

DETERMINAN PERJANJIAN UTANG BERBASIS AKUNTANSI (*ACCOUNTING - BASED COVENANT*) PADA OBLIGASI YANG DITERBITKAN OLEH PERUSAHAAN YANG TERDAFTAR INDEKS KOMPAS 100

Nurabiah
Herlina Pusparini
Alamsyah
Nur Fitriyah
Isnawati

Universitas Mataram

Email: nurabiah.unram@gmail.com

Abstract

The objective of this study is to examine the influence of maturity, collateral, firm size, profitabilitas, leverage, spread, firm reputation, and bond quality toward the accounting based covenant. The sample of this study was index Kompas 100 during the period of 2014- 2016, so that sample total is 114. This research was conducted based on documentation, while data is acquired through the Indonesian Capital Market Directory (ICMD) and Indonesia Stock Exchange (IDX) Fact . Data were analyzed based on multiple linear regression, and t-test using the e-views. The results of the analysis in this study indicate that the collateral spread, firm reputation and bond quality, have significant influence on the accounting based covenant while maturity, firm size profitabilitas, and leverage does not.

Keywords : maturity, collateral, firm size, profitabilitas, leverage, spread, firm reputation, bond quality, accounting based covenant, Kompas 100.

PENDAHULUAN

Pasar modal adalah pasar dari berbagai instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang (obligasi) maupun modal sendiri (saham) yang diterbitkan pemerintah dan perusahaan swasta. Total emisi obligasi dan sukuk korporasi yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) sepanjang tahun 2014 berjumlah 36 emisi dengan nilai emisi Rp47,07 triliun. Dan berdasarkan data resmi BEI yang dipublikasikan tahun 2015 bahwa jumlah total emisi obligasi dan sukuk korporasi sampai dengan akhir tahun 2015 secara *year-to-date* (ytd) telah melampaui pencapaian sepanjang 2014. Sepanjang tahun lalu, total nilai emisi Rp46,84 triliun dari hasil penerbitan 49 obligasi dan sukuk. Untuk itu, total nilai emisi obligasi dan sukuk sampai dengan saat ini berjumlah 271 emisi dengan nilai nominal outstanding sebesar Rp246,66 triliun dan US\$100 juta. Emisi tersebut diterbitkan oleh 104 emiten. (www.bisnis.com). Bagi pemodal, trend turunnya suku bunga, anjloknya pasar modal, dan rendahnya harga komoditas pastilah cukup menyulitkan, maka tidak heran jika obligasi korporasi yang memberikan pendapatan tetap dengan risiko terbatas menjadi salah satu pilihan menarik bagi pemodal.

Teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas atau kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak. Salah satu sinyal tersebut ditunjukkan dengan peringkat obligasi. Investor maupun kreditur dapat mengetahui kondisi perusahaan dari signal yang diberikan, *signal* yang ditunjukkan pada investasi obligasi adalah adanya peringkat obligasi. Berdasarkan teori signal tersebut maka memberikan alasan bagi adanya *covenant* pada kontrak utang. Sebuah *covenant* adalah ketentuan, seperti keterbatasan pada pembayaran dividen, yang membatasi perusahaan agar tidak terlibat dalam tindakan tertentu setelah obligasi diterbitkan. *Accounting based covenant* merupakan hal yang khusus dilakukan bagi perusahaan yang mengeluarkan utang. *Accounting based covenant* akan mempengaruhi metode pencatatan akuntansi yang akan diambil oleh perusahaan agar jangan sampai melanggar *covenant* yang telah disepakati. *Accounting based covenant* merupakan metode akuntansi yang didasarkan pada *covenant* yang telah disepakati bersama antara borrower dan lender (Schmidt, 2006). Penelitian-penelitian sebelumnya meneliti bahwa *accounting based covenant* efektif dalam membatasi konflik kepentingan antara *bondholder* dan *stockholder* (Henry dan Palepu, 1990 dalam Hall dan Swinney, 2004 serta Billet et.al., 2007). Karakteristik *accounting based covenant*

konsisten dengan pertimbangan kontrak yang efisien (Letwich, 1983 dalam Hall dan Swinney, 2004 dan Asquith et.al., 2005). Karakteristik laporan keuangan berhubungan dengan *debt pricing* (Morhman, 1996 dalam Hall dan Swinney, 2004 serta Barath et.al., 2004). *Accounting based covenant* ini dipengaruhi oleh berbagai faktor, antara lain materialitas, *maturity*, *collateral*, ukuran perusahaan, profitabilitas, pertumbuhan perusahaan, spread, kualitas obligasi, dan reputasi perusahaan.

