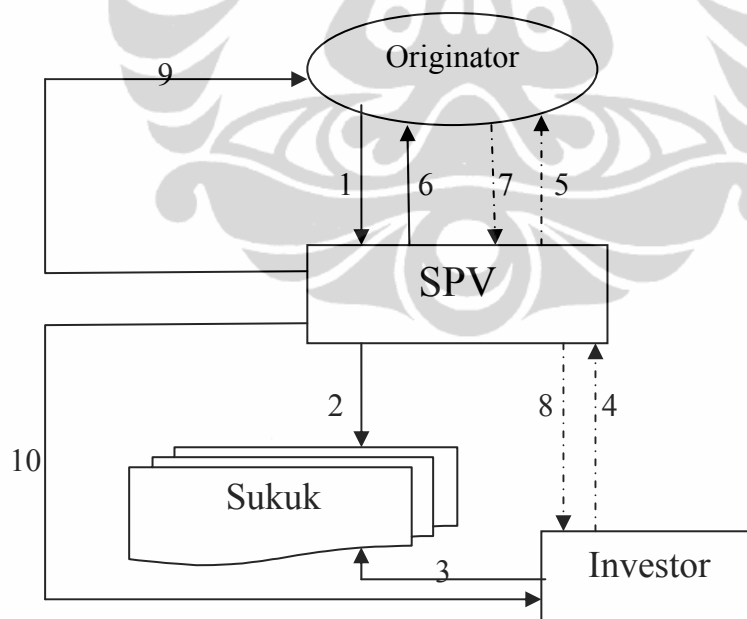
2.4.2 Obligasi Syariah Ijarah

Pengertian obligasi syariah ijarah berdasarkan Fatwa DSN MUI No. 41/DSN-MUI/III/2003 tentang Obligasi Syariah Ijarah adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad ijarah, dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN MUI No. 9/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan ijarah. Suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar kembali pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa *fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Bentuk sukuk ijarah terdiri dari (a) *asset based* sukuk, dimana aset riil menjadi dasar penerbitan sukuk, (b) *asset backed* sukuk, dimana aset riil menjadi dasar penerbitan, sumber pembayaran dan dijaminakan.

Sukuk ijarah saat ini merupakan jenis sukuk korporasi yang paling banyak beredar di Indonesia. Hingga tahun 2010 terdapat lebih dari 30 sukuk ijarah korporasi yang beredar.

Mengenai struktur keberadaan ijarah sukuk sebagaimana Wahid (2010:117) mengutip Ali Arsalan Tariq (2005:2), mengatakan sekurang-kurangnya ada tiga pihak yang terlibat yaitu *originator* atau penerima ijarah sukuk, *the Special Purpose Vehicle (SPV)* sebagai penerbit sukuk ijarah dan investor (*sukukholder*). Caranya adalah pengambil inisiatif membentuk SPV yang merupakan suatu lembaga yang bebas dan kepadanya dijual aset. Dengan pengertian bahwa lembaga ini sebagai pengambil inisiatif untuk menyewakan aset tersebut dengan nilai sewa yang disepakati. Kemudian SPV mensecuritikan aset dimaksud dengan menggunakan kontrak ijarah dan menjualnya kepada investor. Sertifikat ini memiliki nilai yang sama dengan hak milik dari *tangible assets*. Proses penjualan sukuk dimaksudkan untuk mendapatkan dana bagi SPV yang akan dibayarkan kepada pemilik aset (*originator*). Selanjutnya disebabkan aset disewa kembali oleh originator, maka SPV berkewajiban mengumpulkan sewa dari originator untuk diserahkan kepada investor (*sukukholder*). Keuntungan bersama dengan risiko yang rendah dan kemungkinan untuk keluar melalui pasar sekunder (*liquidity*) merupakan pendorong bagi investor untuk membeli sukuk.



Sumber: Wahid (2010:119)

—————> Garis proses
 - - - - -> Garis aliran uang

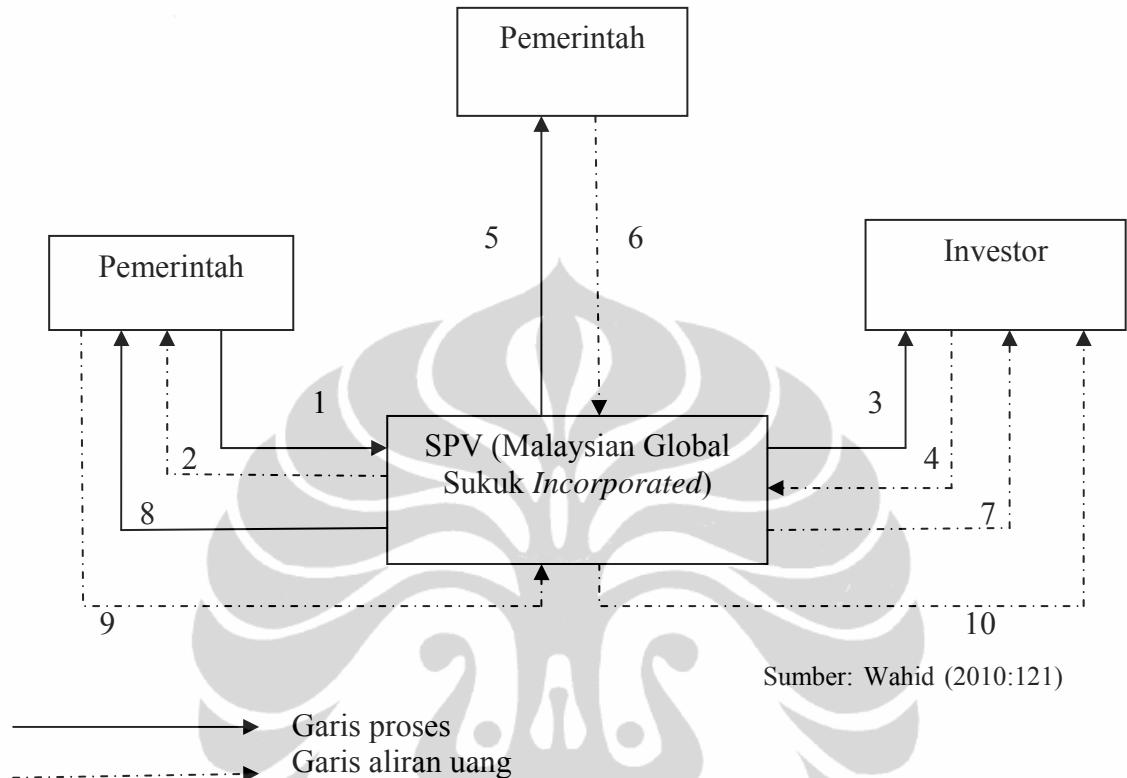
Gambar 2.2
Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 1)

Keterangan Gambar 2.2:

1. Originator menjual aset kepada SPV dengan menggunakan kontrak *bay' mutlakah*.
2. SPV memproses pengeluaran sukuk, dan mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah.
3. Investor membeli aset yang representatifnya ditunjukkan oleh sertifikat sukuk ijarah
4. Investor membayar tunai kepada SPV sebagai harga aset yang direpresentasikan oleh sertifikat sukuk.
5. SPV membayar harga aset kepada originator sejumlah yang diperjanjikan dalam akad jual beli *mutlakah*.
6. SPV menyewakan semula aset tersebut kepada originator dengan menggunakan kontrak ijarah dan harga sewa disepakati bersama antara originator dan SPV.
7. Originator membayar sewa aset kepada SPV yang biasanya dilakukan semi tahunan.
8. SPV menagihkan bayaran sewa kepada masing-masing investor sesuai jumlah sukuk dipegang masing-masing investor (*sukukholder*).
9. Pada saat maturity, originator membeli semula aset sesuai dengan harga jual sebelumnya dan membayar tunai kepada SPV.
10. SPV menebus sertifikat sukuk pada investor dan membayar dengan harga tunai bersama dengan *fee* sewa yang terakhir.

Bentuk kontrak sukuk ijarah di atas menggunakan akad bay mutlakah dalam hal penjualan aset dari originator kepada *Special Purpose Vehicle* (SPV), kemungkinan akibat yang timbul dari bentuk akad yang demikian adalah bahwa jual beli *mutlakah* mengakibatkan pemindahan hak milik secara sempurna untuk pembeli. SPV yang telah menjadi pemilik terhadap aset, boleh untuk tidak menjual kembali aset dimaksud kepada originator, sementara originator bermaksud untuk membeli semula *underlying assets*. Atau SPV akan menjual semula aset tersebut dengan harga sesuai dengan harga pasar, sementara originator menginginkan untuk membelinya kembali

dengan harga awal. Oleh karena itu, akad yang lebih sesuai dalam kontrak yang dimaksud adalah menggunakan akad *bay' al-wafa'*, sebagaimana dalam bentuk bagan dibawah ini.



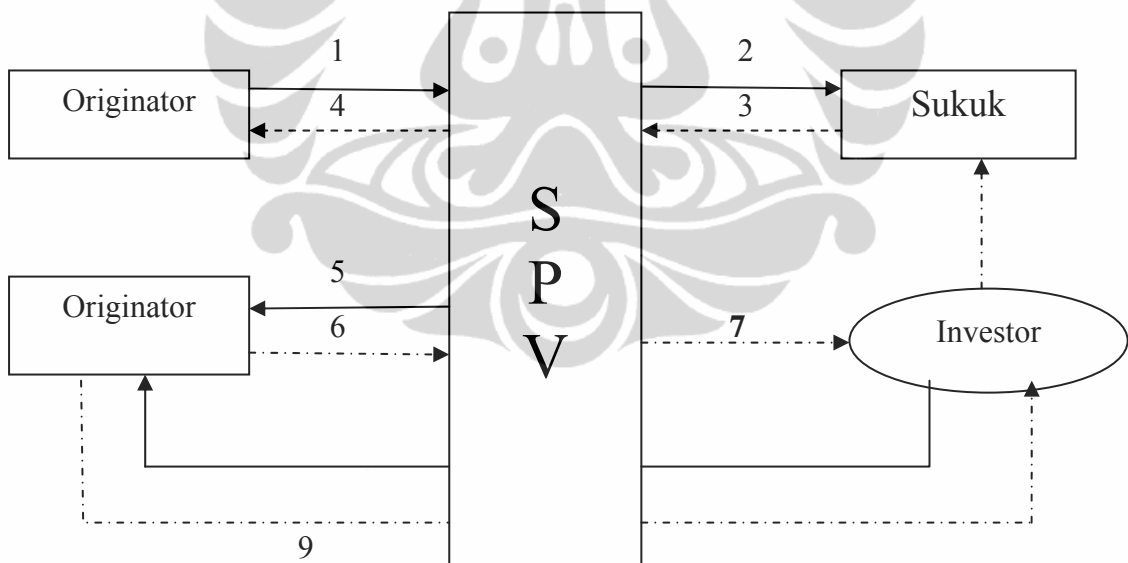
Gambar 2.3
Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 2)

Keterangan Gambar 2.3:

1. Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan akad *bay' al-wafa'* (jual beli dengan suatu izin untuk membeli semula).
2. Pemerintah menerima pembayaran tunai dari SPV sebagai harga aset (dengan demikian sekarang SPV sebagai pemilik atas aset).
3. SPV mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah dan menjualnya kepada investor sebagai *pooled asset*.
4. Investor membayarnya dengan harga tunai kepada SPV.
5. SPV menyewakan aset semula kepada Pemerintah dengan harga sewa tertentu.

6. Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV secara kuartal.
7. SPV membayar dan menagihkan sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai pendapatan investor.
8. Pada masa maturity, SPV menjual semula aset kepada government dengan nilai harga jual awal.
9. Pemerintah membayar tunai harga aset sejumlah harga yang dijanjikan.
10. SPV menebus kepada investor dengan nilai harga yang sama.

Ada juga bentuk lain dari transfer aset dari originator kepada SPV, dimana originator menunjuk SPV sebagai wakil dan menyerahkan aset kepadanya untuk dijadikan *underlying asset* bagi pengeluaran sukuk. Dalam hal ini, SPV hanya bertindak sebagai wakil originator untuk mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak ijarah. Menjual sukuk dilakukan dengan menggunakan keuntungan berdasarkan diskon, dan originator membeli kembali dengan harga nominal, sebagaimana ilustrasi dalam gambar di bawah ini.



Sumber: Wahid (2010:122)

Gambar 2.4
Struktur Sukuk Ijarah (Alternatif 3)

Keterangan Gambar 2.4:

1. Originator menyerahkan aset kepada SPV yang bertindak sebagai wakilnya untuk mengeluarkan sukuk.
2. SPV mengeluarkan setifikat sukuk ijarah dan menjualnya kepada investor pada harga diskon.
3. Investor membeli sukuk setifikat dan membayar tunai kepada SPV dengan harga diskon.
4. SPV menyerahkan dana harga sertifikat sukuk kepada originator.
5. SPV menyewakan aset semula kepada originator dengan harga sewa tetap.
6. Originator membayar sewa aset kepada SPV.
7. SPV menagihkan sewa aset kepada investor sesuai kadar sukuk yang dipegang.
8. Pada masa sewa berakhir, investor menebus sukuk pada harga nominal melalui SPV kepada originator.
9. Originator membayar semula modal investor melalui SPV dengan bayaran harga *cash* sesuai harga nominal.

2.5 Risiko Kredit

Risiko kredit (*default risk*) dapat diukur dengan peringkat surat utang dan rasio utang terhadap ekuitas (DER) (Billings, 1999 dalam Rinaningsih, 2008). Pada penelitian ini risiko kredit diukur dengan peringkat surat utang dan rasio utang terhadap ekuitas (DER). Peringkat surat utang perusahaan dari lembaga pemeringkat independen memberikan gambaran tentang kemampuan emiten untuk membayar kewajiban kepada investor secara tepat waktu dan dalam jumlah yang sesuai. Rasio utang terhadap ekuitas (DER) adalah kemampuan perusahaan dalam membayar kewajibannya yang dibandingkan dengan modal yang dimiliki oleh perusahaan.

