

**PENGARUH FAKTOR FUNDAMENTAL KEUANGAN PERUSAHAAN  
DAN INFORMASI NON AKUNTANSI TERHADAP TINGKAT  
YIELD OBLIGASI  
(Studi Pada Perusahaan Multifinance Di Bursa Efek Indonesia 2011-2014)**

**Abdul Muslim**

*Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi (STIE) Indonesia*

*Email: abdul.muslim@akuntanindonesia.or.id*

**ABSTRACT**

*The purpose of this study that examined the effect of fundamental factors and non-financial accounting information on the level of bond yields on multifinance companies at Indonesia Stock Exchange (IDX). Fundamentals of corporate finance in this research represented by liquidity, leverage, size of the company, while non-accounting information represented by interest rates, rating, reputation auditor and underwriter reputation. This study used a sample of 53 from 141 bonds of listed bonds recorded in Indonesia Stock Exchange in the period 2011 - June 2014. It Samples used purposive sampling method. Multiple regression analysis as data analysis technique. The results showed that the level of leverage and interest rates positive and significant effect on bond yields, while the auditor 's reputation and a significant negative effect on the level of bond yields. While the variable levels of liquidity, ratings, underwriter reputation and size of the company, the results showed no effect on the level of bond yields. Under these conditions, the finance company will issue bonds to pay attention to factors that affect the yield if you want to get a low level of bond yields.*

**Keywords:** *Bonds Yield, Liquidation, Leverage, Rate, Rating, Reputation Auditor, Reputation Underwriter, Size of firm.*

**ABSTRAK**

Tujuan dari penelitian ini ingin menguji faktor-faktor fundamental dan informasi akuntansi non-keuangan pada tingkat hasil obligasi pada perusahaan multikeuangan di bursa efek indonesia (BEI). Fundamental dari keuangan perusahaan pada penelitian ini di wakili oleh likuiditas, *leverage*, ukuran perusahaan, sementara informasi non-akuntansi di wakili oleh suku bunga, peringkat, reputasi auditor dan reputasi *underwriter*. Penelitian ini menggunakan sampel 53 dari 141 obligasi yang tercatat dalam bursa efek indonesia pada periode 2011 sampai dengan juni 2014. Sampel menggunakan metode *purposive*. Teknik analisis data menggunakan regresi berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa level leverage dan suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap hasil obligasi, sementara tingkat variabel pada likuiditas, peringkat, dan reputasi *underwriter* dan ukuran perusahaan menunjukkan hasil bahwa tidak ada pengaruh pada tingkat hasil obligasi.

**Kata Kunci:** Hasil Obligasi, Likuiditas, *Levarage*, Suku Bunga, Reputasi Auditor, Reputasi *Underwriter*, Ukuran Perusahaan

## PENDAHULUAN

Pasar modal di Indonesia saat ini merupakan pilihan lain bagi perusahaan untuk mendapatkan modal kerja selain dari pihak perbankan, sedangkan bagi investor, pasar modal merupakan pilihan alternatif lainnya untuk melakukan investasi. Berkembangnya pasar modal di Indonesia disebabkan diantaranya pertumbuhan ekonomi Indonesia selama 3 tahun terakhir yang relatif stabil pada angka pertumbuhan 6% dan peringkat investasi yang diberikan lembaga pemeringkat dunia kepada Indonesia sebagai negara *investment grade*.

Perusahaan *multifinance* (pembiayaan) di Indonesia merupakan salah satu perusahaan yang memanfaatkan keberadaan pasar modal dengan menerbitkan efek bersifat utang atau obligasi untuk mendapatkan modal kerja. Emisi atau penerbitan obligasi yang dilakukan perusahaan *multifinance* selama 3 tahun terakhir mencapai 37% dari total nilai obligasi yang telah diterbitkan, rincian sebagai berikut:

**Tabel 1.** Penerbitan Obligasi Periode Tahun 2011 - 2013

Tahun	<i>Multifinance</i>	Bank	Lainnya	Total
2013	20.285.000.000.000	15.988.000.000.000	21.363.000.000.000	57.636.000.000.000
2012	24.007.000.000.000	19.975.000.000.000	24.568.580.000.000	68.550.580.000.000
2011	19.206.000.000.000	18.481.000.000.000	7.860.000.000.000	45.547.000.000.000

Sumber: database website IDX (diolah oleh penulis)

Perusahaan pembiayaan (*multifinance*) melakukan emisi obligasi karena keuntungan yang akan diperoleh atas penerbitan obligasi ini diantaranya: (1) Adanya kepastian *cost of fund* (bunga obligasi) yang tidak berubah selama jangka waktu obligasi; (2) Perusahaan diuntungkan dari arus kas (*Cash Flow*) karena hanya membayar bunga setiap 3 bulanan dan pembayaran pokok dilakukan pada saat jatuh tempo.

Penerbitan obligasi yang dilakukan oleh perusahaan *multifinance* dengan harapan mendapatkan tingkat *yield* obligasi yang rendah sehingga *cost of fund* yang ditanggung tidak membebani arus kas perusahaan. Faktor-faktor yang diindikasikan mempengaruhi tingkat *yield* obligasi diantaranya faktor fundamental keuangan perusahaan dan Informasi non akuntansi. Faktor fundamental keuangan perusahaan diantaranya dilihat dari tingkat likuiditas, *leverage* dan besarnya aset perusahaan sedangkan Informasi non akuntansi diwakili oleh informasi *BI checking*, KAP yang mengaudit, *Rating* perusahaan dan *underwriter*. Beberapa penelitian telah dilakukan untuk dapat mengidentifikasi faktor-faktor apa saja yang berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi, hal ini sangat penting bagi perusahaan yang akan menerbitkan obligasi untuk dapat merencanakan penerbitan dengan baik.

Penelitian terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *yield* obligasi telah dilakukan oleh beberapa peneliti terdahulu diantaranya, hasil penelitian Monica (2007), Nurfauziah dan Setyarini (2004) yang menunjukkan nilai likuiditas berpengaruh terhadap harga obligasi sebaliknya hasil penelitian Nanik (2013) menunjukkan nilai likuiditas tidak berpengaruh terhadap harga obligasi.

Pengaruh nilai *Debt to Equity ratio* (DER) terhadap tingkat *yield obligasi* sebelumnya telah dilakukan penelitian oleh peneliti sebelumnya. Hasil penelitian Hadasman (2008) menunjukkan hasil nilai DER berpengaruh positif dan signifikan

terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan hasil penelitian Setyapurnama (2005) nilai DER dengan hasil tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi.

Pengaruh tingkat suku terhadap tingkat *yield* obligasi sebelumnya telah dilakukan penelitian oleh peneliti terdahulu, hasil penelitian Nanik (2013) dan Hadiasman (2008) menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan Nurfauziah dan Setyarini (2004) melakukan penelitian yang sama dengan hasil tingkat suku bunga tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi. Pengaruh hasil *rating* obligasi terhadap tingkat *yield* obligasi juga telah dilakukan penelitian oleh Hadiasman (2008) dengan hasil berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan hasil penelitian Nanik (2013), Edward (2008), dan Nurfauziah dan Setyarini (2004) menunjukkan hasil *rating* tidak berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Reputasi auditor atas laporan keuangan yang diterbitkan menjadi salah satu dasar bagi investor untuk mengetahui keadaan keuangan perusahaan dan meminimalkan adanya asimetri informasi, sebelumnya telah dilakukan penelitian oleh peneliti terdahulu. Penelitian Lou dan Vas (2013) menjelaskan bahwa penggunaan auditor terkemuka akan menurunkan hasil *yield* obligasi sebesar 35 basis poin, hasil penelitian penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004) menunjukan terdapat pengaruh reputasi auditor terhadap *yield* obligasi saat emisi.

