

CORPORATE GOVERNANCE TERHADAP PERINGKAT SUKUK KORPORASI DI INDONESIA

Endri

ABFI Institute Perbanas Jakarta
Jl. Perbanas, Karet Kuningan, Setia Budi – Jakarta, 12940

Abstract

This study aims to estimate the influence of corporate governance mechanisms that are implemented through institutional ownership, independent commissioners, audit committees, managerial ownership, blockholder and the number of ratings of corporate sukuk in Indonesia during the 2007-2009 periods. This study uses multinomial logistic regression models because there are three categories of sukuk ratings, namely: AA, A, and BBB for 33 sample firms that issued sukuk in the Indonesia. The results of empirical studies have found that the audit committee and the number of blockholder as an indicator of corporate governance mechanisms affect the ranking of corporate sukuk significantly. To be able to increase the ranking of the sukuk is the study recommends that the existence of audit committees and the blockholder must be a serious concern for companies that issue a sukuk in improving the ranking of the sukuk issuance

Key words: *sukuk, rating, corporate governance, multinational logistic*

Obligasi syariah atau dikenal juga dengan nama sukuk masih terbilang baru sebagai instrumen investasi dalam pasar keuangan Indonesia. Obligasi syariah mempunyai persamaan karakteristik dengan obligasi konvensional. Perbedaan yang paling mendasar adalah obligasi syariah tidak menggunakan kupon dengan *fixed interest rate* dan emiten penerbit sukuk tidak akan terkait dengan bisnis yang dilarang Islam seperti bank konvensional, asuransi konvensional, dan lembaga keuangan konvensional lainnya.

Di Indonesia penerbitan obligasi syariah dipelopori oleh Indosat dengan menerbitkan obligasi syariah *mudharabah* senilai Rp 100 milyar pada bulan oktober 2002 yang lalu. Obligasi syariah ini mengalami *oversubrider* dua kali lipat, sehingga Indosat menambah obligasi syariah yang ditawarkan

menjadi Rp 175 milyar. Disusul PT.Berlian Laju Tenker yang menerbitkan obligasi syariah dengan emisi senilai Rp. 175 miliar pada 28 Mei 2003. PT.Bank Bukopin menerbitkan obligasi syariah *mudharabah* pada 10 Juli 2003 dengan nilai emisi Rp. 45 milyar. PT.Bank Muamalat Indonesia (BMI) pada 15 Juli 2003 dengan emisi Rp. 200 milyar, PT.Cilandra Perkasa pada 26 september 2003 dengan nilai emisi Rp. 60 milyar, PT.Bank Syariah Mandiri (BSM) pada 31 oktober 2003 dengan nilai emisi Rp. 200 milyar, dan lain-lain.

Dalam kurun waktu antara tahun 2002 sampai dengan pertengahan tahun 2009, produk syariah di pasar modal telah menunjukkan perkembangan yang pesat. Untuk penerbitan sukuk, dalam kurun waktu tersebut terdapat 35 penerbitan sukuk dari 22 emiten/PP dengan total nilai penerbitan

Korespondensi dengan Penulis:
Endri: Telp. +62 21 525 2533
E-mail: endri67@yahoo.com

sebesar Rp.5,97 triliun atau ekuivalen dengan 3,83% dari total nilai penerbitan obligasi. Penerbitan sukuk tersebut dilakukan oleh emiten yang bergerak dalam kegiatan usaha pertanian; pertambangan; industri dasar dan kimia; aneka industri; *property* dan *real estate*; infrastruktur, utilitas dan transportasi; keuangan; serta sektor industri perdagangan, jasa dan investasi.

Seperti halnya obligasi konvensional, seorang investor yang berminat berinvestasi dalam sukuk juga harus memperhatikan peringkat dari sukuk tersebut. Peringkat sukuk juga dilakukan oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*rating agency*). Lembaga ini melakukan analisis terbaru mengenai kinerja sukuk atas dasar asumsi yang relatif independen. Setiap laporan keuangan yang baru diterbitkan atau munculnya kejadian penting yang menyangkut perseroan serta bersifat material dan berdampak bagi kemampuan pembayaran kewajiban utang, akan mengubah posisi hasil peringkat sukuk, begitu juga sebaliknya. Sukuk yang memiliki peringkat tinggi ditandai dengan fundamental keuangan dan usaha yang kuat, serta memiliki citra yang baik di hadapan publik. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa peringkat sukuk sangat dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan yang menerbitkan sukuk tersebut.

Di samping dipengaruhi oleh kinerja keuangan perusahaan, praktek dari *corporate governance* (CG) juga dapat membantu menjelaskan perbedaan peringkat utang antar perusahaan yang tidak tertangkap di kondisi keuangan masing-masing perusahaan (Bradley, *et al*, 2008). Studi Bhoraj & Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang. Menurutnya 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.

Penelitian tentang peringkat sukuk dan faktor-faktor yang mempengaruhi masih sangat jarang dilakukan tidak hanya di Indonesia, tapi juga di negara-negara lain. Apalagi dikaitkan dengan faktor-faktor *corporate governance*, sepanjang sepengetahuan penulis, belum ada penelitian terdahulu yang menguji pengaruh faktor-faktor *corporate governance* terhadap peringkat sukuk di Indonesia. Penelitian-penelitian terdahulu lebih banyak membahas pengaruh kinerja keuangan dan sebagian kecil *corporate governance* terhadap peringkat obligasi konvensional. Studi pengaruh faktor-faktor *corporate governance* terhadap peringkat obligasi, antara lain dilakukan oleh: Hermalin & Weisbach (1991), Bhojraj & Sengupta (2003), dan Cotter & Silvester (2003). Studi ini bertujuan untuk menganalisis pengaruh mekanisme *corporate governance* terhadap peringkat sukuk korporasi di Indonesia.

