

The Effect of Good Corporate Governance Practices and Bond Rating on Bond Yield to Maturity

Isnurhadi*
Dwi Yanti**

ABSTRACT

The objective of this study is to analyze the effect of good corporate governance practices and bond Ratings on bond's yield to maturity at Indonesian Stock Exchange (BEI). The are 88 companies that issue bonds and listed BEI taken as a sample. The data are analyzed using fixed effect model of General Least Square (GLS).

The findings show that simultaneously all the variables of the good corporate governance components comprising of institutional ownership, managerial ownership, board composition, board size, audit committee, auditor quality and bonds rating influence bonds' yield to maturity. Partially, composition of an independent boards, audit committee and auditor quality do not significantly influence the bond yield. Whereas, institutional ownership, managerial ownership, board size and bond ratings significantly influence bond yield.

Keyword : Good Corporate Governance Practice, Bond Rating, Bond Yield.

*H. Isnurhadi: Senior lecturer at Master of Management Program, Faculty of Economics, Sriwijaya University, Palembang

**DwiYanti: Lecturer at Faculty of Economics, Taman Siswa University, Palembang
Authors Address: Program Magister Manajemen, Universitas Sriwijaya,
Jl. Sriwijaya Negara, Bukit Besar Palembang 30139

The authors can be contacted by email: isnurhadi2020@gmail.com or by phone: 081367703535.

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Penelitian

Dewasa ini banyak perusahaan menerbitkan obligasi maupun menerbitkan saham sebagai sumber pendanaan perusahaan. Fabozzi (2000 : 254) mendefinisikan obligasi sebagai suatu instrumen utang yang ditawarkan oleh penerbit (*issuer*) yang disebut debitur (*borrower*) untuk membayar kembali kepada investor (*lender*) pokok pinjaman ditambah bunga pada saat jatuh tempo sesuai. Obligasi lebih memberikan jaminan pengembalian dan keuntungan, serta pendapatan yang tetap kepada investor dibandingkan investasi pada saham.

Faebur (2000 : 156) menyatakan bahwa investor lebih memilih berinvestasi pada obligasi dibandingkan berinvestasi pada saham, karena obligasi memiliki beberapa kelebihan yang berkaitan dengan keamanan dibandingkan saham, yaitu (1) volatilitas saham lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi sehingga daya tarik saham berkurang, dan (2) obligasi menawarkan tingkat *return* yang positif dan memberikan *income* yang tetap. Penelitian Brister *et al.*, (1994) membuktikan bahwa secara umum investor akan lebih menyukai obligasi yang aman dibanding *debenture*. Investasi pada obligasi memberikan tingkat risiko yang lebih rendah dibanding saham karena surat utang obligasi memiliki *yield* dan tingkat bunga yang pasti serta pokok pinjaman akan dibayarkan perusahaan pada waktu yang telah ditentukan. Meskipun obligasi relatif lebih aman daripada saham, namun obligasi juga memiliki risiko, yaitu *default risk*. *Default risk* adalah risiko perusahaan tidak mampu membayar bunga dan pokok pinjaman. Ketidakkampuan ini dipengaruhi oleh kinerja perusahaan penerbit obligasi. Untuk mengantisipasi hal tersebut, sebaiknya investor memperhatikan peringkat obligasi (*bond rating*) karena peringkat tersebut memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang perusahaan penerbit. Penelitian Baridwan dan Zuhrohtun (2005) membuktikan bahwa pengumuman peringkat sudah menunjukkan secara implisit tingkat keamanan dari suatu obligasi. Proses pemeringkatan ini dinilai sangat penting dilakukan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga agen pemeringkat dapat menyatakan layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan. Di Indonesia sendiri terdapat dua Lembaga Pemeringkat sekuritas utang yaitu: PT. PEFINDO dan PT. KASNIC Credit Rating Indonesia.

Selain peringkat obligasi, faktor lain yang menjadi pertimbangan oleh investor dalam melakukan investasi pada obligasi adalah *yield* obligasi. Tandelilin (2010 : 354) *Yield* obligasi merupakan ukuran pendapatan obligasi yang akan diperoleh oleh investor apabila melakukan investasi pada obligasi, cenderung bersifat tidak tetap. Setryarini dan Nurfauziah (2004) membuktikan bahwa *likuiditas* yang berpengaruh terhadap *yield* sedangkan *buyback* dan *secure* (jaminan) menjadikan perubahan pada besarnya rata-rata *yield* obligasi. Penelitian Kesumawati (2003) yang melakukan pengujian terhadap nilai pari obligasi yang diterbitkan, besar kecilnya asset emiten obligasi, tinggi rendahnya tingkat suku bunga pasar dan ada tidaknya berbagai ketetapan dalam *indenture* (*sinking fund*, *buyback* dan jaminan). Hasilnya menunjukkan bahwa variabel tersebut tidak berpengaruh terhadap besar kecilnya *yield* premium obligasi.

Peringkat yang tinggi menunjukkan bahwa *yield* yang diterima investor rendah. Kondisi ini merupakan suatu informasi dimana harga obligasi mengalami kenaikan, hal ini mencerminkan bahwa kinerja atau nilai perusahaan penerbit meningkat, sehingga akan mempengaruhi harga obligasi. Terbukti bahwa perusahaan dengan peringkat yang rendah (*non-investment grade*) mengalami penyimpangan keuangan dengan cara meningkatkan laba (Febriand, 2004 : 34).

Tindakan manajemen ini telah menimbulkan beberapa kasus skandal pelaporan akuntansi dalam dunia bisnis, antara lain Enron, Worldcom, Tyco, London & Commonwealth, Poly Peck dan Maxwell. Kasus pelaporan keuangan di Indonesia yang berawal dari terdeteksi adanya manipulasi juga pernah terjadi, seperti kasus PT. Lippo Tbk dan PT. Kimia Farma Tbk. Salah satu penyebab kondisi ini adalah lemahnya penerapan *corporate governance* (tata kelola perusahaan).

Good Corporate Governance mulai menarik perhatian publik Indonesia sejak 1998-an ketika krisis ekonomi melanda negara ini. Apalagi ketika *Asian Development Bank* (ADB), *Political Economic Risk Consultancy* (PERC), *World Bank* dan *Pricewaterhouse Coopers* menyimpulkan bahwa salah satu penyebab krisis ekonomi ini adalah tidak dipenuhinya syarat-syarat pengelolaan perusahaan (GCG) yang baik sehingga menyebabkan terjadinya banyak penyimpangan. Survei yang dilakukan oleh *Pricewaterhouse Coopers* (Kantor Akuntan Publik yang termasuk auditor *big four*) pada tahun 1999 terhadap investor internasional di Asia, menunjukkan bahwa Indonesia dinilai sebagai salah satu yang terburuk dalam bidang standar akuntansi, pertanggungjawaban terhadap para pemegang saham, standar-standar pengungkapan dan transparansi serta proses-proses kepengurusan perusahaan (FCGI, 2002).

Dengan adanya penerapan *corporate governance* diharapkan dapat meningkatkan kinerja perusahaan dan akuntabilitas perusahaan melalui monitoring kinerja manajemen guna mewujudkan nilai pemegang saham dalam jangka panjang dengan tetap memperhatikan kepentingan stakeholder lainnya, berdasarkan peraturan perundangan dan nilai-nilai etika yang berlaku. *Corporate governance* sebagai seperangkat peraturan yang menetapkan hubungan antara pemegang saham, pengurus, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta para pemegang kepentingan intern dan ekstern lainnya sehubungan dengan hak-hak dan kewajiban mereka, atau dengan kata lain sistem yang mengarahkan dan mengendalikan perusahaan (FCGI 2001).

Penelitian mengenai hubungan *corporate governance* dengan kinerja perusahaan diantaranya dilakukan oleh Khomsiyah (2003) yang menginvestigasi keterkaitan *corporate governance* yang diterapkan dalam suatu perusahaan dengan kinerja perusahaan yang bersangkutan. Hasilnya menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara penerapan *Corporate Governance* dengan pengungkapan informasi dalam laporan keuangan tahunan perusahaan. Penelitian yang berkaitan antara *corporate governance* dengan obligasi salah satunya penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) dan Norpratiwi dan Styapurnama (2004) yang menguji pengaruh *corporate governance* pada peringkat dan *yield* obligasi. Hasil penelitian mereka menunjukkan bahwa persentase kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen berhubungan positif dengan peringkat obligasi. Persentase kepemilikan institusi dan proporsi komisaris independen berhubungan negatif dengan *yield* obligasi. Berarti *good corporate governance* mempunyai pengaruh terhadap peringkat obligasi dan *yield* obligasi. Semakin baik kinerja perusahaan maka peringkat obligasinya tinggi dan *yield* obligasi yang akan diterima investor rendah.

Penelitian ini merupakan penelitian empiris yang mengacu pada Penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) serta Norpratiwi dan Styapurnama (2004). *Good corporate governance* di proksi menggunakan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komisaris independent dan komite audit. Lebih jauh penelitian ini bertujuan untuk menganalisis penerapan *corporate governance* dan peringkat obligasi terhadap *yield* obligasi, *corporate governance* yang diproksi menggunakan kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, proporsi dewan komisaris, komisaris independent, komite audit, kualitas auditor dan peringkat obligasi. Variabel kontrol menggunakan rasio *leverage*, rasio *profitabilitas*, dan ukuran perusahaan terhadap *yield* obligasi pada masa setelah pengumuman pelaksanaan *corporate governance*.

1.2. Rumusan Masalah Penelitian

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan sebelumnya, dimana *corporate governance* dan rating merupakan variabel yang diperhatikan oleh investor ketika memutuskan untuk melakukan investasi obligasi pada suatu perusahaan. Informasi yang terkandung dalam rating akan menunjukkan sejauh mana kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya atas dana yang diinvestasikan oleh investor. Secara spesifik maka perumusan masalah dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh penerapan *good corporate governance* dan peringkat obligasi terhadap *yield* obligasi.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini untuk melihat secara empiris pengaruh kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, ukuran dewan komisaris, komisaris independen, komite audit, kualitas auditor sebagai mekanisme *good corporate governance* dan peringkat obligasi terhadap *yield* obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan mendapat peringkat dari Pefindo.

2. LANDASAN PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

2.1. Teori Keagenan (*Agency Theory*)

Teori keagenan (*agency theory*) menjelaskan bahwa hubungan agensi muncul ketika satu orang atau lebih (*principal*) mempekerjakan orang lain (*agen*) untuk memberikan suatu jasa dan kemudian mendelegasikan wewenang pengambilan keputusan kepada agen tersebut (Jensen dan Meckling, 1976). *Agency theory* memiliki asumsi bahwa masing-masing individu semata-mata termotivasi oleh kepentingan dirinya sendiri sehingga menimbulkan konflik kepentingan antara prinsipal dan agen. Hal inilah yang mengakibatkan adanya ketidakseimbangan informasi yang dimiliki oleh *principal* dan *agent*. Ketidakseimbangan ini disebut dengan asimetris informasi.

