

# HUBUNGAN ANTARA JUMLAH *BLOCKHOLDER*, KUALITAS AUDIT DAN KOMISARIS INDEPENDEN DENGAN *YIELD* DAN RISIKO KREDIT *SUKUK IJARAH*

Richard Nando Ikeyana  
Bety Nur Achadiyah

Universitas Negeri Malang

**Abstrak:** Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan antara jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen dengan *yield* dan risiko kredit sukuk ijarah. Data diperoleh dari statistik sukuk yang dikeluarkan oleh BAPEPAM dan IBPA selama 2010–2012. Data dianalisis dengan menggunakan analisis *canonical correlation*. Hasil penelitian menunjukkan terdapat hubungan yang positif antara jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen dengan *yield* dan risiko kredit sukuk ijarah.

**Kata Kunci:** sukuk ijarah, *yield*, risiko kredit, jumlah *blockholder*, kualitas audit, komisaris independen

Pada akhir tahun 2012, *The Fed* selaku bank pemerintahan Amerika Serikat (AS) berencana untuk menghentikan stimulus pembelian US *Treasury Bond* (Future, edisi Agustus 2013). Meskipun hanya sebatas rencana, kalangan investor menganggap rencana tersebut sebagai suatu *bad news* sehingga mereka khawatir akan adanya krisis ekonomi yang dapat menyebabkan risiko investasi semakin besar. Secara tidak langsung, hal tersebut membuat para investor terutama dari negara maju seperti Amerika Serikat menarik modalnya untuk menghadapi krisis global di negaranya masing-masing. Dalam konteks ekonomi, pengambilan dana asing dalam jumlah besar akan menyebabkan ketidakstabilan kurs di negara-negara berkembang termasuk Indonesia.

Turunnya nilai kurs rupiah terhadap dolar hingga ke level 9.679 rupiah di akhir tahun 2012 merupakan bukti konkret bahwa ekonomi Indonesia masih terlalu lemah terhadap tekanan global (Kontan, Januari 2013). Berdasarkan data Bloomberg, selama tahun 2012 posisi terlemah rupiah terjadi pada 26 Desember 2012 lalu, yakni berada pada level 9.799. Sementara, posisi terkuat rupiah terjadi pada 25 Januari 2012, di mana mata uang rupiah berada di level 8.888. Secara langsung, masalah tersebut dapat mengganggu pertumbuhan ekonomi Indonesia terutama pada sektor perdagangan, keuangan dan investasi.

Hal tersebut terlihat dari perubahan perkiraan ekonomi ditahun 2013 sebesar 6,3% yang tereduksi menjadi 5,2%. Selain itu, turunnya nilai kurs rupiah terhadap dolar akan meningkatkan beban yang ditanggung oleh perusahaan akibat naiknya nilai pinjaman luar negeri. Secara berkala, masalah tersebut menyebabkan tingkat risiko investasi terlalu besar sehingga menurunkan *investment grade* yang dimiliki Indonesia.

Dalam pelaksanaan pembangunan ekonomi pada suatu negara, diperlukan berbagai macam pembiayaan di pasar modal sebagai bahan utama dalam pembentukan portofolio yang menguntungkan dalam mengurangi tingkat risiko dari tekanan ekonomi global. Faktor tersebut yang kemudian membuat beberapa pembiayaan alternatif seperti efek syariah, obligasi pemerintah dan reksadana mulai diminati karena memiliki risiko yang lebih kecil. Berdasarkan statistik efek yang dikeluarkan Bapepam pada Mei 2013, diketahui bahwa sukuk merupakan pembiayaan alternatif yang paling diminati setelah reksadana. Hal tersebut dikarenakan sukuk memiliki risiko yang lebih kecil daripada saham maupun obligasi karena dijamin oleh pemerintah dan berbasis syariah. Selain itu, *yield* sukuk cenderung stabil dibandingkan efek lainnya. Prinsip dasar sukuk di mana kreditur memberikan dana kepada debitur untuk menjalankan

suatu proyek yang kemudian keuntungannya dibagi dua juga sesuai dengan syariah Islam.

Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN/MUI/IX/2002, dijelaskan bahwa yang dimaksud dengan sukuk (obligasi syariah) merupakan surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil (*margin/fee*) serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Sukuk yang pertama kali terbit di BEI adalah sukuk PT Indosat Tbk. yang diterbitkan pada September 2002 yang menggunakan akad mudharabah.

Dalam penerbitannya, sukuk tersebut menggunakan fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN)-MUI no. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah dan No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah mudharabah sebagai landasannya. Sedangkan untuk sukuk dengan menggunakan akad ijarah terbit pada tahun 2004 dengan berdasar pada fatwa No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah.

Berdasarkan statistik pertumbuhan sukuk tahun 2013 yang dikeluarkan oleh Badan Pusat Statistika (BPS), dapat diketahui bahwa sukuk ijarah lebih diminati daripada sukuk dengan akad mudharabah. Hal tersebut dikarenakan sukuk ijarah memiliki imbal hasil yang stabil dan risiko lebih kecil. Pada prakteknya, sukuk ijarah sama dengan obligasi ber kupon tetap karena memberikan imbal hasil yang besarnya sama setiap periode. Sementara sukuk mudharabah mirip dengan obligasi ber kupon variabel karena imbal hasil yang diberikan lebih fluktuatif. Perbedaannya, jika obligasi ber kupon variabel tergantung fluktuasi suku bunga, maka sukuk mudharabah tergantung keuntungan perusahaan/proyek yang dijaminakan dalam sukuk.