Peringkat obligasi merupakan indikator ketepatanwaktuan pembayaran pokok dan bunga (pada obligasi syariah sewa/margin/*fee*) utang obligasi. Peringkat obligasi juga mencerminkan skala risiko dari semua obligasi yang diperdagangkan. Dengan demikian peringkat obligasi menunjukkan skala keamanan obligasi dalam membayar kewajibannya secara tepat waktu. Semakin

tinggi peringkat, semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default*.

Peringkat obligasi diterbitkan oleh lembaga pemeringkat yang independen. Di Indonesia terdapat lembaga pemeringkat sekuritas utang independen yaitu PT Pefindo (Pemeringkat Efek Indonesia). Peringkat obligasi menunjukkan kualitas kredit perusahaan penerbit.

Peringkat obligasi menunjukkan kualitas kredit perusahaan penerbit. Semakin tinggi peringkat yang diperoleh, semakin baik kualitas kredit. Rizzin (1994) dalam Setyapurnama dan Norpratiwi, mengelompokkan peringkat obligasi menjadi dua yaitu : *investment grade* (AAA-BBB-[S&P]) dan *non-investment grade* (BB+-D[S&P]). *Investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat tinggi (*high grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang rendah (*high creditworthiness*). *Non-investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat rendah (*low grade*) yang mencerminkan risiko kredit tinggi (*low creditworthiness*). Penelitian ini akan menggunakan peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh Pefindo sebagaimana sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008) dengan 9 klasifikasi yaitu *idAAA*, *idAA*, *idA*, *idBBB*, *idBB*, *idB*, *idCCC*, *idSD*, *idD*.

Risiko kredit selain diukur dengan peringkat utang, juga diukur dengan rasio *Debt To Equity* (DER). Rasio ini menggambarkan sampai sejauhmana modal pemilik dapat menutupi utang-utang kepada pihak luar. Semakin kecil rasio ini semakin baik. Rasio ini disebut juga rasio leverage. Untuk keamanan pihak luar rasio terbaik jika jumlah modal lebih besar dari jumlah utang atau minimal sama. Namun bagi pemegang saham atau manajemen, rasio leverage ini sebaiknya besar (Harahap, 1998:303). Rumus DER adalah :

$$\text{Rasio Debt to Equity} = \frac{\text{Total utang}}{\text{Modal (Equity)}}$$

2.6 Yield Obligasi

Harga dan *yield* obligasi merupakan dua variabel penting dalam transaksi obligasi bagi investor. Investor selalu menanyakan *yield* dari suatu obligasi, bahkan dalam obligasi syariah sekalipun. Harga dan *yield* obligasi tersebut saling berhubungan, dan memiliki hubungan terbalik atau negatif. Semakin tinggi harga obligasi maka *yield* akan semakin rendah dan sebaliknya.

Ada beberapa pengukuran yang digunakan oleh *dealer* dan portfolio manager dalam menentukan *yield* dari suatu obligasi. Berikut jenis-jenis pengukuran *yield* dijelaskan dalam tabel di bawah ini.

Tabel 2.2
Pengukuran Yield

Pengukuran <i>yield</i>	Tujuan
- <i>nominal yield</i>	- ukurannya kupon <i>rate</i>
- <i>current yield</i>	- ukurannya <i>current income rate</i> (tingkat pendapatan sekarang)
- <i>promised yield to maturity</i>	- ukurannya tingkat pendapatan yang diharapkan hingga <i>maturity</i> obligasi
- <i>promised yield to call</i>	- <i>yield</i> untuk membeli kembali
- <i>horizon yield</i>	- ukurannya tingkat pendapatan yang diharapkan jika pada saat <i>maturity</i> dijual

Sumber: (Reilly, 1994:486)

Dari kelima pengukuran *yield* di atas, yang paling sering digunakan adalah (a) *yield* sekarang (*current yield*) yaitu *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga obligasi tersebut, (b) *yield* sampai jatuh tempo (*yield to maturity*), dan (c) *yield* untuk membeli kembali (*yield to call*).

2.7 Penelitian Terdahulu

a. Penelitian Rinaningsih (2008) tentang Pengaruh Praktek *Corporate Governance* terhadap Resiko Kredit, *Yield* Surat Hutang (Obligasi)

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menguji apakah terdapat hubungan antara praktek CG dengan resiko kredit dan *yield* surat utang. Variabel dependen yang digunakan adalah peringkat surat utang dari PT Pefindo dan *yield* obligasi. Variabel independen terdiri dari proksi CG yaitu jumlah *blockholder*, kepemilikan institusional, kualitas audit dan komite audit. Karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol yaitu leverage, ROA, ukuran perusahaan dan fin-utility (jika perusahaan adalah lembaga keuangan atau utilitas).

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah 51 observasi pada tahun 2006 untuk menguji hubungan antara peringkat surat utang dengan praktek *corporate governance*. Temuan penelitian ini menunjukkan bahwa kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diukur dengan auditor Big-4 dan keberadaan komite audit memiliki hubungan yang positif signifikan dengan peringkat surat utang. Hubungan antara peringkat surat utang dengan *blockholder* 5% adalah negatif, sedangkan hubungan peringkat surat utang dengan kepemilikan institusi positif namun tidak signifikan. Begitu pula variabel kontrolnya tidak signifikan.

Pada pengujian hubungan *yield* dengan praktek *corporate governance*, sampel yang digunakan sebanyak 35 observasi karena ketersediaan data harga pasar. Obligasi yang aktif diperdagangkan tidak banyak, maka dari sampel pengujian pertama harus dikurangi karena tidak ada transaksinya (harga pasar). Peneliti menemukan hubungan antara *yield* dengan praktek *corporate governance* yang negatif namun tidak signifikan. Setelah ditambahkan variabel peringkat surat utang ke dalam hubungan tersebut, ternyata hasilnya menjadi signifikan. Praktek CG yang berhubungan positif dengan peringkat surat utang adalah faktor penentu yang utama dari *yield*.

b. Dyah Setyaningrum (2005) meneliti tentang Pengaruh Mekanisme *Corporate Governance* terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui apakah mekanisme *corporate governance* mempengaruhi peringkat surat utang perusahaan di Indonesia. Secara lebih khusus, penelitian ini menguji apakah komponen *corporate governance* yaitu struktur dan pengaruh kepemilikan, transparansi dan pengungkapan laporan keuangan serta struktur dewan komisaris berpengaruh terhadap peringkat surat utang perusahaan di Indonesia.

Penelitian ini menggunakan beberapa mekanisme *corporate governance* yang dikembangkan oleh BEJ dan klasifikasi peringkat surat utang yang dikeluarkan oleh Pefindo dan Kasnic. Sedangkan pengujian permasalahan penelitian dilakukan dengan menggunakan model *ordered logit*. Unit analisis dari penelitian ini merupakan unit individual, yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Jakarta (BEJ) yang masih beredar per tanggal 31 Desember 2002, 31 Desember 2003 dan 31 Desember 2004. Sampel penelitian ini sebanyak 213 observasi selama tahun 2002-2004.

Dengan menggunakan karakteristik perusahaan sebagai variabel kontrol, penelitian ini menemukan bahwa peringkat surat utang perusahaan: (1) berhubungan negatif dengan jumlah *blokholders* dengan kepemilikan minimal 5%; (2) berhubungan positif dengan persentase kepemilikan institusional dalam perusahaan; (3) berhubungan positif dengan ukuran kantor akuntan publik, dan (4) berhubungan positif dengan keberadaan komite audit. Data dalam penelitian ini tidak mendukung hubungan yang signifikan antara persentase kepemilikan saham oleh orang dalam, ukuran dewan komisaris dan persentase dewan komisaris independen dengan peringkat surat utang perusahaan.

c. Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) meneliti tentang Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Peringkat Obligasi dan *Yield Obligasi*

Penelitian bertujuan untuk menguji pengaruh penerapan *corporate governance* terhadap peringkat yang *yield* obligasi. Variabel independen dalam penelitian ini adalah kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, dan kepemilikan manajerial sedangkan variabel dependen adalah peringkat dan *yield* obligasi. Penelitian ini menggunakan kualitas audit, ukuran perusahaan, dan rasio kewajiban terhadap ekuitas menjadi variabel kontrol.

Penelitian ini menggunakan sampel semua obligasi yang beredar dalam kurun waktu 2001-2003. Periode pengamatan data pool dilakukan mulai tanggal 1 Januari 2001 sampai dengan 31 Desember 2003. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive* yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Maka berdasarkan pemilihan sampel tersebut diperoleh 72 obligasi dari 26 perusahaan penerbit obligasi.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa tidak semua elemen *corporate governance* berpengaruh terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Jumlah komisaris independen berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi dan negatif terhadap *yield* obligasi. Keberadaan komite audit secara statistik signifikan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa keberadaan komite audit merupakan variabel yang dipertimbangkan oleh investor dalam investasi obligasi.

d. Bhojraj dan Sengupta (2003) melakukan penelitian tentang Pengaruh *Corporate Governance* terhadap Peringkat dan *Yield Obligasi*.

Penelitian ini menggunakan sampel seluruh data obligasi yang beredar pada tahun 1991-1996. Penelitian ini menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *yield* obligasi. 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 *yield* obligasi yang rendah. Akan tetapi kepemilikan institusional yang terkonsentrasi memiliki dampak yang buruk terhadap peringkat dan *yield* obligasi.

e. Ashbaugh dkk melakukan penelitian tentang Pengaruh *Corporate Governance* terhadap peringkat surat utang perusahaan.

Penelitian ini menemukan bahwa peringkat surat utang memiliki (1) hubungan negatif dengan *blockholder* yaitu yang memiliki saham minimal 5% 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; (5) hubungan negatif dengan kekuasaan CEO atas dewan.

Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu

No.	Nama Peneliti	Fokus Penelitian	Variabel	Metodologi	Hasil
1.	Rinaningsih	Menguji apakah terdapat hubungan antara praktek CG dengan risiko kredit dan yield dari surat utang Sampel penelitian: Obligasi per tanggal 31 Desember 2006	Variabel dependen: - Peringkat surat utang - <i>Yield</i> obligasi Variabel independen: - Proksi dari CG	- <i>Ordered probit</i> model - <i>Ordinary least square</i> (model regresi berganda)	Praktek CG dapat digunakan untuk menjelaskan <i>default risk</i> yang diproksi dengan peringkat surat utang walaupun tingkat menjelaskannya relatif kecil. Hubungan peringkat surat utang yang positif dan signifikan terhadap praktek CG terjadi pada segi transparansi dan kualitas pelaporan keuangan yaitu auditor KAP big-4 dan komite audit Hubungan antara <i>yield</i> dengan praktek CG tidak signifikan.
2.	Setyaningrum	Menguji apakah terdapat pengaruh mekanisme CG terhadap peringkat surat utang Sampel penelitian: Obligasi yang beredar pada tahun 2002-2004	Variabel dependen: - Peringkat surat utang Variabel independen: - Proksi dari CG yaitu struktur dan pengaruh kepemilikan, transparansi dan pengungkapan informasi keuangan dan struktur dewan komisaris - Karakteristik perusahaan	Menggunakan <i>ordered dependent variable</i> model	Peringkat surat utang memiliki hubungan negatif signifikan terhadap <i>blockholders</i> , berhubungan positif dengan persentase kepemilikan institusi, kualitas audit dan komite audit. Namun, hubungan yang tidak signifikan dengan persentase kepemilikan insider, ukuran dewan komisaris dan persentase komisaris independen.
3.	Setyapurnama	Menguji apakah	Variabel dependen:	- <i>Logistic</i>	Komisaris independen berpengaruh positif

	dan Norpratiwi	terdapat pengaruh CG terhadap peringkat dan yield obligasi Sampel penelitian: Obligasi yang beredar pada tahun 2001-2003	<ul style="list-style-type: none"> - Peringkat surat utang - Yield obligasi Variabel independen: <ul style="list-style-type: none"> - Proksi dari CG yaitu kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit dan kepemilikan manajerial. 	<i>regression</i> (logit) <ul style="list-style-type: none"> - Regresi berganda 	terhadap rating tapi kebalikan untuk yield. Komite audit berpengaruh negatif terhadap <i>yield</i> obligasi
4.	Bhojraj dan Sengupta	Meneliti tentang pengaruh CG terhadap peringkat dan yield obligasi Sampel penelitian: Perusahaan yang mengeluarkan obligasi dari tahun 1991-1996	Variabel dependen: <ul style="list-style-type: none"> - Peringkat surat utang - <i>Yield</i> obligasi (ytm) Variabel independen: <ul style="list-style-type: none"> - komisaris independen, jumlah blockholder, kepemilikan institusi 	Menggunakan <i>ordered logit</i> model dan regresi berganda	Penelitian ini menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan <i>yield</i> obligasi. Perusahaan dengan kepemilikan institusional dan komposisi komisaris independen yang besar memiliki peringkat surat utang yang tinggi yang <i>yield</i> yang rendah.
5.	Asbaugh dkk	Meneliti tentang pengaruh CG terhadap rating kredit perusahaan Sampel penelitian: Perusahaan di Amerika yang mengeluarkan obligasi pada tahun 2003	Variabel dependen: <ul style="list-style-type: none"> - Peringkat surat utang Variabel independen: <ul style="list-style-type: none"> - Proksi dari <i>Corporate Governance</i> yaitu struktur kepemilikan, transparansi keuangan, dan struktur komisaris 	Menggunakan <i>ordered logit</i> model	Penelitian ini menemukan bahwa peringkat surat utang memiliki (1) hubungan negatif dengan jumlah blockholders, (2) hubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan, (3) hubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, (4) hubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan dan keahlian dewan, (5) hubungan negative dengan kekuasaan CEO atas dewan.