Asimetris informasi dan konflik kepentingan yang terjadi mendorong agen untuk menyajikan informasi yang tidak sebenarnya kepada *principal*, terutama jika informasi tersebut berkaitan dengan pengukuran kinerja agen. Konflik kepentingan tersebut dapat diminimumkan melalui suatu mekanisme monitoring yang bertujuan untuk menyelaraskan berbagai kepentingan tersebut. Pertama, dengan memperbesar kepemilikan saham perusahaan oleh manajemen (*managerial ownership*), sehingga dengan adanya kepemilikan manajerial dalam perusahaan maka manajemen akan cenderung berusaha meningkatkan kinerjanya untuk kepentingan pemegang saham dan untuk kepentingannya sendiri. Kedua, kepemilikan saham oleh investor *institusional*, bahwa investor institusional merupakan pihak yang dapat mengendalikan pihak manajemen melalui proses memonitor secara efektif dengan kepemilikannya yang besar, sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Ketiga, melalui mekanisme monitoring dan memberikan arahan pada pihak manajemen oleh dewan komisaris (*board of directors*). Penelitian Beiner *et al* (2003) membuktikan bahwa dewan komisaris yang ukurannya besar kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit untuk berkoordinasi dalam pembuatan keputusan. Keempat, memaksimalkan fungsi komite audit yang ada dalam perusahaan terhadap kualitas dan integritas laporan keuangan yang dihasilkan. Sanders dan Allen (1993) membuktikan bahwa perusahaan yang laporan keuangannya diaudit oleh auditor yang berkualitas berpengaruh terhadap peringkat obligasi. Inti dari hubungan keagenan adalah adanya pemisahan antara kepemilikan (*prinsipal/investor*) dan pengendalian diri (*agent*). Investor memiliki harapan bahwa manajer akan menghasilkan *returns* dari uang yang mereka investasikan.

2.2. Teori *Signaling*

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Sinyal ini berupa informasi mengenai apa yang sudah dilakukan oleh manajemen untuk merealisasikan keinginan pemilik atau pemegang saham. Sinyal dapat berupa informasi yang dipublikasikan seperti peringkat obligasi bagi perusahaan yang menerbitkan obligasi, hal ini untuk menunjukkan sinyal kepada investor bahwa kondisi keuangan perusahaan baik dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi sehubungan dengan utang yang dimiliki perusahaan, sehingga dapat mengurangi asimetris informasi antara perusahaan dan investor yang ingin membeli obligasi suatu perusahaan.

2.3 Konsep *Good Corporate Governance (GCG)*

Good Corporate governance yang merupakan konsep yang didasarkan pada teori keagenan, diharapkan bisa berfungsi sebagai alat untuk memberikan keyakinan kepada para investor bahwa mereka akan menerima *return* atas dana yang telah mereka investasikan (Shleifer dan Vishny, 1997). Undang-Undang Perseroan Terbatas No. 40 Tahun 2007, salah satunya adalah untuk mendukung implementasi *good corporate governance*. Sehingga konsep *good corporate governance* adalah konsep yang sudah saatnya diimplementasikan dalam perusahaan-perusahaan yang ada di Indonesia, karena melalui konsep yang menyangkut struktur perseroan, yang terdiri dari unsur-unsur RUPS, direksi dan komisaris dapat terjalin hubungan dan mekanisme kerja, pembagian tugas, kewenangan dan tanggung jawab yang harmonis, baik secara intern maupun ekstern dengan tujuan meningkatkan nilai perusahaan demi kepentingan *shareholders* dan *stakeholders*.

Forum of Corporate Governance for Indonesia-FCGI (2001) mengemukakan bahwa *corporate governance* adalah seperangkat peraturan yang mengatur hubungan (sistem yang mengendalikan perusahaan) antara pemegang saham, pengurus (pengelola) perusahaan, pihak kreditur, pemerintah, karyawan serta pemegang kepentingan internal dan eksternal lainnya yang berkaitan dengan hak-hak dan kewajiban mereka. Sebagai acuan praktik sistem tata kelola yang baik Komite Nasional mengacu pada prinsip yang diterbitkan oleh *Organisation for Economic Co-operation and Development* (OECD) yang merupakan salah satu lembaga yang memegang peranan penting dalam pengembangan *Good Governance* baik untuk pemerintah maupun dunia usaha. Pertama kali OECD mengeluarkan prinsip-prinsip *Corporate Governance* pada Mei 1999 dan telah direvisi pada bulan Desember 2004. Adapun prinsip dasar *Corporate Governance* yang dikeluarkan OECD (*Organization for Economic Co-operation and Development*) pada tahun 2004 mencakup yaitu : 1). Perlindungan terhadap hak-hak pemegang saham, 2). Persamaan perlakuan terhadap seluruh pemegang saham, 3). Peranan *stakeholders* yang terkait dengan perusahaan, 4). Keterbukaan dan Transparansi, 5). Akuntabilitas Dewan Komisaris (*Board of Directors*)

Dalam Undang-Undang No 40 Tahun 2007 prinsip-prinsip *Good Corporate Governance* harus mencerminkan pada hal-hal sebagai berikut: 1). **Fairness** (Keadilan), 2). **Transparency** (Transparansi), 3). **Akuntability** (Akuntabilitas), 4). **Responsibility** (Pertanggungjawaban). Dengan penerapan *corporate governance*, tidak hanya kepentingan para investor saja yang dilindungi, melainkan juga akan dapat mendatangkan banyak manfaat dan keuntungan bagi perusahaan terkait dan juga pihak-pihak lain yang mempunyai hubungan langsung maupun tidak langsung dengan perusahaan. Berbagai keuntungan yang diperoleh dengan penerapan *corporate governance* dijelaskan sebagai berikut :

- 1) Dengan *good corporate governance* proses pengambilan keputusan akan berlangsung secara lebih baik sehingga akan menghasilkan keputusan yang optimal, dapat meningkatkan efisiensi serta terciptanya budaya kerja yang lebih sehat.
- 2) *Good corporate governance* akan memungkinkan dihindarinya atau sekurang-kurangnya dapat diminimalkannya tindakan penyalahgunaan wewenang oleh pihak direksi dalam pengelolaan perusahaan.
- 3) Nilai perusahaan di mata investor akan meningkat sebagai akibat dari meningkatnya kepercayaan mereka kepada pengelolaan perusahaan tempat mereka berinvestasi.
- 4) Bagi para pemegang saham, dengan peningkatan kinerja sebagaimana disebut pada poin 1, dengan sendirinya juga akan menaikkan nilai saham mereka dan juga nilai dividen yang akan mereka terima.
- 5) Karena dalam praktik *good corporate governance* karyawan ditempatkan sebagai salah satu *stakeholder* yang seharusnya dikelola dengan baik oleh perusahaan, maka motivasi dan kepuasan kerja karyawan juga diperkirakan akan meningkat.
- 6) Dengan baiknya pelaksanaan *corporate governance*, maka tingkat kepercayaan para *stakeholders* kepada perusahaan akan meningkat sehingga citra positif perusahaan akan naik.

2.4 Peringkat Obligasi

Pemeringkatan rating obligasi dilakukan untuk memperkirakan kemampuan dari penerbit obligasi untuk membayar kewajiban pokok dan bunga secara tepat waktu, berdasarkan analisis keuangan dan kemampuan membayar kredit. Semakin tinggi tingkat rating, maka hal tersebut menunjukkan tingginya kemampuan penerbit obligasi untuk membayar utangnya, serta semakin menunjukkan bahwa obligasi tersebut terhindar dari risiko *default*. Peringkat obligasi (*bond rating*) memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Sari, 2004).

Menurut Foster (1986) ada beberapa fungsi peringkat obligasi, yaitu sebagai: (1) sumber informasi atas kemampuan perusahaan, pemerintah daerah atau pemerintah dalam menaati ketepatan waktu pembayaran kembali pokok utang dan tingkat bunga yang dipinjam, (2) sumber informasi dengan biaya rendah bagi keluasaan informasi kredit yang terkait dengan *cross section* antar perusahaan, pemerintah daerah, dan pemerintah. (3) sumber *legal insurance* untuk pengawas investasi. (4) sumber informasi tambahan terhadap keuangan dan representasi manajemen lainnya. (5) sarana pengawasan terhadap aktivitas manajemen, (6) sarana untuk memfasilitasi kebijakan umum yang melarang investasi spekulatif oleh institusi seperti bank, perusahaan asuransi, dan dana pensiun.

Menurut Hanafi (2004 : 45) ada dua tahap yang biasanya dilakukan dalam proses pemeringkatan, yaitu : (1) melakukan review internal terhadap perusahaan yang mengeluarkan instrumen utang, (2) Hasil dari review internal tersebut akan direkomendasikan kepada komite rating yang akan menentukan rating perusahaan tersebut. Rizzi (1994) mengelompokkan peringkat obligasi menjadi dua, yaitu: (a) *investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat tinggi (*high grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang rendah (*high creditworthiness*), (b) *Non-investment grade* merupakan obligasi yang berperingkat rendah (*low grade*) yang mencerminkan risiko kredit yang tinggi (*low creditworthiness*).

Persyaratan Umum Rating (Peringkat) yang ditetapkan PT PEFINDO sebagai berikut: 1) secara umum, perusahaan beroperasi lebih dari 5 tahun, meskipun PEFINDO juga memberi peringkat kinerja terhadap perusahaan yang beroperasi kurang dari 5 tahun, 2) laporan keuangan telah diaudit oleh akuntan publik yang terdaftar di Bapepam dengan pendapat wajar tanpa syarat atau *unqualified opinion*, 3) laporan keuangan yang telah diaudit terakhir tidak melampaui 180 hari dari tanggal penutupan pelaporan keuangan. 4)

Memberikan informasi dasar dan data pendukung lainnya yang dibutuhkan oleh PEFINDO untuk melengkapi penetapan *rating*, 5) membayar atas biaya peringkat (*rating*).

Sedangkan untuk PEFINDO sebagai lembaga rating lokal yang banyak memberikan penilaian rating terhadap surat utang berbagai perusahaan di Indonesia memiliki level rating sebagai berikut:

Tabel 2.1
Kriteria Peringkat Obligasi

AAA	Perusahaan yang berisiko investasi paling rendah dan berkemampuan paling baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
AA	Perusahaan yang berisiko investasi sangat rendah dan berkemampuan sangat baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan dan tidak mudah dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
A	Perusahaan yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan baik untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, dan hanya sedikit dipengaruhi oleh perubahan keadaan yang merugikan.
BBB	Perusahaan yang berisiko investasi cukup rendah dan berkemampuan cukup baik dalam membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, meskipun kemampuannya tersebut cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
BB	Perusahaan yang masih berkemampuan untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan, namun berisiko investasi cukup tinggi, dan sangat peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
B	Perusahaan yang berisiko investasi sangat tinggi dan berkemampuan sangat terbatas untuk membayar bunga dan pokok utang dari seluruh kewajiban finansialnya sesuai dengan yang diperjanjikan.
CCC	Perusahaan yang tidak berkemampuan lagi untuk memenuhi segala kewajiban finansialnya,
D	Efek utang dengan peringkat D menunjukkan Efek Hutang yang macet. Perusahaan penerbit sudah berhenti berusaha.

Sumber : Manurung (2006 : 51)

2.1. Yield Obligasi

Tandelilin (2010:352) dalam investasi obligasi, ada dua istilah yang terkait dengan karakteristik pendapatan suatu obligasi yaitu : 1) *Yield* Obligasi (*bond yield*) merupakan ukuran pendapatan atau tingkat pengembalian yang akan diterima oleh investor. 2) Bunga Obligasi atau kupon bunga (*bond interst rate*) diartikan sebagai harga atau imbalan yang dibayarkan oleh pihak penerbit obligasi, kepada pihak investor. Menurut Tandelilin (2010:355) ada beberapa ukuran *yield* obligasi yang dapat digunakan oleh investor adalah sebagai berikut :

- 1) *Yield* sekarang (*current yield*) merupakan penghasilan bunga kupon tahunan dibagi dengan harga pasar obligasi.
- 2) *Nominal Yield* (*coupon rate*) adalah penghasilan bunga kupon tahunan yang dibayarkan kepada pemegang obligasi.

- 3) *Yield to maturity* (YTM) diartikan sebagai tingkat return yang akan diterima investor apabila membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo.
- 4) *Yield to Call* (YTC) adalah yield yang diperoleh pada obligasi yang bisa dibeli kembali. Obligasi yang callable berarti emiten bisa melunasi atau membeli kembali obligasi yang telah diterbitkan dari tangan investor, sebelum jatuh tempo.
- 5) *Yield* yang terealisasi (*realized yield*) adalah tingkat return harapan investor dari sebuah obligasi, jika obligasi tersebut dijual kembali oleh investor sebelum waktu jatuh temponya.