Dalam penerapannya, pembiayaan syariah yang menggunakan sistem bagi hasil sering kali menimbulkan *agency problem*. Hal tersebut dikarenakan *yield* yang diperoleh bergantung pada keberhasilan proyek yang dibiayai oleh sukuk tersebut. Berbeda dengan obligasi konvensional, di mana investor berhak mengajukan klaim meski neraca perusahaan sedang negatif sehingga pemegang sukuk selaku *principal* memiliki kepentingan yang lebih besar dibandingkan pemegang obligasi konvensional. Selain itu, para investor beranggapan bahwa dengan risiko yang lebih besar dari obligasi pemerintah, sukuk memberikan imbal hasil (rata-rata 6%) yang

terlalu kecil dibandingkan *BI Rate* pada bulan Desember 2013 sebesar 7,75%. Meskipun *yield* yang diberikan lebih tinggi namun selisihnya tidak terlalu signifikan. Salah satu upaya untuk mengatasi masalah tersebut adalah dengan menerapkan *Good Corporate Governance (GCG)* yang dapat mengurangi risiko perusahaan terutama risiko kredit namun meningkatkan *yield* sukuk ijarah (Rinaningih, 2008).

GCG pada dasarnya merupakan suatu sistem (*input, process, output*) dan seperangkat peraturan yang mengatur hubungan antara berbagai pihak yang berkepentingan (*stakeholders*). Hariani (2011) menjelaskan bahwa penerapan GCG dapat dilihat dari, (1) struktur dan pengaruh kepemilikan, (2) pengaruh transparansi dan pengungkapan informasi, dan (3) struktur dewan komisaris. Struktur dan pengaruh kepemilikan dapat diukur dengan jumlah *blockholder* yaitu pemegang saham 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-four* atau tidak). Struktur dewan komisaris diukur dengan persentase keberadaan dewan komisaris independen dalam perusahaan sampel (Hariani, 2011).

Pada umumnya jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen pada perusahaan tersebut akan meningkatkan tekanan terhadap manajemen sesuai dengan *agency theory*. Hal tersebut dikarenakan jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen memberikan pengawasan dan intervensi yang ketat dalam keputusan manajer sehingga dapat menekan kepentingan manajer selaku *agent*. Dengan begitu akan meminimalisir kemungkinan terjadinya *agency problem* karena besarnya pengawasan terhadap manajer untuk tidak mengambil keputusan yang dapat merugikan pemegang saham (*principal*). Namun, saat tekanan terhadap manajemen (*agent*) terlalu besar, hal tersebut dapat membuat kinerja manajer terganggu dan terlalu lama dalam mengambil keputusan yang tepat. Disinilah pentingnya penerapan GCG dalam mensejahterakan antara tujuan *agent* dan *principal* untuk mengatasi *agency problem*. Dengan mekanisme GCG, biaya agensi (*agency cost*) dapat diminimalkan sehingga mengurangi risiko kredit yaitu dengan memonitor kinerja manajemen dan mengurangi asimetri informasi antara perusahaan dengan kreditur. *Blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen diduga memiliki korelasi dengan *yield* dan risiko kredit.

*Yield* obligasi merupakan variabel penting dalam transaksi sukuk bagi investor. Investor selalu menanyakan *yield* yang akan diperolehnya bila membeli obligasi dengan harga tertentu. Ada beberapa jenis *yield* yang digunakan investor dalam menilai obligasi diantaranya *bonway*, *current yield (CR)* dan *yield to maturity (YTM)* (Rudiyanto, 2012). Sedangkan risiko kredit adalah bentuk ketidakmampuan suatu perusahaan, institusi, lembaga maupun pribadi dalam menyelesaikan kewajiban-kewajibannya secara tepat waktu baik pada saat jatuh tempo maupun sesudah jatuh tempo. Terdapat dua jenis risiko kredit berdasarkan waktunya yaitu yang bersifat jangka pendek (*short term risk*) dan yang bersifat jangka panjang (*long term risk*). Risiko kredit (*default risk*) dapat diukur dengan peringkat surat utang dan *Debt Equity Ratio (DER)* (Billings, 1999 dalam Rinaningsih, 2008). Dari nilai DER dapat dilihat seberapa besar kekayaan perusahaan yang dapat digunakan dalam memenuhi kewajibannya.

*Blockholder* diduga memiliki korelasi dengan *yield* dan risiko kredit. *Blockholder* merupakan pemilik saham dengan kepemilikan di atas 5% sehingga memiliki kepentingan yang lebih besar dibanding pemegang saham lainnya. Karena hal tersebut, *blockholder* tidak menyetujui adanya kebijakan hutang yang dapat meningkatkan risiko kredit. Akibatnya modal perusahaan lebih didominasi ekuitas dibandingkan liabilitas sehingga nilai DER besar. Nilai DER yang besar menunjukkan bahwa risiko yang dimiliki perusahaan besar. Meskipun begitu, dengan semakin banyaknya jumlah *blockholder* membuat RUPS memiliki lebih banyak suara yang bervariasi. Akibatnya pengawasan terhadap fungsi manajemen semakin tinggi sehingga pemaksimalan *yield* melalui keputusan RUPS dapat diterapkan dengan lebih baik. Rinaningsih (2008) menemukan adanya hubungan positif antara *blockholder* dengan *yield* yang diproksikan oleh YTM. Namun hal tersebut disanggah oleh Hariani (2011) yang menyatakan bahwa *blockholder* akan mengurangi risiko kredit perusahaan sehingga menurunkan imbal hasil. Mustikasari (2010) menyebutkan adanya pengaruh positif dari *blockholder* terhadap *bondway* dan risiko kredit yang diproksikan oleh peringkat utang.