Pengaruh *underwriter* terhadap *yield* obligasi pada proses emisi obligasi juga telah dilakukan penelitian oleh Lou dan Vas (2013), hasil penelitian menunjukan *underwriter* bereputasi akan menurunkan hasil *yield* obligasi sebesar 19 basis poin. Hasil penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004) menunjukan *underwriter* bereputasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi saat emisi, sedangkan hasil penelitian Gopalan (2011), Chemmanur dan Fulghieri (1994) menunjukan hasil sebaliknya.

Ukuran (*size*) perusahaan yang dilihat melalui nilai total aset, pengaruhnya terhadap tingkat *yield* obligasi juga telah dilakukan penelitian oleh beberapa peneliti. Surya dan Nasher (2011), melakukan penelitian pengaruh *size* terhadap tingkat *yield* obligasi, hasil penelitian menunjukan bahwa *size* (ukuran perusahaan) tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi korporasi, sedangkan hasil penelitian Hadiasman (2008), dan Bhojraj dan Sengupta (2003) terhadap hal yang serupa menunjukan *size* (ukuran) perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi.

Dari hasil penelitian terdahulu menunjukan hasil yang belum konsisten terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *yield* obligasi, sehingga menurut penulis masih perlu dilakukan penelitian lebih lanjut agar dapat diidentifikasi secara pasti faktor-faktor yang berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi saat emisi. Berdasarkan uraian diatas dan hasil penelitian sebelumnya, faktor-faktor yang diprediksi berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi pada saat emisi diantaranya, tingkat Likuiditas, *Leverage*, Suku Bunga, *Ratings*, Reputasi Auditor, Reputasi *underwriter* dan *Size* (ukuran) perusahaan.

## KAJIAN PUSTAKA

### Teori Signaling

Teori sinyal mengemukakan tentang bagaimana seharusnya perusahaan memberikan sinyal kepada pihak eksternal tentang kondisi perusahaan. Teori sinyal menunjukan adanya asimetri informasi antara manajemen perusahaan dan pihak-pihak yang berkepentingan

dengan informasi tersebut. Laporan keuangan merupakan salah satu media, yang digunakan oleh manajemen perusahaan untuk mengirimkan informasi kepada publik (investor dan kreditor) yang digunakan untuk pengambilan keputusan. Menurut Wolk, et al. (2001) teori sinyal menjelaskan alasan perusahaan menyajikan informasi untuk pasar modal. Menurut Jama'an (2008) *Signaling Theory* mengemukakan tentang bagaimana seharusnya sebuah perusahaan memberikan sinyal kepada pengguna laporan keuangan. Informasi yang diberikan oleh perusahaan dapat bersifat akuntansi dan non akuntansi, informasi ini sangat diperlukan bagi oleh investor yang akan menanamkan modalnya. Keputusan investor akan dipengaruhi oleh kualitas informasi yang diungkapkan perusahaan dalam laporan keuangan. Kualitas informasi tersebut bertujuan untuk mengurangi asimetri informasi yang timbul ketika manajer lebih mengetahui informasi internal dan prospek perusahaan dimasa mendatang dibanding pihak eksternal perusahaan. Informasi yang berupa pemberian peringkat obligasi perusahaan yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi sinyal kondisi keuangan perusahaan tertentu dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki.

### **Teori Asimetri Informasi**

Teori ini pertama kali diperkenalkan oleh J.Arrow (1963) yang kemudian dipopulerkan oleh Arkelof (1970) dengan menggunakan istilah informasi asimetris. Asimetri informasi adalah kondisi yang terjadi jika salah satu pihak memiliki informasi yang lebih banyak dari pihak yang lain. Pada proses penerbitan atau emisi obligasi pihak *underwriter* sebagai agen penjual memiliki informasi yang lebih banyak di bandingkan dengan emiten dan investor yang akan membeli obligasi. Pihak *underwriter* memiliki informasi lebih banyak karena *underwriter* mengetahui kondisi investor pembeli obligasi serta kondisi keuangan emiten yang akan menerbitkan obligasi, sehingga dengan posisi tersebut *underwriter* dapat mempengaruhi tingkat *yield* obligasi yang akan diterbitkan. Kondisi lainnya yang dapat dimanfaatkan oleh *underwriter* adalah mengambil keuntungan dari selisih harga obligasi dengan cara membeli obligasi tersebut pada *primary market* dan menjual obligasi tersebut di *secondary market*.

### **Teori Agen**

*Jensen Meckling* (1976) mendefinisikan hubungan keagenan sebagai hubungan kontraktual antara *principal* (pemberi kerja) dengan *agency* (penerima kerja) untuk melakukan jasa tertentu demi kepentingan prinsipal dengan pendelegasian wewenangnya. Teori *agency* berasumsi bahwa masing-masing pihak termotivasi oleh kepentingan-kepentingan yang mereka inginkan, hal ini menyebabkan terjadinya konflik antara *principal* sebagai pemberi kerja dengan *agency* sebagai pelaksana dari pekerjaan tersebut. Hubungan agen pada proses penerbitan obligasi terjadi antara perusahaan (*principal*) yang akan melakukan penerbitan obligasi dengan *underwriter* (*agent*) sebagai pihak yang melakukan untuk melakukan pengurusan administrasi perijinan, melakukan penjualan kepada pihak investor dan melakukan *stand-by buyer* (penjamin) atas sisa obligasi yang tidak terjual.

### **Pengertian Obligasi**

Obligasi merupakan surat utang jangka menengah-panjang yang dapat dipindahtanggankan yang berisi janji dari pihak yang menerbitkan untuk membayar

imbangan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok utang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi.

### Yield Obligasi

*Yield* obligasi adalah pendapatan atau imbal hasil atau *return* yang akan diperoleh dari investasi obligasi. Investor obligasi akan menghitung seberapa besar pendapatan investasi atas dana yang dibelikan obligasi tersebut dengan menggunakan alat ukur *yield* (Ibrahim, 2008). *Yield* adalah keuntungan atas investasi obligasi yang dinyatakan dalam persentase (Samsul, 2006). *Yield* adalah tingkat bunga yang menyamakan harga obligasi (P) dengan nilai sekarang dari semua aliran kas yang diperoleh dari obligasi sampai dengan waktu jatuh tempo (Mulyana 2008).

*Yield to maturity* (YTM) dari obligasi adalah tingkat *return* (hasil) yang didapatkan seorang investor bila memegang suatu obligasi sampai masa jatuh tempo (Hadiasman, 2008). Semakin lama periode jatuh tempo obligasi akan meningkatkan risiko pemegang obligasi jika terjadi gagal bayar, sehingga tingkat *yield* yang diminta investor cenderung akan tinggi. Terdapat 2 perhitungan yang digunakan dalam penentuan *yield* yaitu *current yield* dan *yield to maturity*:

1. *Current yield* adalah *yield* yang dihitung berdasarkan jumlah kupon yang diterima selama satu tahun terhadap harga obligasi tersebut.

$$\text{Current yield} = \frac{\text{bunga tahunan}}{\text{harga obligasi}}$$

2. *Yield to maturity* (YTM) diartikan sebagai tingkat return majemuk yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo.

$$\text{YTM approximation} \quad YTM = \frac{C + \frac{F - P}{n}}{\frac{F + P}{2}} \times 100\%$$

Keterangan: C = kupon; n = periode waktu yang tersisa (tahun); R = *redemption value*  
P = harga pembelian (*purchase value*)

### Likuiditas

*Ratio* likuiditas mengindikasikan kemampuan perusahaan dalam memenuhi kewajiban jangka pendek. Sutrisno (2009:215), mendefinisikan likuiditas adalah kemampuan perusahaan untuk membayar kewajibannya yang segera harus dipenuhi.