Faktor pertama yaitu *maturity*, *maturity* adalah tahun jatuh tempo obligasi dikurangi dengan tahun penerbitan (Inamura, 2009). Jatuh tempo (*maturity*) merupakan tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya (www.idx.co.id). Penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Billet et.al. (2007) dan Frankel et.al. (2006), menemukan pengaruh negatif antara *maturity* utang dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham et.al. (2008), Sulistiani, dkk (2014) dan Alcock et.al. (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

Faktor yang kedua yaitu *collateral*, *collateral* yang dimaksud disini adalah *asset collateral* yaitu rasio *total asset* tetap terhadap *total asset* (Begley dan Chamberlain, 2005; Siddiqi, 2007). Dalam penjanjian utang-piutang, jaminan atau agunan adalah aset pihak peminjam yang dijanjikan kepada pemberi pinjaman jika peminjam tidak dapat mengembalikan pinjaman tersebut. Jika peminjam gagal bayar, pihak pemberi pinjaman dapat memiliki agunan tersebut. Dalam pemeringkatan kredit, jaminan sering menjadi faktor penting untuk meningkatkan nilai kredit perseorangan ataupun perusahaan. Begley dan Chamberlain (2005) menggunakan variabel *collateral* dimana diasumsikan bahwa perusahaan dengan tingkat *collateral* yang tinggi akan memperkecil risiko *debt default* dan *corporate failure*. Hal senada juga diungkapkan oleh Hoshi, et. al. (1993) dalam Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014). Para peneliti tersebut menemukan pengaruh positif antara jaminan/agunan (*collateral*) dengan pembentukan *covenant*.

Faktor ketiga adalah ukuran perusahaan, ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang menerbitkan obligasi yang diproyeksi dengan logaritma natural total aset (Billet et.al., 2007; Barath et.al., 2007; Inamura, 2009). Penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham et.al. (2008), dan Moir dan Sudarsanam (2007) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Billet et.al. (2007), Frankel et.al. (2006), Barath et.al. (2007), Siddiqi (2007), serta Alcock et.al (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani, dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel.

Faktor keempat yaitu tingkat profitabilitas, tingkat profitabilitas perusahaan merupakan suatu indikator kesehatan suatu perusahaan (Moh'd, et. al., 1998 dalam Haryono, 2005). Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (profit). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para investor untuk membeli obligasi perusahaan tersebut. Penelitian yang dilakukan oleh Frankel et.al. (2006), Graham et.al. (2008) dan Sulistiani, dkk (2014) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009) dan Billet et.al. (2007) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Faktor kelima yaitu *leverage*, *leverage* adalah ukuran rasio *leverage issuer*, yang diukur dengan rasio total utang/ *total asset* (Inamura, 2009; Begley dan Chamberlain, 2005 serta Graham et.al., 2008). Perusahaan tidak memiliki kewajiban pelaporan keuangan tertentu terkait kondisi keuangan ini kecuali jika telah dipertimbangkan sebagai tanda kebangkrutan. Namun demikian, karena rasio utang terhadap total aset mencerminkan kesehatan perusahaan, maka perusahaan cenderung menahan *bad news* ini untuk dipublikasi. Penelitian yang dilakukan oleh Frankel et.al. (2006) dan Bharath et.al (2007) menemukan pengaruh negatif antara *leverage* dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Begley dan Chamberlain (2005), Inamura (2009), Billet et.al. (2007), Mazumdar dan Sengupta (2005), Alcock et.al. (2008), dan Graham et.al. (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh serta Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut. Myers (1977) dalam Frankel dan Litov (2007), pemegang saham

pada perusahaan yang berutang memiliki insentif untuk mentransfer kekayaan dari pemegang obligasi, bahkan dengan menolak proyek investasi dengan nilai sekarang yang positif.

