

## PENGARUH RISIKO LIKUIDITAS PERUSAHAAN TERHADAP YIELD SPREAD OBLIGASI

**Eka Lestari Hafqi Putri**

Magister Sains Manajemen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga  
hafqi putri@yahoo.com

### Abstrak

*Perkembangan pasar obligasi Indonesia menunjukkan pergerakan yang signifikan. Hal ini seharusnya meningkatkan permintaan obligasi dari investor, namun berdasarkan survei ternyata terjadi penurunan terhadap permintaan obligasi ditahun 2012. Penelitian ini menggunakan yield spread sebagai salah satu indikator yang digunakan untuk mengukur risiko obligasi karena yield spread dapat mencerminkan risiko kegagalan perusahaan. Oleh karena itu yield spread sangat dipertimbangkan oleh investor ketika berinvestasi pada suatu perusahaan. Penelitian ini ingin menganalisis pengaruh likuiditas terhadap yield spread selama periode 2008-2010 dengan menggunakan variabel kontrol seperti leverage, maturity, coupon, size issue, age, maturity dan kinerja perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel likuiditas perusahaan dan age tidak berpengaruh signifikan terhadap yield spread, sedangkan variabel leverage, maturity, coupon, size issue, maturity dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap yield spread.*

**Keywords:** likuiditas perusahaan, variabel kontrol, yield spread

### ABSTRACT

*Indonesian bond market developments indicate significant movement . This should increase the demand for bonds from investors , however, based on a survey found a decline in the demand for bonds in 2012 . This study uses the yield spread as one of the indicators used to measure the risk of the bonds because the yield spread may reflect the risk of company failure . Therefore, the yield spread is highly considered by investors when investing in a company . This study wants to analyze the effect of liquidity on the yield spread over the period 2008-2010 by using control variables such as leverage , maturity , coupon , issue size , age , maturity and performance of the company . The results showed that the company's liquidity variables and age had no significant effect on the yield spread , while the variable leverage , maturity , coupon , issue size , maturity and performance of the company significantly influence the yield spread.*

**Keywords :** corporate liquidity , control variables , the yield spread



## I. PENDAHULUAN

Kemajuan perekonomian suatu negara dapat dilihat dari perkembangan pasar modal di negara tersebut karena fungsi dari pasar modal untuk menjalankan fungsi ekonomi dan keuangan (Ang, 1997) yang dapat menunjang perkembangan ekonomi dan keuangan dalam suatu negara. Fungsi dari pasar modal menyediakan fasilitas pendukung kegiatan investasi dalam suatu negara yakni menghubungkan pihak yang mempunyai kelebihan dana (investor) dan pihak yang membutuhkan dana (emiten) dalam transaksi pemindahan dana. Bagi investor, pasar modal dapat memberikan alternatif investasi yang lebih variatif sehingga memberikan peluang untuk meraih keuntungan yang lebih besar. Bagi emiten, pasar modal dapat memberikan sumber pendanaan lain untuk melakukan kegiatan operasional termasuk ekspansi usaha selain kredit perbankan. Salah satu instrumen yang diperdagangkan di pasar modal adalah obligasi.

Perkembangan pasar obligasi di Indonesia menunjukkan pergerakan cukup signifikan dari tahun 2005 hingga tahun 2007. Hal ini terlihat dari volume perdagangan pada tahun 2005 mencapai Rp 67,33 triliun kemudian meningkat menjadi Rp 178,89 triliun. Mengingat pentingnya peran obligasi sebagai sarana pembiayaan maka pemerintah terus berupaya untuk meningkatkan likuiditas pasar obligasi. Perkembangan pasar obligasi khususnya pasar domestik yang aktif dan likuid dapat tercermin dengan semakin meningkatnya total penerbitan obligasi dan rata-rata transaksi harian obligasi di pasar sekunder. Tahun 2005 jumlah penerbitan obligasi mencapai Rp 20 triliun kemudian meningkat menjadi Rp 77 triliun pada tahun 2007, demikian pula rata-rata transaksi harian obligasi di pasar sekunder pada tahun 2005 mencapai 94,2 miliar per hari kemudian tahun 2007 transaksi harian obligasi di pasar sekunder meningkat menjadi Rp 278,47 miliar.

Adanya perkembangan yang pesat dalam pasar obligasi juga ditandai oleh Fitch meningkatkan peringkat *investment grade* di Indonesia dari BB<sup>+</sup> menjadi BBB<sup>-</sup> pada 24 Februari 2011. Peristiwa ini seharusnya mendorong perusahaan untuk memiliki manajemen likuiditas perusahaan yang lebih baik, karena likuiditas perusahaan yang dikelola dengan baik akan menjadi pertimbangan penting bagi investor ketika berinvestasi pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan terkait dengan risiko yang dimiliki oleh perusahaan. Perusahaan dengan likuiditas yang baik akan berpotensi memiliki *default risk* yang rendah dibandingkan dengan

perusahaan dengan likuiditas yang rendah karena tingginya likuiditas suatu perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan menghasilkan cadangan dana yang cukup untuk memenuhi seluruh kewajibannya.

Risiko juga dapat tercermin dari *yield spread* perusahaan, semakin tinggi risiko suatu perusahaan maka *yield spread* semakin besar karena investor perlu memperoleh tambahan pendapatan sebagai kompensasi untuk mengambil risiko. Jika investor melihat bahwa berinvestasi disuatu perusahaan memiliki risiko yang rendah seperti berinvestasi pada obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, maka investor tidak memerlukan *yield* yang besar sebagai kompensasi, namun sebaliknya jika investor melihat bahwa berinvestasi disuatu perusahaan memiliki risiko yang tinggi, maka pelaku pasar akan menuntut kompensasi yang memadai atas risiko yang ditanggungnya yakni *yield spread* yang semakin tinggi. Data obligasi Indonesia pada tahun 2008-2010 menunjukkan bahwa *yield spread* perusahaan cenderung mengalami peningkatan. Hal ini terlihat dari *yield spread* beberapa perusahaan seperti PT Aetra Air Jakarta, PT Bank DKI dan PT Bank Permata. *Yield spread* masing-masing perusahaan pada tahun 2008 adalah 2,96%, 2,15%, dan 2,82% kemudian pada tahun 2010 terjadi peningkatan pada *yield spread* masing-masing perusahaan tersebut menjadi 4,13%, 3% dan 4,13%. Kenaikan *yield spread* masing-masing perusahaan dapat disebabkan oleh turunnya harga obligasi perusahaan akibat manajemen likuiditas dan kinerja perusahaan yang kurang baik.