Riyanto (2010:25) menyatakan bahwa likuiditas adalah masalah yang berhubungan dengan masalah kemampuan suatu perusahaan untuk memenuhi kewajiban yang harus segera dipenuhi. Burton et al. (2000) menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan kondisi keuangan perusahaan dalam keadaan yang baik.

Teori sinyal menjelaskan jika perusahaan memberikan informasi yang bersifat positif akan direspon secara positif oleh investor. Tingkat likuiditas perusahaan yang tinggi menunjukkan kemampuan dalam membayar kewajiban perusahaan yang bersifat jangka pendek sangat baik, hal ini merupakan sinyal yang baik bagi investor. Investor cenderung akan menurunkan tingkat risiko terhadap perusahaan yang memiliki nilai likuiditas yang tinggi sehingga hal ini akan berpengaruh terhadap turunnya tingkat *yield* obligasi. Likuiditas diukur dengan *current ratio*:

$$CR = \frac{\text{Aktiva lancar}}{\text{Kewajiban lancar}}$$

Hasil penelitian Nanik (2013), Monica (2007) dan Nufauziah dan Setyarini (2004) menunjukkan nilai likuiditas berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan dasar teori sinyal dan penelitian sebelumnya maka dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H1:** Likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi.

### **Leverage**

*Ratio* yang digunakan untuk mengukur kemampuan perusahaan memenuhi kewajiban jangka panjangnya. *Ratio* ini juga berkaitan dengan struktur keuangan perusahaan, struktur keuangan adalah bagaimana cara perusahaan mendanai aktivitasnya. Semakin besar rasio *leverage* perusahaan, semakin besar resiko kegagalan perusahaan. Semakin rendah *leverage* perusahaan, semakin baik peringkat yang diberikan terhadap perusahaan. Rasio utang yang diproksikan oleh *debt to equity ratio* (DER) adalah salah satu rasio *financial leverage* (Riyanto, 2011:333) *financial leverage* merupakan rasio yang mencerminkan faktor risiko yang dihadapi oleh investor.

Teori sinyal menjelaskan jika perusahaan memberikan informasi yang bersifat negatif akan direspon secara negatif oleh investor. Semakin tinggi nilai *leverage* perusahaan akan meningkatkan tingkat risiko gagal bayar terhadap utang perusahaan. Sehubungan dengan hal tersebut maka risiko yang akan ditanggung oleh investor juga semakin meningkat sehingga investor akan mengkonversi risiko tersebut kedalam *return* yang akan mereka peroleh menjadi lebih tinggi. Nilai DER diukur dengan:

$$\text{DER} : \frac{\text{Total Kewajiban}}{\text{Total Ekuitas}}$$

Hasil penelitian Surya dan Nasher (2011), Hadiusman (2008), Sengupta dan Bhoraj (2003) dan Ziebart et al (1992) telah melakukan penelitian terhadap tingkat *leverage* yang diukur dengan nilai *Debt to Equity Ratio* (DER), hasil penelitian menunjukkan bahwa nilai DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan dasar teori sinyal dan penelitian sebelumnya dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara *leverage* terhadap *yield* obligasi, sehingga dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H2:** Nilai *leverage* perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *yield* obligasi.

### **Suku Bunga (Rate)**

Adalah imbal jasa atas pinjaman uang. Imbal jasa ini merupakan suatu kompensasi kepada pemberi pinjaman atas manfaat kedepan dari uang pinjaman tersebut apabila diinvestasikan. Semakin rendah tingkat bunga kredit yang ada di pasar menyebabkan tingkat *yield* obligasi relatif rendah. Menurut (Hadiusman 2008) bahwa jika tingkat bunga meningkat maka tingkat pengembalian investasi yang diharapkan pasar juga akan meningkat.

Tingkat suku bunga yang tinggi menunjukkan *cost of fund* yang akan ditanggung oleh perusahaan menjadi lebih besar sehingga meningkatkan beban bunga yang akan ditanggung menjadi lebih besar. Meningkatnya beban bunga yang harus dibayar akan meningkatkan risiko gagal bayar perusahaan, sehingga investor cenderung akan meminta *return* yang lebih besar (*high risk high return*) sebagai kompensasi dari risiko gagal bayar. Tingkat suku bunga diukur dengan BI rate yang ditetapkan oleh Bank Indonesia secara periodik.

Penelitian pengaruh suku bunga terhadap tingkat *yield* dilakukan oleh Nanik (2013), Surya dan Nasher (2011) dan Hadasman (2008) dan Kadir (2007) menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi. Dari penjelasan tersebut dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh positif antara tingkat suku bunga perusahaan yang diukur dengan BI *rate* dengan *yield* obligasi, sehingga dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H3:** Tingkat Suku bunga berpengaruh positif terhadap tingkat *yield* obligasi

### **Rating (Peringkat Obligasi)**

*Rating* atau peringkat obligasi adalah penilaian yang dilakukan oleh pihak independen terhadap surat utang yang dikeluarkan oleh perusahaan atau organisasi tertentu mengenai risiko atas gagal bayar utang tersebut. Informasi *rating* yang dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat sangat penting bagi investor kecil yang menghadapi tingginya biaya dalam menilai *creditworthiness* obligasi sehingga biaya yang dikeluarkan oleh investor kecil untuk penilaian obligasi menjadi lebih efisien (Beaver et. al, 2004).

Teori sinyal menjelaskan jika perusahaan memberikan informasi yang bersifat positif maka akan direspon secara positif oleh investor begitupun sebaliknya jika informasi tersebut bersifat negatif maka akan direspon secara negatif oleh investor. Semakin tinggi hasil *rating* obligasi menunjukkan tingkat kesehatan keuangan perusahaan yang baik sehingga hal ini akan menurunkan risiko yang ditanggung oleh investor karena perusahaan diasumsikan akan mampu melunasi kewajibannya, begitupun sebaliknya jika hasil *rating* menurun menunjukkan tingkat kesehatan keuangan perusahaan yang tidak baik.

Andry (2005) *rating* atau peringkat obligasi merupakan sebuah pernyataan tentang keadaan pengutang dan kemungkinan apa yang bisa dan akan dilakukan sehubungan dengan utang yang dimiliki. Salah satu indikator penting untuk menilai kualitas kredit perusahaan melalui *rating* perusahaan (Baker dan Mansi 2001).

Hasil *rating* yang digunakan pada penelitian ini adalah hasil *rating* yang dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkatan yang telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia diantaranya PT Pefindo, PT Fitch *Ratings* Indonesia dan ICRA Indonesia. Pengukuran peringkat *rating* didalam penelitian ini dimulai dari yang terendah BBB-, BBB, BBB+, A-, A, A+, AA-, AA, AA+, hingga AAA dengan memberikan angka 1 hingga 10.

Penelitian terhadap tingkat *yield* obligasi yang dipengaruhi oleh *rating* telah dilakukan oleh Hadasman (2008), Sengupta dan Bhojraj (2003), Ziebart et al. (1992) dan Thomson and Vaz (1990) hasil penelitian menunjukkan bahwa *rating* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi. Berdasarkan teori sinyal dan penelitian sebelumnya dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *rating* obligasi perusahaan dengan *yield* obligasi, sehingga dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H4:** Hasil *rating* obligasi berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi

### **Reputasi Auditor (AUDIT)**

Perusahaan yang akan melakukan emisi cenderung memilih Kantor Akuntan Publik (KAP) yang besar atau bereputasi untuk bisa meyakinkan kepada masyarakat atas kondisi keuangan perusahaan. Pertimbangan lainnya adalah laporan keuangan audited yang dihasilkan KAP besar tentunya sudah melewati sistem pengendalian mutu (SPM) yang lebih baik jika dibandingkan dengan KAP kecil, sehingga laporan keuangan yang dihasilkan pun menjadi lebih informatif dan dapat meminimalkan terjadinya informasi

asimetri walaupun demikian ada kemungkinan bahwa laporan keuangan yang dihasilkan tidak bebas dari tingkat kesalahan. Jika penggunaan reputasi auditor dihubungkan dengan teori sinyal maka hal tersebut dianggap sebagai salah satu cara bagi perusahaan memberikan informasi yang bersifat positif kepada investor, diharapkan investor akan merespon sinyal tersebut dengan menurunkan tingkat return yang mereka minta.