Kualitas audit juga diduga memiliki korelasi dengan *yield* dan risiko kredit. Kualitas audit diproksikan dengan KAP *Big-four* dan KAP *non Big-four*. KAP *Big-four* memiliki tingkat elektabilitas yang lebih tinggi dibandingkan KAP biasa sehingga membuat investor berasumsi bahwa perusahaan

yang diaudit oleh KAP *Big-four* memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan diaudit oleh KAP *non Big-four*. Salah satu indikator dalam menilai risiko perusahaan yang rendah adalah dengan melihat nilai DER yang kecil. Namun dengan adanya KAP *Big-four* sebagai auditor independen, secara tidak langsung akan menurunkan nilai *yield* dari efek yang diperdagangkan oleh perusahaan tersebut. Hal tersebut sesuai dengan hukum permintaan di mana semakin rendah resikonya maka semakin kecil keuntungan yang diperoleh. Hariani (2011) menyebutkan bahwa kualitas audit berpengaruh positif terhadap *yield* namun memberikan pengaruh negatif terhadap DER sebagai proksi risiko kredit. Hal tersebut berbeda dari Mustikasari (2010) yang menyebutkan bahwa kualitas berpengaruh negatif terhadap *bondway* sebagai proksi *yield* tetapi berpengaruh positif terhadap risiko kredit yang diproksikan oleh peringkat surat utang.

Komisaris independen juga diduga memiliki korelasi dengan *yield* dan risiko kredit. Komisaris merupakan legislatif dalam struktur organisasi perusahaan. Tugas utama dari komisaris adalah untuk melindungi hak-hak pemegang saham akibat perbedaan kepentingan antara *principal* dan *agent*. Adanya *agency problem* tersebut membuat keberadaan komisaris independen dalam struktur dewan komisaris sangat penting. Secara tidak langsung keberadaan komisaris independen dapat mengurangi risiko perusahaan sehingga nilai DER kecil. Namun, terkadang keberadaan dewan komisaris membuat pengawasan terhadap fungsi manajemen menjadi sangat ketat. Hal tersebut membuat manajer selaku agen mudah melakukan ekspansi sehingga keuntungan perusahaan dapat dimaksimalkan karena keberadaan komisaris independen mampu menekan adanya *agency problem*. Jadi pada dasarnya komisaris independen berpengaruh positif terhadap risiko kredit dan *yield*. Bhoraj dan Sengupta (2003) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan antara komisaris independen terhadap *yield*. Hanya saja tidak terlalu signifikan karena GCG bukan merupakan variabel utama yang mempengaruhi *yield*. Hariani (2011) menyebutkan bahwa komisaris independen berpengaruh positif terhadap risiko kredit yang diproksikan oleh DER.

Penelitian mengenai *Good Corporate Governance (GCG)* sebenarnya sudah cukup banyak, akan tetapi yang mengaitkan dengan risiko kredit dan *yield* masih sedikit terutama untuk sukuk. Penelitian ini merupakan replikasi dari Rinaningsih (2008)

yang meneliti mengenai pengaruh penerapan *Good Corporate Governance* terhadap risiko kredit dan *yield*. Akan tetapi penelitian tersebut hanya menjabarkan pengaruh GCG secara terpisah terhadap risiko kredit dan terhadap *yield*. Penelitian ini ingin melihat korelasi secara keseluruhan pengaruh GCG terhadap *yield* dan risiko kredit menggunakan *canonical correlation*. Rinaningsih (2008) menggunakan *yield to maturity* untuk menggambarkan *yield* obligasi yang telah lunas. Untuk melihat dampak langsung dari kondisi saat ini maka *yield* diprosikan dengan *bondway* yang selalu berubah sesuai dengan kondisi pasar. Selain itu, munculnya tuntutan mengenai perlunya penerapan GCG dalam menangani rendahnya emiten sukuk menjadi permasalahan kompleks, yang harus dicari solusinya. Adanya perbedaan antar penelitian terdahulu juga menjadi motivasi bagi peneliti untuk melakukan penelitian eksplanasi mengenai "Hubungan Antara Jumlah *Blockholder*, Kualitas Audit, dan Komisaris Independen dengan Yield dan Risiko Kredit Sukuk Ijarah"

## METODE

Penelitian ini menggunakan metode penelitian eksplanasi. Penelitian eksplanasi dikenal sebagai penelitian yang bertujuan untuk memberikan eksplanasi yakni mengungkapkan hubungan antara dua konsep variabel dari suatu fenomena sosial (Hamidi, 2007: 12).

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh *sukuk* yang tercatat di Bursa Efek Indonesia 2010–2012. Instrumen penelitian ini menggunakan data sekunder yang diperoleh langsung dari lembaga yang berwenang.

Uji hipotesis menggunakan *canonical correlation* karena variabel penelitian lebih dari satu serta terdiri dari variabel parametrik dan nonparametrik. Namun sebelumnya harus memenuhi uji linieritas, uji multikolinearitas, dan uji heteroskedastisitas sebagai persyaratan untuk melakukan uji *canonical correlation*. Hasil dari *canonical correlation* ditentukan oleh *canonical weight* dan *canonical loading*.

**Tabel 1. Deskripsi Statistik**

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
Bond way	57	4.28	13.73	9.6944	1.47713
DER	57	.29	2.72	1.6647	.63999
Jumlah Blockholder	57	1	4	1.79	.921
Komisaris Independen	57	.29	.67	.3954	.11301
Valid N (listwise)	57				

## HASIL

Deskripsi Statistik Analisis statistik deskriptif dilakukan agar dapat memberikan gambaran terhadap variabel-variabel yang digunakan dalam penelitian. Berdasarkan hasil pengolahan data dengan bantuan *SPSS (Statistical Package for Social Science)* versi 19.0 diperoleh deskripsi sampel sebagaimana tabel 1.

Dari tabel 1 diketahui bahwa jumlah data penelitian yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 57. Nilai *bondway* sebagai proksi *yield* memiliki rata-rata 9,69%. Nilai maksimum *bondway* dari data penelitian ini adalah 13,73% sedangkan nilai minimum adalah 4,28%. Semakin tinggi *bondway* semakin baik karena mengindikasikan kinerja manajemen yang bagus dalam mengelola perusahaan. Nilai minimum DER sebagai proksi risiko kredit adalah 0,29 dan nilai maksimumnya 2,72 sedangkan nilai rata-ratanya 1,66. Hal tersebut menunjukkan bahwa nilai DER perusahaan penerbit sukuk berada di atas rata-rata industri sebesar 1,12 sehingga dapat disimpulkan bahwa emiten sukuk memiliki risiko yang tinggi.