2.2. Pengembangan Hipotesis

Corporate Governance merupakan serangkaian mekanisme untuk mengarahkan dan mengendalikan perusahaan dan merupakan suatu landasan operasional yang menjadi acuan dasar mekanisme *checks and balances* atas pengelolaan perusahaan agar dapat mengantisipasi peluang pengelolaan yang menyimpang.

Investasi pada obligasi memberikan tingkat resiko yang lebih rendah, karena surat utang obligasi memiliki yield atau tingkat bunga yang pasti serta pokok pinjaman yang akan dibayarkan pada waktu jatuh tempo. Meskipun obligasi relatif lebih aman, namun obligasi juga memiliki resiko yaitu *default risk* (tidak mampu membayar bunga dan pokok pinjaman). Untuk mengantisipasi hal tersebut, sebaiknya investor memperhatikan peringkat obligasi dari lembaga pemeringkat sekuritas hutang untuk mengukur risiko penerbitan obligasi dan menilai tingkat kredibilitas emiten. Peringkat penting karena memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas default hutang perusahaan.

Berdasarkan dari uraian diatas, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H1 : Secara bersama-sama kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, komposisi dewan komisaris, dewan komisaris independen, komite audit, kualitas audit dan peringkat obligasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

Hubungan Kepemilikan Institusional dengan *Yield* obligasi

Kepemilikan institusional memiliki kemampuan untuk mengendalikan pihak manajemen melalui proses monitoring secara efektif sehingga dapat meningkatkan kinerja perusahaan. Bhojraj dan Sengupta (2003) menguji pengaruh *corporate governance* terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Proksi dari *corporate governance* yang digunakan kepemilikan institusional dan proporsi komisaris independen. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel kepemilikan institusional mempunyai pengaruh yang negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Hal ini terbukti dari hasil penelitian Norpratiwi dan Styapurnama (2004) yang menemukan bahwa kepemilikan institusional juga berhubungan secara negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Berarti semakin tinggi persentase kepemilikan institusional maka semakin baik pengendalian manajemen perusahaan tersebut. Dengan demikian, keberadaan kepemilikan institusional akan meningkatkan nilai perusahaan, sehingga investor akan bersedia membeli obligasi harga yang lebih tinggi, maka *yield* yang ditawarkan akan semakin rendah.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H2 : Kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi

Hubungan Kepemilikan Manajerial dengan *Yield Obligasi*

Kepemilikan manajerial terhadap saham perusahaan dipandang dapat menyelaraskan potensi perbedaan kepentingan antara pemegang saham luar dengan manajemen (Jansen dan Meckling, 1976). Sehingga permasalahan keagenan diasumsikan akan hilang apabila seorang manajer adalah juga sekaligus sebagai seorang pemilik. Penelitian Norpratiwi dan Styapurnama (2004) menguji pengaruh *good corporate governance* terhadap peringkat dan *yield* obligasi. Salah satu variabel independen yang digunakan yaitu kepemilikan manajerial. Hasil penelitian menunjukkan bahwa persentase kepemilikan manajerial berpengaruh negatif terhadap peringkat obligasi sedangkan terhadap *yield* obligasi kepemilikan manajerial berpengaruh positif. Berarti semakin banyak persentase kepemilikan saham oleh pihak manajemen semakin menurunkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang turun akan meningkatkan tingkat risiko investasi sehingga *yield* tinggi. Hasil ini konsisten dengan Hermalin dan Weisbach (1991) yang menunjukkan bahwa semakin tinggi persentase kepemilikan manajerial didalam perusahaan akan menurunkan kinerja perusahaan tersebut.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H3 : Kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Hubungan Ukuran Dewan Komisaris dan *Yield Obligasi*

Pada pasal 108 UU No. 40 tahun 2007 disebutkan bahwa Perseroan Terbuka wajib mempunyai paling sedikit 2 (dua) orang anggota Dewan Komisaris. *Agency problems* (masalah keagenan) menjelaskan, semakin banyak anggota dewan komisaris maka badan ini akan mengalami kesulitan dalam menjalankan perannya, diantaranya kesulitan dalam berkomunikasi dan mengkoordinir kerja dari masing-masing anggota dewan itu sendiri, kesulitan dalam mengawasi dan mengendalikan tindakan dari manajemen, serta kesulitan dalam mengambil keputusan yang berguna bagi perusahaan. Jensen (1993) dalam Beiner, Drobotz, Schmid dan Zimmermann (2003) merupakan yang pertama menyimpulkan bahwa ukuran dewan komisaris merupakan bagian dari mekanisme *corporate governance*. Hal ini diperkuat oleh pendapat Allen dan Gale (2000) dalam Beiner et al. (2003) yang menegaskan bahwa dewan komisaris merupakan mekanisme *governance* yang penting.

Penelitian Vafeas (2000) mengatakan bahwa selain kepemilikan manajerial, peranan dewan komisaris juga diharapkan dapat meningkatkan kualitas laba dengan membatasi tingkat manajemen laba melalui fungsi monitoring atas pelaporan keuangan. Fungsi monitoring yang dilakukan oleh dewan komisaris dipengaruhi oleh jumlah atau ukuran dewan komisaris. Penelitian yang dilakukan Yermack (1996), Beasley (1996) dan Jensen (1993) juga menyimpulkan bahwa dewan komisaris yang berukuran kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris berukuran besar. Ukuran dewan komisaris yang besar dianggap kurang efektif dalam menjalankan fungsinya karena sulit dalam komunikasi, koordinasi serta pembuatan keputusan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H4 : Ukuran dewan komisaris berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Hubungan Komisaris Independen dengan *Yield Obligasi*

Komisaris independen merupakan sebuah badan dalam perusahaan yang biasanya beranggotakan dewan komisaris yang independen yang berasal dari luar perusahaan yang berfungsi untuk menilai kinerja perusahaan secara luas dan keseluruhan. Komisaris independen bertujuan untuk menyeimbangkan dalam pengambilan keputusan khususnya

dalam rangka perlindungan terhadap pemegang saham minoritas dan pihak-pihak lain yang terkait. Pengaruh *good corporate governance* terhadap peringkat dan *yield* obligasi telah dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) dan Norpratiwi dan Setyapurnama (2004) hasil penelitian membuktikan bahwa proporsi komisaris independen mempunyai pengaruh yang signifikan negatif terhadap *yield* obligasi. Penelitian lain yang berkaitan dengan komisaris independen adalah penelitian Uzun *et al.* (2004) yang menguji berbagai karakteristik dewan komisaris dan kelengkapan tata kelola yang mempengaruhi kemungkinan terjadinya kecurangan (*fraud*) di perusahaan Amerika periode 1978-2001. Hasil penelitian menunjukkan pada perusahaan yang persentase komisaris independennya rendah cenderung terjadi kecurangan. Kecurangan yang terjadi menimbulkan penurunan pada nilai perusahaan, sehingga terjadi penurunan peringkat obligasi dan peningkatan *yield* obligasi.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H5 : Komisaris independen berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Hubungan Komite Audit dengan *Yield* obligasi

Sesuai dengan Surat Keputusan Bapepam No. 29/PM/2004, komite audit adalah komite yang dibentuk oleh dewan komisaris untuk melakukan tugas pengawasan pengelolaan perusahaan. Keberadaan komite audit sangat penting bagi pengelolaan perusahaan sebagai penghubung antara pemegang saham dan dewan komisaris dengan pihak manajemen dalam menangani masalah pengendalian. Berdasarkan Surat Edaran BEJ, SE-008/BEJ/12-2001, keanggotaan komite audit terdiri dari sekurang-kurangnya tiga orang termasuk ketua komite audit. Anggota komite yang berasal dari komisaris hanya satu orang, anggota komite dari komisaris tersebut merupakan komisaris independen perusahaan sekaligus menjadi ketua komite audit. Anggota lain yang bukan komisaris independen harus berasal dari pihak eksternal yang independen. Komite audit berfungsi untuk memberikan pandangan mengenai masalah-masalah yang berhubungan dengan kebijakan keuangan, akuntansi dan pengendalian intern. Tujuan pembentukan komite audit adalah:

1. Memastikan laporan keuangan yang dikeluarkan tidak menyesatkan dan sesuai dengan praktik akuntansi yang berlaku umum.
2. Memastikan bahwa internal kontrolnya memadai.
3. Menindaklanjuti terhadap dugaan adanya penyimpangan yang material dibidang keuangan dan implikasi hukumnya.
4. Merekomendasikan seleksi auditor eksternal.

Penelitian mengenai komite audit diantaranya penelitian Norpratiwi dan Styapurnama (2004) hasil penelitian menunjukkan bahwa keberadaan komite audit secara signifikan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Suaryana (2005) menemukan bukti empiris bahwa pasar menilai laba yang dilaporkan oleh perusahaan yang membentuk komite audit memiliki kualitas yang lebih baik daripada laba yang dilaporkan oleh perusahaan yang tidak membentuk komite audit. Hal ini berarti bahwa keberadaan komite audit merupakan variabel yang dipertimbangkan oleh investor dalam investasi obligasi, karena komite audit telah melaksanakan tugasnya dengan baik dan memenuhi tanggung jawabnya, diantaranya memastikan jalannya perusahaan telah sesuai dengan peraturan yang berlaku, operasi perusahaan telah dijalankan secara beretika, dan pengawasan yang efektif terhadap bentrokan kepentingan dan kecurangan yang terjadi di dalam perusahaan telah dilakukan

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H6 : Komite audit berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Hubungan Kualitas Auditor dengan *Yield* Obligasi

Auditor merupakan salah satu mekanisme untuk mengendalikan perilaku manajemen, dengan demikian proses pengauditan memiliki peranan penting dalam mengurangi biaya keagenan dengan membatasi perilaku oportunistik manajemen. Auditor memiliki tingkat kualitas yang berbeda. Oleh karena itu, investor institusional yang memiliki sebagian besar saham sebuah perusahaan akan menuntut manajer untuk menggunakan jasa auditor yang berkualitas. Auditor yang berkualitas diyakini dapat menjalankan beberapa fungsi sekaligus yaitu : 1. *Monitoring, bonding and othe contracting (pemonitoran, penjaminan dan pengikatan lainnya*. 2. *Signaling*, 3. *Insurance*, 4. *Organizational control*. Pihak perusahaan cenderung mencari auditor yang memiliki kualitas tinggi untuk memberikan pendapat tentang kredibilitas laporan keuangannya.

