

PENGARUH MANAJEMEN LABA RIIL TERHADAP PERINGKAT DAN PREMI PENERBITAN OBLIGASI KORPORASI

Aries Wicaksono Anthony dan Budi Frensidy

Departemen Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia

Email: Aries.wicaksono01@ui.ac.id

Abstract: This study aims to determine the effect of real earnings management towards rating and yield spread of new corporate bonds listed on the BEI within the observation period 2009-2013. This study used sample of 40 companies with 92 bonds observations. The model used in this study follows the model used in the research Ge and Kim (2014). This study provides results that higher level of operating cash flow from sales manipulation will significantly influence better bond rating and real earnings management has no significant effect on yield spread.

Keywords: *real earnings management, bonds rating, yield spread*

Abstrak: Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara manajemen laba riil terhadap peringkat dan premi penerbitan obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI dalam periode observasi 2009-2013. Penelitian ini menggunakan 40 perusahaan dengan sampel observasi obligasi sebanyak 92 obligasi. Model yang digunakan dalam penelitian ini mengikuti model yang digunakan dalam penelitian Ge dan Kim (2014). Penelitian ini memberikan hasil bahwa arus kas operasi yang semakin tinggi disebabkan manipulasi penjualan akan berpengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi yang lebih baik dan manajemen laba riil tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *yield spread*.

Kata kunci: manajemen laba riil, peringkat obligasi, *yield spread*

PENDAHULUAN

Dalam sebuah perusahaan, seringkali terjadi perbedaan kepentingan antara pihak manajemen dengan pemilik perusahaan yang biasa disebut sebagai masalah keagenan (Jensen dan Meckling, 1976). Masalah keagenan dapat disebabkan karena adanya perbedaan kepentingan antara pemilik sebagai prinsipal dan manajemen sebagai agen. Pemilik perusahaan sebagai pemilik modal menginginkan manajemen untuk dapat menjamin kepentingan mereka dan adanya peningkatan laba sebagai indikasi adanya pengembalian modal yang telah diinvestasikan, sementara manajemen menginginkan penilaian kinerja yang baik yang ditunjukkan dengan perolehan laba yang terus meningkat sehingga dapat meningkatkan insentif yang mereka dapat terima (Utari, 2001). Salah satu hal yang dapat dilakukan manajemen untuk memengaruhi angka laba perusahaan yang dikelolanya, manajemen melakukan manajemen laba (*earnings management*).

Manajemen laba merupakan suatu tindakan manajemen untuk memilih kebijakan akuntansi dari suatu standar tertentu dengan tujuan memaksimalkan kesejahteraan pihak manajemen dan atau nilai pasar perusahaan. Manajemen laba dilakukan untuk memenuhi kepentingan manajemen dengan cara memanfaatkan kelemahan inheren dari kebijakan

akuntansi tetapi tetap berada dalam koridor prinsip akuntansi yang berlaku umum (Scott, 2012).

Seorang manajer dapat mengelola *current earnings* melalui dua cara. Pertama, manajer dapat melakukan pertimbangan kebijakan atas pilihan akrual yang diperbolehkan dalam standar akuntansi yang berlaku untuk mencapai tingkat laba yang diinginkan untuk dicapai. Kedua, manajer dapat mengelola laba dengan mengubah kebijakan atas waktu dan skala operasi perusahaan. Tipe kedua ini diklasifikasikan sebagai REM (*Real Earnings Management*) atau *real activities management* (Cohen dan Zarowin, 2010).

Ketika membahas laporan keuangan, manajemen laba tidak hanya berpengaruh antara perbedaan kepentingan antara manajer dengan pemilik perusahaan, terdapat pula pengaruh terhadap perbedaan kepentingan antara manajer sebagai agen dengan kreditur sebagai prinsipal. Kenyataannya, dalam menyajikan laporan keuangan khususnya berkaitan mengenai laba, manajemen perusahaan biasa melakukan praktik manajemen laba untuk mengurangi premi risiko dari perusahaan (Bhojraj *et al.*, 2009). Manajemen laba mendistorsi kualitas laba yang dilaporkan yang dapat berdampak kepada perkiraan kreditur terhadap arus kas masa depan (Chung *et al.*, 2005). Praktik manajemen laba sendiri terjadi dikarenakan informasi yang asimetri antara manajemen dengan kreditur (Hadani *et al.*, 2011). Hal tersebut kemudian dapat memengaruhi kreditur dalam mengestimasi arus kas di masa depan.