Sementara itu, untuk variabel dependen jumlah *blockholder* mempunyai rata-rata 2,00. Hal tersebut menunjukkan bahwa kepemilikan saham perusahaan telah terkonsentrasi karena dimiliki oleh dua pihak. Variabel independen yang terakhir adalah komisaris independen yang memiliki presentase rata-rata 39,54% dalam struktur dewan komisaris. Hal tersebut menunjukkan bahwa emiten *sukuk ijarah* sangat kurang memperhatikan keberadaan komisaris independen dengan rata-rata yang kurang dari 50%.

## Uji Linieritas

Dikarenakan variabel kualitas audit menggunakan *dummy variable* maka tidak perlu diuji linearitasnya. Sedangkan hasil pengujian linearitas untuk variabel lain menggunakan *SPSS 19* dapat dilihat pada tabel 2.

**Tabel 2. Uji Linieritas Jumlah Blockholder**

			Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Bond way * Jumlah Blockholder	Between Groups	(Combined)	2.806	3	.935	.415	.743
		Linearity	.275	1	.275	.122	.728
		Deviation from Linearity	2.532	2	1.266	.562	.573
Within Groups			119.381	53	2.252		
Total			122.187	56			
DER * Jumlah Blockholder	Between Groups	(Combined)	7.463	3	2.488	8.520	.000
		Linearity	6.380	1	6.380	21.851	.000
		Deviation from Linearity	1.083	2	.541	1.854	.167
Within Groups			15.474	53	.292		
Total			22.937	56			

Dari tabel 2 dapat dilihat bahwa signifikansi *deviation from linearity* dari jumlah *blockholder* terhadap *bondway* sebesar 0,573 dan terhadap DER sebesar 0,167. Karena nilai signifikansinya di atas 0,05 maka dapat dinyatakan lulus uji linearitas.

Hasil nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Hasil perhitungan nilai VIF juga menunjukkan bahwa tidak

**Tabel 3. Uji Linieritas Komisaris Independen**

			Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
Bond way * Komisaris Independen	Between Groups	(Combined)	14.334	5	2.867	1.356	.257
		Linearity	5.127	1	5.127	2.424	.126
		Deviation from Linearity	9.207	4	2.302	1.088	.372
Within Groups			107.853	51	2.115		
Total			122.187	56			
DER * Komisaris Independen	Between Groups	(Combined)	12.677	5	2.535	12.603	.000
		Linearity	8.893	1	8.893	44.205	.000
		Deviation from Linearity	3.784	4	.946	4.703	.300
Within Groups			10.260	51	.201		
Total			22.937	56			

Dari tabel 3 dapat dilihat bahwa signifikansi *deviation from linearity* dari komisaris independen terhadap *bondway* sebesar 0,372 dan terhadap DER sebesar 0,300. Karena nilai signifikansinya di atas 0,05 maka dapat dinyatakan lulus uji linearitas.

### Uji Multikolinieritas

Pada pengujian multikolinieritas terdapat dua model pengujian dikarenakan terdapat dua variabel dependen. Model pertama menggunakan *bondway* sebagai variabel dependen sedangkan model kedua menggunakan DER sebagai variabel dependen. Hasil pengujian multikolinieritas untuk persamaan satu dimana variabel dependennya adalah *bondway* dapat dilihat pada tabel 4.

**Tabel 4. Analisis Multikolinieritas Model Satu**

Model	Collinearity Statistik	
	Tolerance	VIF
1 <i>Blockholder</i>	0.428	2.338
Kualitas Audit	0.377	2.652
Komisaris Independen	0.262	3.810

ada variabel independen yang memiliki nilai VIF lebih dari 10. Jadi dapat disimpulkan bahwa tidak ada multikolinieritas antar variabel independen dalam model regresi persamaan satu.

Pada model kedua di mana variabel dependennya adalah *debt equity ratio* (DER) sebagai proksi dari risiko kredit, uji multikolinieritas dapat digambarkan pada tabel 5.

**Tabel 5. Uji Multikolinearitas Model Dua**

Model	Collinearity Statistik	
	Tolerance	VIF
2 Blockholder	0.428	2.338
Kualitas Audit	0.377	2.652
Komisaris Independen	0.262	3.810

a. Dependent Variable: DER

Dari hasil tabel 5 di atas dapat diketahui bahwa nilai *Variance In Flation (VIF)* dari masing-masing variabel independen sebesar 2,338 untuk jumlah *blockholder*; 2,652 untuk kualitas audit; dan 3,810 untuk komisaris independen. Selain itu, hasil nilai *Tolerance* menunjukkan tidak ada variabel independen yang memiliki nilai kurang dari 0,10 yang berarti tidak ada korelasi antar variabel independen yang nilainya lebih dari 95%. Karena hasil ketiga nilai VIF tersebut kurang dari 10, maka dapat disimpulkan bahwa model kedua dalam penelitian ini tidak mengandung multikolinearitas.

**Uji Heteroskedastisitas**

Hasil pengujian heteroskedastisitas pada persamaan regresi satu dapat dilihat pada gambar 1.