Perusahaan yang memiliki likuiditas yang baik tercermin dari tingginya nilai *solvency ratio* karena rasio tersebut mengukur ketersediaan likuiditas perusahaan untuk memenuhi pembayaran obligasi baik bunga maupun pokok yang jatuh tempo dalam periode waktu yang telah ditentukan. Perusahaan dengan *solvency ratio* yang lebih tinggi akan memiliki risiko likuiditas yang lebih rendah. Berdasarkan data *solvency ratio* emiten obligasi di Indonesia pada tahun 2008-2010 terbukti bahwa secara rata-rata *solvency ratio* emiten tersebut cenderung meningkat nilainya dari 0,439 pada tahun 2008 kemudian menjadi 0,894 pada tahun 2010. Hal ini tentu dapat memicu ketertarikan investor untuk berinvestasi obligasi di pasar modal, namun risiko likuiditas perusahaan yang rendah ternyata tidak selalu diikuti oleh permintaan obligasi yang meningkat dari investor. Berdasarkan hasil survei yang dilakukan oleh Ditjen Pengelolaan Utang Kemenkeu terhadap beberapa lembaga termasuk

bank, asuransi, reksadana, dana pensiun, sekuritas, dll mengenai potensi permintaan obligasi, maka jumlah permintaan surat utang dari bank Rp49,2 triliun kemudian reksadana Rp17,8 triliun, sedangkan potensi permintaan dari asuransi Rp4,5 triliun, dana pensiun Rp2,9 triliun, sekuritas Rp2,9 triliun, dan lain-lain Rp7,2 triliun, sehingga total permintaan surat utang pada tahun 2012 mencapai Rp84,5 triliun, 37,2% lebih rendah dibandingkan dengan target penerbitan obligasi pemerintah sejumlah Rp134,6 triliun. Penurunan permintaan obligasi akan mempersulit perusahaan dalam memperoleh *cost of fund* yang rendah karena *yield spread* yang terus menerus meningkat, sehingga emiten cenderung menaikkan suku bunga obligasinya untuk menarik investor dan memperoleh sejumlah dana yang dibutuhkan untuk aktifitas pembelanjaan perusahaan.

Pada penelitian ini penilaian kualitas kredit perusahaan dilihat dari *yield spread obligasi* berdasarkan (Servigny dan Renault, 2004). *Yield spread* diukur dengan melihat perbedaan antara *yield obligasi perusahaan* dengan *yield obligasi pemerintah* dengan jangka waktu jatuh tempo yang sama, kemudian dikaitkan dengan likuiditas. Penelitian ini menggunakan konsep likuiditas internal perusahaan yakni model penilaian risiko kredit berdasarkan arus kas dari penelitian Chen, Liao, and Lu (2005). Model tersebut mengkombinasikan pengaruh siklus bisnis terhadap perusahaan dengan rata-rata tingkat likuiditas internal perusahaan dalam jangka panjang.

Selanjutnya peneliti juga telah mengidentifikasi faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pembentukan *yield spread obligasi*. Faktor-faktor tersebut dapat dikelompokkan menjadi dua yakni faktor internal dan faktor eksternal. Faktor eksternal adalah faktor yang tidak dapat dikontrol secara langsung oleh perusahaan seperti kebijakan pemerintah dan situasi pasar obligasi di Indonesia, sedangkan faktor internal adalah faktor yang dapat dikontrol secara langsung oleh perusahaan. Faktor tersebut antara lain adalah *leverage*, *maturity*, *coupon*, *issuance amount (size)*, *age* dan kinerja perusahaan yang selanjutnya akan dijadikan variabel kontrol oleh peneliti. Tujuan dari pengontrolan variabel tersebut adalah jika sebuah perusahaan ingin melakukan emisi obligasi selama periode penelitian,

maka perusahaan dapat mengetahui variabel yang paling dominan dalam mempengaruhi *yield spread*.

Peran likuiditas dalam konteks pasar utang telah diteliti oleh beberapa peneliti baik di Asia maupun Eropa untuk menjelaskan *yield spread* pada obligasi perusahaan, namun sebagian besar peneliti tersebut tidak menyebutkan mengenai *proxy* pengukuran likuiditas secara langsung, mereka hanya mengandalkan *proxy* seperti umur obligasi, jumlah obligasi yang diterbitkan, kupon serta risiko kredit. Penelitian sebelumnya juga cenderung dilakukan untuk pasar yang sangat likuid, namun permasalahannya tidak semua pasar obligasi likuid. Berbeda dengan penelitian terdahulu, penelitian ini lebih memfokuskan pada pengaruh karakteristik obligasi secara umum dalam mempengaruhi *yield spread* dengan mengukur faktor-faktor dominan yang berpengaruh terhadap *yield spread* supaya pergerakan *yield spread* tidak terlalu berfluktuasi, sehingga dapat diperoleh *cost of fund* yang wajar dalam pemenuhan sumber pendanaan bagi perusahaan serta adanya penggunaan pendekatan yang berbeda untuk variabel *leverage*. Penelitian terdahulu menggunakan nilai buku hutang dibagi dengan nilai hutang dan ekuitas, sementara pada penelitian ini menggunakan *Debt Equity Ratio* dan adanya tambahan variabel kontrol yang baru yakni kinerja perusahaan.

Beberapa hasil penelitian yang memberikan gambaran empiris mengenai keterkaitan likuiditas dengan *yield spread obligasi perusahaan* juga menunjukkan hasil yang berbeda-beda. Wei, Lesmond and Chen (2007), Tsai, Liao, and Chen (2009), Nielsen et al. (2011) melakukan penelitian tentang pengaruh likuiditas perusahaan terhadap *yield spread obligasi perusahaan*. Hasil penelitian menyatakan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh positif terhadap *yield spread obligasi*. Penelitian yang serupa juga dilakukan oleh Lawrence Fisher (1959), Downing and Kovitz (2002), Zhou (2007), namun hasilnya justru berlawanan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield spread obligasi*. Oleh karena itu, perlu dilakukan penelitian untuk melihat pengaruh risiko likuiditas perusahaan terhadap *yield spread obligasi* di Indonesia apakah sama atau berbeda dengan penelitian sebelumnya.