Beberapa penelitian sebelumnya menunjukkan bahwa auditor menawarkan berbagai tingkat kualitas audit untuk merespon adanya variasi permintaan klien terhadap kualitas audit. Raman dan Wilson (1994) menguji pengaruh kualitas audit terhadap *yield premium* obligasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh KAP *big 8* berpengaruh negatif yang secara statistik signifikan terhadap *yield premium* obligasi. Penelitian Sanders dan Allen (1993) memberikan bukti bahwa secara keseluruhan laporan keuangan yang diaudit oleh auditor *big 8* secara statistik signifikan berpengaruh positif terhadap peringkat obligasi. Berarti KAP besar cenderung menyajikan kualitas dan integritas laporan keuangan yang lebih baik, karena nama baik mereka yang dipertaruhkan. Peringkat obligasi yang tinggi akan menawarkan obligasi dengan *yield* yang rendah.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H7 : Kualitas auditor berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi

Hubungan Peringkat Obligasi dengan *Yield* Obligasi

Peringkat ini dinilai sangat penting bagi investor karena dapat dimanfaatkan untuk memutuskan apakah obligasi tersebut layak untuk dijadikan investasi serta mengetahui tingkat risikonya. Peranan peringkat obligasi dalam keputusan investasi di pasar modal telah diuji dengan mencari hubungan fundamental antara peringkat dengan fenomena-fenomena berbasis pasar, yaitu peranan informasi peringkat dalam membentuk harga pasar obligasi dan saham. Kesumawati (2003) menguji pengaruh peringkat utang terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian membuktikan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Beberapa penelitian tentang obligasi, juga membuktikan bahwa semakin besar perusahaan akan mempunyai peringkat obligasi yang lebih tinggi karena risiko pasarnya rendah sehingga akan menurunkan *yield* obligasi (Kurana dan Raman 2003 ; Sengupta 1998). Hasil penelitian Baridwan dan Zohrothun (2005) membuktikan bahwa investor tidak merespon secara berbeda pengumuman peringkat dari obligasi perusahaan besar maupun kecil, hal ini menunjukkan investor menganggap informasi peringkat sudah secara implisit menunjukkan tingkat keamanan dari suatu obligasi perusahaan.

Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, maka penulis merumuskan hipotesis alternatif sebagai berikut :

H8 : Peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

3. METODELOGI PENELITIAN

3.1 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia pada periode pengamatan tahun 2005-2008. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara metode *purposive sampling*, dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang representatif sesuai dengan kriteria yang ditentukan. Adapun kriteria yang digunakan untuk memilih sampel adalah :

1. Semua perusahaan yang obligasinya masih aktif beredar yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan telah mendapat peringkat yang di keluarkan oleh Pefindo dari tahun 2005 sampai dengan 2008.
2. Perusahaan yang memiliki data kepemilikan institusional, kepemilikan manajerial, dewan komisaris, komite audit dan kualitas auditor.
3. Perusahaan yang menerbitkan laporan keuangan untuk periode yang berakhir 31 Desember 2005 sampai dengan 2008 yang dinyatakan dengan rupiah.

Tabel 3.1
Populasi dan Sampel

No	Kategori	Jumlah Perusahaan/Tahun				Total
		2005	2006	2007	2008	
1	Semua perusahaan yang obligasinya terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)	87	98	105	95	385
2	Perusahaan yang obligasinya tidak aktif beredar	25	28	32	30	115
3	Perusahaan yang obligasinya tidak mendapat peringkat dari Pefindo	30	33	35	32	130
4	Perusahaan yang laporan keuangannya tidak lengkap	10	15	16	11	52
	Total Sample	22	22	22	22	88

Sumber : Data diolah dari Bapepam.

3.2. Definisi Operasional Variabel

Pada penelitian ini menggunakan satu variabel dependen dan tujuh variabel independen dan tiga variabel kontrol yaitun :

a). Variabel Dependen

Variabel dependen adalah *Yield* obligasi. *Yield* dihitung dengan pendekatan *yield to maturity* (YTM). Penghitungan YTM dilakukan dengan memasukkan semua pembayaran kupon bunga sampai tanggal jatuh tempo dengan mengasumsikan adanya reinvestasi dari kupon yang diterima dengan tingkat bunga yang sama (Kesumawati, 2003). Karena rumitnya penghitungan YTM, maka dapat digunakan juga penghitungan *yield to maturity approximation* (YTM *approximation*). Rumus YTM *approximation* adalah:

$$YTM \text{ approximatio} = \frac{C + \frac{R - P}{n}}{\frac{R + P}{2}} \times 100 \%$$

Keterangan :

- C = Kupon
- N = Periode waktu yang tersisa
- R = *Redemption value*
- P = Harga Pembelian

b). Variabel Independen

Kepemilikan Institusional

Kepemilikan institusional adalah jumlah persentase hak suara yang dimiliki oleh institusi (Beiner *et al*, 2003). Dalam penelitian ini diukur dengan menggunakan indikator persentase jumlah saham yang dimiliki investor investasi seperti perusahaan asuransi, bank, perusahaan investasi dan kepemilikan lain kecuali anak perusahaan dan institusi lain yang memiliki hubungan istimewa (perusahaan afiliasi dan perusahaan assosiasi) dari seluruh modal saham yang beredar.

Kepemilikan Manajerial

Kepemilikan manajerial adalah jumlah kepemilikan saham oleh pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang dikelola. Norpratiwi dan Setyapurnama (2004) indikator yang digunakan untuk mengukur kepemilikan manajerial adalah persentase jumlah saham yang dimiliki pihak manajemen dari seluruh modal saham perusahaan yang beredar.

Ukuran Dewan Komisaris

Ukuran dewan komisaris merupakan jumlah anggota dewan komisaris perusahaan (Beiner *et al*, 2003). Ukuran dewan komisaris diukur dengan menggunakan indikator jumlah anggota dewan komisaris suatu perusahaan.

Komposisi Dewan Komisaris Independen

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 (KNKG, 2004). Proporsi dewan komisaris independen diukur menggunakan indikator persentase anggota dewan komisaris yang berasal dari luar perusahaan dari seluruh ukuran anggota dewan komisaris perusahaan.

Komite Audit

Komite audit memiliki peranan penting untuk menjamin kualitas laporan keuangan perusahaan yang dilaporkan. Jumlah komite audit yang lebih banyak memiliki mekanisme yang lebih efektif (Zhou, 2004). Komite audit diukur dengan menggunakan indikator jumlah anggota komite audit suatu perusahaan.

Kualitas Auditor

Auditor yang berkualitas adalah auditor yang termasuk dalam KAP besar (*the Big Five*). Semenjak adanya kasus Enron, KAP besar (*the Big Five*) menjadi *the Big Four*. Variabel ini merupakan variabel dummy, Auditor yang termasuk dalam empat besar (*big four*) diberi skala 1 dan bila emiten tidak menggunakan auditor yang termasuk dalam kategori “*big four*” diberi skala 0.

Peringkat Obligasi

Variabel peringkat (RATING) ditentukan dengan melakukan mekanisme konversi terhadap rating yang dikeluarkan Pefindo. Mengacu pada penelitian Manurung (2007) rating obligasi yang dikeluarkan bentuk huruf di konversi dalam bentuk angka menggunakan skala tertinggi untuk perusahaan yang memiliki peringkat tertinggi dan skala terendah untuk perusahaan dengan peringkat yang lebih rendah. Berikut ini hasil konversi peringkat obligasi adalah :

Tabel 3.2
Kategori Peringkat Obligasi

Peringkat	Nilai Peringkat
AAA +	22
AAA	21
AAA-	20
AA+	19
AA	18
AA-	17
A+	16
A	15
A-	14
BBB+	13
BBB	12
BBB-	11
BB+	10
BB	9
BB-	8
B+	7
B	6
B-	5
CCC+	4
CCC	3
CC-	2
D	1

Sumber : Manurung dkk (2007)

c). Variabel Kontrol

Variabel kontrol digunakan untuk mengontrol variabel independen, sehingga hasil penelitian benar-benar akan menjelaskan bahwa variabel independen mempengaruhi variabel dependen. Variabel kontrol yang digunakan :

Rasio Leverage

Rasio ini digunakan untuk mengukur keseimbangan proporsi antara aktiva yang didanai oleh kreditor dan yang didanai oleh pemilik perusahaan. Rasio *debt to equity* (DER) merupakan perbandingan antara total kewajiban perusahaan pada akhir tahun dengan total ekuitas yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun. DER mengacu pada Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menunjukkan pengaruh positif terhadap *yield*.

Rasio Profitabilitas

Rasio ini merupakan perbandingan antara laba dengan rata-rata aktiva yang dimiliki perusahaan. Untuk mengukur rasio profitabilitas adalah *Return On Asset* (ROA). Mengacu pada Manurung dkk (2008) menggunakan *Return On Asset* untuk mengukur kemampuan suatu perusahaan dalam memanfaatkan aktiva untuk memperoleh laba.

Ukuran Perusahaan (SIZE)

Total Asset yang digunakan dalam penelitian ini adalah logaritma natural dari total asset yang dimiliki perusahaan pada akhir tahun yang selanjutnya akan dicari median split, jika nilai Ln total asset di atas median split diberi angka Dummy 1 (menunjukkan perusahaan besar), dan jika nilai Ln total asset dibawah median split diberi angka 0 (menunjukkan perusahaan kecil). Ukuran perusahaan mengacu pada Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menemukan bahwa *size* perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

3.3. Metode Analisis Data

Penelitian ini menggunakan data panel karena merupakan kombinasi dari data *time series* dan data *cross sectional*. Data panel menggunakan variabel dari total sampel selama empat tahun. Nachrowi dan Usman (2006 : 311) model yang terbaik untuk memilih model data panel menggunakan model *Fixed Effects Model* (FEM).

Model analisis regresi yang digunakan yaitu :

$$YTM_{it} = \alpha + a1INST_{it} + a2KIND_{it} + a3KMAN_{it} + a4UDK_{it} + a5KUI_{it} + a6KUA_{it} + a7 PERINGKAT_{it} + a8DER_{it} + a9 PROFIT_{it} + a10 SIZE_{it} + \varepsilon$$

Dimana :

YTM	: Yield obligasi berdasarkan harga obligasi (<i>Yield To Maturity</i>)
INST	: Kepemilikan Institusional
KMAN	: Kepemilikan Manajerial
KAUD	: Komite Audit
UDK	: Ukuran Dewan Komisaris
KIND	: Komisaris Independen
KUA	: Kualitas Audit
PERINGKAT	: Peringkat Obligasi
SIZE	: Ukuran Perusahaan Yaitu total asset
DER	: Rasio total kewajiban dibagi total ekuitas
PROFIT	: Rasio Probabilitas
ε	: <i>error term</i>

a). Pengujian Data

Uji data bertujuan untuk memastikan bahwa berbagai metode *multivariate* dapat digunakan pada data tertentu. Pengujian data yang dilakukan adalah sebagai berikut:

Uji Data Missing Value Analysis.

Missing data adalah adanya sel-sel kosong pada satu atau beberapa variabel. *Missing* data terjadi karena informasi tentang objek tidak diberikan, sulit dicari atau memang informasi tersebut tidak ada.

Uji Distribusi Normal Data.

Untuk mendeteksi apakah residualnya berdistribusi normal atau tidak normal dengan membandingkan nilai probability Jarque Bera (JB) dengan α , yaitu :

- a. Jika nilai probability $JB < \alpha = 0,05$, maka residualnya berdistribusi tidak normal.
- b. Jika nilai probability $JB > \alpha = 0,05$, maka residualnya berdistribusi normal.

b). Pengujian Asumsi Klasik

Uji Multikolinieritas

Salah satu cara untuk mendeteksi terjadi multikolinieritas dilakukan dengan pendeteksian atas nilai R^2 . Apabila diperoleh nilai R^2 yang tinggi, dan sebagian besar atau semua variabel tidak signifikan, maka di duga terjadi multikoleniaritas (Gujarati, 2003:369). Angka toleransi untuk multikolinieritas adalah diatas 0.5 untuk korelasi positif atau dibawah -0,5 untuk korelasi negatif.

Uji Autokolerasi

Uji autokolerasi dapat dilakukan dengan nilai d Durbin-Watson. Menurut Gujarati jika nilai d diantara du dan 4-du maka tidak ada autokolerasi dalam model akan tetapi jika $du > d > 4-du$ maka terjadi autokolerasi.

Uji Heterokedastisitas

Uji heterokedastisitas dengan menggunakan Uji Park. Uji Park menentukan ada tidaknya masalah heterokedastisitas berdasarkan nilai probabilitas nilai uji-t.