3. METODE PENELITIAN

Di dalam bab 3 ini akan dibahas mengenai deskripsi penelitian, data yang akan digunakan yang terdiri dari variabel dependen, variabel independen dan variabel kontrol. Selain itu juga akan dijelaskan bagaimana metode dalam pengambilan sampel dan teknik analisis data yang akan digunakan.

3.1 Deskripsi Penelitian

Pada dasarnya, penelitian ini merupakan replikasi dari penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008) dan Setyapurnama dan Norpratiwi (2006). Dengan demikian, beberapa analisis yang digunakan dalam penelitian inipun memiliki persamaan dengan apa yang telah dilakukan oleh peneliti sebelumnya, seperti variabel-variabel yang digunakan. Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya adalah data yang digunakan, teknik pengambilan sampel serta beberapa variabel yang digunakan agak sedikit berbeda. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada tabel 3.1 di bawah ini.

Tabel 3.1
Perbedaan Penelitian dengan Penelitian Sebelumnya

	Sampel penelitian	Metodologi	Variabel yang digunakan
Penelitian Rinaningsih	Obligasi per tanggal 31 Desember 2006 Metodologi	<i>Ordered probit</i> model dan model regresi berganda	Dependen : peringkat surat utang dan <i>yield</i> Independen : blockholder, kepemilikan institusi, KAP, dan komite audit
Penelitian Setyapurnama & Norpratiwi	Obligasi dari tahun 2001-2003	Logit dan regresi berganda	Dependen : peringkat obligasi dan <i>yield</i> Independen : kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit dan kepemilikan manajerial
Penelitian ini	Sukuk ijarah	<i>Multinomial logit</i> dan	Dependen :

	korporasi dari tahun 2007-2010	regresi berganda	peringkat sukuk, DER dan <i>yield</i> Independen : blockholder, komite audit, KAP dan komisaris independen
--	--------------------------------	------------------	--

3.2 Data Penelitian

Unit analisis dari penelitian ini adalah unit individual, yaitu obligasi syariah/sukuk ijarah yang dikeluarkan oleh emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Indonesia yang masih beredar per tanggal 31 Desember 2007, 31 Desember 2008, 31 Desember 2009 dan 31 Desember 2010.

Populasi terdiri dari seluruh obligasi syariah/sukuk perusahaan yang terdaftar di BEI yang masih beredar per 31 Desember 2007, 31 Desember 2008, 31 Desember 2009 dan 31 Desember 2010 yang diketahui data peringkatnya dari PT Pefindo. Dari populasi yang ada dilakukan analisis untuk memilih sampel yang memenuhi kriteria penelitian. Metode pemilihan sampel adalah *purposive sampling*. Metode *purposive sampling* adalah salah satu metode sampling yang menggunakan beberapa kriteria (*judgement*) tertentu.

Sampel yang akan digunakan dalam penelitian ini yang memenuhi kriteria-kriteria sebagai berikut:

- ❖ Obligasi syariah/sukuk perusahaan adalah obligasi syariah ijarah dari emiten yang sahamnya tercatat di PT Bursa Efek Indonesia yang masih beredar 31 Desember 2007, 31 Desember 2008, 31 Desember 2009 dan 31 Desember 2010.
- ❖ Obligasi syariah/sukuk yang dipilih adalah obligasi syariah perusahaan yang berdenominasi rupiah.
- ❖ Obligasi syariah/sukuk yang dipilih adalah obligasi yang diketahui data peringkatnya dari Pefindo.
- ❖ Emiten mempunyai data laporan keuangan *audited* yang lengkap dari tahun 2007-2010.
- ❖ Emiten yang melaporkan laporan tahunannya yang lengkap kepada publik baik melalui website perusahaan ataupun kepada PT Bursa Efek Indonesia.

Dari kriteria pemilihan sampel di atas, maka terdapat 25 sukuk ijarah korporasi dari 10 emiten penerbit sukuk. Berikut sampel penelitian ini.

Tabel 3.2
Sampel Penelitian

NO.	NAMA EFEK	PENERBIT EFEK
1.	OS Ijarah Indosat 2005	PT Indosat, Tbk
2.	OS Ijarah PLN I Th. 2006	PT Perusahaan Listrik Negara
3.	Sukuk Ijarah Indosat II Th 2007	PT Indosat, Tbk
4.	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker 2007	PT Berlian Laju Tanker, Tbk
5.	Sukuk Ijarah PLN II 2007	PT Perusahaan Listrik Negara
6.	Sukuk Ijarah Indosat III Th 2008	PT Indosat, Tbk
7.	Sukuk Ijarah I Summarecon Agung 2008	PT Summarecon Agung, Tbk
8.	Sukuk Ijarah Metrodata Electronics I 2008	PT Metrodata Electronics, Tbk
9.	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker I 2009 SERI A	PT Berlian Laju Tanker, Tbk
10.	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II 2009 SERI A	PT Matahari Putra Prima, Tbk
11.	Sukuk Ijarah Matahari Putra Prima II 2009 SERI B	PT Matahari Putra Prima, Tbk
12.	Sukuk Ijarah PLN 2009 SERI A	PT Perusahaan Listrik Negara
13.	Sukuk Ijarah PLN 2009 SERI B	PT Perusahaan Listrik Negara
14.	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development 2009 SERI A	PT Bakrieland Development, Tbk
15.	Sukuk Ijarah I Bakrieland Development 2009 SERI B	PT Bakrieland Development, Tbk
16.	Sukuk Ijarah Salim Ivomas Pratama I 2009	PT Salim Ivomas Pratama
17.	Sukuk Ijarah Pupuk Kaltim I 2009	PT Pupuk Kaltim
18.	Sukuk Ijarah Indosat IV 2009 SERI A	PT Indosat, Tbk
19.	Sukuk Ijarah Indosat IV 2009 SERI B	PT Indosat, Tbk
20.	Sukuk Ijarah Mitra ADIPERKASA I 2009 SERI A	PT Mitra Adiperkasa
21.	Sukuk Ijarah Mitra ADIPERKASA I 2009 SERI B	PT Mitra Adiperkasa
22.	Sukuk Ijarah PLN IV 2010 SERI A	PT Perusahaan Listrik Negara
23.	Sukuk Ijarah PLN IV 2010 SERI B	PT Perusahaan Listrik Negara
24.	Sukuk Ijarah PLN V Th. 2010 SERI A	PT Perusahaan Listrik Negara
25.	Sukuk Ijarah PLN V Th. 2010 SERI B	PT Perusahaan Listrik Negara

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu beberapa data terkait dengan data obligasi syariah ijarah yang beredar dari tahun 2007-2010 dan laporan keuangan yang telah diaudit pada periode tahun yang sama.

Data sekunder berupa data dari bulan Januari 2007 – Desember 2010, diantaranya:

- a. Data obligasi syariah/sukuk ijarah korporasi yang beredar dari bulan Januari 2007 hingga Desember 2010.
- b. Data peringkat obligasi syariah/sukuk perusahaan.
- c. Data kupon dan harga obligasi syariah/sukuk perusahaan.
- d. Data dari perusahaan yang merupakan emiten di BEI yang menerbitkan obligasi syariah/sukuk, yang terkait dengan mekanisme *corporate governance* seperti jumlah *blockholder*, kepemilikan institusi, komite audit, kantor akuntan publik yang mengaudit, dan komisaris independen.
- e. Data *Debt to Equity Ratio* dari perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah/sukuk ijarah.
- f. Data *Return on Equity* (ROE) dari perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah/sukuk ijarah.
- g. Data aset perusahaan sebagai proksi dari ukuran perusahaan dari perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah/sukuk ijarah.
- h. Data *interest coverage* dari perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah/sukuk ijarah.

3.2.1 Sumber Data

Data yang diperlukan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia, laporan tahunan perusahaan dari website PT Bursa Efek Indonesia yaitu www.idx.co.id dan website masing-masing emiten yang bersangkutan. Data peringkat sukuk diperoleh dari PT Pefindo sebagai perusahaan independen peneringkat efek Indonesia.

3.2.2 Definisi Data

Berikui ini adalah definisi dari masing-masing data yang digunakan dalam penelitian ini.

- a. Obligasi syariah/sukuk ijarah korporasi.

Data perusahaan yang mengeluarkan obligasi syariah/sukuk ijarah diperoleh dari Daftar Efek Syariah yang dikeluarkan oleh BAPEPAM dalam rentang waktu penelitian.

- b. *Yield* obligasi syariah/sukuk

Nilai *yield* yang akan digunakan adalah nilai *yield* terakhir (*last yield*) di setiap tahun pengamatan yang datanya diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia.

Jumlah *blockholder* diharapkan berpengaruh positif terhadap *yield*, sedangkan komisaris independen diharapkan berpengaruh negatif terhadap *yield* sukuk ijarah korporasi. Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big-4 dan memiliki komite audit diharapkan memiliki *yield* yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak diaudit oleh KAP Big-4 dan tidak memiliki komite audit.

- c. Peringkat sukuk ijarah korporasi

Peringkat dari obligasi syariah/sukuk ijarah diperoleh dari website PT Pefindo sebagai lembaga independen pemeringkat efek Indonesia.

Jumlah *blockholder* diharapkan berpengaruh negatif terhadap peringkat sukuk, sedangkan komisaris independen diharapkan berpengaruh positif terhadap peringkat sukuk ijarah korporasi. Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big-4 dan memiliki komite audit diharapkan memiliki peringkat yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang tidak diaudit oleh KAP Big-4 dan tidak memiliki komite audit.

- d. *Debt to Equity Ratio* atau leverage

Data mengenai DER diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. DER adalah total utang dibagi total ekuitas. DER yang

dipakai dalam penelitian ini adalah DER pada akhir tahun yang bersangkutan.

Jumlah *blockholder* diharapkan berpengaruh positif terhadap DER perusahaan, sedangkan komisaris independen diharapkan berpengaruh negatif terhadap DER perusahaan. Perusahaan yang diaudit oleh KAP Big-4 dan memiliki komite audit diharapkan memiliki DER yang lebih rendah dibandingkan perusahaan yang tidak diaudit oleh KAP Big-4 dan tidak memiliki komite audit.

e. *Return on Asset (ROE)*

Data mengenai ROE diperoleh dari laporan keuangan masing-masing perusahaan. ROE adalah laba bersih dibagi dengan total ekuitas. ROE yang dipakai dalam penelitian ini adalah ROE pada akhir tahun yang bersangkutan.

f. *Size* atau ukuran perusahaan

Data tentang ukuran perusahaan adalah rasio antara aset tetap perusahaan dan total aset yang dimiliki.

g. *Interest Coverage*

Interest Coverage adalah pendapatan operasional sebelum depresiasi dibagi dengan biaya bunga. Data *interest coverage* yang digunakan adalah data akhir tahun dari perusahaan yang bersangkutan.

3.3 Metode Pengumpulan Data

Data-data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data kualitatif dan kuantitatif, yaitu laporan tahunan perusahaan yang terdiri dari uraian praktek *corporate governance* dan laporan keuangan perusahaan. Selain itu diperlukan juga data peringkat dari obligasi syariah/sukuk dan *yield* perusahaan yang bersangkutan.

Data kuantitatif diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia, laporan tahunan (*annual report*) dari www.idx.co.id dan dari website perusahaan yang bersangkutan, data peringkat diperoleh dari www.pefindo.com dan data obligasi syariah yang beredar diperoleh dari Daftar Efek Syariah yang dikeluarkan oleh BAPEPAM.

3.4 Instrumen Penelitian dan Pengukuran

3.4.1 Variabel Dependen

Variabel dependen penelitian ini adalah peringkat obligasi syariah/sukuk perusahaan yang dibagi menjadi 7 kategori yang mengacu pada penelitian Rinaningsih (2008) (lihat lampiran 1).

Disebabkan keterbatasan data dalam penelitian ini yang hanya terdiri dari tiga kategori peringkat, maka penulis memodifikasi sendiri data rating/peringkat dalam penelitian ini. Klasifikasi sampel penelitian ini setelah dimodifikasi adalah:

Tabel 3.3
Peringkat sukuk

Peringkat	Klasifikasi	Kategori
idAA+	2	<i>Investment</i>
idAA	2	<i>Investment</i>
idAA-	2	<i>Investment</i>
idA+	1	<i>Investment</i>
idA	1	<i>Investment</i>
idA-	1	<i>Investment</i>
idBBB+	0	<i>Investment</i>
idBBB	0	<i>Investment</i>

Variabel dependen yang lain sebagai proksi dari risiko kredit adalah *Debt to Equity Ratio* (DER). DER dihitung dengan cara pembagian antara total utang dan total ekuitas. Data DER dapat dihitung dengan melihat data yang diperlukan dari laporan keuangan emiten yang bersangkutan. Variabel dependen yang ketiga dalam penelitian ini adalah *yield* sukuk ijarah korporasi. *Yield* yang digunakan dalam penelitian ini adalah *last yield* dari setiap tahun pengamatan yang datanya diperoleh dari PT Bursa Efek Indonesia.