Salah satu aset finansial dalam bentuk utang adalah obligasi. Obligasi menjadi hal yang menarik perhatian investor karena obligasi memberikan jaminan pendapatan tetap (Faeber, 2000). Sudah banyak penelitian yang dilakukan mengenai pengaruh manajemen laba terhadap arus kas dengan biaya dari utang. Namun dari hasil penelitian-penelitian tersebut masih memiliki bukti yang sedikit atas bagaimana investor dalam pasar obligasi menilai REM.

Ketika menerbitkan obligasi, korporasi dihadapkan pada penilaian investor dari kesesuaian obligasi yang diterbitkan dengan nilai sesungguhnya dari nilai investasi yang akan diperoleh investor tersebut. Biaya yang muncul dari obligasi yang diterbitkan oleh korporasi tersebut dapat dinilai dari *yield spread* atau hasil selisih *yield* obligasi yang korporasi terbitkan dengan obligasi pemerintah dengan tenor yang sama (Sengupta, 1998).

Selain menggunakan *yield spread*, dalam mengukur biaya utang yang diterima korporasi, peringkat obligasi juga merupakan biaya *ex ante* dari utang publik (Jiang, 2008). Peringkat obligasi dapat menunjukkan seberapa besar risiko dari korporasi penerbit obligasi tersebut untuk gagal bayar. Peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat obligasi akan memengaruhi pengambilan keputusan yang dilakukan oleh calon investor yang kemudian akan dapat berpengaruh pada harga obligasi itu (Daniels dan Jensen, 2005).

Penelitian ini membahas hubungan antara manajemen laba riil (*real earnings management*) dan peringkat dan premi penerbitan obligasi korporasi (peringkat obligasi dan *yield spread*). Penelitian ini bermaksud untuk menyelidiki apakah pemegang obligasi memandang REM sebagai faktor yang meningkatkan atau menurunkan risiko kredit di Indonesia. Dengan kata lain, analisis penelitian ini berfokus pada pertanyaan apakah pemegang obligasi memerlukan premi risiko lebih tinggi atau yang lebih rendah dalam menanggapi REM. Penelitian ini menggunakan tiga tipe dari aktivitas REM seperti yang

digunakan pada penelitian Roychowdhury (2006) dan Ge dan Kim (2014) yaitu; *sales manipulation, overproduction, dan cutting discretionary expenses*.

Pengujian efek manajemen laba riil di pasar obligasi sangat penting untuk beberapa alasan. Pertama, manajemen laba riil tampaknya menjadi praktik umum yang dilakukan oleh perusahaan dewasa ini (Graham *et al.*, 2005). Kedua, dalam penelitian Cohen dan Zarowin (2010) ditemukan bahwa praktik manajemen laba riil menyimpang dari operasi bisnis yang optimal, menyembunyikan laba yang tidak dapat dikelola oleh perusahaan, dan dapat merusak profitabilitas dan keunggulan kompetitif perusahaan dalam jangka panjang. Ketiga, manajemen laba riil dapat memiliki konsekuensi negatif langsung pada tingkat arus kas bersih masa depan, sehingga pemegang obligasi cenderung khawatir menanggapi praktik manajemen laba riil yang dilakukan perusahaan (Graham *et al.*, 2005; Roychowdhury, 2006). Keempat, penelitian sebelumnya menyatakan bahwa manajemen laba riil berlangsung secara tertutup kepada para pemangku kepentingan dan sulit untuk dideteksi karena mereka tidak menjadi bagian dari pengawasan eksternal dan pemeriksaan oleh auditor dan regulator (Graham *et al.*, 2005).

KAJIAN TEORI

Kreditor menggunakan informasi mengenai laba dan informasi akuntansi lain yang terkait untuk menilai kesehatan, kredibilitas, dan keberlangsungan hidup dari perusahaan (Khurana dan Raman, 2003). Sebaliknya, bukti-bukti empiris menunjukkan bahwa manajer memilih untuk mengelola laba untuk keuntungan pribadi mereka. Manajemen laba terjadi ketika manajer menggunakan diskresi dalam pelaporan keuangan atau kegiatan transaksi perusahaan untuk mengubah laporan keuangan baik itu untuk mengecoh *stakeholders* perusahaan mengenai kinerja keuangan perusahaan atau untuk mempengaruhi hasil yang akan muncul dari laporan akuntansi yang diberikan (Healy dan Wahlen, 1999).

Pemegang obligasi (*bondholders*) lebih memilih untuk berfokus kepada kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas di masa depan untuk meyakinkan mereka atas pembayaran bunga periodik dan pokok dari obligasi tersebut. Hal ini membuat kualitas dari informasi akuntansi memengaruhi *bondholders* untuk mengestimasi arus kas perusahaan di masa depan.