## II. TINJAUAN PUSTAKA

Penelitian yang dilakukan oleh Amihud Mendelson (1986) tentang pengaruh *bid-ask spread* yang mencerminkan likuiditas terhadap harga asset di New York pada tahun 1961 - 1980. Variabel yang digunakan yaitu *bid-ask spread*, *excess return*, beta dan *firm size*. Hasil dari penelitian ini adalah investor cenderung meminta *expected return* yang lebih tinggi untuk asset yang kurang likuid sebagai kompensasi risiko likuiditas. Dengan demikian asset yang memiliki likuiditas yang rendah akan dinilai dengan harga yang lebih rendah. Harga obligasi yang lebih rendah disebabkan karena memiliki likuiditas yang rendah sehingga menyebabkan *yield* obligasi menjadi tinggi. Dengan demikian likuiditas obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Nielsen et.al (2011) tentang komponen likuiditas dari *spread* obligasi perusahaan sebelum dan sesudah krisis *subprime mortgage* pada tahun 2005-2009 di U.S. Variabel yang digunakan antara lain *yield spread*, *liquidity*, *bond age*, *amount issued*, *coupon*, *time to maturity*, *volatilitas equity*, *operating*, *leverage*, *long debt*, *pretax dummies*, *10y swap*, *10y-1y swap*, *forecast dispersion* dengan menggunakan multiple regresi. Hasil penelitian menunjukkan krisis *subprime* secara dramatis meningkatkan *spread* obligasi perusahaan, sehingga menyebabkan memburuknya likuiditas. *Proxy* likuiditas yang digunakan pada penelitian ini berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi baik sebelum krisis *subprime* maupun setelah krisis *subprime*. Variabel lain juga berpengaruh signifikan terhadap *yield spread*, namun pengaruhnya cenderung berbeda sebelum krisis *subprime* maupun setelah krisis *subprime*

Penelitian yang dilakukan oleh Chen, Liao, Tsai (2009) mengenai peran risiko likuiditas internal dalam risiko kredit perusahaan. Penelitian ini ingin melihat pengaruh risiko likuiditas internal pada *yield spread* obligasi pada tahun 2001 hingga 2006 di Taiwan. Variabel yang digunakan antara lain *yield spread*, risiko likuiditas internal yang diproksikan dengan *standardized internal liquidity level*, *corporate internal liquidity volatility* dan variabel kontrol yang meliputi *leverage*, *equity volatility*, *maturity*, *coupon*, *age*, *number of analysts following a stock*, *dispersion in analyst forecasts*, *credit rating* dan *accruals quality*. Hasil penelitian menunjukkan

bahwa likuiditas internal perusahaan berpengaruh positif terhadap *yield spread* obligasi ketika dikontrol oleh variabel seperti *leverage*, *equity volatility*, *maturity*, *coupon*, *age*, *number of analysts following a stock*, *dispersion in analyst forecasts*, *credit rating* dan *accruals quality*. Penggunaan variabel kontrol berasal dari model struktural yang telah teruji pada penelitian sebelumnya, sehingga peneliti ingin mengetahui adanya variabel-variabel kontrol tersebut dapat memberikan pengaruh tertentu pada variabel likuiditas terhadap variabel *yield spread*.

Penelitian yang dilakukan oleh Yu (2005) mengenai pengaruh pengungkapan informasi perusahaan yakni transparansi akuntansi terhadap *yield spread* obligasi perusahaan pada tahun 1991 hingga 1996 di U.S. Peneliti menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang termasuk dalam Lehman Brothers Fixed Income Database dan mempublikasikan informasi keuangannya di Lembaga penelitian Investasi dan Manajemen. Variabel yang digunakan *credit spread* dan *accounting transparency* dan variabel kontrol yang meliputi *maturity*, *duration*, *leverage*, *equity volatility*, *bond age*, *amount outstanding*, *credit rating*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa semakin tinggi pengungkapan informasi perusahaan cenderung memiliki *credit spread* yang lebih rendah. Dengan demikian *accounting transparency* berpengaruh negatif terhadap *credit spread* ketika dikontrol variabel *maturity*, *duration*, *leverage*, *equity volatility*, *bond age*, *amount outstanding*, *credit rating*.

Penelitian yang dilakukan oleh Helwege and Turner (1999) meneliti mengenai pengaruh masa jatuh tempo obligasi pada *yield spread speculative grade bonds* pada tahun 1994 hingga 1997. Peneliti menggunakan sampel perusahaan-perusahaan yang menerbitkan obligasi dan terdaftar di Securities Data Company. Sampel yang digunakan terbatas hanya pada obligasi yang dijual di U.S. Variabel yang digunakan adalah *yield spread* dan *maturity* obligasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa obligasi dengan masa jatuh tempo 20 tahun atau kurang dari itu, memiliki koefisien slope yang positif signifikan untuk peringkat obligasi BB dan peringkat di atasnya, sedangkan untuk obligasi yang baru diterbitkan, pengaruh maturitas obligasi terhadap *yield spread* menunjukkan pengaruh yang negatif.



### III. METODE PENELITIAN

#### Pendekatan Penelitian

Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini adalah pendekatan kuantitatif. Pendekatan kuantitatif dilakukan dengan regresi linear berganda menggunakan *pooled data* serta melakukan interpretasi hasil penelitian yang diperoleh dari analisis kuantitatif. Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif yang diperlukan untuk perhitungan yang bersifat sistematis tentang hubungan antar variabel yang menitikberatkan pada pengujian hipotesis dengan menggunakan alat bantu statistik tertentu berdasarkan model analisis.

#### Identifikasi Variabel

Berdasarkan rumusan masalah dan model analisis, maka variabel-variabel dalam penelitian ini dibedakan menjadi:

1. Variabel terikat (*dependent variable*) dalam penelitian ini adalah *yield spread*
2. Variabel bebas (*independent variable*) dalam penelitian ini adalah likuiditas perusahaan
3. Variabel kontrol dalam penelitian ini adalah *size issue*, *leverage*, *coupon*, *age*, *maturity* dan kinerja perusahaan.

#### Definisi Operasional

Definisi operasional merupakan suatu pengertian mengenai variabel-variabel yang akan digunakan dalam penelitian, antara lain:

1. *Yield spread* merupakan perbedaaan antara *yield to maturity* obligasi perusahaan dan *yield to maturity* obligasi pemerintah dengan waktu jatuh tempo yang sama atau waktu jatuh tempo yang paling mendekati dengan *yield* obligasi pemerintah agar dapat menentukan premi risiko yang harus ditanggung investor selama tiga tahun penelitian. *Yield to maturity* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$P = \sum_{t=1}^{2n} \frac{C_i/2}{(1 + YTM/2)^t} + \frac{P_p}{(1 + YTM/2)^{2n}}$$

Berdasarkan persamaan tersebut,  $C_i$  merupakan *coupon* obligasi  $i$  setiap tahunnya,  $P$  merupakan harga obligasi, sedangkan  $P_p$  adalah nilai par dari obligasi dan  $n$  merupakan jumlah tahun sampai dengan jatuh tempo obligasi, sedangkan *yield*

*spread* dapat dihitung dengan rumus sebagai berikut:

$$yieldspread = yield\ to\ maturity\ obligasi\ perusahaan - yield\ to\ maturity\ obligasi\ pemerintah$$

2. Likuiditas perusahaan merupakan penilaian kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas yang cukup untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Kemampuan perusahaan dalam menghasilkan arus kas cenderung mengandalkan pendanaan eksternal. Likuiditas perusahaan diprosikan dengan *solvency ratio*. *Solvency ratio* dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$SR_t = \frac{Cash\ beginning_t + Short\ Investment_t + OCIF_t + INCF_t + FNCF_t}{OCOF_t + Int_t + Tax_t + DA_t}$$

Berdasarkan persamaan tersebut, *Cash beginning* merupakan saldo kas awal pada periode  $t$ , *shortinvestment* merupakan investasi jangka pendek perusahaan pada periode  $t$ . *OCIF* merupakan *operating cash inflow* pada periode  $t$ , *INCF* merupakan *net investment cash flow* pada periode  $t$ , *FNCF* merupakan *net financing cash flow* pada periode  $t$ , *OCOF* merupakan *operating cash outflow* pada periode  $t$ , *Int* merupakan beban bunga pada periode  $t$  dan *DA* merupakan amortisasi hutang pokok pada periode  $t$ .