3.4.2 Variabel Independen dan Variabel Kontrol

Variabel independen dalam penelitian adalah proksi dari praktik *corporate governance*, yaitu :

- a. Jumlah *Blockholder* yaitu jumlah orang yang memiliki 5% atau lebih saham perusahaan yang beredar.
- b. Kualitas audit, dalam hal ini diwakili oleh perusahaan yang diaudit oleh KAP Big-4 atau KAP non Big-4.
- c. Komite audit yaitu suatu komite yang tugasnya adalah membantu dan memperkuat fungsi dewan komisaris dalam menjalankan fungsi pengawasan atas proses pelaporan keuangan, manajemen risiko, pelaksanaan audit dan implementasi dari *corporate governance* di perusahaan-perusahaan. Dalam penelitian ini, komite audit merupakan variabel dummy, 0 jika tidak terdapat komite audit, 1 jika terdapat komite audit.
- d. Komisaris independen, yang ditunjukkan dengan persentase komisaris yang tidak mempunyai kaitan dengan manajemen perusahaan dalam Dewan Komisaris.

Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah karakteristik perusahaan yang terdiri dari:

- a. *Return on Equity* (ROE). Nilai ROE diperoleh dari laba bersih dibagi dengan total ekuitas dari masing-masing emiten yang diperoleh dari laporan keuangan setiap akhir tahun pengamatan.
- b. *Size* atau ukuran perusahaan yang dihitung dari aset tetap dibagi dengan total aset yang dimiliki perusahaan.
- c. *Interest Coverage* yang dihitung dengan pendapatan operasional sebelum depresiasi dibagi dengan biaya bunga.

3.4.3 Model Penelitian

Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis I adalah:

Persamaan 1 :

$$\ln (P_1/P_0) = \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholder} + \beta_2 \text{KAP} + \beta_3 \text{Komite} + \beta_4 \text{Komisaris} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{Size} + \varepsilon$$

Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis II adalah:

Persamaan 2 :

$$\text{DER} = \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholder} + \beta_2 \text{KAP} + \beta_3 \text{Komite} + \beta_4 \text{Komisaris} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{Size} + \varepsilon$$

Model penelitian yang digunakan dalam pengujian hipotesis III adalah:

Persamaan 3 :

$$\text{Yield} = \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholder} + \beta_2 \text{KAP} + \beta_3 \text{Komite} + \beta_4 \text{Komisaris} + \beta_5 \text{ROE} + \beta_6 \text{Size} + \varepsilon$$

Keterangan :

Rating	= peringkat sukuk
DER	= <i>Debt to Equity Ratio</i> yang diperoleh dari pembagian antara total utang dan total ekuitas
Yield	= yield sukuk
Blockholder	= jumlah orang/pihak yang memiliki saham 5% atau lebih
KAP	= Kantor akuntan publik yang mengaudit emiten yang bersangkutan, 1 untuk perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4, 0 untuk perusahaan yang diaudit oleh selain KAP Big 4
Komite	= variabel dummy, 1= memiliki komite audit, 0 = tidak memiliki komite audit
Komisaris	= persentase komisaris independen yang dimiliki oleh emiten yang bersangkutan
ROE	= <i>Return on equity</i> yang diperoleh dari laba bersih dibagi dengan total ekuitas
Size	= ukuran perusahaan yang diperoleh dari total aset tetap dibagi dengan total aset
Int_cov	= <i>interest coverage</i> yang diperoleh dari pendapatan operasional sebelum depresiasi dibagi dengan biaya bunga.

3.4.4 Teknik Analisis Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data kuantitatif dan kualitatif. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah SPSS versi 15 *for Windows*.

Hipotesis dalam penelitian ini dibagi atas tiga kelompok yaitu Hipotesis I, II dan III. Hipotesis I dianalisa menggunakan teknik analisis *model multinomial logit*. Model multinomial logit adalah model logit yang variabel terikatnya (variabel dependen) memiliki lebih dari dua kategori. Hipotesis II dan Hipotesis III menggunakan analisis *multivariate regression* (regresi berganda) untuk menguji pengaruh *corporate governance* terhadap rasio DER dan *yield* sukuk ijarah korporasi, mengacu pada pengujian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003).

Tahapannya :

- a. Setelah data dikumpulkan maka pada awalnya diolah menggunakan Microsoft Excel. Setelah diperoleh data mentah yang bisa diolah baru menggunakan SPSS versi 15 for Windows sebagai alat statistiknya.
- b. Pengujian awal yang harus dilakukan adalah pengujian normalitas untuk Hipotesis II dan III. Kemudian dilakukan pengujian untuk melihat data yang digunakan terdistribusi normal atau tidak. Asumsi normalitas adalah asumsi yang menyatakan bahwa error berdistribusi normal. Bila asumsi ini tidak terpenuhi, akibatnya hampir sama dengan heterokedastisitas, karena apabila error berdistribusi tidak normal biasanya akan diikuti oleh heterokedastisitas.
- c. Salah satu prinsip yang harus terpenuhi dalam melakukan regresi adalah harus memenuhi BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) yang ditandai dengan asumsi-asumsi yaitu tidak adanya multikolinearitas, homoskedastisitas/ tidak heterokedastisitas dan bebas dari autokorelasi. Untuk itu diperlukan pengujian untuk ketiga hal ini. Asumsi multikolinearitas adalah asumsi yang menyatakan bahwa tidak terdapat hubungan antara variabel bebas yang satu dengan variabel bebas yang lain. Bila asumsi ini tidak terpenuhi maka variansi penduga akan menjadi

sangat besar dan sulit untuk melakukan estimasi yang tepat. Asumsi heteroskedastisitas adalah variasi error tidak konstan. Umumnya terjadi pada data *cross section*. Otokorelasi adalah korelasi antara variabel itu sendiri, pada pengamatan yang berbeda waktu atau individu. Umumnya kasus otokorelasi banyak terjadi pada data *time series*.

d. Pengujian model

Untuk menguji hipotesis statistik akan dilakukan beberapa pengujian yaitu (Nachrowi & Usman, 2005):

- Uji R^2 (koefisien determinasi)
 Nilai R^2 mempunyai interval dari 0 sampai dengan 1. Semakin besar R^2 (mendekati 1), semakin baik model regresi tersebut. Semakin mendekati 0 maka variabel independen secara keseluruhan tidak dapat menjelaskan variabilitas dari variabel dependen.
- Uji F
 Uji F dipakai untuk melihat pengaruh variabel-variabel independen secara keseluruhan terhadap variabel dependen. Pengujian ini dilakukan dengan membandingkan F_{hitung} dan F_{tabel} .
- Uji t
 Uji t dipakai untuk melihat signifikansi pengaruh variabel independen secara indivisu terhadap variabel dependen dengan menganggap variabel lain bersifat konstan. Uji ini dilakukan dengan membandingkan t_{hitung} dan t_{tabel} .

Pengujian akan dilakukan menggunakan bantuan Microsoft Excel dan SPSS Versi 15 for Windows.

4. ANALISIS PENGARUH *GOOD CORPORATE GOVERNANCE* TERHADAP RISIKO KREDIT DAN *YIELD* SUKUK IJARAH KORPORASI

Pada bab ini akan dibahas mengenai pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* (GCG) terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi. Risiko kredit diukur dengan peringkat sukuk ijarah dan *Debt to Equity Ratio* (DER). Proksi dari GCG adalah *blockholder*, komisaris independen, komite audit dan kualitas audit yang diukur dengan membedakan perusahaan yang menggunakan KAP Big 4 atau tidak. Pengolahan data dalam penelitian ini akan menggunakan bantuan *Microsoft Excel* dan *SPSS* versi 15.

4.1 Deskripsif Statistik Sampel

Deskripsi statistik sampel untuk semua variabel dapat dilihat pada tabel 4.1.

Tabel 4.1 Deskripsi Statistik

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
rating	49	0	2	1.55	.647
yield	49	6.45	16.00	11.2831	1.97081
der	49	.23	5.23	1.6368	.80265
blockholder	49	0	2	.57	.764
roe	49	-.12	.81	.0957	.16610
size	49	.06	.87	.5812	.25825
kap	49	0	1	.86	.354
komite	49	1	1	1.00	.000
kom_ind	49	.29	.67	.3924	.10568
int_cov	49	2.40	533.18	44.5341	104.43043
Valid N (listwise)	49				

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Dari tabel 4.1 dapat dilihat sukuk yang merupakan sampel dalam penelitian ini memiliki rata-rata rating 1,55 yang artinya rata-rata sampel penelitian ini memiliki rating antara $idAA+$ s/d $idA-$. Hal ini menunjukkan bahwa perusahaan yang mengeluarkan sukuk memiliki rata-rata peringkat yang tinggi atau cukup baik yang termasuk kategori *investment grade*. Rating terendah dari sampel penelitian ini adalah $idBBB$, sedangkan nilai tertinggi adalah $idAA+$. Nilai *Debt to Equity Ratio* (DER) sebagai proksi dari risiko kredit memiliki rata-rata 1,64. Nilai maksimum DER dari sampel penelitian ini adalah 5,23 sedangkan nilai

minimum adalah 0,23. Semakin kecil rasio ini semakin baik sehingga perusahaan memiliki kecukupan modal untuk menutupi utang perusahaannya. *Yield* memiliki rata-rata sebesar 11,28%. Nilai minimum *yield* adalah 6,45% dan nilai maksimumnya 16%.

Sementara itu, Untuk variabel independen praktik *corporate governance*, variabel *blockholder* mempunyai rata-rata 0,57. Hal ini menunjukkan bahwa rata-rata jumlah pemegang saham yang memiliki saham lebih dari 5% dalam perusahaan berjumlah 0,6. Bisa dikatakan kepemilikan perusahaan tidak cukup terkonsentrasi karena saham perusahaan yang dimiliki oleh *blockholder* tidak sampai oleh satu orang/pihak, Variabel independen KAP yaitu perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 atau tidak, maka rata-ratanya adalah 0,87. Hal ini menunjukkan bahwa sebagian besar perusahaan yang mengeluarkan sukuk ijarah diaudit oleh KAP Big 4, hal ini berarti menunjukkan kualitas audit yang baik dari perusahaan yang bersangkutan.

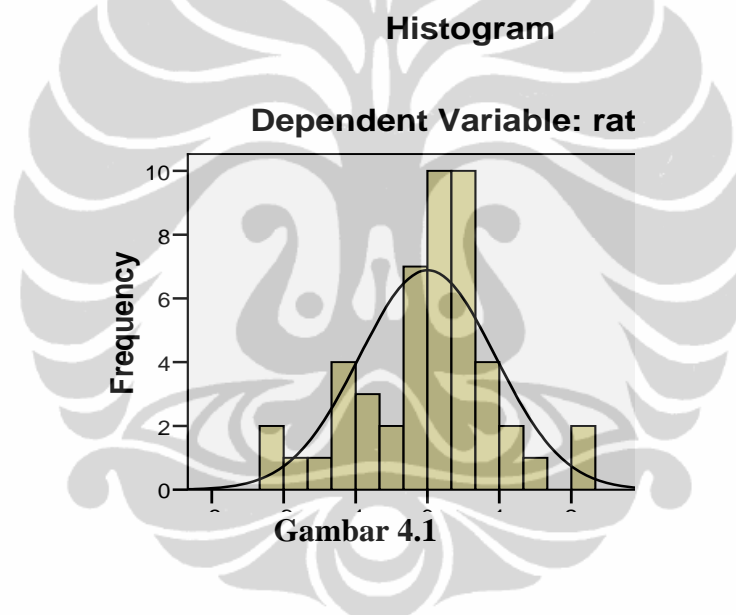
Variabel ketiga yaitu komite audit, dimana merupakan variable dummy. Rata-rata komite audit adalah 1. Hal ini mengindikasikan bahwa seluruh perusahaan yang mengeluarkan sukuk yang merupakan sampel penelitian ini memiliki komite audit dalam struktur perusahaannya yang sesuai dengan peraturan Bursa Efek Indonesia. Disebabkan semua sampel penelitian mempunyai komite audit, maka variabel komite audit tidak bisa digunakan dalam analisis berikutnya. Variabel keempat dari praktik *corporate governance* adalah komisaris independen. Dari statistiknya diperoleh rata-rata 0,39, hal ini menunjukkan bahwa emiten yang dijadikan sampel penelitian mempunyai komisaris independen 39% dari total komisaris yang ada. Ini berarti semua perusahaan telah melaksanakan salah satu prinsip GCG yang mensyaratkan komisaris independen berjumlah minimal 30% dari total komisaris yang ada. Nilai maksimum dari variabel komisaris independen adalah 67%. Hal ini menunjukkan ada beberapa perusahaan yang memiliki jumlah komisaris independen lebih dari 50% dari total komisaris yang ada. Semakin banyak jumlah komisaris independen dalam suatu perusahaan maka akan semakin baik keputusan yang diambil karena tidak memihak kepada pihak-pihak yang berkepentingan dalam perusahaan tersebut.

Variabel karakteristik perusahaan menunjukkan bahwa, rata-rata *Return on Equity* (ROE) adalah 9,6%, yang berarti efektivitas perusahaan dalam mengelola modal/ekuitas masih kurang, karena return yang dihasilkan dari ekuitas ternyata masih cukup rendah. Sementara itu, rata-rata ukuran (*size*) perusahaan adalah 58%. Angka ini diperoleh dari rasio aset tetap dengan total aset.

4.2 Pengujian Asumsi

4.2.1. Pengujian Asumsi untuk Hipotesis I

Pengujian untuk statistik parametrik mengharuskan data harus terdistribusi normal. Hal ini bisa dilihat pada gambar di bawah ini.

