

PENGARUH KUALITAS LABA PADA *YIELDS* OBLIGASI DENGAN *CORPORATE GOVERNANCE* SEBAGAI VARIABEL PEMODERASI

ELIADA HERWIYANTI dan ZAKI BARIDWAN

Universitas Jenderal Soedirman, Jl. HR. Boenyamin No.708. Purwokerto,
elly_idc@yahoo.com

Universitas Gadjah Mada, Jl. Humaniora No.2 Bulaksumur Jogjakarta 55281

The objective of this research is to study the effect of earnings quality to bond yields, and whether the effect of earnings quality to bond yields can be moderated by corporate governance. In this paper, earnings quality was proxied by discretionary accruals. Yield to maturity approximation was used to count the bond yields. The proxies of corporate governance are institutional ownership and outside director. This research is using purposive sampling method to choose the sample. From six years observation period, 153 observation bonds obtained. To test the hypothesis, this research using logistic regression. This research indicated that model of logistic regression is fit, although the result for hypothesis examination not significant. The lowest Nagelkerke's R^2 value indicated that other variables which not include in this research may have contribution for the research model. Result of this research could be happened because of the naive behavior from investor it-self, the characteristic of bond market, less familiarity of corporate governance regulation, or may be from the lack of variable used in the research model.

Keywords: Earnings quality, bond yields, corporate governance, institutional ownership and outside director.

PENDAHULUAN

Investasi dapat dibedakan menjadi dua macam, yaitu investasi dalam surat kepemilikan (saham) dan investasi dalam surat utang (obligasi). Dilihat dari sisi jaminan pengembalian, obligasi sebagai suatu instrumen utang yang ditawarkan oleh penerbit, lebih memberikan jaminan pengembalian dan keuntungan dibandingkan dengan investasi saham. Namun faktanya, perkembangan *bond market* di Indonesia masih jauh dari harapan dan data yang terpublikasi khususnya data perdagangan belum mencerminkan fakta yang sebenarnya terjadi. Beberapa per-

masalah dan kelemahan yang ada disadari merupakan penghambat bagi perkembangan *bond market* di Indonesia (Bapepam 2006).

Pada praktiknya, obligasi yang diperdagangkan harus melewati beberapa tahapan prosedur yang sudah semestinya dilakukan untuk kebaikan semua pihak. Secara langsung maupun tidak langsung, proses tahapan penerbitan obligasi tersebut akan mencerminkan keadaan internal perusahaan yang bersangkutan. Baik buruknya kinerja perusahaan akan dapat dinilai melalui informasi yang terdapat dalam laporan keuangan.

SFAC No.1 (FASB 2000) menyatakan bahwa laba sebagai instrumen pengukur kinerja operasional perusahaan yang didasarkan pada basis akrual akan memberikan indikator yang lebih baik dibandingkan informasi mengenai penerimaan dan pengeluaran kas saat ini. Kualitas laba mendapat perhatian khusus bagi pengguna laporan keuangan untuk tujuan kontraktual dan pembuatan keputusan mengenai investasi. Kualitas laba yang buruk akan menjadi sinyal alokasi sumber daya yang tidak baik.

Datta dan Dhillon (1993) serta Hotchkiss dan Ronen (1999) menemukan bahwa pengumuman laba mempunyai kandungan informasi di pasar obligasi dan pasar saham. Khurana dan Raman (2003) yang menguji relevansi nilai fundamental dengan fokus pasar obligasi, menemukan bahwa nilai fundamental berhubungan negatif dengan *yield*. Bhojraj dan Sengupta (2003) menemukan bahwa *corporate governance* (dengan menggunakan proksi kepemilikan institusi dan komisaris independen) mempunyai hubungan negatif dengan *yield* obligasi.