Penelitian Lou dan Vas (2013) mengemukakan bahwa mempekerjakan auditor terkemuka akan menurunkan hasil *yield* obligasi sebesar 35 basis poin, hasil penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004). Menunjukkan terdapat pengaruh reputasi auditor terhadap *yield* obligasi saat emisi. Allen (1994) mengemukakan bahwa investor beranggapan bahwa Auditor bereputasi menyediakan informasi akan kualitas kredit yang lebih baik untuk perusahaan swasta dan pemerintah daerah. Pengukuran reputasi auditor berdasarkan data peringkat majalah *accounting today* yang ada diambil 30 KAP peringkat ke 1 sampai dengan ke 30, kemudian data tersebut dibagi menjadi 10 kategori (9-0). Berdasarkan teori sinyal dan penelitian sebelumnya dan serta asimetri informasi dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

**H5:** Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi

#### **Reputasi Underwriter (UNDER)**

*Underwriter* (penjamin emisi) adalah pihak dipekerjakan oleh calon emiten untuk melakukan pengurusan administrasi penerbitan dari suatu efek di bursa. *Underwriter* juga melakukan fungsi pemasaran ke pihak investor yang ingin menanamkan modalnya, prospektus yang diterbitkan oleh calon emiten dan *underwriter* merupakan dasar bagi investor untuk mengetahui kondisi atau keadaan perusahaan. *Underwriter* yang profesional tentunya memiliki kemampuan untuk mengelola emisi obligasi dengan baik agar seluruh efek yang diterbitkan terjual dengan habis, karena jika efek yang diterbitkan tidak terjual maka pihak *underwriter* yang akan mengambil opsi pembelian atas efek tersebut.

Adanya hubungan kontraktual antara calon emiten (*principal*) dengan pihak *agent* (*underwriter*) dapat menimbulkan konflik dikarenakan memiliki informasi yang lebih banyak mengenai kondisi calon emiten dan calon investor sehingga akan terjadi asimetri informasi bagi calon emiten dan investor.

Pengukuran reputasi *underwriter* didasarkan atas pembagian menurut Carter Manaster (1990). Pembagian dilakukan terhadap *Top 50 Most Active IDX Member in Trading Value* yang diterbitkan oleh Bursa Efek Indonesia setiap tahunnya. Sesuai dengan prosedur pengukuran CM, data peringkatan tersebut dibagi menjadi 10 kategori (9-0). Untuk *underwriter* yang mempunyai reputasi paling tinggi diberi skala 9 dan untuk *underwriter* yang mempunyai reputasi rendah diberi skala 0. Kategori menurut pemeringkatan CM untuk urutan *underwriter* yang berperingkat 1 sampai 3 diberi skala 9. Kemudian peringkat 4 sampai 6 diberi nilai 8, peringkat 7 sampai 9 diberi nilai 7 dan seterusnya hingga tiga *underwriter* terbawah diberi nilai 0.

Hasil penelitian Lou dan Vas (2013) bahwa mempekerjakan *underwriter* terkemuka akan mengurangi hasil *yield* obligasi sebesar 19 basis poin lebih kecil, hasil penelitian ini sama dengan penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004) bahwa *underwriter* berpengaruh negatif dan signifikan pada proses emisi obligasi. Berdasarkan teori agen dan hasil penelitian sebelumnya menunjukkan terdapat pengaruh

antara reputasi *underwriter* dengan *yield* obligasi, sehingga dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H6: Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi

### **Size (Ukuran Perusahaan)**

*Size* atau ukuran perusahaan salah satunya diukur dengan nilai total asset, total asset yang besar tersebut merupakan sinyal yang positif bagi investor karena aset yang besar dan dapat dijadikan jaminan atas obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan. Jaminan tersebut melindungi risiko yang ditanggung oleh investor jika perusahaan mengalami gagal bayar atas utangnya atau *default*, sehingga risiko yang ditanggung oleh investor menjadi kecil dengan adanya jaminan tersebut. Pengukuran *size* perusahaan menggunakan *Logaritma Natural* (LN) dari total asset. Variabel ini dilambangkan dengan *LnSize*.

Penelitian pengaruh *size* (ukuran) perusahaan terhadap tingkat *yield* sebelumnya telah dilakukan oleh Hadasman (2008), Bhojraj dan Sengupta 2003, Kurana dan Raman (2003) dan Thompson dan Vaz (1992) hasil penelitian menunjukkan *size* (ukuran perusahaan) berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Berdasarkan teori sinyal hasil dan hasil penelitian sebelumnya dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara *size* (ukuran) dengan *yield* obligasi, sehingga dapat diajukan hipotesis sebagai berikut:

H7: *size* (ukuran) perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi.

## **METODE**

### **Populasi dan Sampel**

Populasi dalam penelitian ini adalah semua obligasi non subordinasi dibidang *multifinance* yang *listed* diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) mulai tahun 2011 sampai dengan semester I tahun 2014. Obligasi subordinasi (*Sub-Debt*) tidak termasuk kedalam populasi penelitian karena memiliki risiko yang lebih besar dibandingkan obligasi lainnya. Obligasi jenis ini akan mendapatkan pembayaran pelunasan pokok obligasi paling akhir diantara kreditur yang lainnya jika terjadi likuidasi terhadap perusahaan. Metode yang digunakan untuk menentukan sampel adalah dengan metode *purposive sampling*. Jumlah obligasi yang akan dijadikan sampel pada penelitian ini sebanyak 53 jenis obligasi atau sekitar 37,5% dari jumlah populasi yang ada.

### **Metode Analisis**

Pengujian pengaruh variabel independen yang ada terhadap variabel dependen menggunakan metode regresi berganda, hal ini berdasarkan atas penelitian-penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Surya dan Nasher (2011), Nanik (2013), Magreta dan Poppy (2009), Monica (2007), Siahaan, (2007). Metode regresi berganda digunakan untuk mengetahui pengaruh dari ketujuh variabel independen terhadap variabel dependen. Adapun persamaan regresi berganda adalah sebagai berikut:

$$YTM = \beta_0 + \beta_1 CR + \beta_2 DER + \beta_3 IRATE + \beta_4 RATING + \beta_5 AUDIT + \beta_6 UNDER + \beta_7 SIZE + \epsilon$$

Dimana:

a) Untuk H2 dan H3 koefisien hasil regresi diprediksi menghasilkan nilai  $\beta > 0$  atau positif, yang artinya apabila variabel *Leverage* dan Suku Bunga mengalami peningkatan

maka akan meningkatkan *yield* obligasi, sebaliknya jika ke dua variabel tersebut mengalami penurunan maka akan menurunkan *yield* obligasi.

b) Untuk H1, H4, H5, H6, dan H7 koefisien hasil regresi diprediksi menghasilkan nilai  $\beta < 0$  atau negatif, yang artinya apabila variabel Likuiditas, *Rating*, Reputasi Audit, Reputasi *Underwriter*, *Size* Perusahaan mengalami peningkatan maka akan menurunkan tingkat *yield* obligasi, sebaliknya jika keempat variabel tersebut mengalami penurunan maka akan meningkatkan nilai *yield* Obligasi.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Pengujian linieritas

Hasil uji spesifikasi model atau linieritas yang digunakan untuk mengetahui apakah semua variabel secara bersama-sama dapat berpengaruh terhadap variabel dependen (*goodness of fit model*) menunjukkan nilai signifikansi 0,000 atau lebih kecil dari 0,05 atau 5%, sedangkan nilai F hitung sebesar 13,870 atau lebih besar dari nilai F tabel sebesar 2,389 sehingga dapat disimpulkan model regresi yang dirumuskan oleh peneliti untuk memprediksi bahwa CR, DER, *BI Rate*, *Rating*, Auditor, *underwriter* dan *Size* (ukuran) perusahaan secara bersama-sama berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi.