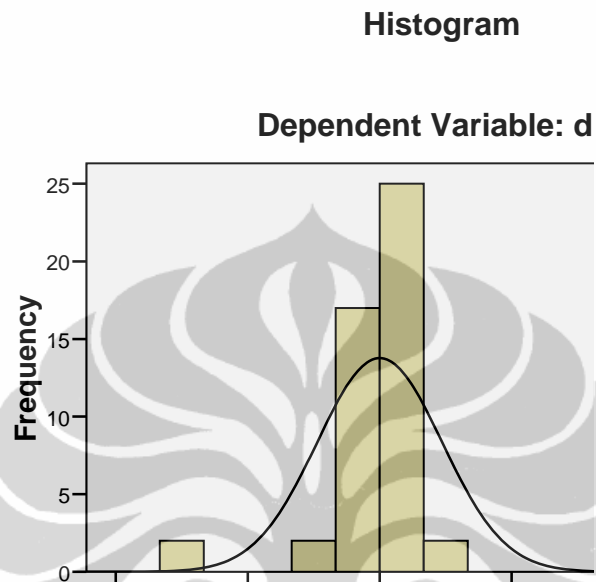


Dari gambar histogram di atas dapat dilihat bahwa kurva histogram membentuk seperti gunung atau lonceng, sehingga dapat dikatakan data terdistribusi dengan normal.

4.2.2 Pengujian Asumsi untuk Hipotesis II

Pengujian untuk statistik parametrik mengharuskan data harus terdistribusi normal.

Hal ini bisa dilihat dari normal plot di bawah ini.



Gambar 4.2
Histogram normality plot

Dari gambar histogram di atas dapat dilihat bahwa kurva histogram membentuk seperti gunung atau lonceng, sehingga dapat dikatakan data terdistribusi dengan normal.

4.2.1.1 Pengujian Asumsi Multikolinearitas

Multikolinearitas terjadi karena adanya korelasi antara variabel-variabel dalam penelitian. Jika tidak ada korelasi antara variabel-variabel tersebut, maka apabila dilakukan pengujian akan menghasilkan koefisien yang sama antara regresi majemuk dan regresi sederhana. Pengujian multikolinearitas dapat dilihat dari nilai VIF yang ditampilkan pada tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2
Hasil Analisis Multikolinearitas

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-,880	,686		-1,283	,207		
	blockhoder	,291	,173	,276	1,675	,101	,513	1,948
	kap	,969	,388	,427	2,497	,017	,478	2,092
	kom_ind	3,182	1,325	,419	2,402	,021	,459	2,177
	roe	2,835	1,236	,587	2,293	,027	,214	4,683
	size	,462	,579	,149	,797	,430	,402	2,487
	int_cov	-,006	,002	-,785	-2,867	,006	,187	5,358

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Variabel yang menyebabkan multikolinearitas dapat dilihat dari nilai VIF yang lebih besar daripada nilai 5. Nilai VIF dari semua variabel dalam hipotesis II mempunyai nilai yang tidak lebih dari 5 kecuali pada variabel int_cov. Oleh karena itu, dilakukan lagi pengujian tanpa memasukkan variabel int_cov agar tidak ada multikolinearitas pada regresi tersebut. Berikut tabel pengujian setelah dikeluarkannya variabel int_cov.

Tabel 4.3

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-1,143	,735		-1,556	,127		
	blockhoder	,378	,184	,360	2,050	,046	,530	1,887
	roe	,014	,809	,003	,018	,986	,582	1,718
	size	,990	,594	,319	1,667	,103	,447	2,235
	kap	1,074	,418	,473	2,570	,014	,482	2,074
	kom_ind	2,717	1,421	,358	1,912	,063	,466	2,145

a Dependent Variable: der

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Dari tabel di atas dapat dilihat bahwa nilai VIF pada semua variabel mempunyai nilai tidak lebih dari 5. Maka dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas antar variabel bebas.

4.2.1.2 Pengujian Asumsi Autokorelasi

Pengujian untuk melihat adanya autokorelasi atau tidak bisa menggunakan uji Durbin Watson (DW test). Model regresi dapat dikatakan tidak terdapat autokorelasi apabila nilai Durbin Watson mendekati angka 2 (Nachrowi & Usman, 2006). Hasil analisis autokorelasi untuk hipotesis II dapat dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.4
Hasil Analisis Autokorelasi

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,546(a)	,298	,216	,71050	1,974

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

b Dependent Variable: der

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

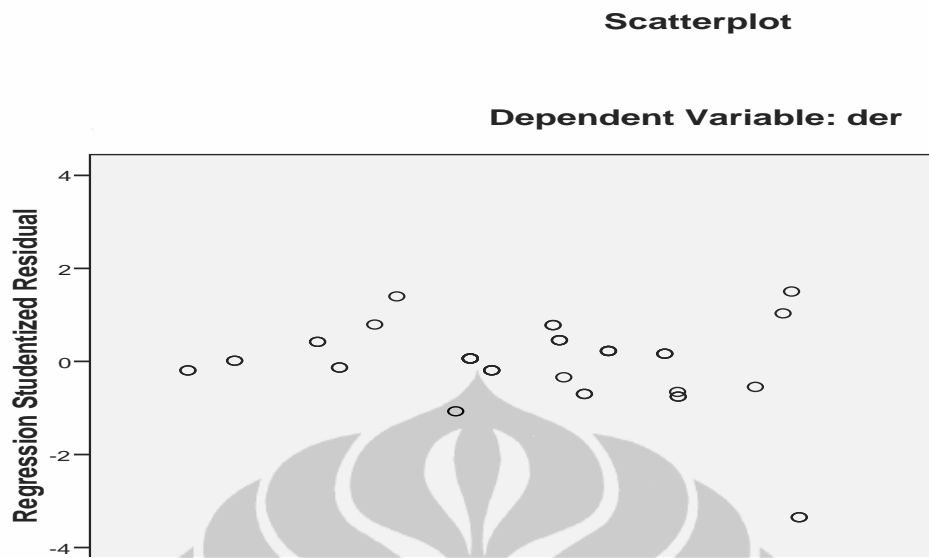
Nilai Durbin Watson berkisar angka 2, hal ini menunjukkan bahwa bebas dari autokorelasi.

4.2.1.3 Pengujian Asumsi Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dapat dilakukan dengan melihat pola titik-titik pada grafik regresi. Kriteria yang menjadi dasar pengambilan keputusan adalah sebagai berikut :

- Jika ada pola tertentu, seperti titik-titik yang ada membentuk suatu pola tertentu yang teratur (bergelombang, melebar, kemudian menyempit), maka terjadi heterokedastisitas.
- Jika tidak ada pola yang jelas, seperti titik-titik menyebar di atas dan dibawah angka 0 pada sumbu Y, maka tidak terjadi heterokedastisitas.

Berikut hasil analisis heterokedastisitas terlihat pada gambar di bawah ini.



Gambar 4.3

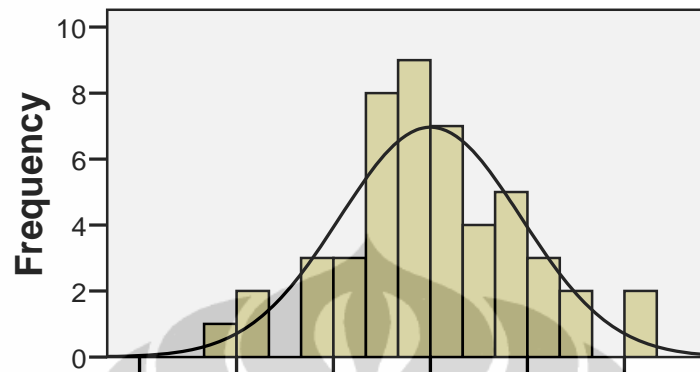
Dari *scatterplot* di atas terlihat bahwa titik-titik yang ada tidak membentuk suatu tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa data homokedastisitas atau tidak terjadi heterokedastisitas. Dengan memenuhi semua asumsi klasik yang harus dipenuhi, maka pengujian dapat dilanjutkan pada tahap berikutnya.

4.2.3 Pengujian Asumsi untuk Hipotesis III

Pengujian untuk statistik parametrik mengharuskan data harus terdistribusi normal. Hal ini bisa dilihat dari normality plot di bawah ini.

Histogram

Dependent Variable: yiel



Gambar 4.4
Histogram normality plot

Dari gambar histogram di atas dapat dilihat bahwa kurva histogram membentuk seperti gunung atau lonceng, sehingga dapat dikatakan data terdistribusi dengan normal.

4.2.1.1 Pengujian Asumsi Multikolinearitas

Pengujian Multikolinearitas dapat dideteksi dengan melihat nilai VIF yang diperoleh dari output SPSS yang bisa dilihat pada tabel di bawah ini.

Tabel 4.5 Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	t		Tolerance	VIF
1	(Constant)	9.724	1.868		5.206	.000		
	blockhoder	-.500	.472	-.194	-1.060	.295	.513	1.948
	roe	-2.027	3.367	-.171	-.602	.550	.214	4.683
	size	-3.541	1.578	-.464	-2.244	.030	.402	2.487
	kap	1.145	1.057	.205	1.083	.285	.478	2.092
	kom_ind	7.409	3.608	.397	2.053	.046	.459	2.177

a. Dependent Variable: yield

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Pada tabel di atas dapat dilihat nilai VIF sebagai nilai untuk mendeteksi multikolinearitas. Nilai VIF semua variabel di atas tidak lebih dari 5, maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinearitas pada hasil regresinya.

4.2.1.2 Pengujian Asumsi Autokorelasi

Tabel 4.6
Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,516(a)	,266	,181	1,78337	1,793

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockholder, kap

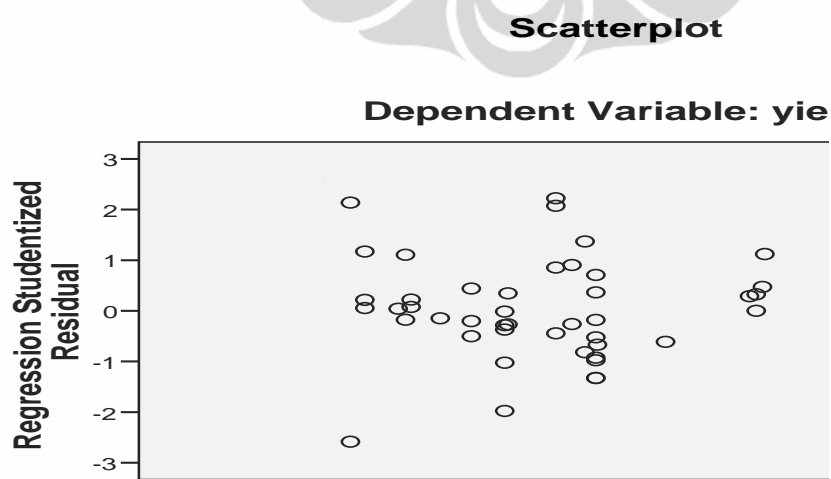
b Dependent Variable: yield

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Pengujian asumsi autokorelasi dapat diketahui dengan melihat hasil output SPSS pada tabel di atas yang memperlihatkan bahwa nilai Durbin Watson sekitar angka 2 yaitu 1,793. Hal ini dapat disimpulkan bahwa tidak ada autokorelasi antar variabel bebas.

4.2.1.3 Pengujian Asumsi Heterokedastisitas

Pengujian heterokedastisitas dalam penelitian ini menggunakan metode grafik. Hal ini dapat dilihat dari grafik di bawah ini.



Gambar 4.5

Dari *scatterplot* di atas terlihat bahwa titik-titik yang ada tidak membentuk suatu tertentu. Hal ini menunjukkan bahwa data homokedastisitas atau tidak

terjadi heterokedastisitas. Dengan memenuhi semua asumsi klasik yang harus dipenuhi, maka pengujian dapat dilanjutkan pada tahap berikutnya.

4.3 Pengujian Model

4.3.1 Model I

Dalam penelitian ini terdapat 3 model. Model pertama menggunakan analisis multinomial logit. Model II dan model III menggunakan analisis regresi berganda.

Hipotesis untuk model I ini adalah sebagai berikut :

H_0 : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi peringkat sukuk ijarah korporasi

H_1 : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi peringkat sukuk ijarah korporasi

Tahapan analisis multinomial logit terbagi dalam beberapa tahap, yaitu:

- a. Tahap awal adalah melakukan uji G yaitu uji yang dilakukan untuk melihat signifikasnsi model dan parameter
- b. Melihat nilai *Pseudo R*²
- c. Selanjutnya adalah uji Wald untuk menguji signifikansi tiap-tiap parameter

4.3.1.1 Melakukan Uji G

Uji G dilakukan untuk mengetahui apakah model lengkap dengan seluruh variabel yang dibentuk signifikan atau tidak.

Tabel 4.7**Model Fitting Information**

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	73,803			
Final	20,362	53,441	10	,000

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Pada tabel Model Fitting Information, p-value diperoleh 0.000. Dengan significant level (α) sebesar 5%, berarti $p\text{-value} < \alpha$. Kesimpulannya H_0 ditolak, artinya model yang terdiri dari seluruh variabel tersebut signifikan secara statistik pada tingkat signifikansi 5% atau sekurang-kurangnya terdapat satu koefisien $\neq 0$.

Tabel 4.8**Likelihood Ratio Tests**

Effect	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	df	Sig.
Intercept	20,362(a)	,000	0	.
blockhoder	24,063	3,701	2	,157
kom_ind	20,580(b)	,218	2	,897
roe	33,135	12,772	2	,002
size	22,660	2,298	2	,317
kap	20,701	,339	2	,844

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Tabel *Likelihood Ratio Test* di atas menunjukkan bahwa diketahui hanya variabel ROE saja yang signifikan secara statistic pada tingkat signifikansi 5%. P-value sebesar 0.002. Sementara itu, variabel-variabel utama yang merupakan proksi dari *corporate governance* tidak signifikan. Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008). Hal ini mungkin disebabkan oleh masih sangat terbatasnya data sukuk yang dikeluarkan di Indonesia karena memang masih seumur jagung.