3. *Size issue* merupakan besar kecilnya nilai emisi atau nilai penerbitan obligasi selama tiga tahun penelitian. Pada penelitian ini *Size issue* diukur sebagai berikut:

$$Size\ issue_{it} = \ln\ nilai\ obligasi\ yang\ diterbitkan_{it}$$

4. Kupon merupakan suku bunga yang akan dibayarkan oleh emiten obligasi kepada investor secara periodik yakni empat bulan sekali.
5. *Leverage* merupakan rasio yang digunakan untuk mengukur proporsi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan. Penelitian ini merumuskan *Leverage ratio* sebagai berikut:

$$Leverage_{it} = \frac{Total\ Debt_{it}}{Total\ Equity_{it}}$$

6. *Age* merupakan jangka waktu ketika obligasi diterbitkan hingga obligasi tersebut jatuh tempo.

$$Age = \ln(\text{tanggal jatuh tempo obligasi} - \text{tanggal penerbitan obligasi})$$

7. *Maturity* merupakan masa jatuh tempo obligasi yang tersisa dan terhitung dari tahun penelitian dilakukan.  $Maturity = \ln$  (tanggal jatuh tempo obligasi-tahun penelitian)
8. Kinerja perusahaan merupakan prestasi manajemen dalam mencapai tujuan perusahaan yaitu menghasilkan keuntungan dan meningkatkan nilai perusahaan. Kinerja perusahaan diprosikan dengan ROE. ROE pada penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

$$ROI_{it} = \frac{Laba\ Bersih_{it}}{Total\ Equity_{it}}$$

### Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan jenis data sekunder yang biasa disebut data panel (*pooled data*). Data yang digunakan berupa laporan keuangan yang telah diaudit pada tahun 2008-2010 yang terdiri dari neraca, laporan laba rugi, dan laporan arus kas yang berasal Pusat Data Bisnis Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Gajah Mada dan *Indonesian Bond Market Directory*.

### Prosedur Pengumpulan Data

Prosedur yang digunakan untuk memperoleh data penelitian adalah:

1. Survey kepustakaan dengan mempelajari literatur-literatur ilmiah serta karya ilmiah yang digunakan untuk memahami permasalahan yang ada serta untuk mendapatkan alternatif pemecahan masalahnya.
2. Survey lapangan yang dilakukan dengan menyeleksi data dan teknik dokumentasi dari internet melalui situs dari Bursa Efek Indonesia dan *Indonesia Bond Pricing Agency*.

### Prosedur Penentuan Sampel

Sampel yang digunakan adalah perusahaan-perusahaan yang terdaftar di *Bond Market Directory* pada tahun 2008-2010. Sampel ditentukan dengan menggunakan *purposive sampling*, dengan kriteria yang digunakan sebagai berikut:

1. Perusahaan yang terdaftar di *Bond Market Directory* dan menerbitkan obligasinya pada tahun 2008 atau obligasi yang terbit pada tahun sebelumnya dengan masa jatuh tempo diatas tahun 2010.
2. Obligasi perusahaan yang memiliki selisih jatuh tempo dengan obligasi pemerintah maksimal 2 tahun.

3. Perusahaan yang mencatatkan laporan arus kas dan laporan keuangan yang telah diaudit pada tahun 2007-2010.
4. Perusahaan yang memberikan suku bunga tetap pada investor.

### Teknik Analisis

Dalam penelitian ini teknik estimasi yang digunakan adalah regresi liner berganda menggunakan *pooled data*. Langkah-langkah yang harus dilakukan untuk melakukan estimasi adalah sebagai berikut:

- 1) Melakukan perhitungan terhadap masing-masing variabel yaitu *yield spread*, likuiditas perusahaan, kupon, *size issue*, *age*, *maturity*, *leverage* dan kinerja perusahaan.
- 2) Melakukan analisis regresi liner berganda menggunakan data panel dengan metode PLS.
- 3) Melakukan uji t untuk menentukan signifikansi suatu variabel bebas secara individual dalam mempengaruhi variabel terikat dengan langkah-langkah sebagai berikut:
  - a) Merumuskan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan hipotesis alternative
    - $H_0: \beta_1 > 0$  artinya likuiditas memiliki pengaruh positif terhadap *yield spread*.
    - $H_1: \beta_1 < 0$  artinya likuiditas memiliki pengaruh negatif terhadap *yield spread*.
  - b) Menentukan tingkat keyakinan ( $\alpha$ ) 5%
  - c) Menentukan kriteria pengujian
 

Apabila *p-value/probability*  $t < \alpha$  maka  $H_0$  ditolak yang berarti variabel likuiditas dan variabel kontrol seperti kupon, *age*, *maturity*, *size issue* dan *leverage* secara individual memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *yield spread*. Sebaliknya *p-value/probability*  $t > \alpha$  maka  $H_0$  tidak ditolak yang berarti variabel likuiditas dan variabel kontrol seperti kupon, *age*, *maturity*, *size issue* dan *leverage* secara individual tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *yield spread*.
- 4) Menginterpretasikan nilai  $R^2$  (koefisien determinasi) untuk mengetahui kecocokan model (*goodness of fit*).  $R^2$  menunjukkan kemampuan model dalam menjelaskan pengaruh variabel bebas terhadap variabel terikatnya. Nilai  $R^2$  berada diantara 0 dan 1. Jika  $R^2$  mencapai angka 1 maka, variabel bebas dapat menjelaskan variabel terikat dengan sempurna. Sebaliknya, jika  $R^2$  mencapai angka 0, berarti variabel bebas tidak dapat dijelaskan oleh variabel terikat.

IV. PEMBAHASAN

Deskripsi Hasil Penelitian

**Yield Spread Obligasi**

*Yield spread* obligasi merupakan selisih antara *yield* obligasi perusahaan dengan *yield* obligasi pemerintah yang telah disesuaikan jatuh temponya. Tabel 4.1 memberikan gambaran nilai *yield spread* obligasi perusahaan tahun 2008 hingga 2010. Berdasarkan tabel 4.1, perkembangan rata-rata *yield spread* menunjukkan peningkatan pada tahun 2009, namun ditahun 2010 nilai *yield spread* kembali berada dikisaran 3,2 %. Peningkatan *yield spread* tersebut dapat diakibatkan oleh krisis financial di Amerika pada akhir 2007, namun seiring berjalannya waktu setelah ada pemulihan krisis *yield* kembali turun. Rata-rata *yield spread* tertinggi terjadi pada tahun 2009 sementara rata-rata *yield spread* terendah terjadi pada tahun 2010. Nilai standar deviasi untuk *yield spread* lebih kecil dari rata-rata.