**Dependen Variable: ABS\_Bondway**

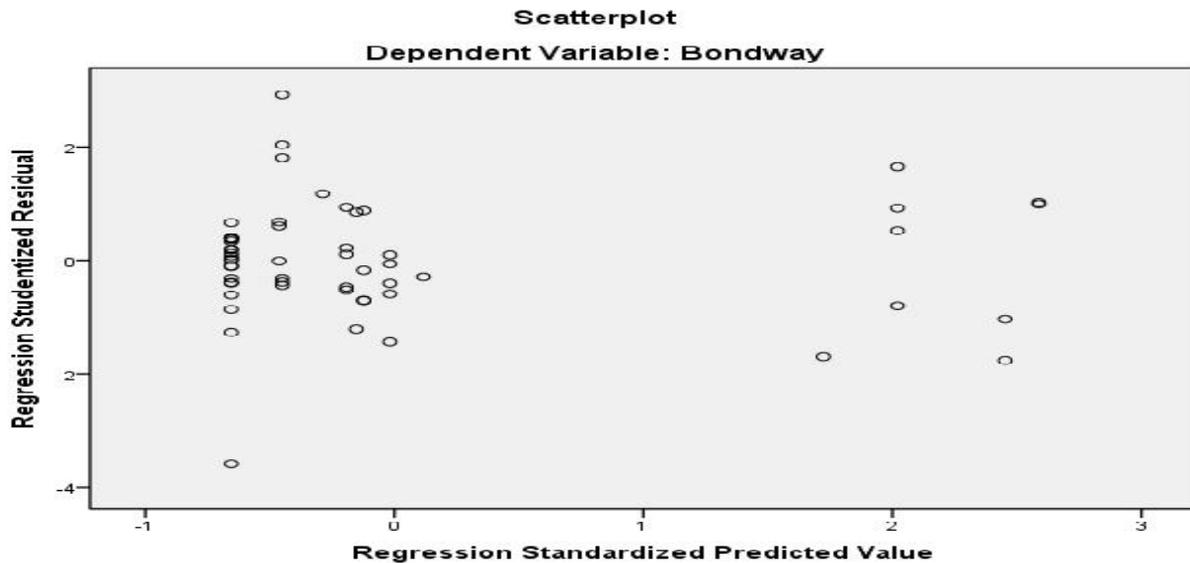
Dari tabel 6, terlihat bahwa signifikansi untuk uji *Glejser* semua variabel independen diatas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan satu tidak terjadi *heteroskedostisitas*.

Uji heteroskedositas dapat dilihat dari gambar diatas yang menunjukkan bahwa *plot* data telah menyebar dan tidak membentuk pola sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi heterokedostisitas. Namun, perlu suatu uji statistik, dalam hal ini uji *Glejser*, untuk memastikan kebenarannya.

Dari tabel 7, terlihat bahwa signifikansi untuk uji *Glejser* semua variabel independen di atas 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa persamaan satu tidak terjadi *heteroskedostisitas*.

**Uji Hipotesis (Canonical Correlation)**

Dengan melihat root ada dua fungsi kanonik yaitu fungsi 1 korelasi kanonik 0.688 dengan signifikansi 0,000 dan fungsi 2 korelasi kanonik 0,172 dengan signifikansi 0,452, Dari hasil tersebut dapat terlihat bahwa hanya fungsi 1 yang memiliki tingkat signifikansi di bawah 0,05. Oleh karena itu fungsi 1 dapat diproses lebih lanjut.Sedangkan fungsi 2 secara



**Gambar 1. Scatterplot Model Satu 11 Satu**

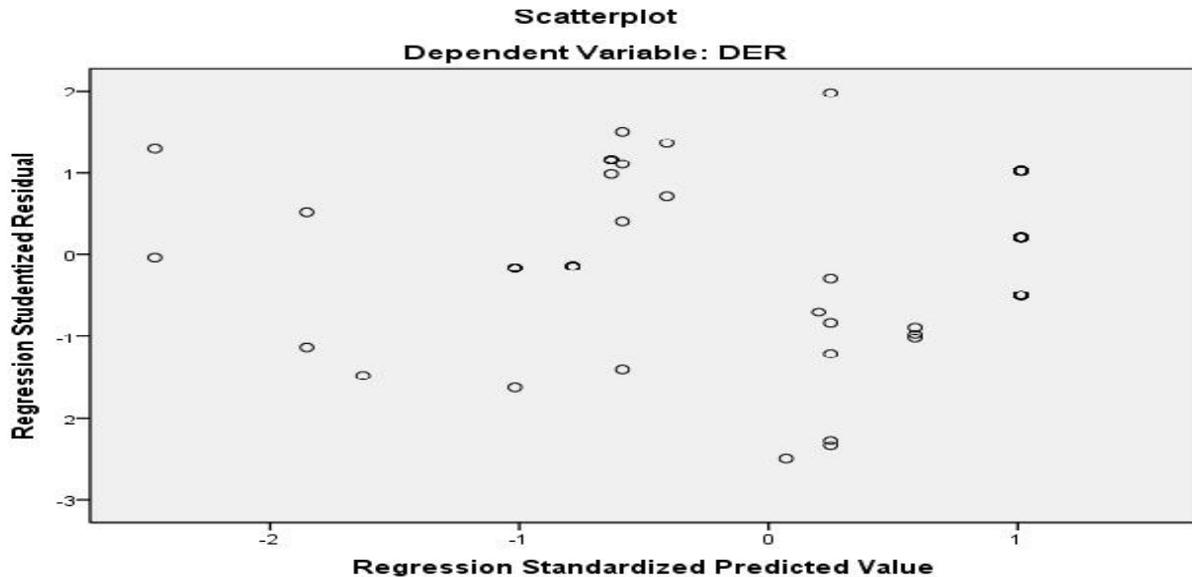
Dari gambar 1 dapat dilihat bahwa data telah menyebar sehingga memenuhi uji heteroskedositas. Namun untuk memastikan hasil *Scatterplot* perlu suatu uji statistik yaitu uji *Glejser*.Hasil dari uji *Glejser* dapat dilihat pada tabel 6.

individual tidak dapat diproses lebih lanjut. Selain itu diketahui nilai R square fungsi 1 sebesar 47% (0,687×0,687) dan sisanya dipengaruhi variabel lain.