Tabel 4.9

Pseudo R-Square

Cox and Snell	,664
Nagelkerke	,812
McFadden	,640

Sumber : BEI dan Website emiten (data diolah kembali)

Nilai Pseudo R^2 pada persamaan ini adalah 66,4%, 81,2% dan 64%. Nilai Pseudo R^2 terdiri dari tiga nilai. Hal ini tidak sama dengan yang terdapat pada nilai R^2 pada OLS yang hanya ada satu nilai R^2 . Nilai Pseudo R^2 ini cukup baik. Hal ini menandakan bahwa peringkat sukuk dapat dijelaskan oleh variabel independen praktek CG dan karakteristik perusahaan lebih dari 60%. Dengan demikian lebih kurang 40% dijelaskan oleh variabel lain. Faktor lain yang mempengaruhi peringkat antara lain risiko industri, posisi pasar, dan lingkungan operasional, arus kas dan fleksibilitas keuangan, arti penting industri/perusahaan bagi pemerintah/perekonomian, dan faktor lainnya (www.pefindo.com). Hasil ini cukup baik dari hasil penelitian-penelitian terdahulu yang juga menunjukkan nilai R^2 yang tidak terlalu besar, seperti penelitian Setyaningrum (2005) dan Rinaningsih (2008).

4.3.1.2 Melakukan Uji Wald

Variabel peringkat sebagai variabel dependen yang menunjukkan peringkat dari sukuk ijarah memiliki 3 kategori sesuai dengan Tabel 3.2 yaitu id_{BBB-} - id_{BBB+} = 0, $id_{A-s/d}$ / id_{A+} = 1, dan id_{AA-} - s/d / id_{AA+} = 2. Dengan 3 kategori dalam variabel dependennya, maka dalam penerapan model multinomial logit terdapat 2 model logit.

Tabel 4.10
Parameter Estimates

rating(a)		B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
		Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound
0	Intercept	699,584	9022,728	,006	1	,938			
	blockhoder	212,994	6907,439	,001	1	,975	3,176E+092	,000	.(b)
	kom_ind	-2843,666	67269,629	,002	1	,966	,000	,000	.(b)
	roe	-2024,810	52918,434	,001	1	,969	,000	,000	.(b)
	size	36,996	25878,279	,000	1	,999	11667755525161020,000	,000	.(b)
	[kap=0]	844,273	,000	.	1	.	.(b)	.	.
	[kap=1]	0(c)	.	.	0	.	.	.	.
1	Intercept	,198	3,263	,004	1	,952			
	blockhoder	2,550	1,426	3,199	1	,074	12,813	,783	209,620
	kom_ind	4,740	10,339	,210	1	,647	114,388	1,81E-007	72305003535,512
	roe	-13,256	6,480	4,185	1	,041	1,75E-006	5,34E-012	,573
	size	-4,742	3,342	2,014	1	,156	,009	1,25E-005	6,096
	[kap=0]	-1,628	2,966	,301	1	,583	,196	,001	65,757
	[kap=1]	0(c)	.	.	0	.	.	.	.

a The reference category is: 2.

Sumber : BEI dan website emiten (data diolah kembali)

a. Model Pertama

$$\begin{aligned} \ln (P_1/P_0) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholder} + \beta_2 \text{KAP} + \beta_3 \text{Komisaris} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \\ &\text{Size} + \varepsilon \\ &= 699,584 + 212,994 \text{Blockholder} + 844,273 \text{KAP} - 2843,666 \text{Komisaris} \\ &- 2024,81 \text{ROE} + 36,996 \text{size}. \\ \text{Pseudo } R^2 &= 66,4\% \end{aligned}$$

Uji wald untuk semua variabel independen dalam penelitian ini tidak ada yang signifikan pada level 5%. Walaupun dalam model kedua, semua variabel pembentuk model tidak signifikan, tetapi bukan berarti model pertama ini salah. Karena dalam analisa multinomial logit dengan variabel independen 3 kategori, model yang terbentuk tetap ada 2. Bila ternyata koefisien variabelnya tidak signifikan di model pertama, dapat dimaknai bahwa rasio yang terjadi antara kategori dalam variabel di model tersebut tidak signifikan.

b. Model Kedua

$$\begin{aligned} \ln (P_2/P_0) &= \beta_0 + \beta_1 \text{Blockholder} + \beta_2 \text{KAP} + \beta_3 \text{Komisaris} + \beta_4 \text{ROE} + \beta_5 \\ &\text{Size} + \varepsilon \\ &= 0,198 + 2,55 \text{Blockholder} - 1,628 \text{KAP} - 4,74 \text{Komisaris} - 13,256 \text{ROE} \\ &- 4,742 \text{size}^*. \end{aligned}$$

Ket : * = signifikan pada level 5%

$$\text{Pseudo } R^2 = 66,4\%$$

Pada model kedua ini, variabel yang signifikan pada level 5% adalah variabel *size* (ukuran perusahaan). Variabel utama yang merupakan proksi dari *corporate governance* tidak satupun yang signifikan pada level 5%. Hanya variabel *blockholder* yang positif signifikan pada level 10%. Artinya semakin banyak *blockholder*, berarti semakin tinggi peringkat sukuk perusahaan tersebut. Semakin banyak *blockholder* berarti total persentase kepemilikan saham oleh *blockholder* semakin besar, sehingga akan meningkatkan kemampuannya untuk menekan manajemen mengambil keputusan yang menguntungkan mereka. Apabila kemampuan manajemen semakin meningkat maka akan meningkatkan kinerja sehingga akan menyebabkan naiknya peringkat atau rating sukuk dari perusahaan tersebut. Hasil penelitian terdahulu mengenai pengaruh antara *blockholder* dengan peringkat surat utang memang belum konsisten. Hasil penelitian ini selaras

dengan hasil penelitian yang dilakukan Bhojraj dan Sengupta (2003). Schleifer dan Vishny (1997) dalam Rinaningsih (2008) menyatakan bahwa *blockholders* memiliki investasi baik dalam bentuk hutang maupun saham yang besar pada suatu perusahaan akan sangat *concern* terhadap berfungsinya tata kelola perusahaan yang baik. Hal tersebut dilakukan karena mereka memiliki kepentingan financial dan mempunyai hak untuk mengetahui kebijakan dan kinerja manajemen, serta memiliki kekuatan untuk menekan atau mencegah manajemen melakukan moral *hazard*.

4.3.2 Model II

Model II menggunakan analisis regresi berganda. Hipotesis model II ini adalah sebagai berikut.

H₀ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* sukuk ijarah korporasi

H₁ : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi *Debt to Equity Ratio* sukuk ijarah korporasi

Berikut tabel yang menunjukkan hasil pengujian koefisien determinasi (R²).

Tabel 4.11

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,546(a)	,298	,216	,71050	1,974

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

b Dependent Variable: der

Sumber : BEI dan website emiten (data diolah kembali)

Dari tabel di atas diketahui nilai R^2 sebesar 29,8%. Hasil ini menunjukkan bahwa 29,8% variasi *Debt to Equity Ratio* (DER) perusahaan yang mengeluarkan sukuk sebagai proksi dari risiko kredit dapat dijelaskan oleh variabel independen *corporate governance* dan karakteristik perusahaan, sedangkan 70% dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini dapat diterima disebabkan oleh variabel *corporate governance* memang hanya salah satu dari beberapa faktor yang ikut mempengaruhi risiko kredit. Sedangkan risiko kredit itu sendiri diukur tidak hanya dengan nilai DER tapi juga dengan peringkat/rating dari sukuk ijarah korporasi.

Pengujian berikutnya adalah uji F yang merupakan pengujian variabel bebas secara bersama-sama. Hasilnya dapat dilihat pada tabel dibawah ini.

Tabel 4.12
ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9,217	5	1,843	3,652	,008(a)
	Residual	21,707	43	,505		
	Total	30,924	48			

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockholder, kap

b Dependent Variable: der

Hasil analisis Anova menunjukkan bahwa signifikansinya 0,008 yang berarti $\alpha=0,05$, maka hipotesis nol ditolak berarti model dapat menjelaskan variabel dependen dan setidaknya terdapat satu variabel bebas yang memiliki pengaruh terhadap variabel terikat.

Berdasarkan tabel 4.3 diperoleh model sebagai berikut :

$$DER = -1.143 + 0,378 \text{ Blockholder}^* + 1.074 \text{ KAP}^* + 2.717 \text{ Komisaris} + 0.014 \text{ ROE} + 0,99 \text{ Size}$$

R^2 sebesar 29,8%

Ket : *= signifikan pada level 5%

Proksi dari GCG yang berpengaruh secara signifikan pada level 5% terhadap *Debt to Equity Ratio* sebagai proksi dari risiko kredit adalah Blockholder dan KAP. Variabel Komisaris independen berpengaruh signifikan pada level 10%. Terdapat hubungan yang positif antara jumlah *blockholder* dengan DER. Hal ini sesuai dengan prediksi awal bahwa semakin banyak jumlah blockholder maka

akan menaikkan DER dari perusahaan yang mengeluarkan sukuk. Pada saat DER tinggi, maka *blockholder* dan KAP harus menjadi ekstra hati-hati dalam melihat kinerja perusahaan dan segala sesuatu yang terkait dengan kepatuhan perusahaan baik dari segi pemenuhan pasar modal, peraturan perseroan terbatas dan aturan-aturan lain misalnya pencatatan pembukuan dan lain-lainnya. Terdapat hubungan yang positif antara komisaris independen dengan DER. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi awal.

4.3.3 Model III

Model III menggunakan analisis regresi berganda. Hipotesis model III ini adalah sebagai berikut.

H_0 : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen tidak mempengaruhi *yield* sukuk ijarah korporasi

H_1 : Penerapan *Corporate Governance* yang diukur dengan jumlah *blockholder*, kualitas audit, komite audit dan komisaris independen mempengaruhi *yield* sukuk ijarah korporasi

Pengujian model dilakukan pertama kali dengan melihat nilai koefisien determinasinya (R^2). Nilai R^2 dapat dilihat dari tabel Model Summary berikut ini.

Tabel 4.13
Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,516(a)	,266	,181	1,78337	1,793

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockholder, kap

b Dependent Variable: yield

Nilai R^2 dari model ini adalah 26,6%. Hal ini menunjukkan bahwa variabel independen hanya menjelaskan variabel *yield* sebesar 26,6%, sedangkan 73,4% sisanya dipengaruhi oleh variabel-variabel yang lain. Hal ini bisa diterima karena memang variabel *corporate governance* bukan merupakan faktor yang utama yang mempengaruhi nilai *yield*. Faktor yang mempengaruhi *yield* salah satunya adalah likuiditas berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Nurfauziah

dan Setyarini (2004). Selain itu faktor yang pasti mempengaruhi *yield* adalah harga dan kupon dari obligasi/sukuk ijarah itu sendiri.

Uji F dilakukan untuk melihat hasil regresi secara bersama-sama. Hasil uji F dapat dilihat pada tabel Anova di bawah ini.

Tabel 4.14
ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	49,679	5	9,936	3,124	,017(a)
	Residual	136,758	43	3,180		
	Total	186,436	48			

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockholder, kap

b Dependent Variable: yield

Uji F dapat dilihat dengan membandingkan nilai F tabel dan F hitung. Pada hasil output spss di atas dapat disimpulkan bahwa signifikansinya sebesar 0,017 yang berarti lebih kecil dari nilai $\alpha = 5\%$. Maka dapat disimpulkan bahwa hipotesis nol ditolak, dengan kata lain setidaknya ada satu variabel independen yang berpengaruh signifikan terhadap *yield* sukuk ijarah korporasi.

Berdasarkan Tabel 4.5 Maka diperoleh persamaan sebagai berikut.

$$\text{Yield} = 9,928 - 0,568 \text{ Blockholder} + 1,064 \text{ KAP} + 7,769 \text{ Komisaris*} + 0,161 \text{ ROE} - 3,951 \text{ Size*}$$

$$R^2 = 26,6\%$$

Ket : * = signifikan pada level 5%.

Pada persamaan di atas hanya terdapat dua variabel yang signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ yaitu komisaris independen dan *size*. Terdapat hubungan yang positif antara komisaris independen dengan *yield* sukuk. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan. Komisaris independen dalam hal ini, bisa jadi tidak menjalankan tugasnya sama sekali atau bahkan tidak memiliki wewenang sama sekali di perusahaan. Seperti kita ketahui, di Indonesia walaupun perusahaan publik tapi tetap saja merupakan perusahaan keluarga yang sahamnya dominan dikuasai oleh keluarga tertentu. Bisa jadi aturan seperti di Bank Umum misalnya bahwa komisaris independen harus mengerti manajemen risiko bank minimal

sampe level 2, juga harus diterapkan di perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sukuk dan atau obligasi.

4.4 Interpretasi Hasil

4.4.1 Model I

Hipotesis I yang menguji pengaruh penerapan GCG terhadap peringkat sukuk ijarah korporasi menunjukkan hasil yang signifikan pada level 5%. Namun, uji t menunjukkan hanya variabel *size* saja yang berpengaruh sedangkan variabel-variabel yang merupakan proksi GCG tidak satupun yang signifikan pada level 5%. Variabel *blockholder* signifikan pada level 10%. Artinya semakin banyak *blockholder* berarti total persentase kepemilikan saham oleh *blockholder* semakin besar, sehingga akan meningkatkan kemampuannya untuk menekan manajemen mengambil keputusan yang menguntungkan mereka. Apabila kemampuan manajemen semakin meningkat maka akan meningkatkan kinerja sehingga akan menaikkan peringkat dari sukuk yang dikeluarkan oleh perusahaan tersebut.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Rinaningsih yang menguji hal yang sama adalah nilai *Pseudo R2* sebesar 17,03%, lebih kecil dari nilai yang diperoleh dalam penelitian ini yaitu sebesar 66,4%. Variabel *blockholder* dan kepemilikan institusi tidak signifikan berpengaruh terhadap rating walaupun arahnya sesuai dengan prediksi. Hasil pengujian menunjukkan bahwa peringkat surat utang yang diaudit oleh KAP Big-4 positif signifikan pada $\alpha=10\%$. Artinya perusahaan yang diaudit oleh KAP Big 4 memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi dibandingkan perusahaan yang diaudit oleh KAP bukan Big 4. Hubungan antara komite audit dengan peringkat surat utang adalah positif signifikan. Artinya perusahaan yang memiliki komite audit akan memiliki peringkat surat utang yang lebih tinggi daripada yang tidak memiliki komite audit.