Sesuai dengan Sistem Dua Pilar (*Two Tiers System*) yang dianut perusahaan di Indonesia, maka dewan komisaris bertanggung jawab untuk mengawasi manajemen dan menjamin terlaksananya akuntabilitas, dengan demikian apabila dewan komisaris mempunyai hubungan dengan dewan direksi, maka integritas dan independensi dewan komisaris akan diragukan. Semakin besar proporsi komisaris independen pada sebuah perusahaan, semakin besar keefektifan dan peran pengawasan terhadap perusahaan, sehingga risiko investasi yang dihadapi oleh investor akan berkurang (Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication 2002). Pengawasan institusi akan mengurangi asimetri informasi yang mungkin terjadi dan pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja obligasi dan juga akan mengurangi kemungkinan terjadinya manajemen laba. Semakin tinggi tingkat kepemilikan institusi, semakin baik hubungan bisnis atau pembagian informasi antara perusahaan dan investor, karenanya semakin rendah asimetri informasi di antara dua kelompok bisnis (Jiang dan Kim 2000).

Penelitian ini dilakukan untuk memberikan bukti empiris apakah di pasar obligasi Indonesia, kualitas laba berpengaruh terhadap *yields* obligasi dan apakah pengaruh kualitas laba terhadap *yields* obligasi dapat diperkuat dengan adanya elemen-elemen *corporate governance*, khususnya dengan proksi kepemilikan institusi dan komisaris independen.

Penelitian ini disusun dengan urutan penulisan sebagai berikut pertama, pendahuluan menjelaskan mengenai latar belakang masalah, pertanyaan penelitian dan organisasi penulisan. Kedua, kualitas laba dan *yields* obligasi, kepemilikan ins-

titusi dan komisaris independen pada kualitas laba dan *yields* obligasi. Ketiga, metoda penelitian terdiri atas pemilihan sampel dan pengumpulan data, definisi operasional dan pengukuran variabel serta metoda analisis. Keempat, hasil penelitian yang berisi statistik deskriptif serta hasil dan interpretasi pengujian hipotesis. Terakhir, penutup yang berisi simpulan, keterbatasan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya.

RERANGKA TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Kualitas laba yang baik akan meningkatkan *expected future earnings*, hal ini akan menurunkan *default risk*, sehingga laba dengan kualitas yang baik akan lebih informatif di pasar obligasi karena dapat digunakan untuk menentukan risiko kegagalan kredit dan membedakan kualitas kredit yang baik dan yang tidak. Proksi kualitas laba yang paling baik dan sesuai dengan penelitian ini adalah *discretionary accruals*. Semakin besar nilai *discretionary accruals* maka semakin besar pula praktik manajemen laba. Praktik manajemen laba akan mengurangi kualitas laba karena laba tidak disajikan secara *representational faithfulness* (Schipper dan Vincent 2003).

SFAC No.1 (FASB 2000) menyatakan bahwa salah satu tujuan investor dan kreditur menggunakan informasi laba adalah untuk menilai risiko investasi atau pinjaman pada perusahaan. Laba dapat digunakan sebagai indikator yang lebih baik dibandingkan informasi mengenai penerimaan dan pengeluaran kas. Khurana dan Raman (2003) menemukan bahwa fundamental berhubungan negatif dengan *yields*, semakin tinggi nilai fundamental maka makin rendah *yields* obligasi.

Bhojraj dan Swaminathan (2003) menyatakan bahwa akrual berpengaruh secara positif terhadap harga obligasi. Khurana dan Raman (2003) menunjukkan bahwa semakin tinggi kualitas laba maka semakin rendah *yields* obligasi. Sari (2005) menemukan bahwa kualitas laba berpengaruh terhadap *yields to maturity*, hanya dengan menggunakan sampel yang diperoleh dari periode penelitian yang relatif pendek, yaitu dari tahun 2001 sampai tahun 2004. Atas dasar uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₁: Kualitas laba berpengaruh terhadap *yields* obligasi.