Bharath *et al.* (2008) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan dengan kualitas pelaporan akuntansi berpengaruh secara signifikan dan positif terhadap *yield spreads* dari obligasi yang baru diterbitkan. Sedangkan dalam Prevost (2008) ditemukan bahwa manajemen laba meningkatkan biaya marjinal dari utang, terutama terhadap perusahaan yang memiliki *yield* yang tinggi atau *non-investment grade*. Temuan-temuan tersebut menunjukkan bahwa kreditor mengharapkan tingkat bunga yang lebih tinggi bagi perusahaan yang melakukan manajemen laba.

Selain melakukan manajemen laba akrual, manajer dapat melakukan manajemen laba melalui aktivitas riil. Dalam penelitian Cohen dan Zarowin (2010) ditemukan bahwa manajemen laba riil menyamarkan kinerja keuangan perusahaan pada periode saat ini sehingga pada jangka panjang manajemen laba riil tersebut akan membahayakan keunggulan kompetitif perusahaan.

Dalam Roychowdhury (2006) juga dikemukakan bahwa manajemen laba riil memiliki dampak negatif terhadap arus kas perusahaan di masa mendatang. Dalam penelitian

Graham *et al.* (2005) juga ditemukan bahwa manajemen memberikan perhatian besar pada target laba dan melakukan manajemen laba melalui aktivitas riil untuk mencapai target laba tersebut.

Dalam penelitian Bharath *et al.* (2008) juga ditemukan bahwa pemegang obligasi lebih memilih bergantung pada harga dari obligasi tersebut dibandingkan dengan perjanjian utang (*bond covenants*) untuk melindungi diri mereka dari perilaku manajerial yang oportunistik (*managerial opportunism*). Apabila pemegang obligasi melihat perilaku manajemen laba riil sebagai tindakan yang oportunistik dari perusahaan, maka mereka akan meminta premi risiko (*risk premium*) yang lebih tinggi akibat dari kualitas pelaporan akuntansi yang buruk serta untuk menerima risiko tambahan dari arus kas di masa depan.

Selanjutnya, manajemen laba riil yang dilakukan oleh perusahaan membuat investor kesulitan membedakan apakah kebijakan bisnis yang dibuat oleh perusahaan tersebut optimal atau kurang optimal. Melalui praktik manajemen laba riil, manajer lebih sulit untuk dideteksi investor terkait strategi manajemen laba yang digunakan (Graham *et al.*, 2005). Terkait dampak atas manajemen riil yang digunakan perusahaan tersebut, Bhojraj *et al.* (2009) melaporkan bahwa pasar finansial dalam jangka pendek menilai perusahaan-perusahaan yang melakukan manajemen laba riil dengan harga yang lebih tinggi dari keadaan sebenarnya (*overprice*). Hasil penelitian tersebut mengindikasikan bahwa pasar saham salah menilai praktik manajemen laba riil pada tahun manipulasi tersebut dilakukan.

Akibat kegagalan investor untuk mendeteksi atau menilai kebijakan manajemen laba riil yang dilakukan oleh perusahaan, investor dapat menyangka bahwa manajemen laba riil tersebut merupakan kebijakan yang diinginkan (*desirable activity*). Hal ini disebabkan perusahaan-perusahaan dengan tingkat manajemen laba riil yang lebih tinggi menunjukkan kemampuan menciptakan arus kas perusahaan yang lebih besar dibandingkan dengan perusahaan lain yang melakukan praktik manajemen laba riil lebih rendah.

Gunny (2010) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan manajemen laba riil untuk mencapai target laba mereka relatif menampilkan kinerja perusahaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan-perusahaan yang gagal mencapai target laba yang telah ditentukan. Apabila pemegang obligasi (*bondholders*) menilai manajemen laba riil merupakan aktivitas bisnis yang diinginkan (*desirable business activity*) oleh mereka, maka hubungan yang akan muncul antara manajemen laba riil terhadap biaya dari penerbitan obligasi korporasi adalah hubungan negatif. Berdasarkan paparan di atas, hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

H_{1A} Terdapat hubungan yang positif antara biaya dari penerbitan obligasi korporasi dengan perilaku manajemen laba riil (*managerial opportunism hypothesis*).

H_{1B} Terdapat hubungan yang negatif antara biaya dari penerbitan obligasi korporasi dengan perilaku manajemen laba riil (*desirable action hypothesis*).

METODE

Dalam penelitian ini, hubungan antara manajemen laba riil terhadap peringkat dan premi penerbitan obligasi korporasi diuji dengan menggunakan dua model utama dan dua model tambahan. Dalam Model 1, variabel dependen *lnRating* merupakan logaritma dasar dari peringkat obligasi. Pada variabel tersebut, apabila tidak tersedia peringkat obligasi

mengestimasi aktivitas bisnis sesungguhnya perusahaan dalam keadaan yang normal, direfleksikan dari arus kas operasi, *overproduction*, dan biaya-biaya diskresioner.