### Koefisien Determinasi

Nilai koefisien determinasi atau *adjusted R square* sebesar 0,634. Hal ini menunjukkan bahwa 63,4% variabel dependen dapat dijelaskan oleh variasi dari ketujuh variabel independen yaitu *current ratio*, *debt to equity ratio*, *BI rate*, *rating*, auditor, *underwriter* dan *size* (ukuran perusahaan), sedangkan sisanya 36,6% dijelaskan oleh faktor lainnya diluar variabel independen yang ada dalam penelitian ini.

### Persamaan regresi Pengujian Regresi Linier Berganda

Berdasarkan hasil uji yang telah dilakukan didapat persamaan regresi sebagai berikut:

$$Yield = 7,119 + 0,15 CR + 0,134 DER + 1,507 BI Rate - 0,141 Rating - 0,249 Auditor - 0,046 Underwriter - 0,339 Size + e$$

Dengan asumsi bahwa faktor lainnya diluar variabel independen yang diteliti nilainya sama dengan 0, maka persamaan regresi berganda tersebut diatas dapat dijelaskan sebagai berikut: (1) Jika nilai CR, DER dan *BI rate* meningkat 1 satuan maka akan meningkatkan nilai *yield* sebesar 1,791 (0,15 + 0,134 + 1,507). (2) Jika nilai *Rating*, Auditor, *Underwriter* dan *Size* meningkat 1 satuan maka akan menurunkan nilai *yield* sebesar 0,775 (0,141 + 0,249 + 0,046 + 0,339).

**Regresi parsial (Uji T). Hipotesis 1.** Nilai likuiditas berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel likuiditas yang diukur dengan *current ratio* (CR) sebesar 0,505 > 0,05 maka hipotesis ke-1 ditolak, sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel CR tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi. **Hipotesis 2.** Tingkat *leverage* perusahaan berpengaruh positif terhadap tingkat *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel *leverage* yang diukur dengan *debt to equity* (DER) sebesar 0,70 dengan tingkat  $\alpha = 10\%$  maka hipotesis ke-2 dapat diterima. Nilai koefisien regresi positif sebesar 0,134 menunjukkan bahwa jika nilai DER mengalami peningkatan 1

satuan maka tingkat *yield* obligasi akan meningkat 0,134 begitupula sebaliknya jika terjadi penurunan maka akan menurunkan nilai DER sebesar 0,134. Atas dasar nilai koefisien regresi dan nilai signifikan yang ada dapat disimpulkan bahwa variabel DER berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi. **Hipotesis 3.** Tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap tingkat *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikan untuk variabel suku bunga yang diukur dengan *BI Rate* sebesar  $0,000 < 0,05$  maka hipotesis ke-3 dapat diterima. Nilai koefisien regresi positif sebesar 1,507 menunjukkan bahwa jika nilai *BI rate* mengalami peningkatan 1 satuan maka akan meningkatkan tingkat *yield* obligasi sebesar 1,507 begitupula sebaliknya jika terjadi penurunan maka akan menurunkan tingkat *yield* obligasi sebesar 1,507. Atas dasar nilai koefisien regresi dan nilai signifikan yang ada dapat disimpulkan bahwa variabel suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi. **Hipotesis 4.** Hasil *rating* obligasi berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi.

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel *rating* sebesar 0,114 atau  $>$  dari 0,05 maka hipotesis ke-4 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *rating* tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi.

**Hipotesis 5.** Reputasi auditor berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi.

Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikan untuk variabel reputasi auditor sebesar  $0,018 < 0,05$  maka hipotesis ke-5 dapat diterima. Nilai koefisien regresi untuk variabel auditor bereputasi negatif sebesar -0,249 menunjukkan bahwa jika nilai reputasi auditor berubah 1 satuan maka tingkat *yield* obligasi sebesar 1,507 begitupun sebaliknya jika terjadi penurunan maka akan menurunkan tingkat *yield* obligasi sebesar 1,507. Atas dasar nilai koefisien regresi dan nilai signifikan yang ada dapat disimpulkan bahwa variabel reputasi auditor berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi. **Hipotesis 6.** Reputasi *underwriter* berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel reputasi *underwriter* sebesar  $0,416 >$  dari 0,05 maka hipotesis ke-6 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi. **Hipotesis 7.** *Size* (ukuran) perusahaan berpengaruh negatif terhadap tingkat *yield* obligasi. Berdasarkan hasil pengujian menunjukkan bahwa nilai signifikansi untuk variabel reputasi *size* (ukuran) perusahaan sebesar 0,102 atau  $>$  dari 0,05 maka hipotesis ke-7 ditolak sehingga dapat disimpulkan bahwa variabel *size* (ukuran) perusahaan tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi.

### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 1**

Berdasarkan hasil uji T yang telah dilakukan oleh peneliti, menunjukkan bahwa nilai *Current Ratio* (CR) tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, hal ini diindikasikan karena nilai mayoritas CR perusahaan *multifinance* penerbit obligasi memiliki nilai yang tinggi. Investor berasumsi bahwa nilai CR yang tinggi merupakan hal yang biasa atau kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan *multifinance*, sehingga data nilai CR saat emisi obligasi tidak direspon secara signifikan oleh investor.

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal tidak terbukti pada pengujian pengaruh variabel CR terhadap *yield* obligasi, nilai CR yang tinggi merupakan bentuk sinyal yang baik bagi investor karena menunjukkan perusahaan dalam kondisi yang likuid. Namun hasil penelitian menunjukkan investor tidak merespon secara signifikan

karena nilai CR yang tinggi dianggap merupakan hal yang biasa atau merupakan kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan *multifinance*.

Investor berkeyakinan bahwa berinvestasi pada perusahaan *multifinance* dalam bentuk obligasi memiliki tingkat risiko yang relatif rendah karena mayoritas perusahaan *multifinance* dikategorikan kedalam perusahaan yang likuid. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Nanik (2013) yang menunjukkan nilai CR tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi dan tidak mendukung hasil penelitian Monica (2007), Nurfauziah dan Setyarini (2004) yang menyatakan nilai CR berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 2**

Peneliti membuktikan bahwa nilai DER berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Investor sangat memperhatikan nilai DER pada perusahaan *multifinance* karena hal tersebut berpengaruh terhadap risiko yang akan mereka tanggung jika perusahaan mengalami *default* atau gagal bayar atas pembayaran utang perusahaan. Semakin tinggi nilai DER maka akan meningkatkan risiko yang akan ditanggung oleh investor begitupun sebaliknya semakin rendah nilai DER maka akan menurunkan risiko yang akan ditanggung oleh investor. Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal terbukti pada pengukuran pengaruh nilai DER terhadap *yield* obligasi. Nilai DER perusahaan yang tinggi merupakan sinyal yang negatif sehingga akan direspon oleh investor dengan meminta *return* atau *yield* obligasi yang lebih tinggi sebagai bagian dari konversi nilai risiko yang akan ditanggung oleh investor.