Lev *et al.* (2006) menggunakan *discretionary accruals* sebagai proksi manajemen laba, menemukan bahwa manajemen laba secara positif berasosiasi dengan hubungan dalam organisasi (*organizational relatedness*) dan bahwa perusahaan yang proporsi komisaris independen dan mempunyai kepemilikan institusi yang tinggi ternyata pelaporan manajemen labanya rendah. Penelitian Setyapurnama (2005) yang menggunakan sampel dari tahun 2001 sampai 2003 menguji pengaruh *corporate governance* terhadap *yields* obligasi, menunjukkan bahwa kepemilikan institusi tidak berpengaruh terhadap *yields* obligasi, sedangkan komisaris independen berpengaruh terhadap *yields* obligasi.

Pengawasan institusi akan mengurangi asimetri informasi yang mungkin terjadi dan pada akhirnya akan mempengaruhi kinerja obligasi dan juga akan mengurangi kemungkinan terjadinya manajemen laba. Semakin tinggi tingkat kepemilikan

likan institusi, semakin baik hubungan bisnis atau pembagian informasi antara perusahaan dan investor, karenanya semakin rendah asimetri informasi di antara dua kelompok bisnis (Jiang dan Kim 2000). Hasil penelitian terdahulu atas kepemilikan institusi terhadap kinerja perusahaan (Gunarsih 2003 dalam Rahmawati 2005) dengan manajemen laba, menunjukkan adanya hubungan negatif (Rajgopal *et al.* 1999). Koh dan Hsu (2005) yang meneliti pasar modal di Australia menemukan bahwa hubungan antara kepemilikan institusi dan manajemen laba ternyata tidak sistematis sehingga kemungkinan terjadi asosiasi yang kompleks antara kepemilikan institusional dengan manajemen laba, hal ini menunjukkan masih ada variabel dependen lainnya yang belum terdeteksi dalam model penelitian. Atas dasar uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₂: Kepemilikan institusi dapat memoderasi hubungan antara kualitas laba dan *yields* obligasi.

Dewan komisaris ikut bertanggung jawab secara hukum atas laporan keuangan yang menyesatkan yang karenanya menyebabkan kerugian kepada pihak manapun. Keberadaan komisaris independen dimaksudkan untuk menciptakan iklim yang lebih objektif dan independen, dan juga untuk menjaga *fairness* serta mampu memberikan keseimbangan antara kepentingan pemegang obligasi minoritas dan mayoritas. Semakin besar proporsi komisaris independen pada sebuah perusahaan, semakin besar keefektifan dan peran pengawasan terhadap perusahaan, sehingga risiko investasi yang dihadapi oleh investor akan berkurang (Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia and Sinergy Communication 2002).

Young *et al.* (2000) yang meneliti pasar modal di UK, menemukan bahwa perusahaan yang memiliki komposisi komisaris independen yang tinggi cenderung akan lebih tepat waktu dalam memberikan sinyal *bad news*. Ramsay *et al.* (2006) meneliti pasar modal di Australia, dan menemukan bahwa semakin tinggi proporsi komisaris independen, maka semakin rendah tingkat manajemen laba. Rahmawati (2005) merumuskan adanya hubungan negatif antara komisaris independen dengan *cost of equity capital*, namun hasil penelitiannya justru menemukan hubungan yang positif antara komisaris independen terhadap *cost of equity capital*. Atas dasar uraian tersebut, maka dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

H₃: Komisaris independen dapat memoderasi hubungan antara kualitas laba dan *yields* obligasi.

METODA PENELITIAN

Pemilihan Sampel dan Pengumpulan Data

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang mengeluarkan obligasi di Bursa Efek Surabaya. Periode pengamatan pengumpulan data dimulai dari tahun 2001 sampai 2006. Pemilihan sampel dalam penelitian ini menggunakan metoda *purposive sampling*, dengan kriteria pertimbangan (*judgment*) yaitu (1) Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan manufaktur dan terdaftar di Bursa Efek Surabaya; (2) Obligasi yang mempunyai *fixed rate coupon* selama

periode pengamatan, karena pada penelitian ini formula YTM digunakan untuk menghitung *yields* obligasi, maka obligasi yang mempunyai *floating rate coupon* tidak dapat dimasukkan sebagai sampel penelitian; (3) Obligasi yang masih beredar atau belum jatuh tempo dan tercatat di *Over The Counter Fixed Income Service (OTC FIS)*; (4) Obligasi dirating oleh PT. PEFINDO dan/atau oleh PT. Kasnic Credit Rating Indonesia; (4) Perusahaan penerbit obligasi mempunyai laporan keuangan yang lengkap selama periode pengamatan.