Residual dari regresi atas model-model di bawah ini digunakan untuk mengetahui tingkat abnormal dari kegiatan REM yang dilakukan tiap perusahaan pada masing-masing proksi untuk kemudian dibangun menjadi variabel *REALEM* dari penjumlahan nilai abnormal masing-masing proksi.

Dalam mengestimasi arus kas operasi dalam keadaan yang normal dalam perusahaan, penelitian ini akan menggunakan model:

$$\frac{CFO_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Sales_t}{Assets_{t-1}} + \epsilon_t$$

Di mana: t merupakan indikator dari tahun, *CFO* merupakan arus kas dari kegiatan operasi perusahaan, *Assets* merupakan total aset, dan $\Delta Sales$ adalah perubahan dalam penjualan dibandingkan dengan jumlah penjualan yang terjadi pada tahun sebelumnya. Residual dari regresi model ini (ϵ_t) dikalikan dengan -1 untuk digunakan sebagai variabel *AB_CFO*.

Dalam mengestimasi biaya produksi dalam keadaan yang normal dalam perusahaan, penelitian ini akan menggunakan model:

$$\frac{Prod_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_2 \frac{\Delta Sales_t}{Assets_{t-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta Sales_{t-1}}{Assets_{t-1}} + \epsilon_t$$

Di mana *Prod* adalah jumlah dari COGS dan perubahan dalam persediaan. Residual dari regresi model ini (ϵ_t) digunakan sebagai variabel *AB_PROD*.

Dalam mengestimasi biaya diskresioner dalam keadaan yang normal dalam perusahaan, penelitian ini akan menggunakan model:

$$\frac{DisExp_t}{Assets_{t-1}} = \alpha_0 \frac{1}{Assets_{t-1}} + \alpha_1 \frac{Sales_t}{Assets_{t-1}} + \epsilon_t$$

Di mana *DisExp* adalah jumlah dari biaya iklan, biaya R&D, dan biaya administrasi. Residual dari regresi model ini (ϵ_t) dikalikan dengan -1 untuk digunakan sebagai variabel *AB_DEXP*.

Variabel Kontrol. Pada model 1 dan 2 digunakan beberapa variabel kontrol. Manajemen laba berbasis akrual (*accrual based earnings management*) merupakan akrual abnormal dari model Jones yang telah dimodifikasi sebagaimana yang digunakan dalam penelitian Cohen *et al.* (2008). Ukuran perusahaan dihitung dari logaritma dasar atas total aset satu tahun sebelum obligasi diterbitkan. Total dari aset perusahaan yang digunakan dengan denominasi miliar rupiah. *Market-to-Book ratio* dihitung dengan membagi nilai pasar saham perusahaan beredar dibagi nilai buku saham perusahaan yang beredar satu tahun sebelum obligasi diterbitkan. *Leverage* dihitung dari utang jangka panjang dibagi dengan total aset satu tahun sebelum obligasi diterbitkan. *Interest coverage ratio* dihitung sebagai laba operasi setelah depresiasi dibagi dengan beban bunga satu tahun sebelum obligasi diterbitkan. *Profitability ratio* dihitung sebagai laba operasi setelah depresiasi dibagi dengan total aset satu tahun sebelum obligasi diterbitkan. *Issue Size* dihitung dari logaritma dasar dari nilai yang ditawarkan obligasi (dalam miliar rupiah). *Maturity*

dihitung dari logaritma dasar dari jumlah bulan tenor obligasi. *Rating* dihitung dari nilai residual model 1A dan 2A.

Sampel. Data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang didapat dari laporan tahunan perusahaan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI) tahun 2009-2013 dan data obligasi korporasi yang diberikan peringkat obligasi oleh PT PEFINDO tahun 2009 – 2013. Obligasi yang diperdagangkan pada tanggal 1 Januari 2009 sampai 31 Desember 2013 sebanyak 92 obligasi yang dikeluarkan oleh 40 perusahaan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Statistik Deskriptif

Tabel 1. Hasil Statistik Deskriptif

Variabel	N	Mean	SD	Min.	Max.
Panel A					
AB_CFO	92	-0,0324	0,1101	-0,2690	0,2578
AB_PROD	92	0,1298	0,4432	-0,9322	1,2512
AB_DEXP	92	-0,0114	0,1982	-0,7549	0,3016
REALEM	92	0,0859	0,5386	-1,5027	1,4872
Panel B					
YSPREAD	92	3,1193	1,1440	0,83	6,54
ISSUESIZE	92	12,68	1,1234	10,23	14,55
MAT	92	3,92	0,46	2,48	4,78
lnRATING	92	1,48	0,60	0	2,89
Panel C					
AEM	92	-0,02	0,06	-0,17	0,17
SIZE	92	9,02	1,18	5,56	11,48
MB	92	2,82	1,97	0,40	9,81
LEV	92	0,17	0,14	0	0,49
COV	92	19,37	63,90	-4,84	522,37
PROF	92	0,10	0,08	-0,09	0,30