Hasil penelitian yang dilakukan oleh Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) membuktikan bahwa komite independen berpengaruh positif secara signifikan terhadap peringkat obligasi. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang dilakukan oleh Rinaningsih namun penelitian yang dilakukan penulis menghasilkan hal yang berbeda.

4.4.2 Model II

Pada pengujian yang kedua ini, penulis ingin melihat pengaruh penerapan GCG terhadap Debt to Equity Ratio (DER) yang merupakan proksi dari risiko kredit. Hasil pengujian menghasilkan bahwa variabel *blockholder* dan KAP berpengaruh secara signifikan. Variabel komisaris independen berpengaruh signifikan pada level 10%. Terdapat hubungan yang positif antara jumlah *blockholder* dengan DER. Hal ini sesuai dengan prediksi awal bahwa semakin banyak jumlah *blockholder* maka akan menaikkan DER dari perusahaan yang mengeluarkan sukuk. Pada saat DER tinggi, maka *blockholder* dan KAP harus menjadi ekstra hati-hati dalam melihat kinerja perusahaan dan segala sesuatu yang terkait dengan kepatuhan perusahaan baik dari segi pemenuhan pasar modal, peraturan perseroan terbatas dan aturan-aturan lain misalnya pencatatan pembukuan dan lain-lainnya. Terdapat hubungan yang positif antara komisaris independen dengan DER. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi awal. Hal ini cukup menarik untuk dikaji. Kemungkinan hal ini disebabkan jumlah komisaris independen pada perusahaan yang mengeluarkan sukuk ijarah belum cukup memenuhi untuk melaksanakan tugasnya dengan baik. Mungkin perlu dipertimbangkan oleh pihak yang berwenang untuk membuat aturan baru dengan menaikkan jumlah minimal komisaris independen sebesar 50% dan menetapkan persyaratan tertentu untuk anggota dewan komisaris independen seperti harus memahami manajemen risiko level 2 (seperti yang diterapkan di bank umum) dan atau gelar akademik di bidang keuangan. Hal ini dimaksudkan agar anggota dewan komisaris independen memahami dan memantau kewajiban-kewajiban perusahaan sebagai perusahaan publik yang mengeluarkan instrument ke publik.

4.4.3 Model III

Hipotesis III menguji pengaruh penerapan GCG terhadap yield sukuk ijarah korporasi. Pada pengujian ini hanya terdapat dua variabel yang signifikan pada tingkat $\alpha = 5\%$ yaitu komisaris independen dan *size*. Terdapat hubungan yang positif antara komisaris independen dengan *yield* sukuk. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi yang diharapkan. Komisaris independen dalam hal ini, bisa jadi tidak menjalankan tugasnya sama sekali atau bahkan tidak memiliki wewenang

sama sekali di perusahaan. Seperti kita ketahui, di Indonesia walaupun perusahaan publik tapi tetap saja merupakan perusahaan keluarga yang sahamnya dominan dikuasai oleh keluarga tertentu. Bisa jadi aturan seperti di Bank Umum misalnya bahwa komisaris independen harus mengerti manajemen risiko bank minimal sampe level 2, juga harus diterapkan di perusahaan-perusahaan yang menerbitkan sukuk dan atau obligasi. Selain itu, juga bisa diusulkan untuk menambah jumlah minimal dewan komisaris independen sehingga keputusan yang diambil oleh Dewan Direksi benar-benar dimonitoring oleh dewan komisaris misalnya dengan menetapkan jumlah minimal lebih dari 50%. Apabila hal ini bisa diterapkan maka komisaris independen akan maksimal dalam melaksanakan kewajibannya.

Pengujian yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008) membuktikan bahwa hubungan *blockholder* dengan *yield* adalah positif signifikan, artinya semakin banyak *blockholder*, *yield* akan semakin tinggi. Kepemilikan institusional memiliki hubungan yang negative signifikan dengan *yield*. Artinya semakin besar persentasi kepemilikan institusi sektor keuangan pada suatu perusahaan, *yield* yang dihasilkan obligasi perusahaan akan semakin kecil. Dari segi transparansi keuangan dan kualitas laporan keuangan hanya proksi auditor dari KAP Big 4 yang hubungannya negatif signifikan dengan *yield*. Sedangkan komite audit tidak signifikan.

Penelitian yang dilakukan oleh Setyapurnama dan Norpratiwi (2006) menunjukkan bahwa terdapat hubungan yang negatif antara komisaris independen dan *yield*. Jumlah komisaris independen yang semakin tinggi diharapkan dapat memaksimalkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang semakin tinggi akan menurunkan tingkat risiko dan menaikkan harga jual obligasi, sehingga *yield* obligasi semakin rendah. Komite audit berpengaruh secara negatif antara komite audit dengan *yield*. Hasil ini menunjukkan bahwa keberadaan komite audit akan menurunkan risiko perusahaan. Keberadaan komite audit meningkatkan nilai perusahaan, sehingga investor akan bersedia membeli obligasi dengan harga yang lebih tinggi. Dengan demikian, jika risiko perusahaan rendah, harga obligasi tinggi, maka *yield* yang ditawarkan akan semakin rendah.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

5.1 Kesimpulan

Penelitian ini ingin melihat apakah penerapan *good corporate governance* mempengaruhi risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi di Indonesia. Risiko kredit diukur dengan peringkat sukuk dan Debt to Equity Ratio (DER). Penerapan GCG dalam penelitian ini diukur dengan jumlah *blockholder* (pihak yang memiliki jumlah saham > 5%), persentase komisaris independen, komite audit dan kualitas audit yang ditentukan dengan menggunakan KAP Big 4 atau tidak. Penelitian ini menemukan bukti bahwa penerapan GCG dapat digunakan untuk menjelaskan risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah setelah mempertimbangkan beberapa karakteristik perusahaan seperti ROE dan ukuran perusahaan.

1. Model I menggunakan multinomial logit yang menunjukkan nilai Pseudo R^2 rata-rata sekitar 60%. Hal ini menandakan bahwa peringkat sukuk dapat dijelaskan oleh variabel independen praktik CG dan karakteristik perusahaan sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Nilai ini tidak cukup tinggi tapi jika dibandingkan dengan penelitian terdahulu maka model dari penelitian ini cukup baik. Faktor lain yang mempengaruhi peringkat antara lain risiko industri, posisi pasar, dan lingkungan operasional, arus kas dan fleksibilitas keuangan, arti penting industri/perusahaan bagi pemerintah/perekonomian, dan faktor lainnya (www.pefindo.com). Hanya terdapat satu variabel yang signifikan terhadap peringkat sukuk yaitu ukuran perusahaan sedangkan tidak satupun dari praktik GCG yang signifikan pada level 5%. Hal ini sesuai dengan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Rinaningsih (2008).
2. Penerapan GCG berpengaruh terhadap DER sebagai proksi dari risiko kredit. Proksi GCG yang berpengaruh secara signifikan adalah *blockholder* dan KAP. Sedangkan variabel komisaris independen berpengaruh signifikan pada level 10%. Terdapat hubungan yang positif antara *blockholder* dan DER. KAP juga memiliki hubungan yang positif dengan DER. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi awal. Pada saat DER tinggi, maka *blockholder* dan KAP harus menjadi ekstra hati-hati

dalam melihat kinerja perusahaan dan segala sesuatu yang terkait dengan kepatuhan perusahaan baik itu dari segi pemenuhan peraturan pasar modal, peraturan perseroan terbatas dan aturan-aturan lain semisal pencatatan pembukuan dan lainnya.

3. Penerapan GCG berpengaruh terhadap yield sukuk ijarah korporasi. Walaupun nilai R^2 sangat kecil tapi masih dapat diterima karena memang variabel GCG bukan merupakan faktor yang utama yang mempengaruhi nilai *yield*. Faktor yang mempengaruhi *yield* salah satunya adalah likuiditas berdasarkan penelitian yang dilakukan oleh Nurfauziah dan Setyarini (2004). Secara keseluruhan berdasarkan Uji F signifikan pada level 5% tapi hanya ada dua variabel yang signifikan yaitu komisaris independen dan size. Tanda koefisien independen seharusnya positif tapi hasilnya malah sebaliknya. Komisaris independen dalam hal ini, bisa jadi tidak menjalankan tugasnya sama sekali atau bahkan tidak memiliki wewenang sama sekali di perusahaan. Hal ini mungkin menyebabkan tanda positif antara komisaris independen dan *yield*.

3.2 Keterbatasan dan Saran

Penelitian ini memiliki keterbatasan-keterbatasan antara lain pada data yang digunakan yang sangat sedikit karena sukuk merupakan produk baru di pasar keuangan syariah di Indonesia, jadi memang masih sangat sedikit data yang tersedia. Selain itu, masih belum komprehensif variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Mungkin hal ini yang menyebabkan hasil penelitian secara keseluruhan agak berbeda dari penelitian-penelitian terdahulu. Mungkin jika menggunakan data yang banyak akan menghasilkan hasil yang berbeda.

Keterbatasan yang lain adalah data peringkat sukuk yang relatif rata-rata cukup tinggi yaitu yang tergolong *investment grade*, tidak satupun dalam penelitian ini yang tergolong *speculative grade* sehingga mungkin saja hasil yang diperoleh tidak sesuai prediksi disebabkan oleh hal ini.

Untuk penyempurnaan penelitian ini dan pengembangan ilmu pengetahuan, penulis mengajukan saran bagi pihak-pihak yang berkepentingan sebagai berikut:

1. Bagi dunia akademik

- a. Penerapan GCG terbukti berpengaruh terhadap risiko kredit dan *yield* sukuk ijarah korporasi. Hasil penelitian sejenis masih belum konsisten, untuk itu diperlukan penelitian yang lebih mendalam dengan menggunakan proksi lain dari penerapan GCG seperti CG index, jumlah dewan komisaris, kepemilikan institusional dan variabel lainnya yang lebih komprehensif sebagai tambahan dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini.
- b. Memperbanyak sampel yang akan digunakan dalam penelitian selanjutnya karena data dalam penelitian ini sangat terbatas.

2. Bagi regulator

Hasil penelitian yang membuktikan bahwa adanya korelasi positif antara komisaris independen dan *yield*. Hal ini tidak sesuai dengan prediksi awal. Penulis menyarankan kepada pihak yang berwenang untuk membuat aturan baru mengenai jumlah minimal komisaris independen 50% (seperti aturan yang berlaku di bank umum) dan persyaratan yang harus dimiliki oleh calon dewan komisaris misalnya calon dewan komisaris independen harus memiliki kapabilitas dalam manajemen risiko minimal level 2 dan atau memiliki gelar akademik di bidang keuangan. Hal ini dimaksudkan agar dapat memahami dan memantau kewajiban-kewajiban perusahaan sebagai perusahaan publik yang mengeluarkan instrumen ke publik.

3. Bagi manajemen perusahaan

Penerapan GCG dalam perusahaan bukan hanya sekedar menjalankan kepatuhan atas peraturan perundang-undangan yang berlaku, akan tetapi mengarahkan perusahaan untuk memperoleh nilai tambah bagi stakeholder yang ada. Dengan demikian informasi yang diperoleh dari hasil penelitian dapat dijadikan rujukan bagi perusahaan dalam mencapai tujuan perusahaan dan terjaganya kelangsungan perusahaan.

DAFTAR REFERENSI

I. Buku/Jurnal Ilmiah/Ensiklopedia/Disertasi/Tesis

- Abdullah, Mal An. 2010. *Corporate Governance Perbankan Syariah di Indonesia*. Yogyakarta : Ar-Ruzz Media.
- Al-Quran dan Terjemahan.
- Anshori, Abdul Ghofur. 2008. *Penerapan Prinsip Syariah dalam Lembaga Keuangan Lembaga Pembiayaan dan Perusahaan Pembiayaan*. Yogyakarta : Pustaka Pelajar.
- Ashbaugh, Hollis dkk. 2004. *The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings*. www.ssrn.com
- Bhojraj, S., and P. Sengupta. 2003. *Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. www.ssrn.com
- Burhanuddin S. 2009. *Pasar Modal Syariah : Tinjauan Hukum*. Yogyakarta : UII Press Yogyakarta.
- Chapra, M. Umer dan Habib Ahmed. 2008. *Corporate Governance Lembaga Keuangan Syariah*. Jakarta : PT Bumi Aksara.
- Effendi, Muh Arief. 2009. *The Power of Good Corporate Governance Teori dan Implementasi*. Jakarta : Penerbit Salemba Empat.
- Farhani, Dina. 2006. *Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Kinerja Pasar Perusahaan-perusahaan di Indonesia (Penelitian Empiris di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004)*. Tesis Magister Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Harahap, Sofyan Syafri. 1998. *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta : PT Rajagrafindo Persada.
- Huda, Nurul & Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Edisi Revisi. Jakarta : Kencana Prenada Media Group.
- Kaihatu, Thomas S. 2006. *Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia*, Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan, Vol. 8, No. 1, Maret 2006:1-9. Universitas Kristen Petra Surabaya.