Berdasarkan kriteria pemilihan sampel maka jumlah obligasi yang dipilih sebagai objek observasi adalah:

Tabel 1. Proses Pemilihan Objek Observasi

Keterangan	Jumlah
Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan manufaktur yang terdaftar di BES dan masih beredar di OTC FIS periode 2001 sampai 2006	336
Obligasi yang tidak dirating dan/atau tidak mempunyai data harga maupun laporan keuangan yang memadai dan tidak mempunyai <i>fixed rate coupon</i> .	(183)
Obligasi yang masuk ke dalam observasi	153

Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel *Yields* Obligasi

Kinerja obligasi yang diukur dengan *yields to maturity* mengacu pada penelitian Sengupta (1998) serta Khurana dan Raman (2003). Metoda perhitungan ini digunakan untuk mengetahui jumlah pendapatan yang diterima oleh investor obligasi sampai periode jatuh tempo. Peneliti menggunakan *yields to maturity* (YTM) karena memperhitungkan pendapatan kupon dan *capital gain* atau *loss*. YTM merupakan tingkat keuntungan yang dinikmati investor jika obligasi dimiliki sejak beli hingga masa jatuh tempo. Rumus perhitungan *yield to maturity approximation* adalah:

$$\text{YTM approximation} = \frac{C + \frac{R - P}{N}}{\frac{R + P}{2}} * 100\%$$

Catatan

C = Kupon, N = Periode waktu yang tersisa (tahun), R = *Redemption value*, P = Harga pembelian (*purchase value*)

Pada penelitian ini, variabel YTM dibedakan menjadi dua kategori, yaitu YTM tinggi dan YTM rendah. Adapun pengkategorian variabel dilakukan berdasarkan *mean statistic* yang dihasilkan dari keseluruhan nilai YTM, yang mana

perusahaan yang nilai YTM-nya berada di atas nilai *mean statistic* dikategorikan sebagai YTM tinggi dan sebaliknya perusahaan yang nilai YTM-nya di bawah *mean statistic* dikategorikan sebagai YTM rendah.

Kualitas Laba

Kualitas laba yang dilaporkan secara *representational faithfulness* diukur dengan *discretionary accruals*. Perhitungan *discretionary accrual* pada penelitian ini menggunakan model Jones yang dimodifikasi oleh Dechow *et al.* (1995), dengan langkah-langkah sebagai berikut:

$$\text{Total accrual} = \text{NDA} + \text{DA} \quad (1)$$

$$\text{Total accrual} = \text{NI}_{it} - \text{CFO}_{it} \quad (2)$$

Catatan

NI = laba bersih sebelum pos luar biasa perusahaan i pada perioda t

CFO = aliran kas dari aktivitas operasi perusahaan i pada perioda t

$$\text{NDA}_{it} = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta \text{Rev}_t/A_{it-1} - \Delta \text{Rec}_t/A_{it-1}) + \alpha_3 (\text{PPE}_t/A_{it-1}) \quad (3)$$

Parameter persamaan (3) diperoleh dari hasil regresi dengan model Jones (1991):

$$T A_{it}/A_{it-1} = \alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta \text{Rev}_t/A_{it-1} - \Delta \text{Rec}_t/A_{it-1}) + \alpha_3 (\text{PPE}_t/A_{it-1}) + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Dari persamaan (4) diketahui bahwa *discretionary accrual* merupakan nilai residual dari regresi. *Ordinary least square* untuk menentukan nilai α_1 , α_2 , dan α_3 adalah:

$$\text{DA}_{it} = T A_{it}/A_{it-1} - \{(\alpha_1 (1/A_{it-1}) + \alpha_2 (\Delta \text{Rev}_t/A_{it-1} - \Delta \text{Rec}_t/A_{it-1}) + \alpha_3 (\text{PPE}_t/A_{it-1}))\}$$