Penelitian Bhoraj & Sengupta (2003) menemukan adanya hubungan antara mekanisme CG dengan peringkat surat utang dan *bond yields*. Menurutnya 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 *rating* dan *yields*.

Penelitian Asbaugh, *et al.* (2004) menemukan bahwa peringkat surat utang memiliki: (1) hubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*blockholders*) di perusahaan, (2) hubungan positif dengan lemahnya hak-hak pemegang saham dalam pengambilalihan (*takeover defenses*), (3) hubungan positif dengan tingkat transparansi laporan keuangan, (4) hubungan positif dengan independensi dewan komisaris, kepemilikan saham dewan, dan

keahlian dewan, (5) hubungan negatif dengan kekuasaan CEO atas dewan.

Penelitian Bradley, *et al.* (2007) menemukan bahwa: (1) dengan kondisi keuangan perusahaan konstan, hubungan antara peringkat surat utang dengan anti *takeover* (*takeover defenses*) positif pada perusahaan yang berkategori *investment*, dan berhubungan negatif dengan perusahaan yang berkategori spekulatif; (2) hubungan positif antara peringkat utang dengan lamanya dewan bertugas (*tenure*); (3) hubungan negatif antara peringkat utang dengan lamanya (*tenure*) manajemen eksekutif bertugas; (4) praktek *corporate governance* yang berhubungan positif dengan peringkat surat utang memiliki hubungan yang negatif dengan *spread* (selisih antara *yield* dengan *risk free*) karena peringkat surat utang adalah faktor penentu yang utama dari *spread* (semakin tinggi peringkatnya, maka semakin rendah *spread*-nya), (5) variabel dari *governance* yang berdampak pada peringkat surat utang dan *yield*, ternyata tidak berhubungan dengan pengukuran nilai perusahaan (Tobin's Q), temuan ke lima dari Bradley (2007) ini menjelaskan bahwa faktor *governance* yang signifikan bagi kreditor tidak relevan bagi pemegang saham dengan demikian adanya kemungkinan kreditor dan pemegang saham memiliki persepsi yang berbeda terhadap struktur dan mekanisme *corporate governance*.

Penelitian di Indonesia oleh Setyaningrum (2005) dengan sampel 213 observasi selama tahun 2002-2004, menemukan peringkat surat utang memiliki hubungan yang signifikan negatif dengan *blockholders*, positif dengan persentase kepemilikan institusi, positif dengan kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diproksi dari auditor *big-4* dan dengan komite audit. Namun hubungan yang tidak signifikan dengan persentase kepemilikan *insider*, ukuran dewan komisaris, dan persentase komisaris independen.

Penelitian bertujuan untuk mengestimasi pengaruh *corporate governance* melalui implementasi kepemilikan institusi, komisaris independen,

komite audit, kepemilikan manajerial, dan jumlah *blockholder* terhadap peringkat sukuk korporasi di Indonesia

METODE

Dalam penelitian ini sampel yang digunakan adalah semua sukuk yang masih beredar dalam kurun waktu 2007-2009. Periode pengamatan data *pool* dilakukan mulai tanggal 1 Januari 2007 sampai dengan 31 Desember 2009. Data sukuk yang masih *listing* dari 2007-2009 diperoleh dari *webmaster* Bursa Efek Indonesia, dan data peringkat diperoleh dari PT.PEFINDO yang merupakan lembaga independen pemeringkat obligasi di Indonesia. Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive sampling*, yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Kriteria tersebut adalah: (1) Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia *Jakarta Islamic Index* dan masih beredar pada tahun pengamatan 2007-2009. (2) Sukuk yang perusahaan penerbitnya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT.PEFINDO selama kurun waktu pengamatan. (3) Mempunyai data laporan keuangan lengkap yang tersedia untuk umum.

Terdapat dua jenis variabel yang digunakan dalam penelitian ini, yakni variabel terikat dan bebas. Variabel peringkat (*rating*) dijadikan sebagai variabel terikat yang dikelompokkan menjadi tiga kategori, yaitu: AA, A, dan BBB. Dalam hal ini, 1 untuk sukuk dengan kategori AA, 2 untuk sukuk dengan kategori A, 3 untuk sukuk kategori BBB. Adapun variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini, yaitu:

Kepemilikan Institusi (INST)

Kepemilikan institusional adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi. Institusi yang dimaksud dalam penelitian ini adalah semua investor yang berbentuk lembaga. Dalam penelitian ini kepemilikan institusi diukur dengan

menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total saham yang beredar.

Komisaris independen (KIND)

Komisaris independen adalah anggota dewan komisaris yang tidak terafiliasi dengan manajemen, anggota dewan komisaris lainnya dan pemegang saham pengendali, serta bebas dari hubungan bisnis atau hubungan lainnya yang dapat mempengaruhi kemampuannya untuk bertindak independen atau bertindak semata-mata demi kepentingan perusahaan. Proporsi dewan komisaris independen diukur dengan menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh anggota dewan komisaris perusahaan penerbit sukuk.

Komite Audit (KAUD)

Biasanya pengukuran variabel komite audit berdasarkan ada tidaknya komite audit dalam perusahaan. Namun pengukuran berdasarkan keberadaan komite audit tidak dapat digunakan karena sudah ada peraturan yang menyatakan bahwa suatu perusahaan yang telah *go public* harus memiliki komite audit. Karena alasan tersebut maka peneliti mengganti pengukuran komite audit menjadi jumlah anggota komite audit pada perusahaan emiten. Tujuannya adalah untuk melihat pengaruh jumlah anggota komite audit dalam suatu perusahaan. Semakin banyak jumlah anggota komite audit diharapkan semakin banyak pengawasan yang dilakukan sehingga kinerja perusahaan dan integritas laporan keuangan diharapkan menjadi lebih baik.