Sumber: Hasil Olahan Penulis (2015)

Tabel diatas adalah tabel hasil analisis deskriptif seluruh perusahaan yang dijadikan sampel dalam penelitian ini. Tabel ini berisi seluruh gambaran statistik dari setiap variabel yang digunakan dalam penelitian ini, mulai dari variabel independen, variabel dependen, hingga variabel kontrol. Tabel 1 menunjukkan bahwa YSPREAD memiliki nilai rerata sebesar 3,1193 dengan deviasi standar sebesar 1,1440. Hal ini menunjukkan bahwa rerata selisih antara *yield* korporasi di Indonesia dalam observasi ini terhadap *yield* pemerintah sebesar 3,11%. Tabel 1 menunjukkan bahwa lnRATING memiliki rerata sebesar 1,48 dengan deviasi standar sebesar 0.60. Dari data tersebut dapat diperoleh informasi bahwa rerata peringkat obligasi yang digunakan dalam penelitian adalah idA+.

Analisis Korelasi Pearson. Tabel 2 di bawah menunjukkan hasil estimasi nilai koefisien korelasi antarvariabel yang digunakan dalam penelitian ini. Dalam penelitian ini, ditemukan bahwa tidak ada hubungan yang kuat antarvariabel atau memiliki koefisien korelasi diatas 0,8 kecuali bagi variabel REALEM yang merupakan nilai penjumlahan dari variabel AB_CFO, AB_PROD, dan AB_DEXP. Pada tabel di bawah, nilai koefisien korelasi terkuat yang dimiliki variabel REALEM sebagai variabel dependen terhadap proksi AB_PROD adalah sebesar 0,9026.

Tabel 2. Koefisien Korelasi Antarvariabel

	YS	AB_CFO	AB_PROD	AB_DEXP	REM	AEM	SIZE	MB	LEV	COV	PROF	IS	MAT	lnRATING
YSPREAD	1													
AB_CFO	0,1256	1												
AB_PROD	0,2351	0,3462	1											
AB_DEXP	-0,0153	0,0962	0,0246	1										
REALEM	0,2134	0,5246	0,9026	0,4080	1									
AEM	-0,0023	0,7528	-0,1104	0,0281	0,0733	1								
SIZE	-0,3038	-0,1925	-0,2952	0,1150	-0,2399	-0,0246	1							
MB	-0,3091	0,1049	-0,2143	0,1995	-0,0814	0,1862	0,0090	1						
LEV	0,0792	-0,0897	-0,2615	-0,0207	-0,2259	-0,0032	0,4067	-0,3111	1					
COV	-0,0129	-0,1563	-0,0874	-0,5737	-0,3150	-0,0748	-0,2177	-0,1282	-0,1986	1				
PROF	0,0152	-0,6674	-0,1240	-0,1390	-0,2896	-0,6480	0,0071	-0,2284	-0,0454	0,3745	1			
ISSUESIZE	-0,2456	-0,1380	-0,2736	0,0479	-0,2710	0,0937	0,4381	-0,0104	0,0038	0,0560	0,0940	1		
MAT	-0,0531	-0,0743	0,0312	-0,1243	-0,0352	-0,0381	0,2772	-0,1641	0,0583	0,1231	0,0735	0,4812	1	
lnRATING	0,2871	0,3170	0,0860	0,0255	0,1261	0,3692	-0,4943	-0,0511	-0,1634	-0,0390	-0,3098	-0,2702	-0,3257	1

Sumber: Hasil Olahan Penulis (2015)

Analisis Hasil Regresi Model 1

Tabel 3. Hasil Regresi Model 1

Variabel	Model 1B		Model 1A	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
Constant	5,450	0,000***	5,310	0,000***
AB_CFO	-2,275	0,060*		
AB_Prod	0,148	0,370		
AB_Dexp	0,094	0,778		
REALEM			-0,092	0,286
AEM	4,779	0,012**	2,513	0,021**
SIZE	-0,271	0,000***	-0,241	0,000***
MB	-0,034	0,216	-0,047	0,055*
LEV	-0,400	0,535	-0,541	0,311