Catatan

$T A_{it}$ = total accruals perusahaan i pada perioda t

NDA_{it} = non discretionary accruals perusahaan i pada perioda t

DA_{it} = discretionary accruals perusahaan i pada perioda t

A_{it-1} = total assets perusahaan i pada perioda t

ΔRev_t = perubahan penjualan bersih perusahaan i pada perioda t

ΔRec_t = perubahan piutang bersih perusahaan i pada perioda t

PPE_t = gross property, plan dan equipment perusahaan i pada perioda t

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ = parameter dari persamaan (4)

Corporate Governance

Corporate governance yang diukur dengan dua macam proksi, yaitu kepemilikan institusi dan komisaris independen. Kepemilikan institusi diukur dengan besarnya saham yang dimiliki oleh institusi dibagi dengan total saham yang beredar. Komisaris independen diukur dengan perbandingan antara jumlah komisaris independen dengan banyaknya komisaris pada perusahaan.

Baik kepemilikan institusi maupun komisaris independen, pada akhirnya dikategorikan menjadi tinggi dan rendah, berdasarkan hasil nilai *mean statistic*. Dengan demikian perusahaan yang persentase kepemilikan institusinya di bawah

mean statistic akan dikategorikan ke dalam kepemilikan institusi rendah dan sebaliknya perusahaan yang persentase kepemilikan institusinya di atas *mean statistic* akan dikategorikan ke dalam kepemilikan institusi tinggi. Untuk komisaris independen, maka perusahaan yang persentase komisaris independennya di bawah nilai *mean statistic* akan dikategorikan ke dalam komisaris independen rendah dan sebaliknya perusahaan yang persentase komisaris independennya di atas nilai *mean statistic* akan dikategorikan ke dalam komisaris independen tinggi. Adapun pengkategorian tersebut dilakukan karena kepemilikan institusi dan komisaris independen akan diinteraksikan dengan kualitas laba.

Metoda Analisis

Analisis data dilakukan dengan menggunakan metoda analisis Logit. Analisis Logit tidak mengharuskan normalitas data. Secara umum interpretasi dari regresi ini menyerupai regresi linear (Hair *et al.* 1998). Sesuai dengan karakteristik tersebut, maka uji asumsi klasik yang diperlukan pada penelitian ini hanya uji multikolinearitas, yaitu untuk menguji korelasi antar variabel independen dalam model regresi. Persamaan regresi logistik yang digunakan dalam penelitian ini adalah:

$$YTM_t = \beta_0 + \beta_1 DA + \beta_2 K_INS + \beta_3 KOM_IND + \beta_4 DA * K_INS + \beta_5 DA * KOMIND + e \quad (5)$$

Keterangan:

YTM_t = *Yields to maturity* pada perioda t (merupakan variabel kategorikal 0 jika YTM rendah dan 1 jika YTM tinggi)

DA = *Discretionary accrual* pada perioda t

K_INS = Kepemilikan institusi (merupakan variabel kategorikal 0 = kepemilikan institusi rendah dan 1 = kepemilikan institusi tinggi)

KOM_IND = Komisaris independen (merupakan variabel kategorikal 0 = komisaris independen rendah dan 1 = komisaris independen tinggi)

DA*K_INS = Interaksi antara *discretionary accruals* dan kepemilikan institusi

DA*KOMIND= Interaksi antara *discretionary accruals* dan komisaris independen.