Dengan menggunakan empat prosedur dari Pillais, Hotellings, Wilks, dan Roys, semua signifikansinya

Tabel 6. Uji Glejser Model Satu

Model	Unstandarized		Standardized	t	Sig.
	Coeffisients		Coeffisients		
	B	Std. Error	Beta		
1 (Constant)	1.699	1.079		1.575	.121
Blockholder	.037	.220	.034	.169	.867
Kualitas Audit	-.713	.587	-.264	-1.214	.230
Komisaris Independen	-.379	2.291	-.043	-.165	.869



Gambar 2. Scatterplot Model Dua

Tabel 7 Uji Glejser Model Dua

Model	Unstandarized		Standardized	T	Sig.
	Coeffisients		Coeffisients		
	B	Std. Error	Beta		
2 (Constant)	1.013	.295		3.439	.001
Blockholder	.092	.060	.306	1.529	.132
Kualitas Audit	-.372	.160	-.495	-2.322	.240
Komisaris Independen	-1.219	.626	-.498	-1.948	.057

Tabel 8. Perhitungan Individu Fungsi Kanonikal

Eigenvalues and Canonical Correlations					
Root No.	Eigenvalue	Pct.	Cum. Pct.	Canon Cor.	Sq. Cor
1	.89722	96.72337	96.72337	.68769	.47291
2	.03039	3.27663	100.00000	.17175	.02950
Dimension Reduction Analysis					
Roots	Wilks L.	F	Hypoth. DF	Error DF	Sig. of F
1 TO 2	.51154	6.90167	6.00	104.00	.000
2 TO 2	.97050	.80546	2.00	53.00	.452

**Tabel 9. Hasil Perhitungan Empat Prosedur**

MANOVA					
EFFECT .. WITHIN CELLS Regression					
Multivariate Tests of Significance (S = 2, M = 0, N = 25 )					
Test Name	Value	Approx. F	Hypoth. DF	Error DF	Sig. of F
Pillais	.50241	5.92682	6.00	106.00	.000
Hotellings	.92762	7.88475	6.00	102.00	.000
Wilks	.51154	6.90167	6.00	104.00	.000
Roys	.47291				
Note.. F statistic for WILKS' Lambda is exact.					

kurang dari 0,05. Dengan demikian jika digabung secara bersama-sama, kanonikal fungsi 1 dan fungsi 2 dapat diproses lebih lanjut.

Dari hasil pengujian individu dan bersama terdapat perbedaan korelasi kanonik yaitu terlihat pada tabel 8, dengan angka korelasi kanonik fungsi 1 = 0,688. Selain itu, fungsi 2 memiliki korelasi kanonik sebesar 0,172. Dikarenakan fungsi 1 memiliki angka korelasi kanonik yang paling tinggi dan signifikansinya baik secara individu maupun berkelompok sehingga analisis selanjutnya hanya menitik beratkan pada fungsi 1 saja.

Setelah melalui uji empat prosedur maka dapat berlanjut ke *canonical wight* dan *canonical loading* sebagai interpretasi hasil dari pengujian berkelompok. Perhitungannya dapat dilihat sebagai berikut:

### **Canonical Weight**

**Tabel 10. Canonical Weight**

Standardized canonical coefficients for DEPENDENT variables			
Function No.			
Variable	1	2	
Y1	-.22722	.97590	
Y2	.95959	.28845	
Standardized canonical coefficients for COVARIATES			
	CAN. VAR.		
COVARIATE	1	2	
X1		-.53589	-.45069
X2		.34348	-.91538
X3	-.42584	-.20294	

Dengan tidak memperhatikan fungsi 2, terlihat deretan angka korelasi antara masing-masing variabel dengan variatnya. Untuk variabel dependen hanya DER (Y2) selaku proksi dari risiko kredit yang memiliki nilai yang tinggi yaitu sebesar 0,960. Sedangkan untuk variabel independen hanya jumlah *blockholder* (X1) yang memiliki korelasi di atas 0.5 yaitu sebesar -0,536.

Selain dengan *canonical weight* interpretasi dilakukan dengan melihat besaran *canonical loading*.

### **Canonical Loading**

Pada tabel 9 hasil perhitungan *canonical loading* dengan hanya melihat fungsi 1 maka terlihat deretan angka korelasi *loading* masing-masing variabel dengan variabel variatnya. Untuk dependen variabel, ada satu angka yang tinggi yaitu 0,974 (DER). Sedangkan pada variabel independen ada tiga *canonical loading* yaitu -0,752 (jumlah *blockholder*), 0,578 (kualitas audit) dan -0,937 (komisaris independen).

Berdasarkan pada perhitungan *canonical loading* dan *canonical weight* di atas, maka diperoleh hasil sebagai berikut: (a) Dua variabel dependen dan 3

variabel independen memiliki hubungan yang signifikan. Dengan perkataan lain terdapat hubungan antara jumlah *blockholder*, kualitas audit, dan komisaris independen terhadap *yield* dan risiko kredit. (b) Variabel *bondway* sebagai proksi *yield* bernilai negatif sedangkan variabel DER sebagai proksi risiko kredit bernilai positif. Dari tiga variabel independen hanya kualitas audit yang memiliki pengaruh

Tabel 11. *Canonical Loading*

Correlations between DEPENDENT and canonical variables		
Function No.	1	2
Variable		
Y1	-.28788	.95767
Y2	.97395	.22676
Correlations between COVARIATES and canonical variables		
CAN. VAR.	1	2
Covariate		
X1	-.75158	-.61635
X2	.57766	-.81517
X3	-.93654	.11812

positif terhadap variabel dependen. Dengan demikian dapat diartikan jika audit dilakukan oleh KAP *Big-four* akan menurunkan nilai *yield* namun meningkatkan risiko kredit yang ada. Sedangkan jumlah *blockholder* dan komisaris independen berpengaruh positif. Hal tersebut dapat diartikan bahwa semakin besar jumlah *blockholder* dan presentase komisaris independen akan meningkatkan *yield* dan mengurangi risiko kredit.