Lanjutan Tabel 3

	Model 1B	Model 1A	Model 1B	Model 1B
COV	-0,001	0,005***	-0,001	0,030**
PROF	-1,007	0,195	-0,595	0,452
ISSUESIZE	-0,004	0,959	-0,009	0,909
MAT	-0,250	0,030**	-0,251	0,030**
YearIndicator	Included		Included	
IndustryIndicator	Included		Included	
	R-squared	0,52	R-squared	0,49
	Number of obs	92	Number of obs	92
	Prob>F	0	Prob>F	0

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1

Sumber: Hasil Olahan Penulis (2015)

Model pertama yang digunakan dalam adalah Model 1 yang bertujuan untuk melihat pengaruh manajemen laba terhadap lnRATING dengan menggunakan empat proksi manajemen laba riil yang berbeda. Hasil dari regresi Model 1A pada Tabel 3 menunjukkan bahwa variabel independen REALEM terhadap variabel lnRATING tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Sedangkan dari hasil regresi model 2A hanya AB_CFO yang memiliki nilai signifikan terhadap lnRATING. AB_CFO berpengaruh negatif dengan nilai -2,275 pada tingkat 10%. Hal ini berarti bahwa proksi AB_CFO memiliki pengaruh positif terhadap peringkat obligasi, semakin tinggi manipulasi penjualan yang dilakukan perusahaan akan berpengaruh pada meningkatnya peringkat obligasi perusahaan tersebut. Sedangkan untuk proksi manajemen laba riil lainnya, tidak memiliki pengaruh yang signifikan.

Tabel 3 juga menunjukkan pengaruh variabel kontrol yang digunakan dalam model 1 terhadap variabel lnRATING. Secara keseluruhan, hanya Variabel LEV, PROF, dan ISSUESIZE yang tidak memiliki pengaruh signifikan pada lnRATING. Hal ini menunjukkan bahwa perubahan peringkat obligasi tidak dipengaruhi oleh *leverage*, *profitability ratio*, dan nilai obligasi yang diterbitkan.

Analisis Hasil Regresi Model 2. Regresi pertama Model 1 dilakukan dengan menggunakan proksi REALEM sebagai variabel independen manajemen laba riil. Regresi kedua menggunakan proksi AB_CFO, AB_PROD, dan AB_DEXP sebagai variabel independen. Hal ini dilakukan untuk melihat pengaruh masing-masing proksi terhadap *yield spread*. Pada Model 2, seluruh proksi dari manajemen laba riil menunjukkan hasil yang tidak signifikan terhadap YSPREAD. Hal tersebut menunjukkan bahwa manajemen laba riil tidak berpengaruh atas *yield* yang diminta atas suatu obligasi.

Dalam hal variabel kontrol, pada hasil regresi Model 2 hanya tiga variabel yang berpengaruh signifikan terhadap YSPREAD, yaitu variabel SIZE, LEV dan RATING. Sedangkan variabel AEM, MB, COV, PROF, ISSUESIZE, dan MAT tidak memiliki pengaruh yang signifikan. Dari analisis hasil regresi pada pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa regresi Model 1A dan 1B, serta Model 2A dan Model 2B dilakukan dengan menggunakan empat proksi REM yang berbeda. Keempat proksi tersebut digunakan sesuai dengan model yang dikembangkan Roychowdhury (2006) untuk mengestimasi tingkat normal atau wajar dari aktivitas bisnis riil perusahaan.

Tabel 4. Hasil Regresi Model 2

Variabel	Model 2B		Model 2A	
	Koef.	Prob.	Koef.	Prob.
Constant	7,470	0,000***	7,224	0,00***
AB_CFO	-0,727	0,679		
AB_Prod	0,048	0,892		
AB_Dexp	0,373	0,488		
REALEM			0,032	0,898
AEM	-1,420	0,743	-1,742	0,638
SIZE	-0,408	0,004***	-0,394	0,005***
MB	-0,094	0,161	-0,092	0,159
LEV	2,264	0,018**	2,241	0,013**
COV	-0,002	0,306	-0,003	0,296
PROF	-2,576	0,481	-1,997	0,541
ISSUESIZE	-0,075	0,541	-0,067	0,565
MAT	0,059	0,867	0,050	0,884
RATING	0,482	0,046**	0,479	0,036**
YEARINDICATOR	Included		Included	
INDUSTRYINDICATOR	Included		Included	
	R-squared	0,44	R-squared	0,44
	N	92	N	92
	Prob>F	0	Prob>F	0

***p<0,01, **p<0,05, *p<0,1

Sumber: Hasil Olahan Penulis (2015)

Sesuai dengan penelitian Ge dan Kim (2014), untuk melihat dengan lebih spesifik pengaruh manajemen laba riil terhadap peringkat dan premi penerbitan obligasi perusahaan. Pengukuran pengaruh dari manajemen laba riil terhadap peringkat dan premi penerbitan obligasi korporasi dalam penelitian ini didapatkan dari arah koefisien dari proksi manajemen laba riil dengan memiliki hasil signifikan.