HASIL PENELITIAN

Obligasi yang mempunyai *yield to maturity* tinggi ada 24 observasi, yang berarti bahwa 129 observasi mempunyai *yield to maturity* rendah. Obligasi dengan *yield to maturity* tinggi tersebut rata-rata besarnya 15,69% dari keseluruhan obligasi yang diamati, dengan deviasi standar sebesar 36,487%. Variabel *discretionary accruals* menunjukkan rata-rata sebesar 9,51103%, dengan deviasi standar sebesar 14,453616% dan berada pada range 0,00057 sampai 1,44720. Variabel kepemilikan institusi mempunyai rata-rata 57,52%, dengan deviasi standar sebesar 49,594%. Dari 153 observasi, terdapat 88 obligasi yang kepemilikan institusinya tinggi, yang berarti 65 obligasi yang lain kepemilikan institusinya rendah. Variabel komisaris independen mempunyai rata-rata 55,56%, dengan deviasi standar sebesar 49,854%. Dari 153 observasi, terdapat 85 obligasi yang jumlah komisaris independennya tinggi, sedangkan 68 obligasi lainnya jumlah komisaris independennya rendah.

Sebelum dilakukan pengujian hipotesis, dilakukan pengujian apakah model regresi bebas dari multikolinieritas dan model fit. Model regresi yang digunakan pada penelitian ini bebas dari multikolinearitas, karena semua variabel independennya mempunyai *tolerance value* di atas 0,1 dan nilai *VIF* di bawah 10. Nilai Hosmer dan Lemeshow sebesar 10,366 dengan probabilitas signifikansi 0,240 yang nilainya jauh di atas 0,05, yang berarti model fit. Berdasarkan ketepatan pengklasifikasian terdapat 129 observasi obligasi yang memiliki YTM rendah dengan ketepatan klasifikasi sebesar 100%, sedangkan 24 observasi obligasi lainnya tidak dapat diklasifikasikan dengan tepat. Dengan demikian maka secara keseluruhan ketepatan klasifikasi sebesar 84,3%.

Pengujian Logit ditunjukkan pada Tabel 2 berikut:

Tabel 2. Pengujian Logit

Variabel	<i>B</i>	<i>S.E.</i>	<i>Wald</i>	<i>df</i>	<i>Sig.</i>	<i>Exp(B)</i>
DA	1,173	2,440	0,231	1	0,631	3,231
K_INS	0,444	0,616	0,519	1	0,471	1,559
KOM_IND	-1,450	0,681	4,536	1	0,033	0,234
DA-KINS	-1,499	2,985	0,252	1	0,616	0,223
DA-KOMIND	6,103	4,656	1,718	1	0,190	447,213
Constant	-1,510	0,478	9,987	1	0,002	0,221

Sumber: Hasil Pengolahan Data

Koefisien respon untuk *discretionary accrual* (DA) sebesar 1,173 dengan signifikansi sebesar 0,631 ($>0,05$). Berdasarkan bukti tersebut, maka dapat disimpulkan bahwa penelitian ini tidak mendukung H_1 . Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kualitas laba bukan variabel utama yang menentukan tinggi rendahnya *yield to maturity*. Hasil ini tidak mendukung penelitian yang dilakukan oleh Sari (2005). Koefisien respon untuk kepemilikan institusi (K_INS) sebesar 0,444 dengan signifikansi sebesar 0,471 ($>0,05$). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa kepemilikan institusi bukan variabel utama yang ikut menentukan tinggi rendahnya *yield to maturity*. Koefisien respon untuk komisaris independen (KOM_IND) sebesar -1,450 dengan signifikansi sebesar 0,033 ($<0,05$). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa komisaris independen ikut menentukan tinggi rendahnya *yield to maturity*, yaitu semakin tinggi komisaris independen semakin rendah *yield to maturity*. Hasil ini mendukung penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003).