## PEMBAHASAN

### Hubungan antara Jumlah *Blockholder*, Kualitas Audit, dan Komisaris Independen dengan *Yield* dan Risiko Kredit Sukuk Ijarah

Berdasarkan hasil pengolahan data menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara jumlah *blockholder*, kualitas audit, dan komisaris independen dengan *yield* dan risiko kredit. Walaupun secara individual tidak semua memiliki hubungan yang erat dan ada pula yang menunjukkan hubungan yang terbalik tetapi karena terdapat variabel independen dan dependen yang memiliki signifikansi tinggi maka dapat disimpulkan memiliki pengaruh secara bersama-sama. Apabila diperhatikan hubungan antara kelompok variabel independen dengan variabel dependen menunjukkan adanya keterkaitan. Hal tersebut sesuai dengan *agency theory* yang telah dikemukakan pada pengembangan hipotesis yang menyebutkan jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen memiliki hubungan dengan *yield* dan risiko kredit *sukuk ijarah* korporasi. Hal tersebut mengindikasikan bahwa H0 ditolak dan H1 diterima.

Analisis data menunjukkan bahwa *bondway* sebagai proksi *yield* bernilai negatif sedangkan variabel DER sebagai proksi risiko kredit bernilai positif. Dari tiga variabel independen hanya kualitas audit yang memiliki hubungan positif terhadap variabel dependen. Dengan demikian dapat diartikan jika

audit dilakukan oleh KAP *Big-four* akan menurunkan nilai *yield* namun meningkatkan risiko kredit yang ada. Pada dasarnya keberadaan KAP *Big-four* akan meningkatkan elektabilitas perusahaan dan akan mengurangi *agency problem* sehingga risiko turun. Dengan penurunan risiko sesuai hukum permintaan akan mengurangi nilai *yield*. Hanya saja, setelah kasus yang terjadi pada BLTA pada 2010 (Kompas, 22 Maret 2010) membuat pasar menjadi kurang percaya terhadap KAP *Big-four* sehingga kualitas audit yang memiliki hubungan negatif dengan risiko kredit menjadi hubungan positif.

Jumlah *blockholder* berhubungan positif dengan *yield* dan berhubungan negative dengan risiko kredit. Keberadaan *blockholder* akan meningkatkan kepentingan *principal* selaku pemegang saham. Semakin besar kepentingan *principal* akan memberikan tekanan bagi *agent* untuk membuat keputusan yang menguntungkan pemegang saham namun dengan risiko kredit yang kecil.

Keberadaan komisaris independen dalam struktur dewan komisaris memiliki hubungan positif dengan *yield* namun berhubungan negatif dengan risiko kredit. Fungsi dewan komisaris sebagai legislatif dan tugas independen untuk memberikan penilaian yang netral memberikan keuntungan tersendiri bagi *principal*. Secara internal, keberadaan dewan komisaris memiliki fungsi legislatif untuk melindungi hak-hak dari *principal* sehingga menekan risiko kredit. Selain itu tingginya pengawasan dengan prinsip netralitas dari komisaris independen membuat *agent* tidak keluar dari hasil rapat umum pemegang saham. Akibatnya imbal hasil (*yield*) yang diperoleh *principal* dapat dimaksimalkan.

## KESIMPULAN DAN SARAN

### Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan penerapan *good corporate governance*

yang dilihat dari jumlah *blockholder*, kualitas audit dan komisaris independen dengan *yield* dan risiko kredit sukuk ijarah korporasi di Indonesia. *Yield* diukur dengan *bondway* yang dikeluarkan oleh IBPA selaku lembaga resmi penilai obligasi. Sedangkan risiko kredit diukur dengan *debt to equity ratio* (DER). *Blockholder* dilihat dari jumlah pemilik saham di atas 5%, kualitas audit ditentukan dengan menggunakan KAP *Big-four* atau tidak dan komisaris independen dinilai dari presentase keberadaan komisaris independen. Sampel penelitian ini sebanyak 19 *sukuk ijarah* yang beredar selama tahun 2010 sampai 2012.

Berdasarkan pembahasan pada bab sebelumnya maka dapat ditarik suatu kesimpulan bahwa; terdapat hubungan antara jumlah *blockholder*, kualitas audit, dan komisaris independen dengan *yield* dan risiko kredit *sukuk ijarah*. Hanya saja, hubungan antara variabel independen dengan *yield* tidak signifikan yaitu sebesar 28,78%. Jumlah *blockholder* memberikan hubungan positif terhadap *yield* dan hubungan negatif terhadap risiko kredit. Keberadaan *blockholder* akan meningkatkan kepentingan *principal* sehingga mampu mempengaruhi keputusan *agent* yang menguntungkan tapi dengan risiko kredit yang kecil.

Kualitas audit memiliki korelasi negatif terhadap *yield* namun berhubungan positif terhadap risiko kredit. Emiten *sukuk ijarah* yang diaudit oleh KAP *Big-four* akan meningkatkan *agency cost* sehingga imbal hasil yang diperoleh turun. Munculnya kasus BLTA 2010 menyebabkan tingkat kepercayaan pasar terhadap KAP *Big-four* sebagai acuan kualitas audit turun sehingga risiko kredit semakin tinggi. Sedangkan presentase komisaris independen sebagai legislatif perusahaan akan meningkatkan kepentingan *principal* sehingga berkorelasi positif terhadap *yield* namun memberikan korelasi negatif terhadap risiko kredit.