3.4. Pengujian Hipotesis

a). Uji Koefisien Determinasi (R²)

Koefisien (R²) ini menunjukkan seberapa besar variasi total pada variabel terikat yang dapat dijelaskan oleh variabel bebasnya dalam model regresi tersebut. Nilai dari koefisien determinasi ialah antara 0 hingga 1. Nilai R² yang mendekati 1 menunjukkan bahwa variabel dalam model dapat menjelaskan variasi yang terjadi pada variabel dependennya. Nilai R² sama dengan atau mendekati 0 (nol) menunjukkan variabel dalam model yang dibentuk tidak dapat menjelaskan variasi dalam variabel terikat.

b). Uji Regresi Simultan (Uji F)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh variabel independen secara bersama-sama terhadap variabel dependen dengan melihat nilai signifikansi F. Jika nilai signifikansi F lebih kecil dari 0,05 maka hipotesis alternatif (H_a) tidak dapat ditolak atau dengan $\alpha = 5\%$ variabel independen secara statistik mempengaruhi variabel dependen secara bersama-sama.

c). Uji Regresi Parsial (Uji t)

Pengujian ini bertujuan untuk mengetahui hubungan yang signifikan dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Mengacu pada hipotesis teori, maka dalam penulis merumuskan Hipotesis Nol (H₀) dan Hipotesis Alternatif (H_a) yang kemudian akan dilakukan pengujian atas Hipotesis Nol (H₀) tersebut untuk membuktikan apakah Hipotesis Nol (H₀) tersebut ditolak atau diterima.

4. PEMBAHASAN

4.1 Statistik Deskriptif

Berdasarkan perhitungan yang telah dilakukan pada masing-masing variabel yang diteliti, maka diperoleh hasil statistik deskriptif sebagaimana tercantum pada Tabel 4.1 di bawah ini :

Tabel 4.1
Statistik Deskriptif

	YT M	DER	INST	KMAN	KU	PRT	ROA	UDK	KIND
Mean	115.6485	3.613523	53.49477	0.167727	3.806818	15.44318	6.021023	5.704545	0.385227
Median	103.9000	1.710000	57.19000	0.000000	3.000000	15.00000	3.865000	6.000000	0.330000
Maximum	216.2000	18.64000	99.76000	3.540000	8.000000	21.00000	29.17000	10.00000	1.000000
Minimum	49.8000	0.000000	0.000000	0.000000	3.000000	10.00000	0.000000	1.000000	0.000000
Std. Dev.	51.81910	3.908979	30.09268	0.573901	1.230437	2.227611	6.924890	2.373993	0.218884
Observation	88	88	88	88	88	88	88	88	88

Variabel Dummy	N	Bernilai 1	Bernilai 0
KUA	88	88,6 %	11,4 %
Size	88	48,9 %	51,1 %

Sumber : Output Eviews

Untuk variabel dependen yaitu *Yield to Maturity* (YTM) memiliki rata-rata 115.64, besarnya *yield to maturity* ini berkisar 49.810 – 216.20. Untuk variabel independen yaitu kepemilikan manajerial (KMAN) yang diukur dengan persentase kepemilikan manajer, komisaris dan direktur memiliki rata-rata 16,77%, besarnya kepemilikan manajerial ini berkisar 0% - 35,40%. Besarnya kepemilikan institusional (INST) berkisar antara 0% - 99,76% dengan rata-rata sebesar 53,49%. Ukuran dewan komisaris (UDK) berkisar antara 1 sampai 10 orang anggota dewan komisaris dengan rata-rata memiliki anggota dewan sebanyak 6 orang untuk masing-masing perusahaan yang diobservasi. Besarnya komposisi dewan komisaris independend (KIND) berkisar antara 0% - 100% dengan rata-rata sebesar 38,52%, artinya jumlah komisaris independend telah sesuai dengan peraturan dalam surat direksi nomor kep-305/BEJ/07/2004 yang menyatakan bahwa komisaris independen yang beranggotakan sekurang-kurangnya 30% dari jumlah seluruh anggota komisaris. Banyaknya komite audit (KU) berkisar antara 3 – 8 orang dengan rata-rata memiliki anggota komite 4 orang untuk masing-masing perusahaan yang diobservasi. Artinya jumlah komite audit yang miliki oleh perusahaan penerbit obligasi telah sesuai dengan peraturan dalam surat edaran BEI, SE-008/BEJ/12-2001 yang menyatakan keanggotaan komite audit sekurang-kurangnya 3 Orang termasuk ketua komite audit. Besarnya skala peringkat (PRT) untuk perusahaan yang diobservasi berkisar antara 10 - 21 dengan rata-rata skala peringkat 15. Artinya peringkat obligasi yang diperoleh perusahaan penerbit obligasi termasuk kategori *investment grade* (BB+ samapi AAA). Kualitas Auditor (KUA) merupakan variabel dummy, dimana perusahaan yang diaudit oleh auditor *Big Four* sebanyak 78 perusahaan (sekitar 88,6% dari total perusahaan yang diobservasi), sedangkan perusahaan yang tidak di audit oleh auditor *Big Four* sebanyak 10 perusahaan (sekitar 11,4% dari total perusahaan yang diobservasi). Untuk variabel kontrol yaitu DER memiliki nilai rata-rata ratio 3,61%. ROA memiliki nilai rata-rata ratio perusahaan ini sebesar 6,02%. *Size* merupakan variabel dummy, dimana komposisi untuk

ukuran perusahaan besar sebanyak 48,9% (43 dari perusahaan yang diobservasi), dan perusahaan ukuran kecil sebanyak 51,1% (45 dari perusahaan yang diobservasi).

4.2 Pemilihan Model

Dalam panel data ada tiga pemodelan yang dapat dipilih, yaitu *pooled*, *fixed effect*, dan *random effect*. Untuk memilih antara *pooled* atau *fixed effect* digunakan uji *Redundant*. Hasil uji *Redundant* tersebut menunjukkan F test 10.567839 signifikan dengan nilai probabilitas (*p- Value*) sebesar 0.0000 (*p-value* 0,000 lebih kecil dari 5%) sehingga H_0 ditolak dan H_1 diterima, maka model mengikuti *Fixed Effect* (lihat lampiran 3). Untuk memilih antara model *fixed effect* atau model *random effect* digunakan uji Hausman. Hasil Uji Hausman diperoleh nilai statistik Hausman sebesar 21.776591 dengan nilai probabilitas (*p- Value*) sebesar 0.0163, yang berarti menolak hipotesis untuk menggunakan *random effect* dan menerima hipotesis untuk menggunakan *fixed effect* (lihat lampiran 3). Pengolahan dengan model *fixed effect* secara umum dilakukan dengan *Generalized Least Square* (GLS).

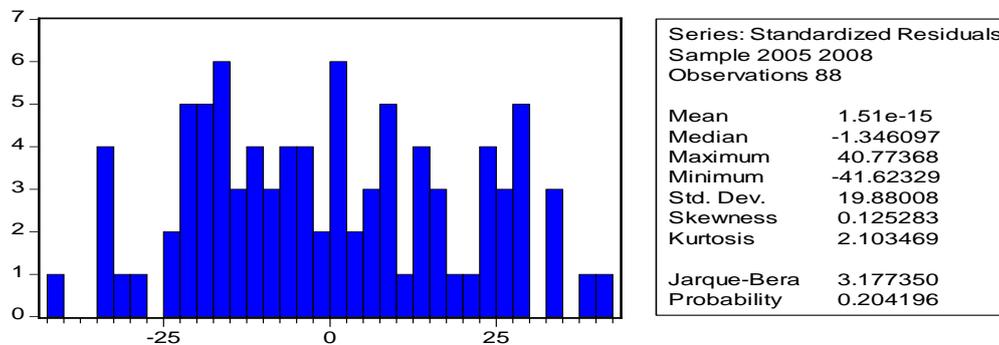
4.3 Pengujian Data

Uji Missing Value Analysis

Missing data adalah adanya sel-sel kosong pada satu atau beberapa variabel. *Missing data* terjadi karena informasi tentang objek tidak diberikan, sulit dicari atau memang informasi tersebut tidak ada.

Uji Distribusi Normal Data

Nilai JB-test = 3.177 untuk pengujian residual model regresi. Dari tabel tersebut menunjukkan bahwa variabel residual model regresi berdistribusi normal. Hal ini terbukti dari nilai probability Uji-JB = 0.20 berarti nilainya > 0.5. Berikut adalah grafik normalitas:



Gambar 4.1
Grafik Uji Normalitas

4.3. Uji Asumsi Klasik

Uji Multikolinearitas

Uji multikoleniaritas dilakukan dengan pendeteksian atas nilai R^2 yang tinggi dan signifikan dari variabel yang digunakan. Apabila diperoleh nilai R^2 yang tinggi, dan sebagian besar atau semua variabel tidak signifikan, maka diduga terjadi multikoleniaritas (Gujarati, 2003:369). Dari hasil pengujian menggunakan *Correlation Matrix* (lampiran 5) terlihat bahwa nilai R^2 lebih besar dari 0,05 sehingga model mempunyai masalah dengan multikolinearitas. Oleh karena itu, penulis selanjutnya melakukan transformasi yang dilakukan sendiri oleh program *eviews*, dan karena modelnya adalah *fixed effect* dengan metode GLS maka tidak perlu treatment terhadap pelanggaran asumsi klasik

karena regresi GLS (*Generalized Least-Square*) dapat mentransform beta (β) yang dihasilkan dalam persamaan OLS dengan demikian asumsi-asumsi tersebut dapat dipenuhi.

Uji Heteroskedastisitas

Uji Park dilihat berdasarkan dari nilai probabilitas uji-t. Dari hasil pengujian tabel 4.3 (lampiran 6) berdasarkan Uji Park, menunjukkan bahwa nilai probabilitas dari masing-masing variabel independen bersifat tidak signifikan terhadap variabel dependent, hal ini dilihat dari nilai probabilitas seluruh variabel independen yang diuji berdasarkan uji $-t < 0,05$, maka dengan demikian dapat disimpulkan bahwa model tidak terjadi masalah heteroskedastisitas.

Uji Autokorelasi

Korelasi serial dalam residual tidak terjadi jika nilai d berada diantara nilai batas du dan dl . Dari hasil pengujian Tabel 4.4 (lampiran 6), berdasarkan nilai Durbin-Watson, menunjukkan bahwa nilai DW sebesar 2,482 dengan jumlah sampel sebanyak 88. Maka nilai DW berada diantara nilai $du = 2,0$ dan $dl = -2,5$. Ini berarti secara umum variabel yang digunakan dalam model ini relatif tidak memiliki gejala autokorelasi.

4.5. Pengujian Hipotesis

Metode terbaik yang digunakan dalam regresi adalah metode *fixed effect* setelah dilakukan uji *Redundant* dan uji *Hausman*. Tabel 4.5 menunjukkan hasil estimasi menggunakan *fixed effect model* dengan *White Heteroskedasticity* dan *Cross-section Weight* yang menghubungkan *yield* obligasi dengan variabel *good corporate governance* dan peringkat obligasi dan variabel kontrol serta koefisien dari masing-masing perusahaan.