Kepemilikan Manajerial (KMAN)

Kepemilikan manajerial (KMAN) adalah ada tidaknya komisaris dan direksi yang memiliki saham pada perusahaan dimana mereka menjabat sebagai komisaris dan direksi. Pengukuran kepe-

milikan manajerial dilakukan dengan menghitung jumlah kepemilikan manajerial pada perusahaan emiten. Penilaian variabel ini menggunakan *dummy*, yaitu 1 jika terdapat kepemilikan manajerial dan 0 jika tidak terdapat kepemilikan manajerial. Alasan menggunakan *dummy* adalah karena jumlah kepemilikan manajerial sebagian besar kurang dari 1%, sehingga variasi jumlah kepemilikan manajerial tidak banyak.

Jumlah *blockholder* (BLOCK)

Jumlah *blockholder* (BLOCK) merupakan banyaknya jumlah *blockholder* yang memiliki 5% atau lebih dari saham perusahaan yang beredar.

Model Regresi *Multinomial Logistic* (M-Logit)

Penelitian ini menggunakan model regresi *multinomial logistic* (M-Logit) yang juga disebut dengan model regresi *polychotomous logistic*. Model regresi multinomial logit adalah satu dari beberapa metode paling umum yang digunakan untuk menganalisis data apabila responnya merupakan variabel kualitatif.

Jika variabel dependen bersifat teratur atau tidak teratur dan jika masalahnya mencakup lebih dari dua kategori, maka versi panjang dari model logit biner (disebut dengan model regresi *polychotomous* atau multinomial) masih bisa diterapkan pada masalah tersebut. Strategi multinomial logit biasanya memungkinkan satu kategori untuk mengasumsikan nilai tertentu. Kategori ini kemudian digunakan sebagai kategori acuan untuk semua kategori lainnya. Metode ini juga disebut dengan jenis kategori *base-line*. Koefisien M-Logit dalam model logit *base-line* untuk tiga kategori peringkat obligasi (AA, A, BBB) bisa dituliskan dalam bentuk umum:

$$\text{Log} \frac{p(\text{group}j)}{p(\text{group}u)} = a_{i0} + \beta_{i1} X_1 + \beta_{i2} X_2 + \dots + \beta_{in} X_n \quad (1)$$

Di mana kategori J dengan J besar dalam pembagi mengacu pada kategori *base-line*, kategori dengan j kecil dalam pembilang mengacu pada kategori lain.

a_{i0} = constant term
 β = koefisien respektif pada prediktor X
 $X_1 - X_n$ = variabel prediktor (independen)

Bentuk umum model Regresi M-Logit yang ditunjukkan dalam persamaan diatas, selanjutnya akan dituliskan dalam bentuk khusus persamaan model regresi M-Logit yang akan diestimasi, yaitu:

$$\text{Log} \frac{p(AA)}{p(BBB)} = a_{i0} + \beta_{i1} INST + \beta_{i2} KIND + \beta_{i3} KAUD + \beta_{i4} KMAN + \beta_{i5} BLOCK \quad (2)$$

$$\text{Log} \frac{p(A)}{p(BBB)} = a_{i0} + \beta_{i1} INST + \beta_{i2} KIND + \beta_{i3} KAUD + \beta_{i4} KMAN + \beta_{i5} BLOCK \quad (3)$$

Keterangan:

- Log = Fungsi Logit untuk AA = 1 terhadap Fungsi Logit untuk BBB = 3
- Log = Fungsi Logit untuk A = 2 terhadap Fungsi Logit untuk BBB = 3
- a_{i0} = *Intercept*
- INST = Kepemilikan institusi
- KIND = Komisaris independen
- KAUD = Komite audit
- KMAN = Kepemilikan manajerial
- BLOCK = Jumlah *blockholder*

Pengujian Model M-Logit
Pengujian Data

Uji normalitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model regresi, variabel terkait dan variabel bebas keduanya memiliki distribusi normal atau tidak. Model regresi yang baik adalah memiliki distribusi data normal atau mendekati normal. Untuk melihat normalitas data dapat dilakukan

dengan melihat histogram atau normal probabilitas plot. Persyaratan normalitas bisa dipenuhi jika residual berasal dari distribusi normal dan nilai-nilai sebaran data akan terletak disekitar garis lurus.

Pada dasarnya multikolinieritas adalah adanya suatu hubungan linear yang sempurna (mendekati sempurna) antara beberapa atau semua variabel independen (Kuncoro, 2004). Uji kolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model ditemukan adanya korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain. Dalam penelitian ini menggunakan *pearson correlation test*. Kolinearitas terjadi apabila nilai korelasi antar variabel bebas lebih tinggi dari 0.8.

Pengujian Signifikansi Model dan Parameter

Pengujian signifikansi model dan parameter merupakan pemeriksaan untuk menentukan apakah variabel penjelas (prediktor) dalam model signifikan atau berpengaruh secara nyata terhadap variabel respon. Setelah didapat estimasi parameternya maka seperti pada regresi logistik biner, perlu diketahui seberapa besar kontribusi variabel *independent* terhadap variabel responnya (*dependent*). Maka dalam model multinomial logit dapat digunakan uji *likelihood ratio* (LR) untuk menilai signifikansi dari variabel *independent* dalam model tersebut.

Uji *likelihood ratio* digunakan untuk mengetahui apakah variabel penjelas mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap variabel respon secara bersamaan. Prinsip uji *likelihood ratio* (LR): (1) membandingkan nilai observasi dari variabel respon (*dependent*) dengan nilai prediksi yang diperoleh dari model dengan variabel independen dan tanpa variabel independen (untuk kasus univariat). (2) Membandingkan persamaan (model) yang memasukkan variabel tertentu dengan yang tidak (untuk kasus multivariat).