**Tabel 4.1** Yield spread 2008-2010

	2008	2009	2010
Mean	0.0322	0.034	0.0320
Standar deviasi	0.0128	0.0123	0.0108
Max	0.063	0.056	0.054
Min	0.015	0.013	0.012

Sumber: lampiran 3

Hal ini menunjukkan *yield spread* masing-masing perusahaan yang menjadi sampel memiliki besaran yang hampir sama. *Yield spread* tertinggi terjadi pada tahun 2008 dengan nilai 0.063 milik PT Summarecon Agung Tbk, sedangkan nilai *yield spread* terendah terjadi pada tahun 2010 dengan nilai 0.012 berasal dari PT Federal International Finance.

**Likuiditas Perusahaan**

Likuiditas perusahaan pada penelitian ini diproyeksikan dengan *solvency ratio*. Rasio ini menunjukkan penilaian kemampuan perusahaan untuk menghasilkan arus kas yang cukup untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Tabel 4.2 memberikan gambaran nilai *solvency ratio* obligasi perusahaan tahun 2008 hingga 2010.

**Tabel 4.2** Solvency ratio 2008-2010

	2008	2009	2010
Mean	0.439	0.563	0.894
Standar deviasi	0.248	0.441	0.945
Max	1.071	2.052	3.869
Min	0.121	-0.194	0.086

Sumber: lampiran 4

Berdasarkan tabel 4.2 perkembangan *solvency ratio* secara rata-rata mengalami peningkatan setiap tahunnya. Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2010, sementara rata-rata terendah terjadi pada tahun 2008. Nilai standar deviasi untuk *solvency ratio* lebih kecil dari rata-rata pada tahun 2008-2009. Hal ini menunjukkan bahwa *solvency ratio* masing-masing perusahaan yang menjadi sampel pada tahun tersebut memiliki besaran yang hampir sama, sedangkan pada tahun 2010 nilai standar deviasi lebih tinggi dibanding rata-rata, hal ini menunjukkan bahwa nilai *solvency ratio* di tahun 2010 memiliki tingkatan yang berbeda-beda. Nilai *solvency ratio* tertinggi terjadi pada tahun 2010 dengan nilai 3.869 milik PT Dana reksa, sedangkan *solvency ratio* terendah terjadi pada tahun 2009 dengan nilai -0.194 milik PT Dana reksa.

**Coupon, Age dan Size issue**

*Coupon* merupakan suku bunga yang akan dibayarkan oleh emiten obligasi kepada investor secara periodik yang dinyatakan dalam persentase, *age* merupakan jangka waktu ketika obligasi diterbitkan hingga obligasi tersebut jatuh tempo yang dinyatakan dalam tahunan. *Size issue* merupakan besar kecilnya nilai emisi atau penerbitan untuk setiap jenis obligasi yang diterbitkan oleh emiten yang dinyatakan dalam jutaan rupiah. Tabel 4.3 memberikan gambaran mengenai nilai *age*, *size issue* dan *coupon* pada tahun 2008-2010. Berdasarkan tabel 4.3 dapat diketahui bahwa standar deviasi untuk *coupon*, *size issue* dan *age* selalu lebih rendah dibandingkan rata-ratanya. Hal ini menunjukkan bahwa *coupon*, *size issue* dan *age* untuk masing-masing perusahaan yang menjadi sampel pada tahun tersebut memiliki besaran yang hampir sama. Kupon tertinggi diberikan oleh PT. Bumi Serpong Damai.Tbk sedangkan kupon terendah diberikan oleh PT. Jasa Marga (Persero) Tbk. Obligasi dengan umur terpanjang diterbitkan oleh PT. PLN, sedangkan obligasi dengan umur terpendek diterbitkan oleh PT Federal International Finance.

**Tabel 4.3**

Coupon, Size issue dan Age 2008-2010

	N	Rata-rata	Min.	Maks.	Standar deviasi
Coupon	63	12.4%	10.3%	15%	0.012
Age	63	7	3	10	3
Size issue	63	532,667	100,000	1,500,000	427,050

Sumber: lampiran 6

Emiten yang menerbitkan obligasi dengan *size* terbesar adalah PT. PLN dan PT. Jasa Marga (Persero) Tbk, sementara Emiten yang menerbitkan obligasi dengan *size* terkecil adalah PT. Mayora Indah Tbk dan PT. Summarecon Agung Tbk.

**Maturity Obligasi**

*Maturity* merupakan masa jatuh tempo obligasi yang tersisa dan dihitung dari tahun penelitian dilakukan. Tabel 4.4 memberikan gambaran nilai *maturity* obligasi perusahaan tahun 2008 hingga 2010. Berdasarkan tabel 4.4 perkembangan *maturity* obligasi secara rata-rata mengalami penurunan setiap tahunnya.

**Tabel 4.4**  
Maturity (log) 2008-2010

	2008	2009	2010
Mean	1.562	1.304	0.926
Standar deviasi	0.369	0.472	0.680
Max	2.197	2.079	1.946
Min	1.099	0.693	0

Sumber: lampiran 7

Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2008, sementara rata-rata terendah terjadi pada tahun 2010. Standar deviasi *maturity* cenderung lebih rendah dibandingkan rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa *maturity* untuk masing-masing perusahaan yang menjadi sampel pada tahun tersebut memiliki besaran yang hampir sama. Nilai maksimum maturitas terdapat pada obligasi yang diterbitkan oleh PT. Bank Victoria International Tbk dan PT. Jasa Marga (Persero) Tbk. Nilai minimum maturitas terdapat pada obligasi yang diterbitkan oleh PT PLN, PT Federal International Finance, PT. Bumi Serpong Damai.Tbk, PT. BPD Jabar Banten, Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia, dan PT Bank Negara Indonesia, Tbk.

**Leverage**

*Leverage* merupakan proporsi penggunaan utang dalam struktur modal perusahaan setiap tahun. Tabel 4.5 menunjukkan perkembangan *leverage* emiten tahun 2008 sampai dengan tahun 2010. Berdasarkan tabel 4.5 perkembangan *leverage* obligasi secara rata-rata mengalami penurunan setiap tahunnya. Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2008, sementara rata-rata terendah terjadi pada tahun 2010. Standar deviasi *leverage* cenderung lebih rendah dibandingkan rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa *leverage* untuk masing-masing perusahaan yang menjadi

sampel pada tahun tersebut memiliki besaran yang hampir sama.