Koefisien respon untuk interaksi antara *discretionary accrual* dan kepemilikan institusi (DA-KINS) sebesar -1,499 dengan signifikansi sebesar 0,616 ($>0,05$). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa penelitian ini tidak mendukung H_2 , yang berarti bahwa kepemilikan institusi tidak dapat memoderasi pengaruh kualitas laba terhadap *yield to maturity*. Koefisien respon untuk interaksi antara *discretionary accrual* dan komisaris independen (DA-KOMIND) sebesar 6,103 dengan signifikansi sebesar 0,190 ($>0,05$). Dengan demikian dapat dikatakan bahwa penelitian ini tidak mendukung H_3 , yang berarti bahwa komisaris independen tidak dapat memoderasi pengaruh kualitas laba terhadap *yield to maturity*.

PENUTUP

Sesuai hasil pengujian terhadap H_1 dapat disimpulkan bahwa pelaku pasar khususnya investor obligasi di pasar modal Indonesia tidak memperhatikan kualitas laba dalam berinvestasi obligasi, ini mungkin dikarenakan obligasi merupakan investasi yang *fixed claim*, jadi relatif lebih aman dibandingkan berinvestasi saham. Hal ini membuktikan bahwa investor obligasi adalah investor yang konservatif, karena melakukan investasi yang aman dan tidak begitu fluktuatif, seperti investasi saham (Rahardjo 2003).

Sesuai hasil pengujian H_2 dan H_3 dapat disimpulkan bahwa pengaruh kualitas laba terhadap *yield to maturity* tidak dapat dimoderasi dengan *corporate governance* yang diprosikan dengan kepemilikan institusi dan komisaris independen. Hal ini mungkin dikarenakan belum tersosialisasikannya dengan baik konsep *good corporate governance* atau bisa jadi memang praktik *good corporate governance* di Indonesia masih lemah. Dengan demikian maka hasil pengujian H_2 mendukung hasil penelitian Koh dan Hsu (2005). Sedangkan ditemukannya ketidaksignifikanan komisaris independen, bisa jadi dikarenakan masih banyak persoalan di lingkungan Dewan Komisaris, terutama ketidakberdayaan komisaris independen dalam mewakili kepentingan pemegang saham nonpengendali (Pambudi 2002).

Pemilihan sampel hanya meliputi perusahaan manufaktur, tidak melibatkan seluruh emiten yang menerbitkan obligasi di pasar modal Indonesia. Oleh karena itu maka hasil penelitian ini tidak dapat digeneralisasikan. Untuk penelitian selanjutnya menggunakan sampel perusahaan lembaga keuangan yang menerbitkan obligasi. Penggunaan proksi *corporate governance* yang hanya melibatkan kepemilikan institusi dan komisaris independen, bisa jadi kurang kuat dan lengkap dalam penganalisaan hasil penelitian. Untuk penelitian selanjutnya menambahkan proksi *corporate governance* seperti komite audit dan kepemilikan managerial. Pada penelitian ini sampel tidak dibedakan menjadi obligasi yang memiliki peringkat *investment* dan *speculative*, sehingga bisa jadi hasil penelitian kurang mencerminkan pengaruh yang sebenarnya. Untuk penelitian selanjutnya membedakan sampel berdasarkan peringkat obligasi atau variabel lainnya, bisa jadi memberikan hasil penelitian yang lebih detail.

REFERENSI:

- Bapepam. 2006. *Siaran Pers: Pengembangan Bond Market di Indonesia*. Jakarta.
- Bhojraj, Sanjev dan Bhaskaran Swaminathan. 2003. How Does the Corporate Bond Market Value Capital Investments and Accruals. *Working Paper*.
- Bhojraj, Sanjev dan Partha Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors, *The Journal of Business*.
- Bursa Efek Surabaya. 2001. *Mengenal Obligasi. Divisi Perdagangan Surat Utang Bursa Efek Surabaya*. Surabaya.
- Darmawati, Deni. 2003. Corporate Governance dan Manajemen Laba: Suatu studi empiris. *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol. 5, No. 1, hlm. 47-68.
- Datta, Sudip dan Upinder S. Dhillon. 1993. Bond and Stock Market Response to Unexpected Earnings Announcements. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 28, hlm. 565-577.