Faktor keenam yaitu tingkat bunga, tingkat bunga yaitu tingkat bunga yang umum berlaku dalam masyarakat sebagai pembandingan kupon (bunga) obligasi. Menurut BES (2001) ada dua perhitungan *yield* obligasi: *current yield* dan *yield to maturity*. Ketika kita mempelajari determinan pemakaian *covenant* utang, kita harusnya memperhitungkan pengaruh simultan. Asquith *et al.* (2005) dan Beatty *et al.* (2002) menyatakan bahwa lender memakai *covenant* dan suku bunga sebagai alternatif untuk melindungi diri mereka sendiri. Inamura (2009) menemukan pengaruh negatif antara suku bunga dan *covenant* setelah mengontrol untuk pengaruh simultan. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani, dkk (2014), Bharath *et al.* (2007), Graham *et al.* (2008) dan Alcock *et al.* (2008), menemukan pengaruh positif antara spread dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Faktor ketujuh yaitu reputasi perusahaan. Fombrun (1996) dalam Rachman (2006) berpendapat bahwa reputasi perusahaan adalah pandangan atau persepsi atas perusahaan oleh orang-orang baik yang berada didalam maupun diluar perusahaan. Perusahaan yang mempunyai reputasi baik mampu menimbulkan kepercayaan, keyakinan dan dukungan daripada perusahaan yang mempunyai reputasi buruk (Dowling, 2004; Herbig, Milewicz dan Golden, 1994 dalam Rachman, 2006). Begley dan Chamberlain (2005) serta Sulistiani, dkk (2014) menyatakan bahwa perusahaan yang secara teratur menerbitkan utang publik kemungkinan kecil menggunakan *covenant* dalam kontrak utangnya. Hasilnya bahwa reputasi perusahaan tidak berpengaruh pada pembentukan *covenant* pada periode pertama dan berpengaruh negatif pada dua periode terakhir. Jika perusahaan mempunyai reputasi yang baik tentunya pemegang obligasi akan lebih memercayainya sehingga menetapkan *covenant* yang tidak terlalu ketat atau bahkan tidak sama sekali.

Faktor terakhir yaitu kualitas obligasi, rating di Indonesia berkisar antara A, B, C dan D di mana masing-masing nilai memiliki 3 sub nilai kecuali D, yaitu AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (www.idx.co.id). Peringkat obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan (Baker dan Mansi, 2001). Sedangkan menurut Galil (2003) peringkat adalah pendapat mengenai *creditworthiness* dari obligor mengenai sekuritas utang tertentu. Siddiqi (2007) meneliti determinan dari sumber utang perusahaan dan menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik terbukti dengan rating yang tinggi lebih cocok menggunakan kontrak utang publik sedangkan perusahaan dengan kualitas rendah lebih memilih untuk utang ke bank. Mariano dan Tribo (2009), Billet *et al.* (2007), dan Chatterge (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik berpengaruh pada pembentukan *covenants*. Penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et al.* (2006) dan Alcock *et al.* (2008) menemukan pengaruh negatif antara kualitas obligasi dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Bharath *et al.* (2007) dan Sulistiani, dkk (2014) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

Penelitian ini merupakan kombinasi dari penelitian Inamura (2009) dan Sulistiani, dkk (2014). Yang membedakan penelitian ini dengan kedua penelitian tersebut adalah perusahaan yang diteliti adalah perusahaan yang masuk dalam Indeks Kompas 100. Indeks Kompas-100 merupakan suatu indeks saham yang terdiri dari 100 saham Perusahaan Tercatat yang dipilih berdasarkan pertimbangan likuiditas dan kapitalisasi pasar. Alasan peneliti menggunakan sampel perusahaan yang terdaftar dalam Index Kompas-100 adalah karena Index Kompas-100 merupakan indeks saham dari 100 saham perusahaan publik yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia (BEI) yang memiliki likuiditas yang tinggi dan kapitalisasi pasar yang tinggi dan saham-saham yang termasuk dalam Kompas-100 diperkirakan mewakili sekitar 70-80% dari total nilai kapitalisasi pasar seluruh saham yang tercatat di BEI, maka dengan demikian investor bisa melihat kecenderungan arah pergerakan indeks dengan mengamati pergerakan indeks Kompas-100 (Rahman, 2010). Untuk menghindari bias, penelitian ini memerlukan sampel perusahaan yang memiliki kapitalisasi pasar yang sama. Oleh karena itu sampel penelitian ini adalah perusahaan yang tergabung dalam indeks Kompas100.