Langkah-langkah uji *Likelihood Ratio* (LR) adalah: (1) perumusan hipotesis

$H_0: \beta_{g1} = 0$ (tidak ada pengaruh antara variabel penjelas terhadap variabel respon) $H_1: \beta_{g1} \neq 0$ (ada pengaruh antara variabel penjelas terhadap variabel respon). (2) Menentukan tingkat signifikansi yaitu $\alpha=0.05$. (3) Pengambilan keputusan H_0 ditolak jika $p\text{-value} \leq \alpha$; H_0 diterima jika $p\text{-value} > \alpha$.

Selain uji *likelihood ratio* untuk menguji signifikansi koefisien untuk setiap variabel penjelas (untuk menguji apakah sebuah variabel akan dimasukkan ke dalam model atau tidak), dapat pula digunakan uji *Wald*, yaitu membandingkan *maximum likelihood estimator* dari parameter α dengan standar errornya.

Langka-langkah uji *Wald* adalah: (1) perumusan hipotesis, di mana $H_0: \beta_{g1} = 0$ (tidak ada pengaruh antara variabel penjelas terhadap variabel respon); $H_1: \beta_{g1} \neq 0$ (ada pengaruh antara variabel penjelas terhadap variabel respon). (2) Menentukan tingkat signifikansi yaitu $\alpha=0.05$. (3) Pengambilan keputusan jika: H_0 ditolak jika $p\text{-value} < \alpha$; H_0 diterima jika $p\text{-value} > \alpha$

Uji Pearson dan *deviance* merupakan uji kesesuaian model yang digunakan untuk mengetahui kesesuaian atau kecocokan dari model yang telah terbentuk. Uji ini berguna untuk memilih sebuah model yang hasilnya paling cocok untuk data yang diperoleh. Nilai *p-value* yang tinggi berarti, model merupakan model yang terbaik. Langkah-langkah uji Pearson: (1) perumusan hipotesis: H_0 : model cocok dengan data; H_1 : model tidak cocok dengan data. (2) Menentukan tingkat signifikansi, yaitu $\alpha=0.05$. (3) Pengambilan keputusan: H_0 ditolak jika $p\text{-value} \leq \alpha$ dan H_0 diterima jika $p\text{-value} > \alpha$.

Tiga ukuran untuk uji *pseudo R-square* digunakan untuk melihat kekuatan hubungan antara variabel dependen dan independen. Dua ukuran *R-square* yang saling terkait yang disebut sebagai perkiraan (proksi) metode *OLS R-Square* (Cox dan Snell R^2 dan Nagelkerke R^2) akan digunakan sebagai acuan untuk menguji kekuatan hubungan.

Klasifikasi Model M-Logit

Keluaran umum lain dari regresi *multinomial logistic* adalah tabel klasifikasi, yang berguna untuk mengkaji lebih lanjut tentang kekuatan model regresi M-logistik terkait dengan kekuatan klasifikatoris dari model dibandingkan peringkat aktual yang diamati.

HASIL

Populasi dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk dan masih beredar selama tahun 2007-2009 yang berjumlah 45 sampel. Dari 45 sampel terdapat 12 data yang harus dikeluarkan dari sampel penelitian dikarenakan tidak lengkapnya informasi, laporan keuangan dan bertepatan dengan tahun jatuh tempo sukuk.

Pemilihan sampel dilakukan secara *purposive*, yaitu dengan menggunakan kriteria tertentu dalam melakukan pemilihan sampel. Kriteria tersebut adalah: (1) Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia *Jakarta Islamic Index* dan masih beredar pada tahun pengamatan 2007-2009. (2) Sukuk yang perusahaan penerbitnya terdaftar dalam peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PT.PEFINDO selama kurun waktu pengamatan. (3) Mempunyai data laporan keuangan lengkap yang tersedia untuk umum.

Dari kriteria tersebut ditemukan 15 emiten sukuk yang masih beredar selama tahun 2007-2009, jumlah total amatan 45, jumlah data yang tidak bisa dimasukkan ke dalam sampel sebanyak 12 pengamatan, sehingga jumlah sampel yang diamati sebanyak 33 sampel.

Teknik Pengujian Data

Hasil pengujian atas uji asumsi klasik dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 2. Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi	Nama Uji	P-Value
Normalitas	Kolmogorov Smirnov Test	0.821
Multikolinearitas	Pearson Correlation Test	< 0.80

Uji Normalitas

Uji normalitas dalam penelitian ini menggunakan *one sample Kolmogorov Smirnov test*. Dari hasil pengujian normalitas data dapat diketahui bahwa nilai signifikansi atau P-value >0.05 yaitu sebesar 0.821, hal ini membuktikan bahwa data berdistribusi normal.

Uji Multikolinieritas

Uji kolinearitas bertujuan untuk menguji apakah dalam model ditemukan adanya korelasi antara satu variabel bebas dengan variabel bebas yang lain. Dalam penelitian ini menggunakan *pearson correlation test*. Koleniaritas terjadi apabila nilai korelasi antar variabel bebas lebih tinggi dari 0.8. Berdasarkan hasil *pearson correlation test*, diketahui bahwa tidak terdapat korelasi yang signifikan antar variabel.

HASIL

Pengujian Hipotesis

Distribusi Kelas Peringkat

Studi ini menggunakan satu sampel (sampel peringkat saat ini yang disintesis) untuk membangun model, memprediksi kasus original dan menguji signifikansi variabel. Tabel 3 menunjukkan distribusi kelas peringkat sukuk yang digunakan dalam studi ini.