Tabel 4.5
Hasil Estimasi Regresi Data Panel dengan *Fixed Effect Model*

Dependent Variable: YTM					
Method: Panel EGLS (Cross-section weights)					
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.	
C	190.7755	13.58288	14.04529	0.0000*	
DER	-0.180155	0.402895	-0.447151	0.6565	
INST	-0.172338	0.043932	-3.922792	0.0002*	
KIND	11.18724	8.982165	1.245495	0.2181	
KMAN	10.66128	1.573351	6.776162	0.0000*	
KU	0.586467	1.599166	0.366733	0.7152	
KUA	-7.937749	5.643436	-1.406545	0.1651	
PRT	-4.782784	0.554781	-8.621035	0.0000*	
ROA	0.489600	0.210889	2.321599	0.0239*	
UDK	-2.223637	0.722802	-3.076414	0.0032*	
SIZE	-4.369813	1.900317	-2.299518	0.0252*	
R-squared	0.918036				
Adjusted R-Squared	0.872663				
F-statistic	20.23307				
Prob(F-statistic)	0.000000				

Keterangan: * signifikan pada derajat kepercayaan 5%

Sumber : Output Eviews

Berdasarkan tabel 4.5, maka model penelitian yang terbentuk adalah:

$$\text{YTM} = 190.7755 - 0.172338 \text{ INST} + 10.66128 \text{ KMAN} - 2.223637 \text{ UDK} + 11.18724 \text{ KIND} + 0.586467 \text{ KU} - 7.937749 \text{ KUA} - 4.782784 \text{ PRT} - 0.180155 \text{ DER} + 0.489600 \text{ ROA} - 4.369813 \text{ SIZE}$$

Nilai R^2 dalam model penelitian ini adalah sebesar 0.918036, yang memberikan arti bahwa sebesar 91.8% perubahan *yield* obligasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, komposisi komisaris independen, komite audit, kualitas auditor dan peringkat obligasi dan variabel kontrol, sedangkan sisanya sebesar yaitu 8,2% dipengaruhi oleh variabel lain yang ada diluar model. Nilai koefisien deteminasi Adjusted R^2 pada tabel 4.5 adalah 0.872663 yang memberikan arti bahwa sebesar 87,26% perubahan *yield* obligasi dipengaruhi oleh kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, komposisi dewan komisaris independe, komite audit, kualitas auditor dan peringkat obligasi, sedangkan sisanya sebesar yaitu 12,74% dipengaruhi oleh variabel lain yang ada diluar model. Dari hasil analisis data panel tersebut dapat dilihat pula fungsi *Fixed effects model*, memang dari analisis ini tidak dapat secara jelas dilihat pengaruh variabel independen terhadap dependennya di setiap perusahaan. Namun demikian dari *cross section effect* tersebut minimal dapat dilihat efek positif dan negatif variabel independen terhadap *yield* obligasi (lampiran 6). Dilihat dari hasil estimasi nilai *Fixed effects* model, apabila variabel-variabel bebas mengalami perubahan, maka masing-masing perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar di BEI memiliki *yield* obligasi yang berbeda-beda.

4.6 Hasil Uji Regresi Simultan (Uji F)

Nilai F statistik hasil regresi *Fixed effects model* yaitu sebesar 20.23307, yang nilainya lebih besar dari F-tabel pada tingkat kepercayaan (*confidence level*) 99%, 95% maupun 90%, sehingga hipotesis H_1 diterima. Maka dapat disimpulkan bahwa secara bersama-sama kepemilikan manajerial, kepemilikan institusional, ukuran dewan komisaris, komposisi dewan komisaris, komite audit, kualitas auditor dan peringkat obligasi mempengaruhi *yield* obligasi.

4.7. Kajian Teori dan Pembahasan

Dari Tabel 4.5, dapat diketahui pengaruh masing-masing variabel independen dan peringkat obligasi dan variabel kontrol terhadap *yield* obligasi, yaitu:

1. Pengaruh Kepemilikan Institusional Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan kepemilikan institusional mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar -0.172, artinya peningkatan/penurunan kepemilikan institusional akan menurunkan/menaikkan nilai perusahaan sehingga *yield* obligasi yang ditawarkan juga tinggi/rendah. Bukti empiris membuktikan ternyata kepemilikan institusional efektif untuk memonitor manajemen dalam meningkatkan nilai perusahaan. Nilai perusahaan yang tinggi menggambarkan resiko investasi yang rendah sehingga peringkat obligasi perusahaan tinggi maka *yield* obligasi yang ditawarkan rendah. Hasil penelitian ini mengindikasikan bahwa kepemilikan institusional menjadi salah satu mekanisme dalam mengurangi resiko *default* bagi perusahaan penerbit obligasi yang berimplikasi pada rendahnya *yield* obligasi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan persentase kepemilikan institusional sebesar 53,49%, berarti kepemilikan saham oleh pihak institusional merupakan pemegang saham dominan yang artinya memiliki kontrol minoritas.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003) dan Norpratiwi dan Styapurnama (2004) yang menyatakan kepemilikan saham oleh pihak institusional berpengaruh secara negatif signifikan terhadap *yield* obligasi. Dengan demikian pihak-pihak institusional merupakan pihak profesional yang memiliki kemampuan dalam mengevaluasi kinerja perusahaan, mulai dari diskusi informal dengan manajemen, sampai dengan pengendalian seluruh kegiatan operasional dan pengambilan keputusan perusahaan.

Temuan penelitian ini juga sejalan dengan *agency theory*, bahwa kepemilikan institusional memiliki peranan yang sangat penting dalam meminimalisasi konflik keagenan yang terjadi antara manajer dan pemegang saham. Keberadaan investor institusional dianggap mampu menjadi mekanisme monitoring yang efektif dalam setiap keputusan yang diambil oleh manajer (Jensen dan Meckling, 1976). Semakin besar kepemilikan institusional maka semakin efisien pemanfaatan aktiva perusahaan sehingga tidak terjadi pemborosan yang dilakukan oleh manajemen. Kepemilikan institusional juga memiliki insentif untuk memantau pengambilan keputusan perusahaan karena memiliki kepentingan yang sama. Tindakan ini akan berdampak positif pada meningkatnya nilai perusahaan yang ditunjukkan pada tingginya peringkat obligasi yang diperoleh perusahaan penerbit obligasi sehingga harga obligasi di pasaran mengalami kenaikan, maka *yield* yang ditawarkan rendah.

2. Pengaruh Kepemilikan Manajerial Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan kepemilikan manajerial mempunyai pengaruh positif yang signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar 10.661, persentase kepemilikan manajerial sudah memiliki saham perusahaan yang dikelolanya dengan jumlah yang cukup signifikan yaitu rata-rata hanya sebesar 16,77%, artinya peningkatan/penurunan kepemilikan manajerial akan menurunkan/menaikkan *yield* obligasi. Bukti empiris ini mengindikasikan bahwa kepemilikan manajerial sebagai salah

satu mekanisme yang mempengaruhi *yield* obligasi. Peningkatan kepemilikan manajerial akan membawa respon yang kurang terhadap pasar, pasar beranggapan bahwa peningkatan proporsi kepemilikan menyebabkan kinerja perusahaan yang lebih berorientasi pada kepentingan pihak manajer sehingga kepentingan diluar pihak tersebut akan diabaikan selain itu kepemilikan manajerial yang tinggi akan menyebabkan keputusan yang diambil oleh pihak manajerial akan lebih cenderung untuk menguntungkan dirinya sendiri dan secara keseluruhan akan merugikan perusahaan, maka resiko *default* investasi pada perusahaan penerbit obligasi tersebut tinggi dan *yield* yang akan diterima investor tinggi. Pemikiran bahwa pihak manajemen dapat melakukan tindakan yang hanya memberikan keuntungan bagi dirinya sendiri didasarkan pada suatu asumsi yang menyatakan setiap orang mempunyai perilaku yang mementingkan diri sendiri atau *self-interested behaviour*.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Hermalin Weisbach (1991) yang menyatakan bahwa hubungan kepemilikan manajerial dan kinerja perusahaan adalah negatif. Semakin besar proporsi kepemilikan manajemen pada perusahaan, maka manajemen cenderung lebih giat untuk kepentingan pemegang saham yang notabene adalah dirinya sendiri. Penelitian ini juga tidak mendukung *agency theory* bahwa kepemilikan manajerial merupakan salah satu mekanisme kontrol untuk mengurangi *agency problem* karena dianggap dapat menyamakan kepentingan antara pemilik dan manajer, dan selain itu manajer merasakan langsung manfaat dari keputusan yang diambil dan juga apabila ada kerugian yang timbul sebagai konsekuensi dari pengambilan keputusan yang salah (Jensen dan Meckling, 1976).

4. Pengaruh Ukuran Dewan Komisaris Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan ukuran dewan komisaris mempunyai pengaruh negatif yang signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar -2.223, Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris yang semakin banyak akan mengurangi resiko *default* sehingga harga obligasi tinggi, maka *yield* yang ditawarkan rendah. Bukti empiris menunjukkan bahwa jumlah dewan komisaris sebagai salah satu mekanisme dalam meningkatkan rating atau peringkat obligasi sehingga menimbulkan reaksi positif bagi investor dan berimplikasi pada rendahnya *yield* obligasi yang ditawarkan. Mengingat fungsi dewan komisaris adalah melakukan monitoring terhadap kinerja direksi selaku pengelola perusahaan sehingga dapat membantu menyelaraskan kepentingan pemegang saham dan manajer.

Hasil penelitian ini sejalan dengan Bradle (2008) yang menunjukkan bahwa ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi, namun tidak sejalan dengan penelitian Yenmack (1996), Beasley (1996), dan Jansen (1993) yang menyatakan bahwa dewan komisaris yang jumlahnya kecil akan lebih efektif dalam melakukan tindakan pengawasan dibandingkan dewan komisaris yang jumlahnya banyak. Temuan penelitian ini juga tidak sejalan dengan *agency theory*, bahwa semakin banyak anggota dewan komisaris maka perusahaan akan mengalami kesulitan dalam menjalankan fungsi monitoring terhadap direksi, diantaranya kesulitan dalam berkomunikasi dan mengkoordinir kerja dari masing-masing anggota komisaris itu sendiri, serta kesulitan dalam mengawasi dan mengendalikan tindakan manajemen. Sehingga akan menimbulkan dampak negatif bagi kinerja perusahaan penerbit obligasi yang mana kondisi ini menunjukkan tingginya resiko investasi. Kondisi ini menyebabkan rendahnya harga obligasi karena peringkat yang diperoleh perusahaan rendah dan obligasi yang ditawarkan dengan *yield* yang tinggi.

5. Pengaruh Komposisi Dewan Komisaris Independen Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan komposisi dewan komisaris independen tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar 11.187. Berarti hipotesis ditolak. Hal ini bertentangan dengan teori dasarnya, karena seharusnya keberadaan dewan

komisaris independen mendukung prinsip *responsibility* dalam penerapan *corporate governance*, yang mengharuskan perusahaan memberikan informasi yang lebih baik sebagai wujud pertanggung jawaban kepada *stakeholder*. Hasil pengujian yang tidak signifikan ini diduga karena walaupun pada mayoritas perusahaan sampel memiliki dewan komisaris independen, namun penulis menemukan bahwa belum adanya mekanisme yang jelas tentang bagaimana pemegang saham memilih anggota dewan komisaris independen, kondisi ini memperluas kesempatan untuk melakukan kerjasama. Salah satunya memilih anggota komisaris independen yang masih memiliki hubungan afiliasi. Hal ini akan mengakibatkan peran dan tujuan dibentuknya komisaris independen ini belum terlihat dalam rangka memberikan perlindungan terhadap pemegang saham dan pihak-pihak yang terkait lainnya. Pada gilirannya independensi dewan komisaris independen menjadi sangat diragukan karena adanya hubungan khusus dengan pemegang saham mayoritas ataupun hubungannya dengan dewan direksi (Herwidayatmo, 2000). Serta adanya penambahan anggota dewan dari luar perusahaan hanya sekedar memenuhi ketentuan formal, sementara pemegang saham mayoritas masih mempunyai peranan penting sehingga kinerja dewan tidak efektif.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian Bhojraj dan Sengupta (2003), Norpratiwi dan Setyapurnama (2004) menunjukkan bahwa komposisi dewan komisaris independen mempunyai hubungan yang negatif signifikan terhadap *Yield* obligasi perusahaan. Jumlah komisaris independen yang semakin banyak diharapkan dapat memaksimalkan kinerja perusahaan. Kinerja yang baik mencerminkan rendahnya resiko *default* yang akan berimplikasi pada harga obligasi, maka *yield* obligasi yang akan diterima investor akan rendah. Kondisi ini menunjukkan fungsi pengawasan yang dilakukan oleh dewan komisaris independen dalam rangka melindungi pemegang saham minoritas dan hak pihak-pihak lain yang terkait sudah dilaksanakan secara efektif.