- Dechow, P.M., R.G. Sloan dan A.P. Sweeney. 1995. Detecting Earning Management. *The Accounting Review*, Vol. 2, hlm. 193-225.
- FASB. 2000. *Original Pronouncements 2000/2001: SFAC No. 1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. Edition: Accounting Standards as of June 1, 2000*. Volume III. John Wiley & Sons, Inc.
- FCGI. 2001. *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)*. Jilid II. FCGI. Edisi Kedua.
- Fischer, Paul E. dan R.E. Verrecchia. 1997. The Effect of Limited Liability on the Market Response to Disclosure. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 14, hlm. 15-541.
- Hair, Joseph F. JR., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham dan William C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. Fifth Edition. Prentice-Hall International, Inc.
- Hotchkiss, Edith S. dan Tavy Ronen. 1999. The Informational Efficiency of the Corporate Bond Market: An Intraday Analysis. *Working Paper*.
- Jiang, Li dan Jeong Bon Kim. 2000. Cross-Corporate Ownership, Information Asymmetry and the Usefulness of Accounting Performance Measures in Japan. *The International Journal of Accounting*, Vol. 1, hlm. 85-98.
- Julien, Rick dan Larry Rieger. 2003. The Missing Link in Corporate Governance. *Risk Management*, April, hlm. 32-36.
- Khurana, Inder K. dan K.K. Raman. 2003. Are Fundamentals Priced in the Bond Market? *Contemporary Accounting Research*, Vol. 3 (Fall), hlm. 465-494.
- Koh, Ping-Sheng dan Grace C-M. Hsu. 2005. Does the Presence of Institutional Investor Influence Accruals Management? Evidence from Australia. *An International Review*, Vol. 13, hlm. 809-823.
- Lev, Baruch, Kin Wai Lee dan Gillian Yeo. 2006. Organizational Structure and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, hlm. 293-331.
- Pambudi, Teguh S. 2002. Mereka yang Percaya Terpercaya. *Majalah SWA 23/XVIII/5-7* Nopember 2002.
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. PT. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Rahmawati, Novia. 2005. Pengaruh Struktur Corporate Governance terhadap Cost of Equity Capital. Tesis (not published). Jogjakarta: Program Pasca Sarjana UGM..
- Rajgopal S., M. Venkatachalam, dan J. Jiambalvo. 1999. Is Institutional Ownership Associated with Earnings Management and The Extent to Which Stock Price Reflect Future Earnings? *Working Paper*.
- Ramsay, Alan, Mark Benkel dan Paul Mather. 2006. The Association between Corporate Governance and Earnings Management: The Role of Independent Directors. *Corporate Ownership and Control*, Vol. 3, hlm. 65-75.
- Sari, Ratna Candra. 2005. Pengaruh Kualitas Laba Terhadap Yield Obligasi Dengan Risiko Kredit Sebagai Variabel Pemoderasi. Tesis (not published). Jogjakarta: Program Pasca Sarjana UGM..
- Schipper, K. dan Linda Vincent. 2003. Earning Quality. *Accounting Horizons Supplement*, hlm. 97-110.
- Scott, William R. 2000. *Financial Accounting Theory*. Second Edition. Prentice Hall.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt. *The Accounting Review*, Vol. 4, hlm. 459-474.
- Setyapurnama, Raden Yudi Santara. 2005. Pengaruh Coorporate Governance dan Kualitas Audit Terhadap Peringkat dan Yield Obligasi. Tesis (not published). Jogjakarta: Program Pasca Sarjana, UGM..
- Sudarmadi. 2004. Tak Rumit Menerapkan GCG. *Majalah SWA 04/XX/19* Februari- 3 Maret 2004.
- Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia and Sinergy Communication. 2002. *The Essence of Good Corporate Governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*. Jakarta.
- Young, S., K.V. Peasnell dan P.F. Pope. 2000. Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals? *Working Paper*.