Penelitian ini menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian Surya dan Nasher (2011), Hadasman (2008), Bhojraj dan Sengupta (2003) dan Ziebart (1992) yang menyatakan bahwa nilai DER (*Debt to equity ratio*) berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield to maturity* obligasi.

### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 3**

Hasil penelitian ini membuktikan bahwa suku bunga berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi, hasil penelitian menunjukkan bahwa jika suku bunga mengalami peningkatan maka investor akan meminta *return* atau *yield* obligasi yang lebih tinggi, hal ini disebabkan alternatif investasi dibidang keuangan lainnya selain obligasi (seperti deposito) juga menawarkan *return* yang tinggi.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa teori sinyal terbukti dimana suku bunga direspon oleh investor melalui *yield* obligasi. Tingkat suku bunga yang tinggi merupakan sinyal yang negatif, investor akan merespon dengan meminta *return* yang lebih tinggi, efeknya bagi perusahaan *multifinance* adalah obligasi yang akan diterbitkan harus memiliki *yield* diatas tingkat suku bunga yang ditawarkan oleh instrument keuangan lainnya agar dapat menarik investor untuk menanamkan modalnya di perusahaan. Tingginya tingkat *yield* obligasi dibandingkan dengan instrument keuangan lainnya dapat dilihat dari hasil statistik deskriptif yang menunjukkan rata-rata *yield* obligasi sebesar 8,73% diatas dari tingkat suku bunga sebesar 6,14%.

Penelitian ini menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian Nanik (2013), Surya dan Nasher (2011), Hadasman (2008), Edward (2007) dan Kadir (2007) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Nurfauziah dan Setyarini

(2004) dan Thompson dan Vaz (1990) yang menyatakan suku bunga tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

#### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 4**

Berdasarkan hasil uji T yang telah dilakukan oleh peneliti, menunjukkan bahwa *rating* obligasi tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, hal ini diindikasikan karena mayoritas *rating* obligasi perusahaan *multifinance* memiliki peringkat *rating* yang tinggi atau dikategorikan kedalam *investment grade*. Investor tidak merespon secara signifikan saat emisi obligasi terhadap data *rating* karena dianggap merupakan hal yang biasa atau kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan *multifinance* sehingga *rating* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap tingkat *yield* yang ada.

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal tidak terbukti pada pengujian pengaruh variabel *rating* terhadap *yield* obligasi, hasil *rating* yang tinggi merupakan bentuk sinyal yang baik bagi investor karena menunjukkan kondisi keuangan perusahaan yang baik. Namun hasil penelitian menunjukkan investor tidak merespon secara signifikan karena *rating* yang tinggi dianggap merupakan hal yang biasa atau merupakan kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan *multifinance*.

Investor beranggapan bahwa berinvestasi pada perusahaan *multifinance* dalam bentuk obligasi memiliki risiko yang relatif rendah karena mayoritas obligasi yang diterbitkan masuk kedalam *investment grade* maka perusahaan penerbit obligasi tingkat kesehatan keuangan yang baik.

Hasil *rating* perusahaan *multifinance* yang tinggi dapat dilihat dari hasil statistik deskriptif yang menunjukkan nilai rata-rata *rating* obligasi sebesar 7,08 dari nilai maksimal 9. Hal lainnya yang menyebabkan tidak berpengaruhnya hasil *rating* terhadap *yield* obligasi adalah teknik pengukuran *rating* pada penelitian terdahulu menggunakan variabel *dummy* dengan memberikan nilai 1 untuk kategori *investment grade* dan 0 untuk *non investment grade*, Hadasman (2008) dan Siahaan (2007), sedangkan pada penelitian yang dilakukan penulis menggunakan pemeringkatan 9 sampai dengan 0.

Hasil penelitian ini sama dengan hasil penelitian Nanik (2013), Surya dan Nasher (2011), dan Nurfauziah dan Setyarini (2004) yang menunjukkan hasil *rating* obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* obligasi dan tidak mendukung hasil penelitian Hadasman (2008), Siahaan (2007), Sengupta dan Bhoraj (2003), Thompson dan Vaz (1990) yang menunjukkan bahwa *rating* berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

#### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 5**

Berdasarkan hasil uji T yang telah dilakukan oleh peneliti, menunjukkan bahwa reputasi auditor berpengaruh terhadap *yield* obligasi, penelitian ini menjadi bukti bahwa laporan keuangan yang dihasilkan oleh auditor bereputasi lebih direspon oleh investor karena sudah melewati sistem pengendalian mutu (SPM) yang lebih baik jika dibandingkan dengan SPM Kantor Akuntan Publik kecil.

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal dan asimetri informasi terbukti pada pengukuran pengaruh reputasi auditor terhadap *yield* obligasi karena laporan keuangan yang dihasilkan auditor bereputasi lebih informatif dan dapat dipercaya sebagai dasar pengambilan keputusan investasi serta dapat mengurangi terjadinya asimetri informasi sehingga investor merespon secara signifikan.

Penelitian ini juga menunjukkan hasil yang konsisten dengan penelitian Lou dan Vas (2013) yang menunjukkan pemakaian auditor terkemuka akan menurunkan hasil *yield* obligasi sebesar 35 basis poin, sedangkan hasil penelitian Ahmed et. al (2008), Pittman dan Fortin (2004) dan Mansi et. al (2004) menunjukkan auditor bereputasi berpengaruh positif dan signifikan saat proses emisi obligasi.

### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 6**

Berdasarkan hasil uji T yang telah dilakukan oleh peneliti, menunjukkan bahwa reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, diindikasikan karena mayoritas emisi obligasi perusahaan *multifinance* ditangani oleh *underwriter* yang memiliki reputasi yang baik.

Penunjukan *underwriter* bereputasi sangat diperlukan karena nilai nominal obligasi yang dikeluarkan sangat besar maka memerlukan penjaminan dari pihak *underwriter* yang mempunyai kemampuan keuangan yang sangat besar, karena jika obligasi yang diterbitkan tersebut tidak dapat dijual maka pihak *underwriter* yang akan membeli obligasi tersebut, dengan demikian dana yang dibutuhkan oleh perusahaan *multifinance* dapat terpenuhi.

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal tidak terbukti pada pengaruh reputasi *underwriter* terhadap *yield* obligasi. Penunjukan *underwriter* bereputasi yang dikategorikan sebagai sinyal yang baik tidak direspon oleh investor secara signifikan karena dianggap oleh investor sebagai hal yang biasa atau merupakan kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan, sehingga tidak direspon secara signifikan oleh investor saat penentuan tingkat *yield* obligasi.

Penggunaan *underwriter* bereputasi dapat dilihat dari hasil pengolahan statistik deskriptif terhadap data sampel penelitian yang menunjukkan nilai rata-rata *underwriter* sebesar 5,11 dari nilai maksimal 9. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Gopalan (2011), Chemmanur dan Fulghieri (1994) yang menunjukkan reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap *yield*. Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Hadiasman (2008) Thompson dan Vaz (1990) Sengupta dan Bhojraj (2003), Kurana dan Raman (2003) yang menunjukkan bahwa *underwriter* bereputasi berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

### **Pembahasan Hasil Pengujian Hipotesis 7**

Berdasarkan hasil uji T yang telah dilakukan oleh peneliti, menunjukkan bahwa *size* (ukuran) perusahaan yang diukur dengan total aset tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi, hal ini diindikasikan karena mayoritas perusahaan *multifinance* yang menerbitkan obligasi memiliki total aset diatas Rp. 600 miliar.