Tabel 3. *Case Processing Summary*

		N	Marginal Percentage
Y	AA	6	18.2%
	A	23	69.7%
	BBB	4	12.1%
Valid		33	100.0%
Missing		0	
Total		33	

Model Empiris *Multinomial Logit*

Hasil dalam estimasi parameter pada Tabel 4 diperlihatkan sebagai berikut:

Persamaan 1 memprediksi logit (AA/BBB), AA dibandingkan dengan BBB

$$= 5.533 + (1.818) * INST + (0.121) * KIND + (32.412) * KAUD + (-66.107) * BLOCK + (176.828) * KMAN$$

Persamaan 2 memprediksi logit (A/BBB), A dibandingkan dengan BBB

$$= 9.983 + (1.770) * INST + (0.168) * KIND + (31.474) * KAUD + (-66.295) * BLOCK + (186.501) * KMAN$$

Berdasarkan hasil pengujian secara parsial (*Wald*), sukuk kemungkinan mendapatkan peringkat AA atau A dibandingkan dengan mendapatkan peringkat BBB berkaitan secara positif dengan kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial, dan berkaitan negatif dengan *blockholder*. Akan tetapi hanya satu variabel yang signifikan dalam menentukan peringkat sukuk yaitu jumlah *blockholder*. Koefisien negatif yang terkait dengan variabel *block* memperlihatkan bahwa, dengan asumsi semua variabel konstan, emiten sukuk yang mempunyai jumlah *blockholder* yang banyak tidak akan mendapatkan peringkat AA dibandingkan dengan mendapatkan peringkat BBB. Koefisien positif menyatakan hal yang sebaliknya.

Menguji *Overall Fit*

Untuk menguji kesesuaian umum model, kita gunakan informasi kesesuaian model yang diukur dengan kemungkinan *-2Log Likelihood*. Apakah dengan memasukan variabel independen ke dalam model hasilnya lebih baik dibandingkan dengan

model yang hanya memasukkan *intercept* saja. Seperti terlihat pada Table 5, nilai -2Log Likelihood hanya dengan *intercept* sebesar 51.173. Sedangkan dengan memasukkan variabel independen ke dalam model, nilai -2Log Likelihood turun menjadi 16.843 atau terjadi penurunan *Chi-square* sebesar 34.330 dan signifikan pada $p=0.000$. Jadi model dengan variabel independen memberikan akurasi yang lebih baik untuk memprediksi peringkat sukuk.

Menguji Signifikansi Tiap Koefisien

Uji *Likelihood Ratio* yang ditunjukkan pada Tabel 6 memaparkan hasil uji atas dampak dari variabel independen dalam model akhir. 2-log-likelihood signifikan pada 0.025 ($p<0.05$) untuk kepemilikan institusi, 0.000 ($p<0.05$) untuk komite audit, dan 0.000 ($p<0.05$) untuk jumlah *blockholder*. Artinya dilihat dari kontribusi setiap variabel independen terhadap model, hanya kepemilikan institusi, komite audit, dan jumlah *blockholder* yang

Tabel 4. Parameter Estimates

Ya	B	Std. Error	Wald	df	Sig.	Exp(B)	95% Confidence Interval for Exp(B)	
							Lower Bound	Upper Bound
A	Intercept	5.533	78.450	.005	1	.944		
A	INST	1.818	3.409	.285	1	.594	6.162	.008 4914.747
	KIND	.121	1.804	.004	1	.947	1.128	.033 38.732
	KAUD	32.412	37.157	.761	1	.383	1E+014	2.81E-018 5.060E+045
	BLOCK	-66.107	.714	8574.569	1	.000	1.95E-029	4.81E-030 7.90E-029
	KMAN	176.828	380.972	.215	1	.643	6.2E+076	3.25E-248 .
A	Intercept	9.983	78.383	.016	1	.899		
	INST	1.770	3.409	.270	1	.604	5.873	.007 4682.987
	KIND	.168	1.804	.009	1	.926	1.183	.034 40.590
	KAUD	31.474	37.155	.718	1	.397	5E+013	1.10E-018 1.975E+045
	BLOCK	-66.295	.000	.	1	.	1.62E-029	1.62E-029 1.62E-029
	KMAN	186.501	380.922	.240	1	.624	9.9E+080	5.68E-244 .

a. The reference category is: BBB

Tabel 5. Model Fitting Information

Model	Model Fitting Criteria			Likelihood Ratio Tests		
	AIC	BIC	-2 Log Likelihood	Chi-Square	df	Sig.
Intercept Only	55.173	58.166	51.173			
Final	40.843	58.801	16.843	34.330	10	.000

Tabel 6. Likelihood Ratio Tests

Effect	Model Fitting Criteria			Likelihood Ratio Tests		
	AIC of Reduced Model	BIC of Reduced Model	-2 Log Likelihood of Reduced Model	Chi-Square	df	Sig.
Intercept	44.546	59.511	24.546	7.702	2	.021
INST	44.224	59.189	24.224	7.381	2	.025
KIND	38.667	53.632	18.667	1.824	2	.402
KAUD	62.440	77.405	42.440	25.596	2	.000
BLOCK	53.443	68.408	33.443	16.600	2	.000
KMAN	39.438	54.403	19.438	2.595	2	.273

signifikan dan memberikan kontribusi terhadap model.

Uji Kesesuaian Model (*Goodness of Fit*)

Tabel 7. Uji Kesesuaian Model

	Chi-Square	df	Sig.
Pearson	20.221	44	.999
Deviance	14.071	44	1.000

Goodness-of-Fit Test menguji hipotesis nol bahwa data empiris cocok atau sesuai dengan model (tidak ada perbedaan antara model dengan data sehingga model dapat dikatakan fit). Jika nilai *goodness-of-fit test statistics* sama dengan atau kurang dari 0.05, maka hipotesis nol ditolak yang berarti ada perbedaan signifikan antara model dengan nilai observasinya sehingga *goodness fit* model tidak baik karena model tidak dapat memprediksi nilai observasinya.