Dari hasil regresi yang ditunjukkan dalam Tabel 3 dan Tabel 4 ditemukan bahwa proksi manajemen laba riil berpengaruh signifikan dan negatif terhadap $\ln RATING$ untuk proksi *operating cash flow* dan tidak ada satu pun proksi manajemen laba riil lain yang berpengaruh terhadap $YSPREAD$. $\ln RATING$ merupakan hasil logaritma dasar dari konversi peringkat obligasi yang dikeluarkan oleh PEFINDO terhadap sebuah obligasi menjadi bentuk numerik. Dalam pemahamannya, peringkat obligasi yang semakin baik peringkatnya memiliki hasil $\ln RATING$ yang semakin kecil. Variabel ini digunakan untuk meninjau pengaruh manajemen laba riil terhadap reaksi dari agen pemeringkat obligasi dalam memberikan peringkat bagi suatu obligasi (Ge dan Kim, 2014).

$YSPREAD$ merupakan selisih dari *yield* obligasi korporasi pada tanggal terbit dengan *yield* obligasi pemerintah dengan *maturity* yang sama dalam bentuk presentase. Dalam pemahamannya, *yield* obligasi korporasi yang semakin baik memiliki selisih *yield*

yang semakin kecil dengan *yield* obligasi pemerintah. Variabel ini digunakan untuk meninjau pengaruh manajemen laba riil terhadap reaksi dari calon *bondholders* dalam menilai risiko sebuah obligasi. Dalam penelitian ini, ditemukan bahwa pada Model 1B, terdapat hasil signifikan dan negatif terhadap *lnRATING*. Sedangkan dalam hasil regresi pada Model 2A dan 2B, penelitian ini menemukan hasil bahwa manajemen laba riil tidak memiliki pengaruh terhadap *yield spread*.

Hasil dari penelitian Model 1B menunjukkan bahwa manipulasi penjualan yang berpengaruh terhadap arus kas operasi memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap peringkat obligasi perusahaan. Bahwa semakin besar arus kas operasi dari manipulasi penjualan yang dilakukan oleh perusahaan yang menerbitkan obligasi akan berdampak kepada pemeringkat obligasi (PEFINDO) untuk memberikan peringkat obligasi lebih baik.

Namun, hasil ini menunjukkan hasil yang berbeda dengan hasil yang ditemukan Ge dan Kim (2014), serta menolak H_{1A} penelitian ini yang menyatakan terdapat hubungan positif antara biaya dari penerbitan obligasi korporasi dengan perilaku manajemen laba riil. Dengan demikian, hasil yang didapatkan dalam penelitian ini adalah menerima H_{1B} , yaitu terdapat hubungan negatif antara biaya dari penerbitan obligasi korporasi dengan perilaku manajemen riil.

Perbedaan hasil penelitian ini dengan hasil penelitian Ge dan Kim (2014) dapat disebabkan karena perbedaan pasar finansial yang terdapat di Amerika Serikat dengan pasar finansial yang terdapat di Indonesia. Selain itu, terdapat kemungkinan dengan adanya perbedaan cara menilai risiko obligasi dari pemeringkat obligasi yang berada di Amerika Serikat dengan di Indonesia.

Gunny (2010) menemukan bahwa perusahaan-perusahaan yang melakukan manajemen laba riil untuk mencapai target laba mereka relatif menampilkan kinerja perusahaan yang lebih baik dibandingkan perusahaan-perusahaan yang gagal mencapai target laba yang telah ditentukan. Apabila pemegang obligasi (*bondholders*) menilai manajemen laba riil merupakan aktivitas bisnis yang diinginkan (*desireable business activity*) oleh mereka, maka hubungan yang akan muncul antara manajemen laba riil terhadap biaya dari penerbitan obligasi korporasi adalah hubungan negatif.

Alasan yang dikemukakan tersebut sesuai dengan hasil penelitian Graham *et al.* (2005). Bahwa melalui aktivitas manajemen laba riil, manajer lebih sulit untuk dideteksi investor terkait strategi manajemen laba yang digunakan. Dengan semakin terbatasnya akses dan kemampuan dari investor dan agen pemeringkat obligasi, dalam memberikan penilaian sebenarnya dari risiko obligasi tersebut menyebabkan mereka menilai aktivitas operasi yang dilakukan oleh perusahaan adalah dalam keadaan normal.