**Tabel 4.5**  
Leverage 2008-2010

	2008	2009	2010
Mean	5.839	4.875	4.354
Standar deviasi	5.446	4.501	3.995
Max	17.657	15.919	13.800
Min	0.695	0.844	0.698

Sumber: lampiran 8

Emiten dengan nilai *leverage* maksimum terjadi pada tahun 2008, yakni oleh PT. Malindo Feedmill Tbk. Nilai minimum *leverage* terjadi pada tahun 2008 oleh PT Bakrieland Development Tbk.

**Kinerja Perusahaan**

Kinerja perusahaan pada penelitian ini diproyeksikan dengan ROE. Rasio tersebut dipergunakan untuk mengukur kemampuan manajemen perusahaan dalam memperoleh keuntungan yang didasarkan pada ekuitas yang dimiliki oleh perusahaan tersebut. Tabel 4.6 menunjukkan perkembangan *return on equity* emiten tahun 2008 sampai dengan tahun 2010.

**Tabel 4.6**  
Return On Equity 2008-2010

	2008	2009	2010
Mean	0.145	0.169	0.307
Standar deviasi	0.152	0.143	0.646
Max	0.591	0.629	3.053
Min	(0.141)	(0.015)	0.022

Sumber: lampiran 9

Berdasarkan tabel 4.6 perkembangan *Return On Equity* obligasi secara rata-rata mengalami peningkatan setiap tahunnya. Rata-rata tertinggi terjadi pada tahun 2010, sementara rata-rata terendah terjadi pada tahun 2008. Standar deviasi *return on equity* cenderung lebih tinggi dibandingkan rata-ratanya, hal ini menunjukkan bahwa *ROE* untuk masing-masing perusahaan yang menjadi sampel pada tahun tersebut memiliki tingkat yang berbeda beda. ROE maksimum senilai 3.053 berasal dari PT Federal International Finance, sementara ROE minimum senilai - 0.141 berasal dari PT Dana reksa.

**Analisis Model dan Pengujian Hipotesis**

Penelitian ini menggunakan model regresi data panel yang diestimasi menggunakan metode PLS. Metode tersebut telah diestimasi menggunakan software E-Views 6.1 dan hasilnya tertera dilampiran 8.



**Analisis Regresi**

Hasil pengolahan data model PLS dengan menggunakan software E-Views 6.1, dapat dilihat pada tabel 4.7. Tabel 4.7 menunjukkan bahwa variabel likuiditas, *size issue*, *leverage*, dan kinerja perusahaan berpengaruh negatif terhadap *yield spread*, sedangkan *coupon*, *age* dan *maturity*

berpengaruh positif terhadap *yield spread*. Berdasarkan uji t pada tabel 4.7 menyatakan bahwa variabel likuiditas dan *age* tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield spread*, sedangkan variabel *size issue*, *leverage*, kinerja perusahaan, *coupon* dan *maturity* berpengaruh signifikan terhadap *yield spread*.

**Tabel 4.7**

Hasil Regresi Data Panel dengan Proxy Likuiditas *Solvency Ratio*

Variabel	Koefisien	Probabilitas	Keterangan
Likuiditas (SR)	-0.001181	0.4170	Tidak Signifikan
Coupon	0.386614	0.0021	Signifikan
Age	0.004095	0.4359	Tidak Signifikan
Maturity	0.005997	0.0327	Signifikan
Size Issue	-0.004228	0.0373	Signifikan
Leverage	-0.000494	0.0126	Signifikan
Kinerja perusahaan	-0.004973	0.0025	Signifikan
Weighted Statistics:			
R2		0.450925	
Prob ( F-stat)		0.000015	

Sumber: olah data e-views \*) $\alpha=5\%$

Nilai  $R^2$  sebesar 45,09% berarti sebanyak 45,09% variabel *yield spread* dapat dijelaskan oleh variabel bebas yaitu likuiditas, *age*, *size issue*, *leverage*, kinerja perusahaan, *coupon* dan *maturity*, sementara 54,91% dapat dijelaskan oleh variabel lain yang belum tercantum dalam penelitian ini.

**Pembahasan**

**Pengaruh likuiditas terhadap *yield spread***

Berdasarkan hasil regresi data panel, variabel likuiditas perusahaan yang diproxy kan dengan *solvency ratio* memiliki pengaruh negatif terhadap *yield spread*, artinya peningkatan likuiditas perusahaan akan berdampak pada penurunan *yield spread*, dan sebaliknya.

Berdasarkan data perkembangan *solvency ratio* pada lampiran 3, *solvency ratio* menunjukkan perbaikan dari tahun ke tahun namun pergerakan *yield spread* cenderung berfluktuasi (lampiran 2). Kenaikan *solvency ratio* dari tahun ke tahun seharusnya menunjukkan perusahaan memiliki likuiditas yang cukup untuk memenuhi kewajibannya, oleh karena itu investor menuntut kompensasi yang rendah berupa nilai *yield spread* yang rendah. Adanya perubahan yang semakin tinggi dari *solvency ratio* tidak dibarengi dengan penurunan yang signifikan pada *yield spread*, sehingga *solvency ratio* tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *yield spread*. Hal ini ditunjukkan dari nilai t yang melampaui  $\alpha$ .

Selama periode penelitian investor ternyata tidak mempertimbangkan *solvency ratio* sebagai salah satu faktor untuk memprediksi risiko. Hal ini kemungkinan disebabkan investor menganggap bahwa kondisi perekonomian yang relatif tidak stabil akibat dampak dari krisis *financial* di Amerika. Salah satu dampak dari krisis, adanya tekanan laju inflasi yang tinggi terbukti dari nilai inflasi di Indonesia pada tahun 2008 sebesar 11%. Tingginya laju inflasi dibarengi dengan nilai investasi yang meningkat sebesar 5.9% (Solo Pos, 2012), sementara itu pasar obligasi di Indonesia sedang membutuhkan banyak dana untuk memenuhi aktivitas pendanaannya. Hal ini terlihat dari banyaknya obligasi yang diterbitkan pada tahun 2008, 13 diantaranya menjadi sampel dalam penelitian ini. Banyaknya investor asing yang berinvestasi di Indonesia menyebabkan likuiditas perusahaan semakin baik akibat tingginya arus kas perusahaan, namun hal ini tidak menjamin *yield spread* obligasi rendah, karena tinggi rendahnya *yield* obligasi perusahaan tidak semata-mata dipengaruhi oleh faktor internal saja namun juga faktor eksternal seperti krisis ataupun inflasi disuatu negara (*Indonesian finance today*, mei 2012). Hasil penelitian ini tidak mendukung penelitian Chen, Liao, Tsai (2009), namun sesuai dengan Downing and Kovitz (2002).