Jika nilai *goodness-of-fit* lebih besar dari 0.05, maka hipotesis nol tidak dapat ditolak dan berarti model mampu memprediksi nilai observasinya atau dapat dikatakan model dapat diterima karena cocok dengan data observasinya. Tampilan output SPSS menunjukkan probabilitas Pearson (0.999) dan *deviance* (1.000) lebih dari $\alpha=0.05$, artinya model dapat diterima dan mampu memprediksi nilai observasinya karena cocok dengan data observasinya.

Menguji *Pseudo R-Square*

Tabel 8. *Pseudo R-Square*

Cox and Snell	.647
Nagelkerke	.803
McFadden	.636

Cox and Snell's R-Square merupakan ukuran yang mencoba meniru ukuran R^2 pada *multiple regression* yang didasarkan pada teknik estimasi *likelihood* dengan nilai maksimum kurang dari 1 (satu) sehingga sulit diinterpretasikan. *Nagelkerke's R-*

Square merupakan modifikasi dari koefisien *Cox and Snell* untuk memastikan bahwa nilainya bervariasi dari 0 (nol) sampai 1 (satu). Hal ini dilakukan dengan cara membagi nilai *Cox and Snell's R-Square* dengan nilai maksimumnya.

Nilai *Nagelkerke's R-Square* dapat diinterpretasikan seperti nilai R^2 pada *multiple regression*. Di lihat dari output SPSS nilai *Cox and Snell's R-Square* sebesar 0.647 dan nilai *Nagelkerke R-Square* adalah 0.803 yang berarti variabilitas variabel dependen yang dapat dijelaskan oleh variabilitas variabel independen sebesar 80.3%, dan sisanya di jelaskan oleh variabel di luar model.

Hasil Klasifikasi Model M-Logit

Tabel 9. Klasifikasi

	Observed			Predicted		
	AA	A	BBB	Percent Correct		
AA	4	2	0	66.7%		
A	1	21	1	91.3%		
BBB	0	0	4	100.0%		
Overall Percentage	15.2%	69.7%	15.2%	87.9%		

Tabel 9 memaparkan hasil prediksi dari perkiraan koefisien M-Logit pada bagian sebelumnya. Kolom pada Tabel 9 adalah prediksi nilai dan baris pada tabel adalah nilai aktual. Hasilnya menunjukkan bahwa 87.9% (29/33) dari semua kasus valid secara tepat diklasifikasikan ke dalam kelas peringkat awalnya. Tingkat klasifikasi yang paling tepat adalah pada kategori peringkat BBB dimana 100% (4/4) dari semua kasus dalam kelompok tersebut diklasifikasikan dengan tepat. Selanjutnya adalah kategori peringkat A dimana 91.3% (21/23) dari semua kasus dalam kelompok tersebut diklasifikasikan dengan tepat. Tingkat ketepatan terendah adalah pada kategori AA, dengan sedikit perbedaan dari kategori lain dimana 66.7% (4/6) dari semua kasus dalam kelompok tersebut diklasifikasikan dengan tepat.

PEMBAHASAN

Pengaruh Kepemilikan Institusi terhadap Peringkat Sukuk

Hipotesis penelitian yang menyatakan terdapatnya pengaruh positif antara kepemilikan institusi dengan peringkat sukuk tidak sama/tidak dapat dibuktikan, karena nilai pada estimasi parameter tidak signifikan yaitu sebesar 0.594 dan 0.604 ($p > 0.05$), artinya variabel kepemilikan institusi tidak berpengaruh positif dalam memprediksi peringkat sukuk walaupun arahnya sudah sesuai dengan prediksi yaitu positif. Hasil penelitian yang tidak signifikan menandakan bahwa monitoring yang dijalankan pihak institusi tidak optimal atau belum efektif sebagai alat untuk memonitor manajemen. Hal ini dapat disebabkan karena dengan adanya kepemilikan institusional yang relatif besar dan sebagian besar saham terkonsentrasi pada investor institusional, maka ada kemungkinan bahwa informasi akuntansi yang dihasilkan oleh manajemen dibuat berdasarkan kepentingan pemegang saham mayoritas. Kemungkinan lain bahwa institusi dengan kepemilikan besar mungkin sekali lemah dalam melindungi kepentingan mereka karena mereka mungkin juga mempunyai permasalahan *governance* sendiri.

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

Pengaruh Kepemilikan Manajerial terhadap Peringkat Sukuk

Hipotesis yang menyatakan terdapatnya pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial de-

ngan peringkat sukuk tidak dapat dibuktikan, karena nilai pada estimasi parameter tidak signifikan yaitu sebesar 0.643 dan 0.624 ($p > 0.05$), artinya variabel kepemilikan manajerial tidak berpengaruh negatif dalam memprediksi peringkat sukuk, dan arahnya pun berlawanan dengan penelitian Hermalin & Weisbach (1991). Hermalin & Weisbach (1991) menemukan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan manajerial akan menurunkan kinerja perusahaan dan peringkat obligasinya pun menurun. Artinya terdapat pengaruh negatif antara kepemilikan manajerial dengan peringkat obligasi. Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Setyapurnama & Norpratiwi (2006) dan Setyaningrum (2005) yang menemukan bahwa kepemilikan manajerial tidak berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Komisaris Independen terhadap Peringkat Sukuk

Hipotesis yang menyatakan bahwa terdapat pengaruh positif antara proporsi komisaris independen dengan peringkat sukuk tidak dapat dibuktikan, karena nilai pada estimasi parameter tidak signifikan yaitu sebesar 0.947 dan 0.926 ($p > 0.05$), artinya variabel proporsi komisaris independen tidak berpengaruh positif dalam memprediksi peringkat sukuk walaupun arahnya sudah sesuai dengan prediksi yaitu positif, dan juga tidak menunjukkan kontribusi yang signifikan terhadap model dengan nilai likelihood ratio sebesar 0.402 ($p < 0.05$).

Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh secara signifikan terhadap peringkat obligasi. Ketentuan minimum sebesar 30% mungkin belum cukup tinggi untuk membuat para dewan komisaris independen dapat mendominasi kebijakan yang diambil oleh dewan komisaris. Masih rendahnya komposisi dewan komisaris, sehingga secara kolektif komisaris independen tidak memiliki kekuatan untuk dapat mempengaruhi berbagai keputusan dewan komisaris. Jika dewan komisaris

independen memiliki suara mayoritas lebih dari 50 persen mungkin dewan akan lebih efektif dalam menjalankan peran monitoring dalam perusahaan.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Styapurnama dan Norpratiwi (2006), Ashbaugh *et.al* (2006), Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menemukan bukti bahwa komposisi dewan komisaris independen yang besar secara signifikan akan membuat peringkat obligasi menjadi tinggi. Namun penelitian ini konsisten dengan penelitian Setyaningrum (2005) yang menemukan bukti bahwa proporsi dewan komisaris independen tidak berpengaruh terhadap peringkat obligasi.

Pengaruh Komite Audit terhadap Peringkat Sukuk

Hipotesis yang menyatakan terdapatnya pengaruh positif antara komite audit dengan peringkat sukuk tidak dapat dibuktikan, karena nilai pada estimasi parameter tidak signifikan yaitu sebesar 0.383 dan 0.397 ($p > 0.05$), artinya variabel komite audit tidak berpengaruh positif dalam memprediksi peringkat sukuk walaupun arahnya sudah sesuai dengan prediksi yaitu positif. Akan tetapi komite audit menunjukkan kontribusi yang signifikan terhadap model, terbukti dengan nilai uji *likelihood ratio* sebesar 0.000 ($p < 0.05$).]

Komite audit ini akan meningkatkan kualitas keseluruhan dari proses pelaporan keuangan perusahaan dan akan memastikan bahwa perusahaan menerapkan prinsip-prinsip akuntansi yang akan menghasilkan informasi keuangan perusahaan yang akurat dan berkualitas. Sesuai dengan tugas komite audit yang memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan, mengoptimalkan fungsi pengawasan, mengawasi audit eksternal dan menjadi sistem pengendalian internal perusahaan, maka dengan adanya kinerja komite audit yang efektif dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan pada akhirnya peringkat obligasi perusahaan menjadi tinggi.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian Setyaningrum (2005) dan Rinaningsih (2008) yang menemukan bukti bahwa kualitas transparansi dan pengungkapan informasi keuangan yang diukur dengan komite audit memiliki hubungan yang positif signifikan dengan peringkat obligasi.

Pengaruh Jumlah *Blockholder* terhadap Peringkat Sukuk

Hipotesis yang menyatakan terdapatnya pengaruh negatif antara jumlah *blockholder* dengan peringkat sukuk dapat dibuktikan dan sejalan dengan nilai pada estimasi parameter sangat signifikan yaitu sebesar 0.000 ($p < 0.05$), artinya variabel jumlah *blockholder* berpengaruh negatif dalam memprediksi peringkat sukuk dan arahnya pun sesuai dengan prediksi yaitu negatif. Kemudian di lihat dari hasil Uji *Likelihood Ratio Test* nya pun, variabel jumlah *blockholder* menunjukkan kontribusi yang signifikan terhadap model, sebesar 0.000 ($p < 0.05$).

Jumlah *blockholder* adalah yang memiliki 5% atau lebih dari saham perusahaan yang beredar. Asbaugh, *et al.* (2004) menemukan bahwa peringkat surat utang berhubungan negatif dengan jumlah pemegang saham besar (*block holders*) di perusahaan. Sedangkan Setyaningrum (2005) menemukan hubungan yang negatif antara peringkat surat utang dengan *blockholders*. Schleifer dan Vishny (1997) 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.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Penelitian bertujuan untuk mengestimasi pengaruh *corporate governance* melalui implementasi kepemilikan institusi, komisaris independen, komite audit, kepemilikan manajerial, dan jumlah

Corporate Governance Terhadap Peringkat Sukuk Korporasi di Indonesia

Endri

blockholder terhadap peringkat sukuk korporasi di Indonesia. Kepemilikan institusi sebagai indikator praktik *corporate governance* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap peringkat sukuk korporasi. Hal ini dimungkinkan karena monitoring terhadap agen yang dijalankan pihak institusi kurang optimal dan efektif. Kemungkinan lain bahwa institusi dengan kepemilikan besar mungkin sekali lemah dalam melindungi kepentingan mereka karena mereka mungkin juga mempunyai permasalahan *governance* sendiri.

Kepemilikan manajerial sebagai indikator praktik *corporate governance* mempengaruhi secara positif tetapi tidak signifikan terhadap peringkat sukuk korporasi. Hal ini mengindikasikan bahwa tinggi rendahnya peringkat obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan tidak dipengaruhi oleh ada tidaknya kepemilikan saham manajerial. Hasil yang tidak signifikan ini kemungkinan disebabkan karena persentase jumlah kepemilikan saham oleh manajerial relatif sedikit.

Komisaris independen sebagai indikator praktik *corporate governance* berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap peringkat sukuk korporasi. Hasil penelitian ini sejalan dengan temuan Evans, *et al.* (2002) yang mengungkapkan bahwa tidak terdapat hubungan positif yang signifikan antara rasio komisaris independen dengan kinerja perusahaan.

Komite audit sebagai indikator praktik *corporate governance* mempengaruhi secara positif dan signifikan terhadap peringkat sukuk. Tugas komite audit yaitu memelihara kredibilitas proses penyusunan laporan keuangan, mengoptimalkan fungsi pengawasan, mengawasi audit eksternal dan menjadi sistem pengendalian internal perusahaan. Hal ini mengindikasikan bahwa kehadiran komite audit dapat memberikan laporan keuangan yang lebih berkualitas dan pada akhirnya akan meningkatkan peringkat obligasi perusahaan.