## Saran

Berdasarkan hasil penelitian, maka ada beberapa implikasi yang perlu diperbaiki yaitu: (1) Kepada pemerintah perlu memisahkan antara obligasi dengan *sukuk*, meskipun memiliki prinsip yang sama namun secara konsep yang berbeda. Obligasi wajib dibayarkan emiten kepada investor sedangkan *sukuk* dibayar berdasarkan keberhasilan proyek yang dibiayai oleh *sukuk* tersebut. (2) Kepada Investor hendaknya memperhatikan jumlah *blockholder* dan kualitas audit perusahaan dalam

melakukan investasi pada *sukuk ijarah* karena terbukti memberikan hubungan yang signifikan terhadap risiko kredit perusahaan. (3) Bagi peneliti yang akan datang sebaiknya menambah variabel penerapan GCG seperti kepemilikan manajerial, kepemilikan intitusi, tingkat pendidikan karyawan, dll. Hal tersebut diperlukan karena penerapan GCG di Indonesia cenderung tetap sehingga perlu penambahan variabel agar lebih variatif. Selain itu, perlu untuk menambahkan periode penelitian untuk melihat hubungan yang lebih akurat.

## DAFTAR RUJUKAN

- Abdullah, M.A. 2010. *Corporate Governance Perbankan Syariah di Indonesia*. Yogyakarta: Ar-Ruzz Media.
- Agustianto. 2010. *Good Corporate Governance Pada Bank Syariah*. Skripsi. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Ashbaugh, H., dkk. 2004. *The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings*. <http://www.ssrn.com> (diakses 25 September 2013)
- Astuti, R. 2012. *Good Corporate Governance Dalam Perspektik Islam dan Penerapannya pada Bisnis Syariah di Indonesia*. Tesis. Makasar: Universitas Hasanudin.
- Ayub, M. "Corporate Governance and Dividend", *Munich Personal RePEc* 619. <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/619.pdf> (diakses 14 November 2013).
- Bhojraj dan Sengupta. 2003. *Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors*. Tesis. Jakarta: Universitas Indonesia
- Burhanuddin, S. 2009. *Pasar Modal Syariah: Tinjauan Hukum*. Yogyakarta: UII Press Yogyakarta.
- Daniri, M.A., Angela, I.S. 2009. "Penerapan Good Corporate bagi Perusahaan Efek." *Tempo*, 17 Maret 2009.
- Effendi, M.A. 2009. *The Power of Good Corporate Governance Teori dan Implementasi*. Jakarta: Penerbit Salemba Empat.
- Fatwa-Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia.
- Ghozali, I. 2006. *Aplikasi Analisis Multivariate dengan SPSS*, Cetakan Keempat. Semarang: Badan Penerbit Universitas Diponegoro
- Harahap, S.S. 1998. *Analisis Kritis atas Laporan Keuangan*. Jakarta: PT Rajagrafindo Persada.
- Hariani, D. 2011. *Pengaruh Penerapan Good Corporate Governance terhadap Risiko Kredit dan Yield Sukuk Ijarah Korporasi*. Tesis. Jakarta: Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Helmi, S. 2009. "Rasio-Rasio Keuangan Perusahaan." <http://shelmi.wordpress.com/2009/03/04/rasio-%E2%80%93-rasio-keuangan-perusahaan/>

- <http://www.idx.co.id/Home/ProductAndServices/ShariaMarket/ShariaProducts/tabid/157/language/en-US/Default.aspx>
- [http://www.iicg.org/index.php?option=com\\_content&task=view&id=53&Itemid=1](http://www.iicg.org/index.php?option=com_content&task=view&id=53&Itemid=1)
- [http://fcgi.or.id/en/gc\\_articles.shtml](http://fcgi.or.id/en/gc_articles.shtml)
- <http://www.pefindo.com>
- <http://www.ssrn.com>
- Huda, N., & Mustafa, E.N. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah, Edisi Revisi*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Holahuddin, M., & Lukman, H. 2008. *Lembaga Ekonomi dan Keuangan Syariah Kontemporer*. Skripsi. Surakarta: Muhammadiyah University.
- Iskandar, D.M. 2012. *Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di BEI 2008-2010*. Skripsi. Bandung: Universitas Tarumanegara.
- Jensen and Smith. 1984. *The Theory of Corporate Governance*. New York: McGraw-Hill Inc.
- Kaihatu, Thomas, S. 2006. Good Corporate Governance dan Penerapannya di Indonesia. Universitas Kristen Petra Surabaya. *Manajemen dan Kewirausahaan*, Vol. 8, No. 1, Maret 2006:1–9.
- Kawedar, W., dkk. 2009. Pengaruh Profitabilitas terhadap Tingkat Pengungkapan Corporate Governance Studi Empiris pada Perusahaan yang Terdaftar di Jakarta Islamic Index. Fakultas Ekonomi Unissula Semarang. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Ekobis*, Vol. 9 No. 2 Juli 2009:239–250.
- Klock, M.S. 2004. *Does Corporate Governance Matter to Bondholders*. United States of America. Washington: George Washington University.
- Kompas*, 22 Maret 2010.
- Mustikasari, G.I. 2010. *Pengaruh Mekanisme Good Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi*. Skripsi. Surakarta: Universitas Sebelas Maret.
- Nafik, M. 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*. Sekolah Tinggi Ekonomi Islam SEBI. *Jurnal Islamic Economics and Finance Journal*, Vol. 01 No. 1, Juli 2008.
- Reilly, F.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*.
- Rita, M.R. 2011. *Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal Indonesia*. Skripsi Salatiga: Universitas Kristen Satya Wacana.
- Rudiyanto. 2012. *Pelajaran dari Perubahan Yield Obligasi*. Kompas, 17 April 2012.
- Schleifer, A., and R. Vishny. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*(52), 737–783.
- Setyaningrun, D. 2005. *Pengaruh Mekanisme Corporate Governance terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia*. Tesis. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Setyapurnama, Y.S., dan A.M. Vianey, N. 2006. *Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi*. Tesis. Jakarta: Universitas Indonesia.
- Press. Tunggal, A.W. 2007. *Corporate Governance (Suatu Pengantar)*. Jakarta: Harvarindo.
- Wahid, N.A. 2010. *Sukuk, Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta: Ar-ruz Media.