Penelitian ini masih memiliki keterbatasan diberbagai hal seperti periode yang terlalu singkat

dan nilai  $R^2$  yang relatif rendah. Periode yang terlalu singkat dapat menyebabkan pengaruh masing-masing variabel menjadi kurang akurat. Periode penelitian ini juga termasuk dalam periode krisis yang dapat mempengaruhi hasil dari penelitian, sehingga perlu adanya pemisahan periode sebelum dan setelah krisis agar lebih akurat dalam memprediksi tingkat risiko (*yield spread*). Nilai  $R^2$  sebesar 45,09% yang relatif rendah menunjukkan bahwa masih terdapat faktor-faktor lain yang mempengaruhi *yield* obligasi seperti tingkat inflasi suatu negara dan faktor-faktor makro lainnya.

### **Pengaruh variabel kontrol terhadap *yield spread***

Variabel kontrol yang digunakan dalam penelitian ini adalah *age*, *size issue*, *coupon*, *maturity*, *leverage*, dan kinerja perusahaan. Adapun pengaruh variabel kontrol terhadap *yield spread* adalah:

#### *a) Age*

Variabel *age* berpengaruh positif namun tidak signifikan. Koefisien bertanda positif berarti semakin panjang umur obligasi berdampak pada peningkatan risiko yang diproyeksikan dengan *yield spread*. Hasil yang tidak signifikan menunjukkan bahwa umur obligasi juga bukan merupakan faktor yang dipertimbangkan dalam memprediksi tingkat risiko. Hal ini terbukti dari nilai  $t$  yang melampaui  $\alpha$ . Hasil analisis menyimpulkan bahwa tinggi rendahnya umur obligasi tidak memengaruhi probabilitas risiko atau *yield spread* obligasi. Hasil observasi data umur obligasi perusahaan penerbit obligasi pada tahun 2008-2010 condong ke arah nilai minimumnya mengindikasikan bahwa sebagian besar perusahaan tersebut memiliki umur obligasi yang pendek, sehingga tidak terlalu diperhitungkan dalam memprediksi tingkat risiko. Penelitian ini tidak mendukung hasil penelitian Chen, Liao, Tsai (2009) dan Helwege and Turner (1999).

#### *b) Coupon*

Variabel *coupon* berpengaruh positif signifikan, artinya penurunan *coupon* berdampak pada penurunan *yield spread*, dan sebaliknya. Semakin rendah *coupon*, berarti semakin rendah pendapatan yang diberikan oleh emiten kepada investor akibat harga obligasi yang cenderung meningkat. Naiknya harga obligasi menyebabkan *return* yang disyaratkan (*yield*) oleh investor dari suatu investasi menjadi

rendah sehingga *yield spread* pun rendah. Hubungan antara *coupon* dan *yield* tercermin pada data yang tercantum di BEI tahun 2008, pada tahun tersebut telah terjadi tren kenaikan harga obligasi perusahaan. Kenaikan harga obligasi seharusnya menurunkan kupon dan menurunkan *yield spread*. Nilai kupon yang diberikan oleh sebagian besar emiten pada tahun 2008-2010 cenderung mendekati nilai minimumnya yang mengindikasikan bahwa kupon yang diberikan rendah. Rendahnya kupon juga didukung oleh adanya penurunan *yield spread*, meskipun penurunannya tidak secara langsung karena adanya anomali akibat dampak krisis *financial*. Nilai *yield spread* mengalami peningkatan secara rata-rata dari tahun 2008-2009 namun ditahun 2010 nilai *yield spread* secara rata-rata lebih rendah dibandingkan tahun 2008 dan 2009. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa semakin rendah kupon, maka semakin rendah pula *yield spread* yang diberikan, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen, Liao, Tsai (2009).

#### *c) Maturity*

Variabel *maturity* berpengaruh positif signifikan. Koefisien bertanda positif menunjukkan bahwa penurunan *maturity* berdampak pada penurunan *yield spread*, dan sebaliknya. Semakin pendek masa jatuh tempo obligasi, berarti semakin kecil kemungkinan munculnya peristiwa yang menyebabkan perusahaan dapat mengalami *default risk*, sehingga berdampak pada semakin rendah tingkat *return* yang disyaratkan (*yield*) oleh investor untuk mengkompensasi risiko yang ditanggungnya. Dengan demikian dapat menyebabkan *yield spread* semakin rendah. Kondisi ini tercermin dari nilai *maturity* yang semakin rendah dari tahun 2008-2010 yaitu 1.562-0.926 yang diikuti dengan rendahnya *yield spread* meskipun tidak secara langsung. Jadi, kesimpulan dari penjelasan diatas semakin rendah maturitas obligasi berdampak pada semakin rendahnya *yield spread* obligasi, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen, Liao, Tsai (2009). dan Helwege and Turner (1999).

#### *d) Size Issue*

Variabel *Size Issue* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. Koefisien bertanda negatif menunjukkan bahwa

peningkatan dalam *size issue* berdampak pada penurunan *yield spread*, dan sebaliknya. Semakin tinggi nilai penerbitan atau *size issue* perusahaan dan pasar dapat menyerap obligasi yang diterbitkan secara sempurna, maka perusahaan akan mendapatkan sejumlah dana untuk memenuhi aktifitas pendanaannya, sehingga perusahaan akan semakin likuid karena perusahaan memiliki sejumlah dana yang cukup untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Jika perusahaan semakin likuid maka tingkat *return* yang disyaratkan juga semakin rendah. Nilai *Size issue* pada penelitian ini cenderung mendekati nilai maksimum (lampiran 8), dengan demikian emiten menerbitkan obligasinya dengan nilai yang besar. Jadi dapat disimpulkan semakin besar nilai emisi obligasi, maka semakin rendah *yield spread*, dan sebaliknya. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Chen, Liao, Tsai (2009).

e) *Leverage*

Variabel *leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. Koefisien bertanda negatif menunjukkan bahwa penurunan dalam *leverage* perusahaan berdampak pada meningkatnya *yield spread*, dan sebaliknya. Hasil regresi ini berlawanan dengan penelitian Chen, Liao Tsai (2009). Penurunan *leverage* 5.839-4.354 kemungkinan

disebabkan adanya kekhawatiran emiten mengenai tingginya laju inflasi pada tahun tersebut yang dapat berdampak pada kenaikan *yield spread*. Dengan demikian emiten berusaha menurunkan risiko dengan mengurangi *leverage* yang dimilikinya agar obligasi yang diterbitkannya tetap menarik bagi investor dan risiko yang ditanggungnya juga tidak terlalu tinggi.

f) Kinerja perusahaan

Variabel kinerja perusahaan yang diproxykan dengan ROE (*return on equity*) menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. Koefisien bertanda negatif menunjukkan bahwa peningkatan dalam ROE akan berdampak pada penurunan *yield spread*, dan sebaliknya. ROE yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba bersih yang besar dari pengelolaan modal yang tersedia, sehingga perusahaan memiliki dana yang cukup untuk memenuhi segala kewajibannya. Dengan demikian investor akan mensyaratkan *return* yang rendah ketika memutuskan berinvestasi pada perusahaan tersebut. Hal ini nampak pada peningkatan nilai ROE setiap tahunnya 0.145-0.307. jadi dapat disimpulkan bahwa semakin besar ROE, maka semakin rendah *yield spread* obligasi. Hasil penelitian ini sesuai dengan penelitian Jacobs dkk (2011).