Fenomena kasus *accounting based covenant* di Indonesia maupun adanya perbedaan hasil penelitian (*research gap*) inilah yang memotivasi penulis untuk melakukan uji empiris faktor-

faktor yang mempengaruhi *accounting based covenant*. Alasan yang lain, peneliti ingin menguji konsistensi pengaruh variabel-variabel yang paling sering muncul dibahas dan paling signifikan dari penelitian sebelumnya. Tujuan penelitian ini adalah untuk menguji secara empiris pengaruh *maturity*, *collateral*, ukuran perusahaan, profitabilitas, *leverage*, *spread*, reputasi perusahaan, dan kualitas obligasi terhadap *accounting based covenant*.

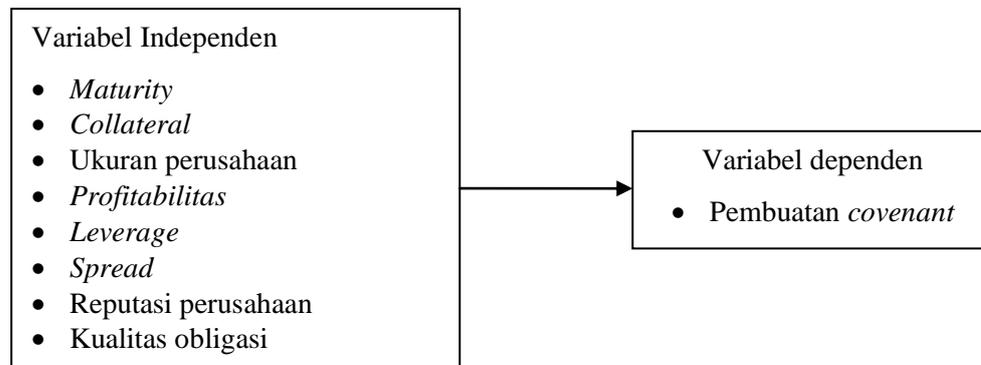
KAJIAN PUSTAKA, KERANGKA KONSEPTUAL, DAN HIPOTESIS

Teori Signal

Teori signal menunjukkan adanya asimetri informasi antara pihak manajemen perusahaan dan berbagai pihak yang berkepentingan, berkaitan dengan informasi yang dikeluarkan tersebut. Asimetri informasi dapat terjadi diantara dua kondisi yaitu perbedaan informasi yang kecil sehingga tidak mempengaruhi manajemen, atau perbedaan yang sangat signifikan sehingga dapat berpengaruh terhadap manajemen dan peringkat obligasi (Sartono, 2002). Asimetri informasi muncul karena adanya salah satu pihak yang mempunyai informasi lebih baik, misalnya seorang manajer yang mengetahui informasi mengenai prospek perusahaan yang lebih baik dibandingkan dengan para investornya.

Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas atau kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak. Salah satu sinyal tersebut ditunjukkan dengan peringkat obligasi. Investor maupun kreditur dapat mengetahui kondisi perusahaan dari signal yang diberikan, signal yang ditunjukkan pada investasi obligasi adalah adanya peringkat obligasi.

Kerangka Konseptual dan Hipotesis Penelitian



Gambar 1. Kerangka Konseptual Penelitian

Berdasarkan kerangka konseptual pada gambar 2.1. di atas, maka hipotesis yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Pengaruh *maturity* terhadap pembuatan *covenant*

Maturity adalah tahun jatuh tempo obligasi dikurangi dengan tahun penerbitan (Inamura, 2009). Jatuh tempo (*maturity*) merupakan tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau nilai nominal obligasi yang dimilikinya (www.idx.co.id). Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun.

Penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Billet *et.al.* (2007) dan Frankel *et.al.* (2006), menemukan pengaruh negatif antara *maturity* utang dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham *et.al.* (2008), Sulistiani, dkk (2014) dan Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif. Kesepakatan dengan *maturity* yang panjang memberikan risiko kegagalan yang lebih besar, dan pemegang obligasi dapat mengurangi risiko ini dengan membuat lebih banyak *covenant*. Namun, batasan yang sangat ketat menghasilkan *opportunity cost* karena batasan tersebut tidak memberikan fleksibilitas jangka panjang yang cukup bagi perusahaan.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₁ : *maturity berpengaruh pada pembuatan covenant*

Pengaruh collateral terhadap pembuatan covenant

Collateral yang dimaksud disini adalah *asset collateral* yaitu rasio total asset tetap terhadap total asset (Begley dan Chamberlain, 2005 ; Siddiqi, 2007). Jaminan merupakan hal yang penting dalam suatu utang-piutang. Dalam penjanjian utang-piutang, jaminan atau agunan adalah aset pihak peminjam yang dijanjikan kepada pemberi pinjaman jika peminjam tidak dapat mengembalikan pinjaman tersebut. Jika peminjam gagal bayar, pihak pemberi pinjaman dapat memiliki agunan tersebut. Dalam pemingkatan kredit, jaminan sering menjadi faktor penting untuk meningkatkan nilai kredit perseorangan ataupun perusahaan.