4. Pengaruh Komite Audit Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan komite audit mempunyai pengaruh yang tidak signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar 0.586. Berarti hipotesis ditolak. Hasil pengujian yang tidak signifikan karena walaupun pada mayoritas perusahaan sampel memiliki komite audit (sekitar 3 orang), namun penulis menemukan bahwa keberadaan komite audit belum mampu meningkatkan integritas dan kredibilitas laporan keuangan karena proses pemilihan anggota komite audit masih belum jelas dan terbuka sehingga independensi dan integritasnya masih diragukan. Hal ini akan memberikan dampak negatif bagi perusahaan karena banyak kesempatan untuk memanipulasi informasi keuangan. Artinya variabel komite audit tidak dapat memprediksi harga obligasi karena harga obligasi akan berimplikasi pada kinerja obligasi yaitu *yield* yang akan diperoleh investor. Hal ini sejalan dengan hasil penelitian Nuryana (2004) yang tidak menemukan pengaruh komite audit terhadap nilai perusahaan. Proses audit internal dan eksternal yang baik akan meningkatkan akurasi laporan keuangan dan meningkatkan kepercayaan investor (Anderson et al.,2003).

Komite audit bertugas menelaah kebijakan akuntansi, menilai pengendalian internal dan sistem pelaporan eksternal serta kepatuhan terhadap peraturan, maka peran utama dari komite audit itu sendiri yaitu membantu dewan komisaris untuk memonitor proses pelaporan keuangan oleh manajemen untuk meningkatkan kredibilitas dan integritas laporan keuangan melalui: (1) pengawasan atas proses pelaporan termasuk sistem pengendalian internal dan penggunaan prinsip akuntansi berterima umum, dan (2) mengawasi proses audit secara keseluruhan (Bradbury et al, 2004).

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Nopratiwi dan Styapurnama (2004), Suaryana (2005) yang menyatakan keberadaan komite audit berpengaruh secara signifikan negatif terhadap *yield* obligasi karena peran komite audit sangat penting dalam mempengaruhi kinerja obligasi perusahaan yang merupakan salah

satu informasi penting yang tersedia untuk publik dan dapat digunakan investor untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga dapat mengetahui layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan.

6. Pengaruh Kualitas Auditor Terhadap Yield Obligasi

Dalam penelitian ini variabel kualitas auditor dinyatakan dalam variabel dummy, yaitu 1 untuk auditor *Big Four* dan 0 untuk *non Big Four* pada perusahaan yang diobservasi. Hasil regresi menunjukkan kualitas auditor berpengaruh negatif tapi tidak signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar -7.937. Berarti hipotesis ditolak. Auditor merupakan salah satu mekanisme untuk mengendalikan perilaku manajemen, dengan demikian proses pengauditan memiliki peranan penting dalam mengurangi biaya keagenan dengan membatasi perilaku oportunistik manajemen. Laporan keuangan auditan yang berkualitas, relevan dan dapat dipercaya dihasilkan dari audit yang dilakukan secara efektif oleh auditor yang berkualitas untuk memberikan pendapat tentang kredibilitas laporan keuangan.

Hasil pengujian yang tidak signifikan ini diduga karena walaupun pada mayoritas rata-rata perusahaan yang diobservasi telah diaudit oleh KAP *Big Four*, namun penulis menemukan bahwa KAP *Big Four* gagal sebagai salah satu mekanisme yang dapat mempengaruhi *yield* obligasi. Hal ini menurut penulis disebabkan karena perusahaan melaporkan laba yang meningkat (*increasing income*) sehingga auditor dalam hal ini tidak begitu memperhatikan dengan ketat mengapa laba dilaporkan meningkat. Auditor lebih memfokuskan pada biaya yang terjadi, jika pengeluaran biaya sudah dilaporkan sesuai dengan kenyataannya dan pendapatan yang dilaporkan juga sesuai dengan bukti yang ada, dan hasilnya ada peningkatan laba yang tinggi mereka akan cenderung lebih memberikan pendapat yang mendukung.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Raman dan Wilson (1994) dan Sander dan Allen (1993) yang menyatakan bahwa laporan keuangan yang diaudit oleh auditor yang berkualitas dalam hal ini KAP *Big Four* berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Perusahaan yang diaudit oleh auditor *Big Four* akan mempunyai peringkat obligasi yang *investment grade* karena semakin tinggi kualitas auditor maka semakin tinggi pula tingkat kepastian mengenai kondisi keuangan perusahaan sehingga semakin kecil kemungkinan risiko investasi pada perusahaan tersebut. Berarti investor bersedia membeli harga obligasi dengan harga tinggi dengan tingkat *yield* obligasi yang akan diterima investor rendah.

7. Pengaruh Peringkat Obligasi Terhadap Yield Obligasi

Hasil regresi menunjukkan peringkat obligasi mempunyai pengaruh negatif signifikan terhadap *yield* obligasi dengan nilai koefisien sebesar -4.728. Pengaruh negatif ini menunjukkan bahwa semakin tinggi peringkat obligasi menunjukkan tingginya kemampuan perusahaan untuk membayar bunga dan pokok pinjaman maka *yield* obligasi yang ditawarkan perusahaan rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Kesumawati (2003), Bhojraj dan Sengupta (2003), Kurana dan Raman (2003) dan Sengupta (2008) yang menyatakan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Berarti pengaruh peringkat sebagai salah satu mekanisme yang dapat dilakukan untuk menurunkan *yield* obligasi. Karena peringkat obligasi yang tinggi menunjukkan bahwa perusahaan tersebut memiliki risiko investasi yang rendah yang tercermin dari harga obligasi. Informasi peringkat obligasi bertujuan untuk menilai kualitas kredit dan kinerja dari perusahaan penerbitnya, sehingga informasi keuangan suatu entitas sangat diperlukan sebagai pertanggungjawaban atas pengelolaan dana yang ditanamkan. Peringkat obligasi memberikan pernyataan yang informatif dan memberikan sinyal tentang probabilitas kegagalan utang suatu perusahaan (Sari, 2004).

8. Variabel Kontrol

Dari hasil pengujian model yang dapat dilihat pada tabel 4.5 diatas, diketahui bahwa ketiga variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini yaitu ;

1. Ukuran Perusahaan (*Size*)

Dalam penelitian ini, variabel ukuran perusahaan (*size*) dikategorikan dengan variabel dummy 1 untuk perusahaan besar dan dummy 0 untuk perusahaan kecil, memiliki nilai koefisien sebesar -4.369 dengan *p-value* sebesar 0.0252 (*p-value* < 0,05). Hasil analisis menunjukkan bahwa *size* memiliki pengaruh negatif dan signifikan dengan *yield* obligasi. Berarti semakin besar *size* perusahaan akan diikuti meningkatnya peringkat obligasi perusahaan, maka hal tersebut menunjukkan *yield* obligasi yang ditawarkan rendah. Hasil penelitian ini sejalan dengan Bhojraj dan Sengupta (2003) bahwa perusahaan yang semakin besar cenderung akan meningkatkan skala ekonominya karena investor mengejar tingkat pertumbuhan yang tinggi.

Sebaliknya, pada perusahaan dengan *size* kecil, kemungkinan tidak terjadi *agency problem*, hal ini mungkin terkait dengan karakteristik perusahaan yang bergantung pada ketersediaan dana/modal yang pada akhirnya menuntut manajemen perusahaan untuk memiliki keahlian manajerial yang baik dalam menjalankan kegiatan operasional perusahaan (memaksimalkan kekayaan pemegang saham).

2. Leverage (*DER*)

Untuk variabel kontrol *leverage*, memiliki nilai koefisien sebesar -0.180 dengan *p-value* sebesar 0.6565 (*p-value* > 0,05). Untuk variabel *DER* arah pengaruhnya adalah negatif tapi tidak signifikan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Manurung dkk (2008) dan Darmawati (2006) yang menunjukkan bahwa *DER* tidak berpengaruh terhadap kinerja perusahaan. Bukti empiris menunjukkan bahwa rasio utang tidak menyebabkan perubahan *yield* obligasi pada perusahaan penerbit obligasi. Hasil ini mengindikasikan bahwa perusahaan yang menerbitkan obligasi biasanya masa jatuh temponya untuk jangka panjang, maka perusahaan dapat melakukan pinjaman jangka panjang untuk membiayai kegiatan operasional sehingga kreditur merasa aman karena perusahaan bisa tetap membayar pokok pinjaman dan bunga obligasi dengan lancar menggunakan laba yang dihasilkan dari investasi tersebut.

Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Bhojraj dan Sengupta (2003) yang menyatakan bahwa *DER* berhubungan positif secara signifikan terhadap *yield* obligasi. Berarti semakin tinggi rasio *DER* maka semakin tinggi *yield* obligasi yang ditawarkan. Hal ini menggambarkan bahwa perusahaan-perusahaan yang cenderung menggunakan *leverage* sebagai sumber dananya memperlihatkan kinerja yang semakin menurun dan ketakutan pasar terhadap adanya kemungkinan kesulitan keuangan yang akan dialami perusahaan, karena tidak mampu memenuhi kewajibannya membayar karena modal yang ditanam pada investasi jangka panjang belum diperoleh.

3. Profitabilitas (*ROA*)

Untuk variabel kontrol Return On Asset (*ROA*), memiliki nilai koefisien sebesar 0.489 dengan *p-value* sebesar 0.0239 (*p-value* < 0,05). Untuk variabel *ROA* arah pengaruhnya adalah positif. Hasil penelitian tidak sejalan dengan penelitian Nurfauziah (2004) dan Manurung (2008), yang menyimpulkan bahwa *ROA* berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Berarti semakin tinggi rasio *ROA* maka semakin rendah *yield* obligasi yang ditawarkan.

Hasil analisis Tabel 4.5 menunjukkan bahwa *Return On Asset* (*ROA*) berpengaruh positif secara signifikan terhadap *yield* obligasi. Hal ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Luciana dan Vieka (2007) yang menyatakan bahwa semakin besar *ROA* perusahaan maka semakin tinggi *yield* obligasi yang ditawarkan, artinya harga obligasi tersebut

rendah. Kondisi ini menunjukkan bahwa investasi dalam bentuk obligasi secara langsung sebenarnya tidak terpengaruh oleh profitabilitas dari perusahaan penerbit obligasi, karena berapapun besarnya profit atau laba yang mampu dihasilkan investor atau pemegang obligasi tetap akan menerima sebesar tingkat bunga dan pokok pinjaman yang telah ditentukan pada saat jatuh tempo.

5. KESIMPULAN DAN KETERBATASAN PENELITIAN

1. KESIMPULAN

- Dari hasil analisis dengan menggunakan program *Eviews* terbukti secara bersama-sama variabel independent dan peringkat obligasi mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap *yield* obligasi pada perusahaan yang menerbitkan obligasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
- Secara parsial proksi dari *good corporate governance* menunjukkan hasil sebagai berikut: a) kepemilikan institusional berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi, b) kepemilikan manajerial berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi, c) ukuran dewan komisaris berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi, d) komposisi dewan komisaris independent tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, e) komite Audit tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, f) kualitas Auditor tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, g) Peringkat obligasi berpengaruh secara negatif terhadap *yield* obligasi

2. KETERBATASAN DAN SARAN PENELITIAN SELANJUTNYA

- Penelitian ini hanya menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi dan saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia serta mendapat peringkat dari Pefindo saja, penelitian selanjutnya sebaiknya memasukkan perusahaan yang hanya menerbitkan obligasi saja dan mendapat peringkat dari Kesnic agar diperoleh gambaran yang jelas mengenai pengaruh *good corporate governance* terhadap *yield* obligasi.
- Dalam penelitian ini, variabel komisaris independent dan komite audit hanya dilihat dari jumlah yang ada, tidak dilihat dari karakteristik yang lain. Untuk itu peneliti menyarankan pada penelitian selanjutnya Variabel komisaris independent dan komite audit diukur dan kualitas auditor dengan kemampuan, independensi dan bagaimana variabel ini melaksanakan pengawasannya dalam perusahaan.