- Kawedar, Warsito dkk. 2009. *Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Pengungkapan Corporate Governance Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index*. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Ekobis, Vol. 9 No. 2 Juli 2009 : 239-250, Fakultas Ekonomi Unissula Semarang.
- Nachrowi, Nachrowi Djalal & Hardius Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta : Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Nachrowi, Nachrowi Djalal & Hardius Usman. 2002. *Penggunaan Teknik Ekonometri*. Jakarta : PT Raja Grafindo Persada.
- Nafik, Muhammad. 2009. *Bursa Efek dan Investasi Syariah*. Jakarta : PT Serambi Ilmu Semesta.
- Pramono, Sigit. 2008. *Corporate Governance in Islamic Bank: Critical Issues and the Suitability of Conventional Corporate Governance Mechanism*. Jurnal Islamic Economics and Finance Journal, Vol. 01 No. 1, Juli 2008. Sekolah Tinggi Ekonomi Islam SEBI.
- Priyanto, Duwi. 2009. *5 Jam Belajar Olah Data dengan SPSS 17*. Yogyakarta : Penerbit Andi.
- Radhi, Sayid Syarif. 2008. *Nahjul Balaghah*, Cetakan Kedua. Jakarta : Penerbit Lentera.
- Reilly, Frank K. 1994. *Investment Analysis and Portfolio Management Fourth Edition*. United States of America : The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers.
- Rinaningsih. 2008. *Pengaruh Praktek Corporate Governance terhadap Risiko Kredit, Yield Surat Hutang (Obligasi)*. Simposium Nasional Akuntansi XI.
- Setyaningrum, Diah. 2005. *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia*. Tesis Pascasarjana Fakultas Ekonomi, Program Studi Ilmu Manajemen, Universitas Indonesia.
- Setyapurnama, Yudi Santara dan A.M Vianey Norpratiwi. 2006. *Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi*.

Sholahuddin, Muhammad & Lukman Hakim. 2008. *Lembaga Ekonomi dan Keuangan Syariah Kontemporer*. Surakarta : Muhammadiyah University Press.

Tunggal, Amin Widjaja. 2007. *Corporate Governance (Suatu Pengantar)*. Jakarta : Harvarindo.

Wahid, Nazaruddin Abdul. 2010. *Sukuk, Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta : Ar-ruz Media.

Zarkasyi, Moh. Wahyudin. 2008. *Good Corporate Governance pada Badan Usaha Manufaktur, Perbankan, dan Jasa Keuangan Lainnya*. Bandung : Penerbit Alfabeta.

II. Koran/Majalah

Daniri, Mas Achmad, Angela Indirawati Simatupang. 2009. *Penerapan Good Corporate bagi Perusahaan Efek*. Koran Tempo Edisi 17 Maret 2009.

III. Peraturan Perundang-undangan

Fatwa-fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia.

IV. Internet

Agustianto. 2008. *Good Corporate Governance di Bank Syariah*.
<http://agustianto.wordpress.com/2008/01/05/good-corporate-governance-di-bank-syari%E2%80%99ah/>.

Asytuti, Rinda. 2010. *Implementasi Good Corporate Governance di Lembaga Keuangan Syariah*.
<http://rindaasytuti.wordpress.com/2010/06030/implementasi-good-corporate-governance-di-lembaga-keuangan-syariah/>

<http://www.idx.co.id/Home/ProductAndServices/ShariaMarket/ShariaProducts/tabid/157/language/en-US/Default.aspx>

<http://www.iicg.org/index.php?option=comcontent&task=view&id=53&itemid=1>

http://fcgi.or.id/en/gc_articles.shtml>

<http://www.pefindo.com>

<http://www.ssrn.com>

LAMPIRAN

Tabel 1
Peringkat surat utang/sukuk

Peringkat	Klasifikasi	Kategori
idAAA	7	<i>Investment</i>
idAA+	6	<i>Investment</i>
idAA	6	<i>Investment</i>
idAA-	6	<i>Investment</i>
idA+	5	<i>Investment</i>
idA	5	<i>Investment</i>
idA-	5	<i>Investment</i>
idBBB+	4	<i>Investment</i>
idBBB	4	<i>Investment</i>
idBBB-	4	<i>Investment</i>
idBB+	3	<i>Speculative</i>
idBB	3	<i>Speculative</i>
idBB-	3	<i>Speculative</i>
idB+	2	<i>Speculative</i>
idB	2	<i>Speculative</i>
idB-	2	<i>Speculative</i>
idCCC	1	<i>Speculative</i>
idCCC	1	<i>Speculative</i>
idSD, idD.	1	<i>Speculative</i>

Tabel 2
Variabel Independen dan Variabel Kontrol

Variabel Independen	Definisi
	<i>Good Corporate Governance</i>
Blockholder	Jumlah <i>blockholder</i> yaitu jumlah kepemilikannya sebesar 5% atau lebih
Kap	Dummy variabel, 1 jika diaudit oleh KAP Big 4 dan 0 jika diaudit oleh KAP lainnya
Kom_ind	Persentase jumlah komisaris independen
Komite	Dummy variabel, 1 jika memiliki komite audit dan 0 jika tidak memiliki komite audit
Variabel Kontrol	Karakteristik Perusahaan
Roe	<i>Return on Equity</i> (laba bersih dibagi dengan total ekuitas)
Size	Total aset tetap dibagi dengan total aset
Int_cov	<i>Interest coverage</i> (pendapatan operasional sebelum depresiasi dibagi dengan biaya bunga)

OUTPUT SPSS
VARIABEL DEPENDEN : PERINGKAT/RATING

Case Processing Summary

		N	Marginal Percentage
rating	0	4	8,2%
	1	14	28,6%
	2	31	63,3%
kap	0	7	14,3%
	1	42	85,7%
Valid		49	100,0%
Missing		0	
Total		49	
Subpopulation		23(a)	

a The dependent variable has only one value observed in 19 (82,6%) subpopulations.

Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	73,803			
Final	20,362	53,441	10	,000

Pseudo R-Square

Cox and Snell	,664
Nagelkerke	,812
McFadden	,640

Likelihood Ratio Tests

Effect	Model Fitting Criteria	Likelihood Ratio Tests		
	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	df	Sig.
Intercept	20,362(a)	,000	0	.
blockhoder	24,063	3,701	2	,157
kom_ind	20,580(b)	,218	2	,897
roe	33,135	12,772	2	,002
size	22,660	2,298	2	,317
kap	20,701	,339	2	,844

Lampiran (lanjutan)

a This reduced model is equivalent to the final model because omitting the effect does not increase the degrees of freedom.

b Unexpected singularities in the Hessian matrix are encountered. This indicates that either some predictor variables should be excluded or some categories should be merged.

rating(a)		B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
		Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound	Lower Bound	Upper Bound
0	Intercept	699,584	9022,728	,006	1	,938			
	blockhoder	212,994	6907,439	,001	1	,975	3,176E+092	,000	.(b)
	kom_ind	-2843,666	67269,629	,002	1	,966	,000	,000	.(b)
	roe	-2024,810	52918,434	,001	1	,969	,000	,000	.(b)
	size	36,996	25878,279	,000	1	,999	116677550,000	,000	.(b)
	[kap=0]	844,273	,000	.	1	.	.(b)	.	.
	[kap=1]	0(c)	.	.	0	.	.	.	.
1	Intercept	,198	3,263	,004	1	,952			
	blockhoder	2,550	1,426	3,199	1	,074	12,813	,783	209,620
	kom_ind	4,740	10,339	,210	1	,647	114,388	1,81E-007	72305003535,512
	roe	-13,256	6,480	4,185	1	,041	1,75E-006	5,34E-012	,573
	size	-4,742	3,342	2,014	1	,156	,009	1,25E-005	6,096
	[kap=0]	-1,628	2,966	,301	1	,583	,196	,001	65,757
	[kap=1]	0(c)	.	.	0	.	.	.	.

Parameter Estimates

a The reference category is: 2.

b Floating point overflow occurred while computing this statistic. Its value is therefore set to system missing.

c This parameter is set to zero because it is redundant.

**OUTPUT SPSS
VARIABEL DEPENDEN : DER**

Variables Entered/Removed(b)

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	kom_ind, size, roe, blockhoder, kap(a)	.	Enter

a All requested variables entered.

b Dependent Variable: der

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,546(a)	,298	,216	,71050	1,974

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

b Dependent Variable: der

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	9,217	5	1,843	3,652	,008(a)
	Residual	21,707	43	,505		
	Total	30,924	48			

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

b Dependent Variable: der

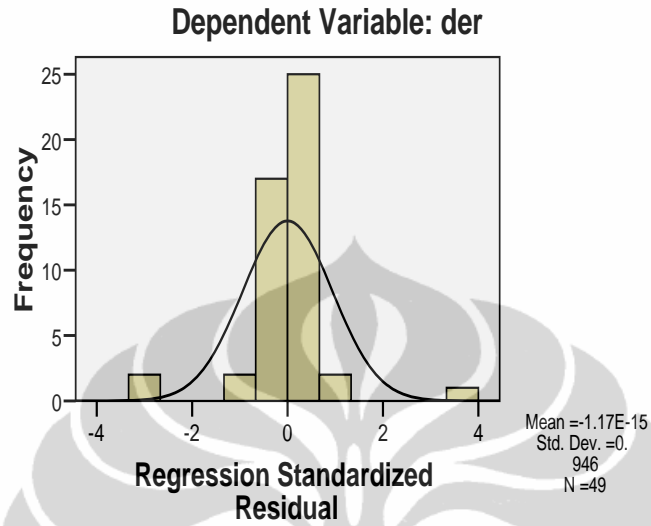
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF	B	Std. Error
1	(Constant)	-1,143	,735		-1,556	,127		
	blockhoder	,378	,184	,360	2,050	,046	,530	1,887
	roe	,014	,809	,003	,018	,986	,582	1,718
	size	,990	,594	,319	1,667	,103	,447	2,235
	kap	1,074	,418	,473	2,570	,014	,482	2,074
	kom_ind	2,717	1,421	,358	1,912	,063	,466	2,145

Coefficients(a)

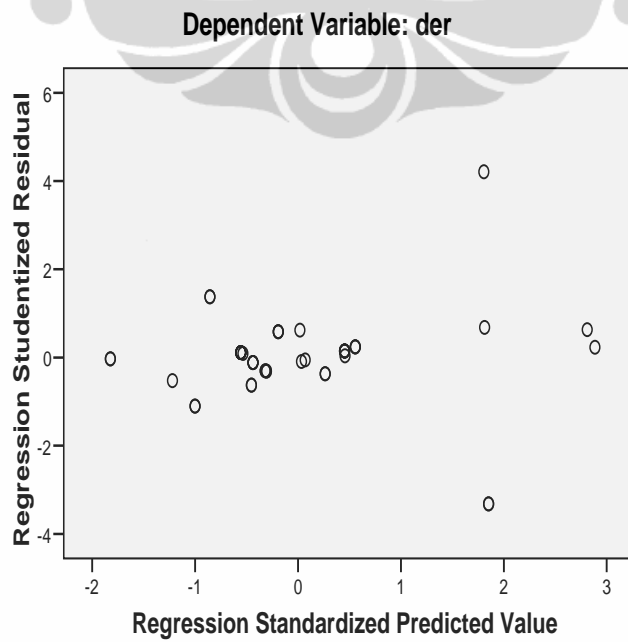
a Dependent Variable: der

Lampiran (lanjutan)

Histogram



Scatterplot



OUTPUT SPSS
VARIABEL DEPENDEN : YIELD

Model Summary(b)

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	,516(a)	,266	,181	1,78337	1,793

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

b Dependent Variable: yield

ANOVA(b)

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	49,679	5	9,936	3,124	,017(a)
	Residual	136,758	43	3,180		
	Total	186,436	48			

a Predictors: (Constant), kom_ind, size, roe, blockhoder, kap

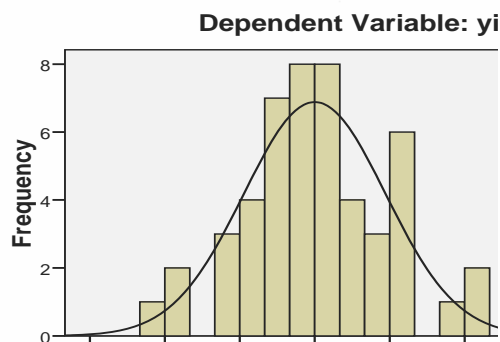
b Dependent Variable: yield

Coefficients(a)

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta	Tolerance	VIF	B	Std. Error
1	(Constant)	9,928	1,844		5,384	,000		
	blockhoder	-,568	,463	-,220	-1,228	,226	,530	1,887
	roe	,161	2,031	,014	,079	,937	,582	1,718
	size	-3,951	1,490	-,518	-2,651	,011	,447	2,235
	kap	1,064	1,048	,191	1,015	,316	,482	2,074
	kom_ind	7,769	3,567	,417	2,178	,035	,466	2,145

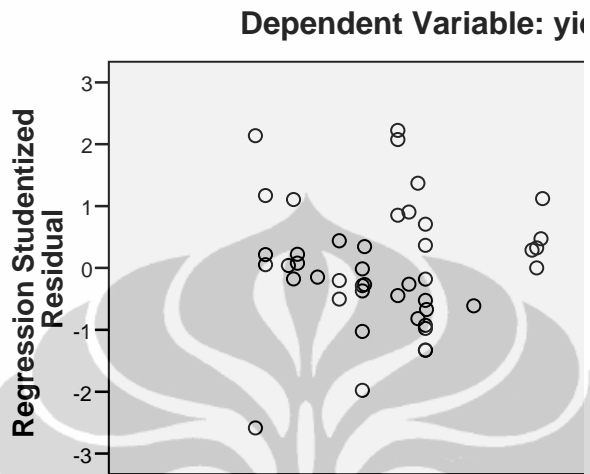
a Dependent Variable: yield

Histogram



Lampiran (lanjutan)

Scatterplot



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