Jumlah *blockholder* sebagai indikator praktik *corporate governance* mempengaruhi secara negatif dan signifikan terhadap peringkat sukuk korporasi. Koefisien negatif yang terkait dengan variabel *block* memperlihatkan bahwa, dengan asumsi semua variabel konstan, emiten sukuk yang mempunyai jumlah *blockholder* yang banyak tidak akan mendapatkan peringkat AA dibandingkan dengan mendapatkan peringkat BBB.

Saran

Komite audit dan jumlah *blockholder* merupakan mekanisme *corporate governance* yang mempengaruhi peringkat sukuk. Oleh karena itu, keberadaan komite audit dan jumlah *blockholder* harus menjadi perhatian serius bagi perusahaan yang mengeluarkan sukuk dalam memperbaiki peringkat sukuk yang diterbitkannya.

Bagi lembaga pemeringkat sukuk, praktik *corporate governance* sudah seharusnya dimasukkan sebagai variabel yang dipertimbangkan dalam penilaian penyusunan pemeringkatan sukuk.

Untuk penelitian selanjutnya, beberapa saran yang dapat dikembangkan antara lain: menggunakan periode pengamatan yang lebih panjang sehingga data observasinya menjadi lebih banyak dan menggunakan data peringkat obligasi dari agen pemeringkat lain selain PT.Pefindo sehingga variasi data peringkat obligasi yang diperoleh menjadi lebih banyak. Disamping itu, dapat menggunakan komponen CG yang lebih lengkap seperti misalnya dengan CGPI (*corporate governance perception index*) yang lebih komprehensif, sehingga diharapkan nilai *R-Square* meningkat dan hasilnya akan lebih signifikan, sehingga kemampuan praktik CG dalam menjelaskan peringkat sukuk lebih meningkat.

DAFTAR PUSTAKA

- Andri, W. 2005. Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, September.
- Arundina, T., Omar, D.M., & Azmin. 2009. Faktor Penentu Peringkat Sukuk, *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, 12(1): 105-123.
- Astuti, A. 2008. Pengaruh Laporan Keuangan terhadap Peringkat Hutang (Bond Rating) Studi Empiris pada Perusahaan di Bursa Efek Jakarta. *Wahana*, 6(2).
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D., & LaFond, R. 2006. The Effects of Corporate Governance on Firms' Credit Ratings. *www.ssrn.com*
- Bhojraj, S., & Sengupta, P. 2003. Effects of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business*, 76: 455-476.
- Bradley, M., Dallas, G.S., Snyderwine, E. & Chen, D. 2008. The Effects of Corporate Governance Attributes on Credit Ratings and Bond Yields. *Working paper*, *www.ssrn.com*.
- Burton, B., Adam, M., & Hardwick, P. 2003. The Determinants of Credit Ratings in the United Kingdom Insurance Industry. *Journal of Business Finance and Accounting*, 30(3-4): 539- 572.
- Cotter, J., Shivdasani, A., & Zenner, M. 1997. Do Independent Directors Enhance Target Shareholder Wealth during Tender Offers? *Journal of Financial Economics*, 43:195-218 (February).
- FCGI. 2001. *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Jilid I. FCGI, Edisi ke-3.
- Fuerst, Oren dan Sok-Hyon Kang. 2004. Corporate Governance, Expected Operating Performance, and Pricing. *Corporate Ownership & Control* (Winter): 13-30.
- Hermalin, Benjamin E. dan Michael S.Weisbach. 2003. Board of Directors as an Endogenously Determined Institution: A Survey of the Economic Literatur. *Economic Policy Review* (April): 7-26
- Hermalin, Benjamin E. dan Michael S.Weisbach. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* (Winter): 101-112.
- Jensen, Michael C. dan W.H. Meckling. 1976. "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure". *www.ssrn.com*. Diakses tanggal 19 Maret 2010
- Kusumawati, Dwi Novi dan Bambang Riyanto. 2005. "Corporate Governance dan Kinerja: Analisis Pengaruh Compliance Reporting dan Struktur Dewan Terhadap Kinerja". *Simposium Nasional Akuntansi VIII*. Solo. 15-16 September
- PEFINDO. 2010. Indonesian Rating Highlight. Pefindi Credit Rating
- Rinaningsih. 2008. "Pengaruh Praktek Corporate Governance terhadap Risiko Kredit, Yield Surat Hutang (Obligasi)". *Simposium Nasional Akuntansi XI*. Pontianak. 23-24 Juli
- Setyaningrum, Dyah. 2005. "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance Terhadap Peringkat Surat Utang Perusahaan di Indonesia". *Jurnal Akuntansi dan Keuangan Indonesia*. Vol. 2. No. 2: 73-102
- Setyapurnama, Yudi Santara dan A.M. Vianey Norpratiwi. 2006. "Pengaruh Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi". *Jurnal Akuntansi & Bisnis*. Vol. 7. No. 2, Agustus 2007: 107-108
- Susilowati, Luky dan Sumarto (2010). Memprediksi tingkat obligasi perusahaan manufaktur yang listing di BEI, *Jurnal Mitra Ekonomi dan Manajemen Bisnis*, Vol. 1. No. 2, hal. 109-163
- Susiana dan Herawaty Arleen. 2007. "Analisis Pengaruh Independensi, Mekanisme Corporate Governance, dan Kualitas Audit terhadap Integritas Laporan Keuangan". *Simposium Nasional Akuntansi X*. Makassar. 26-28 Juli
- Touray, A. K. (2004). *Prediction a Bond Rating: Multivariate Analysis of Corporate Bond, a new Look at Malaysian Corporate bonds*. Disertasi, Internasional Islamic University of Malaysia.