## V. KESIMPULAN

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan penelitian, maka dapat diambil kesimpulan sebagai berikut:

a) Likuiditas perusahaan tidak berpengaruh secara signifikan kepada *yield spread*, setelah diukur dengan menggunakan *solvency ratio*. Hal ini disebabkan investor menganggap bahwa kondisi perekonomian yang relatif tidak stabil akibat dampak dari krisis *financial* di Amerika. Berdasarkan data nilai investasi justru meningkat pada tahun 2008-2010 sebesar 5.9% (Solo Pos, 2012). Banyaknya investor asing yang berinvestasi di Indonesia menyebabkan tingginya likuiditas perusahaan namun hal ini tidak menjamin *yield spread* obligasi rendah, karena tinggi rendahnya *yield* obligasi perusahaan tidak semata-mata dipengaruhi oleh faktor internal saja namun juga faktor eksternal seperti krisis ataupun inflasi di suatu negara.

b) *Age* tidak berpengaruh secara signifikan kepada *yield spread* karena sebagian besar perusahaan penerbit obligasi selama periode penelitian memiliki umur obligasi yang pendek, sehingga tidak terlalu diperhitungkan dalam memprediksi tingkat risiko.

c) *Coupon* berpengaruh positif signifikan. Semakin rendah *coupon*, berarti semakin rendah pendapatan yang diberikan oleh emiten kepada investor akibat harga obligasi yang cenderung meningkat (Bodie, Kane, Marcus, 2009). Naiknya harga obligasi menyebabkan *return* yang disyaratkan (*yield*) oleh investor dari suatu investasi menjadi rendah sehingga *yield spread* pun rendah.

d) *Maturity* berpengaruh positif signifikan. Semakin pendek masa jatuh tempo obligasi, berarti semakin kecil kemungkinan munculnya peristiwa yang menyebabkan perusahaan dapat mengalami *default risk*, sehingga berdampak pada semakin rendah tingkat *return* yang disyaratkan (*yield*) oleh

investor untuk mengkompensasi risiko yang ditanggungnya. Dengan demikian dapat menyebabkan *yield spread* semakin rendah.

- e) *Size Issue* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. Semakin tinggi nilai penerbitan atau *size issue* perusahaan, dan pasar dapat menyerap obligasi yang diterbitkan secara sempurna, maka perusahaan akan mendapatkan sejumlah dana untuk memenuhi aktifitas pendanaannya, sehingga perusahaan akan semakin likuid karena perusahaan memiliki sejumlah dana yang cukup untuk memenuhi seluruh kewajibannya. Jika perusahaan semakin likuid maka tingkat *return* yang disyaratkan juga semakin rendah dan *yield spread* juga rendah.
- f) *Leverage* berpengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. Anomali yang terjadi disebabkan kemungkinan adanya kekhawatiran emiten mengenai tingginya laju inflasi pada tahun tersebut. Dengan demikian emiten berusaha menurunkan risiko dengan mengurangi *leverage* yang dimilikinya agar obligasi yang diterbitkan tetap menarik bagi investor dan risiko yang ditanggungnya juga tidak terlalu tinggi.
- g) Kinerja perusahaan yang *diproxy* kan dengan ROE (*return on equity*) menunjukkan pengaruh negatif signifikan terhadap *yield spread*. ROE yang semakin besar menunjukkan bahwa perusahaan mampu menghasilkan laba bersih yang besar dari pengelolaan modal yang tersedia, sehingga perusahaan memiliki dana yang cukup untuk memenuhi segala kewajibannya. Dengan demikian investor akan mensyaratkan *return* yang rendah ketika memutuskan berinvestasi pada perusahaan tersebut.
- h) Secara umum dari penelitian diatas investor Indonesia hanya mempertimbangkan *size issue*, *maturity*, *leverage* dan kinerja perusahaan sebagai pertimbangan dalam berinvestasi pada obligasi. Hal ini terbukti dari pengaruh signifikan dari variabel-variabel tersebut terhadap *yield spread*.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Adistien Fatma setyarini, Nurfauziah. 2004. Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Perusahaan (Studi Kasus Pada Industri Perbankan Dan Industri Finansial), Jurnal Siasat Bisnis, Vol. 2
- Ajija, Shochrul, dkk. 2011. Cara Cerdas Menguasai Eviews. Salemba Empat. Jakarta
- Amihud, Mendelson. 1986. Asset Pricing And The Bid-Ask Spread. Journal of Financial Economics 17 223-219.
- Brigham dan Houston. 2006. Dasar-dasar Manajemen Keuangan, Alih bahasa: Yulianto, Akbar, Ali, Buku Satu, Salemba Empat. Jakarta
- Ang, Robert. 1997. "Pasar Modal Indonesia (The intelligent guide to Indonesia Capital Market)". Edisi Pertama. Jakarta: Mediasoft.
- Bodie, Kane and Marcus. 2009. Investments. Eight Editions. McGraw-Hill International edition
- Chen, Liao, and Lu, 2005, "A flow-based corporate credit model." Working paper.
- Chen, Tsung-Kang, et al. 2009. Internal Liquidity Risk in Corporate Bond Yield Spreads-Bond and Market Level Evidences. [http://papers.ssrn.com/abstract\\_id=362409](http://papers.ssrn.com/abstract_id=362409)
- Helwege and Turner, 1999, The slope of the credit yield curve for speculative-grade issuers, Journal of Finance, 54, 1869-1884.
- Martellini, Lionel et al, 2003. Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies. John Wiley & Sons Ltd, England.
- Nielsen, et al. 2011. Corporate bond liquidity before and after the onset of the subprime crisis. Journal of Financial Economics. 471-492.
- Sartono, Agus. 2001. Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi. Yogyakarta: BPEF-YOGYAKARTA.
- Servigny and Renault, 2004. Measuring and Managing Credit Risk. The McGraw-Hill. United States Of America

Tendelilin, Eduardus. 2009. *Portofolio dan Investasi: Teori dan Aplikasi*. Edisi pertama. Penerbit Kanisius. Jakarta

Yu. 2005. Accounting transparency and the term structure of credit spreads. *Journal of Financial Economics* 75 53–84.

Zhou. 2007. Information, Liquidity and Corporate Yield Spreads. *American Economic Association Journal*.

Indonesia Bond Market Directory, 2007

Indonesia Bond Market Directory, 2008

Indonesia Bond Market Directory, 2009

-----, 2010

-----, 2011