REFERENCES

- Adel, Febriand. 2004. Analisis Pengaruh Penurunan / Perolehan Peringkat Obligasi kedalam Kategori *Non-Investment Grade* terhadap Praktik Manajemen Laba. *Thesis S-2*. Pascasarjana UGM. (Tidak dipublikasikan).
- Alijoyo, Antonius dan Subarto Zaini. 2004. *Komisaris Independen. Penggerak PraktikGCG di Perusahaan*. PT Indeks Kelompok Gramedia. Yogyakarta.
- Ali Irfan (2002). Pelaporan Keuangan dan Asimetri Informasi dalam Hubungan Agensi. *Lintasan Ekonomi* Volume. XIX. No.2. Juli 2002
- Anderson, K., Deli, D., Gillan, S., 2003, "Boards of Directors, Audit Committees, and the Information Content of Earnings", *SSRN Working Paper*, september.
- Baridwan, Zaki dan Zuhrohtun. 2005. Pengaruh Pengumuman Peringkat terhadap Kinerja Obligasi. *Simposium Nasional Akuntansi VIII Solo*, 15-16 September 2005.
- Beasley, M. S. 1996, An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* Volume 71, No.4: 443-465.
- Beiner, S., W. Drobetz, F. Schmid dan H. Zimmermann (2003). Is Board size An Independent Corporate Governance Mechanism. *Journal of Accounting Research*, pp.256-285.
- Bhojraj, Sanjeev 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* 76 (Juli): 455-475.
- Bradbury, M. E., Mak, Y. T. dan Tan, S. M., 2004 "Board Characteristics, Audit Committee Characteristics and Abnormal Accruals", *Working Paper*, Unitec New Zealand dan National University of Singapore,
- Briser, et al (1994). The regulation Effect of Bond Rating on Yield. *Journal of Finance*, pp.510-531.
- Bursa Efek Jakarta. 2001. SE-008/BEJ/12-2001. Tentang Keanggotaan Komite Audit.
- Burton, B. Mike, A. And Hardwick, P. 1998. The Determinants of Credit Ratings in United Kingdom Insurance Industry. *Working Paper*.
- Darmawati, Deni, Khomsiyah dan Rika Gelar Rahayu. 2005. Hubungan Corporate Governance dan Kinerja Perusahaan. *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia* 8 (Jan): 65-81.
- Denis, Diane K. 2001. Twenty-five Years of Corporate Governance Research and Accounting. *Review of Financial Economics* 10: 191-212.
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Bond Market, Analysis and Strategies*. Prentice Hall International, 4 edition.
- Faerber, Esme. 2000. *Fundamentals of the Bond Market*. New York. McGraw-Hill.
- FCGI. 2003. *Corporate Governance: Tata Kelola Perusahaan*. Jilid I. FCGI. Edisi ke-3.

- FCGI. 2001. *Peranan Dewan Komisaris dan Komite Audit dalam Pelaksanaan Corporate Governance (Tata Kelola Perusahaan)*. Jilid II. FCGI. Edisi ke2.
- Foster, George. 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice-Hall International, Inc. 2nd Edition.
- George, Nashwa. 2003. Audit Committees: The Solution To Quality Financial Reporting, *The CPA Journal* (Dec): 6-9.
- Gillan, Stuart L. dan Laura T. Starks. 2003. Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investor: A Global Perspective. *Journal of Applied Finance* (Fall): 4- 22.
- Gujarati, Damodar N. 2003. *Basic Econometrics*. McGraw-Hill International Edition. 4th edition.
- Hamonangan, Siallagan dan Machfoedz. 2006. Mekanisme Corporate Governance, kualitas laba dan nilai perusahaan. *Simposium Nasional Akuntansi 9 Padang* tanggal 23-26 Agustus 2006.
- Hanafi, M (2004). *Manajemen Keuangan*. Edisi 2004/2005. BPFY-Yogyakarta
- Harris, Milton dan Artur Raviv. 2004. Capital Structure and The Informational Role of Debt. *The Journal of Finance* 45 (Jun): 321-349.
- Hermalin, Benjamin E. dan Michael S.Weisbach. 1991. The Effect of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* (Winter): 101-112.
- 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.
- Herwidayatmo. 2003. Implementasi Good *Corporate governance* untuk Perusahaan Publik Indonesia.. *The Essence of Good Corporate governance: Konsep dan Implementasi Perusahaan Publik dan Korporasi Indonesia*. Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan Sinergy Communication. Jakarta.
- Iskandar, Magdi R. dan Nadereh Chamlou. 2000. Corporate Governance: A Framework for Implementation. *The International Bank for Reconstruction and Development*. The World bank.
- Jensen, M.C., and W. H. Meckling. 1976. Theory of The Firm: Manajerial Behaviour, Agency Cost, and Ownership Structure. *Journal of Financial and Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C., 1993. The Modern Industrial Revolution, Exit, and The Failure of Internal Control Systems. *The Journal of Finance* Vol. 48, No3, 831-880.
- Jewell, Jeff dan Miles Livingston. 2000. The Impact of a Third Credit rating on the Pricing of Bond. *The Journal of Fixed Income* (Dec): 69-85.
- Jewell, Jeff dan Miles Livingston. 1998. Split Ratings, Bond Yields, and Underwriter Spreads.. *The Journal of Financial Research* (Summer): 185-204.

- Kao,C. Dan Wu, C.1990. Two-Step Estimation of Linear Models With Ordinal Unobserved Variabels: The Case of Corporate Bonds. *Journal of Business and Economic Statistics*, July, 317-325.
- Kaplan,R.S. and Urwitz, G.1979. Statistical Model of Bond Rating : A Methodological Inquiry. *The Journal of Business*, April.
- Kesumawati, Lusi. 2003. Pengaruh Peringkat Utang dan Berbagai Faktor yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol Terhadap Yield Premium Obligasi. *Thesis S-2*. Pascasarjana UGM. (Tidak dipublikasikan).
- Khurana, Inder K. dan K. K. Raman. 2003. Are Fundamentals Priced in the Bond market. *Contemporary Accounting Research* (Fall): 465-494.
- Klapper, L.F. dan I. Love. 2003. Corporate Governance, Investor protection, and Performance in Emerging Markets. *Working Paper*.The World Bank.
- Komite Nasional Kebijakan Corporate Governance (KNKCG). 2004. *Pedoman Good Corporate Governance*. Ref. 4.0. NCCG.
- Lestariningsih.2008. Peranan Penerapan Good Corporate Governance dalam Pengembangan Perusahaan Publik. *Spirit Publik* Volume 4, No. 2 : 113-112.
- Manurung, Silitonga dan Tobing. 2008. Hubungan Rasio-Rasio Keuangan dengan Rating Obligasi. www.google.com. Download, tanggal 13 Januari 2010.
- Manurung, Adler Haymans. 2006. *Dasar-Dasar Investasi Obligasi*. Penerbit PT Excel Media Komputindo. Jakarta.
- Nachrowi dan Hardius Usman.2006. *Pendekatan Populer Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Universitas Indonesia. Jakarta.
- Norpratiwi dan Styapurnama. 2004. Pengaruh Good Corporate Governance terhadap Peringkat Obligasi dan Yield Obligasi. Download, tanggal 15 Januari 2010. www.stieykpn.ac.id/images/artikel/corporate%20governance%20.pdf
- OECD,2004, *Principles of Corporate Governance*, Paris, France, OECD Publications Services.
- Ogden, Joseph P. 1987. Determinants of the ratings and Yields on Corporate Bonds: Tests of the Contingent Claims Model. *The Journal of Financial Research* 10(Winter): 329-339.
- Pratana, Mdiastuty dan Mas'ud Mahfoedz. (2003). Analisis Hubungan Mekanisme Corporate Governance dan Indikasi Manajemen Laba. *Simposium Nasional Akuntansi VI*. IAI, 2003.
- PEFINDO. *Indonesia Rating Highlight*. Pefindo Credit Rating Indonesia.
- Raman, K. K. dan Earl R. Wilson. 1994. Governmental Audit Procurement Practices and Seasoned Bond Price. *The Accounting Review* (Oct): 517-538.
- Rieter, Sara A. dan David A. Ziebart. 1991. Bond Yields, Ratings, and Financial Information: Evidence form Public Utility Issues. *The Financial Review* 26 (Feb): 45-73.

- Rizzi, Joseph V. 1994. Determining Debt Capacity. *Commercial Lending Review* (Spring): hal. 25-34.
- Sanders, George dan Arthur Allen. 1993. Signaling Government Financial Reporting Quality to Credit Analysts. *Public Budgeting & Finance* (Fall): 73-84.
- Sari, Maylia Pramono. (2004). Ketepatan Pemeringkatan Obligasi antara Model rediksi dan Agen Pemeringkat. *Tesis*. Yogyakarta: Universitas Gadjah Mada.
- Sengupta, Partha. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review*. Vol. 73. No. 4 (October): 459-474.
- Setyarini, Nurfauziah. 2004. Analisis Faktor-faktor yang mempengaruhi Yield obligasi perusahaan (Studi kasus pada industri Perbankan dan Financial). *Jurnal Siasat Bisnis*. No.9 Volume 2, Desember 2004.
- Suaryana, Agung. 2005. Pengaruh Komite Audit terhadap Kualitas Laba. *Simposium Nasional Akuntansi 8* Solo tanggal 15 - 16 September 2005
- Shleifer, A. and R.W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance*, Vol.52. No.2. June, p.737-783.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi : Teori dan Aplikasi*. Edisi Pertama. Yogyakarta, Indonesia.
- Turley, Stuart dan Mahbub Zaman. 2004. The Corporate Governance Effect of Audit Committees. *Journal of Management and Governance*: 305-332.
- Undang-Undang Nomor 40 tahun 2007. Tentang Pengelolaan Perusahaan Terbatas yang mendukung implementasi *good corporate governance*.
- Uzun, Hatice, Samuel H. Szewczyk dan Raj Varma. 2004. Board Composition and Corporate Fraud. *Financial Analysts Journal* (May/Jun): 33-43.
- Vafeas, Nikos. 2000. "Board Structure and Informativeness of Earnings" *Journal of Accounting and Public Policy*, Vol.19. p.139-160.
- Velury, Uma, John T. Reisch dan Dennis M. O'Reilly. 2003. Institutional Ownership and the Selection of Industry Specialist Auditors. *Review of Quantitative Finance and Accounting*: 35-48.
- Wansley, James W., John L. Glascock dan Terence M. Clauretje. 1992. Institutional Bond Pricing and Information Arrival: The Case of Bond Rating Changes. *Journal of Business Finance & Accounting* 19 (Sept): 733-750.
- Watts, Ross L. dan Jerold L. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice Hall International. Inc.
- Yermack, D., 1996. Higher Market Valuation of Companies with Small Board of Directors. *Journal of Financial Economics* 40 : 185-211.
- Zhou, Jian and Ken Y. Chen. 2004. Audit Committee, Board Characteristics and Earnings Management by Commercial Banks. *Working Paper*

Ziebart, David A. dan Sara A. Reiter. 1992. Bond Rating, Bond Yield and Financial Information. *Contemporary Accounting Research* (Fall): 252-282.