Investor berasumsi bahwa nilai total aset yang besar merupakan hal yang biasa atau merupakan kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan *multifinance* pada saat emisi obligasi karena total aset yang besar dapat dijadikan jaminan bagi investor untuk mengurangi risiko yang akan mereka tanggung.

Hasil penelitian ini juga membuktikan bahwa teori sinyal tidak terbukti pada pengujian pengaruh variabel *size* (ukuran) perusahaan yang diukur dengan total asse terhadap *yield* obligasi, total aset yang besar merupakan bentuk sinyal yang baik bagi investor karena menunjukkan banyaknya aset perusahaan yang dapat dijadikan sebagai jaminan. Namun hasil penelitian menunjukkan investor tidak merespon secara signifikan

terhadap nilai total aset yang tinggi karena dianggap merupakan hal yang biasa atau kondisi yang harus dipenuhi oleh perusahaan.

Total asset yang besar tersebut dapat dilihat dari hasil pengolahan statistik deskriptif terhadap data sampel penelitian yang menunjukkan nilai variabel *size* rata-rata 15,11 dari nilai maksimal sebesar 16. Hasil penelitian ini sama dengan penelitian Surya dan Nasher (2011), dan Sengupta (1998) yang menunjukkan bahwa *size* (ukuran) perusahaan tidak berpengaruh terhadap *yield* obligasi dan tidak mendukung hasil penelitian dari Hadiasman (2008), Thompson dan Vaz (1990), Sengupta dan Bhojraj (2003), Kurana dan Raman (2003).

## PEUTUP

### Simpulan

Tujuan penelitian ini adalah untuk meneliti faktor-faktor yang mempengaruhi tingkat *yield* obligasi pada pasar perdana obligasi di Bursa Efek Indonesia. Berdasarkan pembahasan hasil penelitian secara empiris yang telah diuraikan, maka diperoleh simpulan bahwa yang mempengaruhi tingkat *yield* obligasi sebagai berikut: (1) Tingkat likuiditas keuangan perusahaan yang diukur dengan nilai *current ratio* (CR) tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi. Tidak berpengaruhnya nilai CR diindikasikan disebabkan oleh nilai CR dari perusahaan penerbit obligasi memiliki nilai CR yang tinggi, sehingga investor tidak merespon secara signifikan terhadap nilai CR. (2) Tingkat *leverage* keuangan perusahaan yang diukur dengan nilai *debt to equity ratio* (DER) berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi, hasil ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi nilai DER suatu perusahaan yang akan menerbitkan obligasi maka akan meningkatkan *yield* obligasi yang akan diterbitkan. Meningkatnya nilai DER menunjukkan peningkatan utang yang dimiliki oleh perusahaan sehingga akan meningkatkan risiko gagal bayar perusahaan, atas kondisi tersebut investor akan meminta *return* yang lebih tinggi sehubungan dengan risiko yang akan mereka tanggung. (3) Tingkat suku bunga yang diukur dengan *BI rate* berpengaruh positif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi, hasil ini dapat diartikan bahwa semakin tinggi suku bunga *BI rate* maka akan meningkatkan tingkat *yield*. Meningkatnya nilai *yield* karena investor memiliki alternatif pilihan investasi lainnya dibidang keuangan seperti deposito. Perusahaan yang akan menerbitkan obligasi harus memberikan *yield* yang lebih besar dari suku bunga yang ada di pasar keuangan untuk menarik minat investor menanamkan modalnya di perusahaan. (4) Hasil *rating* obligasi tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi, tidak berpengaruhnya hasil *rating* diindikasikan oleh perbedaan pengukuran yang dilakukan dengan menggunakan *range* nilai 0-9 sedangkan pada penelitian terdahulu menggunakan variabel *dummy* dengan nilai 1 untuk *investment grade* dan 0 untuk *non investment grade*. Faktor lainnya yang diindikasikan mempengaruhi hasil perbedaan penelitian ini dengan penelitian terdahulu dikarenakan mayoritas *rating* obligasi perusahaan *multifinance* yang menjadi sampel memiliki nilai *rating* yang tinggi sehingga tidak direspon secara signifikan oleh investor. (5) Reputasi auditor berpengaruh negatif dan signifikan terhadap tingkat *yield* obligasi, hal ini menunjukkan bahwa jika perusahaan menggunakan jasa auditor yang bereputasi untuk melakukan audit laporan keuangan yang akan dijadikan dasar untuk penerbitan obligasi maka akan menurunkan tingkat *yield* obligasi yang diterbitkan. Laporan keuangan yang diaudit oleh auditor bereputasi dari hasil penelitian ini terlihat dapat meminimalkan adanya asimetri informasi sehingga data auditor

bereputasi oleh investor direspon secara signifikan. (6) Reputasi *underwriter* tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi, tidak berpengaruhnya reputasi *underwrite* diindikasikan data sampel obligasi yang diterbitkan menggunakan jasa *underwriter* yang memiliki reputasi, hal ini bisa dilihat dari hasil statistik deskriptif yang menunjukkan nilai rata-rata 5,11 dari nilai 9 sebagai nilai tertinggi, sehingga investor tidak merespon secara signifikan pada informasi *underwriter* yang bereputasi. (7) *Size* (ukuran) perusahaan tidak berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi, tidak berpengaruhnya *size* (ukuran) perusahaan terhadap tingkat *yield* diindikasikan karena dari seluruh perusahaan yang menjadi sampel memiliki aset diatas 600 miliar, sehingga tidak direspon secara signifikan oleh investor. Total aset tidak menjadi fokus utama bagi investor karena investor berasumsi perusahaan *multifinance* yang menerbitkan obligasi pastilah memiliki aset yang besar dan dapat dijadikan jaminan bagi investor.

### **Saran**

Peneliti dalam melakukan penelitian memiliki keterbatasan waktu, biaya dan tenaga. Untuk menyempurnakan penelitian berkaitan dengan tingkat *yield* obligasi peneliti mempunyai beberapa masukan kepada penelitian selanjutnya diantaranya: (1) Menambah jumlah periode waktu penelitian lebih dari 5 tahun, karena pada penelitian ini jumlah periode penelitian 3,5 tahun dan juga menambah jumlah sampel penelitian sehingga hasilnya dapat menjadi lebih akurat lagi; (2) Perlunya menambah jumlah variabel yang lain yang mempengaruhi tingkat *yield* obligasi, pada penelitian ini jumlah variabel yang ada sebanyak 7 variabel dengan nilai *Adjusted R Square* sebesar 63,4%, hal tersebut menunjukkan adanya variabel lainnya diluar variabel penelitian sebesar 36,6% yang berpengaruh terhadap tingkat *yield* obligasi. Peneliti menganjurkan untuk memasukkan variabel rata-rata tingkat *yield* obligasi dari industri keuangan lainnya seperti perbankan, asuransi, dan perusahaan sekuritas.

### **DAFTAR PUSTAKA**

- Ahmed, A., Rasmussen, S., & Tse, S. (2008) Audit quality, alternative monitoring mechanisms, and cost of capital: An empirical analysis, *Working Paper*. College Station: Texas A&M University.
- Algifari (1997) *Analisis Regresi Teori, Kasus dan Solusi*, BPFE, Yogyakarta
- Allen, C Arthur (1994) "The effect of Large Firm Audits on Municipal Bond Rating Decisions", *Journal of Practice & Theory*, Vol 13 Spring.
- Andry, Wydia, (2005) "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi", *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Edisi September, 244-262
- Arkelof George (1970) "*The Market for Lemons*" diunduh pada [www.ensiklopedia.com](http://www.ensiklopedia.com) tanggal 26 Nopember 2014
- Baker, Kent H. dan Sattar A. Mansi, (2001) "Assesing Credit Rating Agencies by "Bond Issuers and Institutional Investors" Working paper
- Beaver, William H., Catherine Shakespeare dan Mark T. Solimin. (2004) "Differential Properties in the Ratings of Certified vs Non-Certified Bond rating Agencies" *Working Paper*.