Selanjutnya, alasan mengenai perbedaan hasil penelitian ini dengan Ge dan Kim (2014) dapat juga diperkuat dengan hasil dari penelitian Bhojraj *et al.* (2009). Penelitian Bhojraj *et al.* (2009) mengindikasikan bahwa pasar saham telah salah menilai praktik manajemen laba riil pada tahun manipulasi dilakukan. Bhojraj *et al.* (2009) juga mengemukakan bahwa pasar finansial dalam jangka pendek menilai perusahaan-perusahaan yang melakukan manajemen laba riil dengan harga yang lebih tinggi daripada keadaan sebenarnya.

Selain hasil dari pengaruh manajemen laba riil terhadap peringkat obligasi maupun *yield spread*, dalam penelitian ini juga melihat pengaruh dari variabel kontrol yang dipakai mengikuti acuan kepada hasil penelitian Ge dan Kim (2014). Pada variabel kontrol yang

memiliki pengaruh signifikan terhadap peringkat obligasi maupun *yield spread* ditemukan memiliki koefisien yang sesuai dengan hasil dalam penelitian Ge dan Kim (2014).

PENUTUP

Simpulan. Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh antara manajemen laba riil terhadap peringkat dan premi penerbitan obligasi perusahaan yang terdaftar di BEI dalam periode observasi 2009-2013. Mengacu pada tujuan utama dan hasil observasi penelitian ini, dapat diambil kesimpulan penelitian, yakni arus kas operasi menjadi satu-satunya proksi manajemen laba riil yang berpengaruh signifikan dan negatif terhadap *lnRATING*. Selain itu, didapat juga kesimpulan bahwa tidak ada proksi manajemen laba riil yang berpengaruh secara signifikan terhadap *YSPREAD*.

Saran. Adapun saran yang dapat diberikan pada penelitian-penelitian selanjutnya, terutama penelitian sejenis ialah untuk menambah jumlah sampel dan periode penelitian yang diteliti dan agar hasil yang diperoleh lebih dapat digeneralisasi. Sampel yang digunakan pada penelitian ini hanya perusahaan-perusahaan yang terdaftar di BEI dan diberikan peringkat obligasi oleh PEFINDO, sedangkan jumlah perusahaan yang tidak terdaftar di BEI dan tidak diberikan peringkat obligasi oleh PEFINDO lebih banyak.

DAFTAR RUJUKAN

- Bharath, S., Sunder, J., & Sunder, S. (2008) Accounting quality and debt contracting. *The Accounting Review*, 83, 1-28.
- Bhojraj, S., Hribar, P., Picconi, M., & McInnis, J. (2009) Making sense of cents: An examination of firms that marginally miss or beat analyst forecasts. *Journal of Finance*, 64(5): 2360-2388.
- Chung, R., Firth, M., & Kim, J. -B. (2005) Earnings management, surplus free cash flow, and external monitoring. *Journal of Business Research*, 58(6): 766-776.
- Cohen, D. A., & Zarowin, P. (2010) Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics*, 50: 2-19.
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008) Real and accrual-based earnings management in the pre- and post-Sarbanes Oxley periods. *The Accounting Review*, 82(3), 757-787.
- Daniels, K. N. & Jensen, M. S. (2005) The effect of credit ratings on credit swap spreads and credit spreads, *The Journal of Fixed Income*, 15, 16-35.
- Faerber, E. (2000) *All About Bonds and Bonds Mutual Funds*, (2nd ed.). McGraw-Hill.
- Ge, W. & Kim, J, B. (2014) Real earnings management and the cost of new corporate bonds. *Journal of Business Research*, 67: 641-647.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2005) The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3-73.
- Gunny, K. A. (2010) The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3): 855-888.

- Hadani, M., Goranova, M., & Khan, R. (2011) Institutional investors, shareholder activism, and earnings management. *Journal of Business Research*, 64(12): 1352-1360.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999) A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 3, 365-383.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H. (1976) Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jiang, J. (2008) Beating earnings benchmarks and the cost of debt. *The Accounting Review*, 83(2): 377-416.
- Khurana, I., & Raman, K. (2003) Are fundamentals priced in the bondmarket?. *Contemporary Accounting Research*, 20(3): 465-494.
- Prevost, A. K., Rao, R. P., & Skousen, C. J. (2008) Earnings management and the cost of debt. <http://ssrn.com/abstract=1083808>
- Roychowdhury, S. (2006) Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Scott, W. R. (2012) "Financial Accounting Theory". Ontario: Pearson Education Canada, Inc.
- Sengupta, P. (1998) Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review*, 73, 459-474.
- Shi, C. (2003) On the trade-off between the future benefits and riskiness of R&D: A bondholders' perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 35, 227-254.
- Utari, A. W. (2001) Analisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap earnings management pada perusahaan go public di Indonesia. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, 3(2): 89-101