- Bhojraj, Sanjeev, and Sengupta, Partha (2003) "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and yields: The Role of Institutional Investor and Outside Directors, *The Journal of Business*, Vol 76, No.3, hal. 455-475.
- BI rate dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- Burton, B., M., Adam, dan P. Hardwick. (2000) "*The Determinant of Credit Ratings in the UK Insurance Industry.*" download [www.google.com](http://www.google.com).
- Chemmanur, T.J., Fulghieri, P., (1994) "Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation". *Journal of Finance* 49, 57-79.
- Daljono. (2000) "Analisa Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Initial Return Saham yang Listing di BEJ Tahun 1990-1997". *Makalah Seminar, Seminar Nasional Akuntansi III*. Depok.
- Eduardus Tandililin (2010) *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*, Edisi Pertama. Yogyakarta: Kanisius.
- Edward S Siahaan (2007) "Analisis Faktor-Faktor Yang Berpengaruh Terhadap Perubahan Harga Obligasi (Studi pada kelompok perusahaan sektor industri)", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Gerianta Weriwawan Yansa, (2010) "Pemeringkatan obligasi perdana sebagai pemicu manajemen laba: Bukti empiris dari pasar modal Indonesia", *Simposium Nasional Akuntansi XIII*, Purwokerto.
- Gopalan, R., Nanda, V., Yerramilli, V., (2011) "Does Poor Performance Damage the Reputation of Financial Intermediaries? Evidence from the Loan Syndication Market". *Journal of Finance* Vol 66, hal 2083-2120
- Hadiasman Ibrahim (2008) "Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Peringkat Obligasi, Ukuran Perusahaan, dan DER terhadap *yield to Maturity* Obligasi Korporasi di Bursa Efek Indonesia Periode Tahun 2004-2006", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Helen Sulistio (2005) "Pengaruh Informasi Akuntansi dan Non Akuntansi Terhadap Initial Return Studi pada Perusahaan Yang Melakukan Initial Public Offering di Bursa Efek Jakarta" *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo.
- I Dewa Ayu Kristiantari (2012) "Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Underpricing Saham Pasa Penawaran Saham Perdana", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Udayana.
- Imam Ghozali (2006) *Aplikasi Multivariate dengan Program SPSS*, Semarang : Badan Penerbit Universitas Diponegoro.
- Indonesia Bond Market Directory (2013), Bursa Efek Indonesia
- Indonesia Bond Market Directory (2012), Bursa Efek Indonesia
- Indonesia Bond Market Directory (2011), Bursa Efek Indonesia
- Indonesia Bond Market Directory (2010), Bursa Efek Indonesia
- Indonesia Bond Market Directory (2009), Bursa Efek Indonesia
- Indonesia Bond Market Directory (2008), Bursa Efek Indonesia
- Jama'an. (2008) "Pengaruh Mekanisme Corporate Governance dan Kualitas Kantor Akuntan Publik Terhadap Integritas Informasi Laporan Keuangan (Studi pada Perusahaan Publik di BEJ)". *Tesis*, Universitas Diponegoro. Semarang.
- Jensen, M.C. dan W.H Meckling. (1976) "Theory of The Firm: Managerial Behavior, agency Cost and Ownership Stucture". *Journal of Financial Economics*, Vol 3, hal 305-360

- Khurana dan Raman (2003) "Are Fundamentals Price in The Bond Market?" *Contemporary Accounting Research* Vol. 20, No.1, hal 465-494
- Lusi Kesumawati (2003) "Pengaruh Peringkat Utang dan Berbagai Faktor Yang Turut Mempengaruhi Harga Obligasi Sebagai Variabel Kontrol Terhadap *yield* Premium Obligasi", *Tesis*, Magister Manajemen UKSW, Salatiga.
- Magreta dan Poppy Numayanti (2009) "Faktor-faktor Yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi Ditinjau dari Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi", *Jurnal Bisnis dan Akuntansi*, Vol.11, No.3, Desember 2009, hal, 143-154.
- Mansi, S.A., Maxwell, W.F., Miller, D.P., (2004) "Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market". *Journal of Accounting research*, Vol 42, hal 755-793.
- Monica Krisnilasari (2007) "Analisis Pengaruh Likuiditas Obligasi, *yield* dan Jangka Waktu Jatuh Tempo Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi di Bursa Efek Surabaya", *Tesis*, Magister Manajemen Universitas Diponegoro.
- Nanik Nanik (2013) "Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, *Rating*, Likuiditas (Frekwensi Perdagangan) dan Maturitas terhadap *yield to Maturity* Obligasi", *Jurnal Ilmu Manajemen*, Vol. 1 No. 1 Tahun 2013.
- Nurfaizah dan Setyarini F.S. (2004) "Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi *yield* Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan dan Industri Finansial)", *Jurnal Siasat Bisnis*, Vol. 2 No. 9, hal 241-256.
- Pittman, J. A., & Fortin, S. (2004) "Auditor choice and the cost of debt capital for newly public firms". *Journal of Accounting & Economics*, Vol 37, hal 113-136.
- Bambang Riyanto, (2010) *Dasar-dasar Pembelajaran Perusahaan*, BPFE, Yogyakarta.
- Singgih Santoso (2010) *Statistik Parametrik, "Konsep dan Aplikasi dengan SPSS"*, Elexmedia Komputindo.
- Sengupta, Partha, (1998) "Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt", *The Accounting Review*, Vol. 73, No. 4, hal. 459-474
- Statistik (2012) dan Directory (2013) Lembaga Pembiayaan, Otoritas Jasa Keuangan.
- Sutrisno. (2009) *Manajemen Keuanganteori, Konsep dan aplikasi*. Edisi Pertama. Cetakan ketujuh Penerbit Ekonisia Kampus Fakultas Ekonomi Yogyakarta.
- Syamsir Kadir (2007) "Pengaruh Faktor Struktural dan Fundamental Ekonomi Terhadap Tingkat Imbal Hasil Obligasi Korporasi di Pasar Modal Indonesia, *Disertasi*, Program Doktor Ilmu Ekonomi, Universitas Padjajaran.
- Thompson, G Rodney dan Vaz, Peter, (1990) "Dual Bond Ratings: A test of The Certification Function of rating Agencies", *The Financial Review*, Vol. 25, No. 3, hal. 457-471
- Uma Sekaran (2014) *Metode Penelitian untuk Bisnis*, Salemba Empat, Jakarta.
- V. Wiratna Sujarweni (2014) *SPSS untuk Penelitian*, Pustaka Baru Press, Yogyakarta
- Wolk, H. I., M. G. Tearney dan J. L. Dodd. (2001) *Accounting Theory. A Conceptual and Institutional Approach*. South-Western College Publishing, 5<sup>th</sup> Edition.
- Yolana, Chastina dan Martani, Dwi. (2005) "Variabel-Variabel yang Mempengaruhi Fenomena Underpricing pada Penawaran Saham Perdana di BEJ Tahun 1994-2001". *Makalah Seminar*, Seminar Nasional Akuntansi VIII. Solo.

- Yun Lou and Florin P. Vasvari, (2013) "The Author(s) Reprints and permission: sagepub.com/journals Permissions.nav", *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, Vol 28, No.1, hal 20–52
- Ziebart, David A dan Reiter, Sara A, (1992) "Bond Ratings, Bond yields and Financial Information", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 9, No. 1, hal. 252-282
- Zuhrotun dan Zaki Baridwan (2005) "Pengaruh Peringkat Obligasi Terhadap Kinerja Obligasi", *Simposium Nasional Akuntansi VIII*, Solo Hal. 355.