Begley dan Chamberlain (2005) menggunakan variabel *collateral* dimana diasumsikan bahwa perusahaan dengan tingkat *collateral* yang tinggi akan memperkecil risiko *debt default* dan *corporate failure*. Hal senada juga diungkapkan oleh Hoshi, et. al. (1993) dalam Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014). Para peneliti tersebut menemukan pengaruh positif antara jaminan/agunan (*collateral*) dengan pembentukan *covenant*.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₂ : *collateral berpengaruh pada pembuatan covenant.*

Pengaruh ukuran perusahaan terhadap pembuatan covenant

Ukuran perusahaan adalah besar kecilnya perusahaan yang menerbitkan obligasi yang diproyeksi dengan logaritma natural total aset (Billet *et.al.*, 2007; Barath *et.al.*, 2007; Inamura, 2009). Menurut Sawir (2008), ukuran perusahaan dinyatakan sebagai determinan dari struktur keuangan dalam hampir setiap studi dan untuk sejumlah alasan berbeda: dapat menentukan tingkat kemudahan perusahaan memperoleh dana dari pasar modal, menentukan kekuatan tawar-menawar dalam kontrak keuangan dan ada kemungkinan pengaruh skala dalam biaya dan *return* membuat perusahaan yang lebih besar dapat memperoleh lebih banyak laba.

Penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham *et.al.* (2008), dan Moir dan Sudarsanam (2007) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Billet *et.al.* (2007), Frankel *et.al.* (2006), Barath *et.al.* (2007), Siddiqi (2007), serta Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani, dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel. Perusahaan besar lebih mungkin untuk terlibat dalam berbagai jenis bisnis yang kurang mungkin untuk gagal pada saat bersamaan dan perusahaan besar mungkin memiliki aset cukup yang dapat dijual untuk memenuhi.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₃ : *Ukuran perusahaan berpengaruh pada pembuatan covenant.*

Pengaruh profitabilitas terhadap pembuatan covenant

Tingkat profitabilitas perusahaan merupakan suatu indikator kesehatan suatu perusahaan (Moh'd, *et. al.*, 1998 dalam Haryono, 2005). Profitabilitas adalah kemampuan perusahaan menghasilkan laba (*profit*). Semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para investor untuk membeli obligasi perusahaan tersebut. Profitabilitas perusahaan merupakan hasil dari serangkaian proses dengan mengorbankan berbagai sumber daya. Profitabilitas dapat diukur melalui jumlah laba operasi, laba bersih, tingkat pengembalian investasi/aktiva, dan tingkat pengembalian ekuitas pemilik. Profitabilitas diukur salah satunya menggunakan rasio *Return on Investment* (ROI). ROI merupakan tingkat pengembalian investasi atas investasi perusahaan pada aktiva.

Penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et.al.* (2006), Graham *et.al.* (2008) dan Sulistiani, dkk (2014) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*,

sedangkan penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009) dan Billet *et.al.* (2007) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₄ : *Profitabilitas perusahaan berpengaruh pada pembuatan covenant.*

Pengaruh leverage terhadap pembuatan covenant

Leverage adalah ukuran rasio *leverage issuer*, yang diukur dengan rasio total utang/ total asset (Inamura, 2009; Begley dan Chamberlain, 2005 serta Graham *et.al.*, 2008). Perusahaan tidak memiliki kewajiban pelaporan keuangan tertentu terkait kondisi keuangan ini kecuali jika telah dipertimbangkan sebagai tanda kebangkrutan. Namun demikian, karena rasio utang terhadap total aset mencerminkan kesehatan perusahaan, maka perusahaan cenderung menahan *bad news* ini untuk dipublikasi.

Penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et.al.* (2006) dan Bharath *et.al.* (2007) menemukan pengaruh negatif antara *leverage* dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Begley dan Chamberlain (2005), Inamura (2009), Billet *et.al.* (2007), Mazumdar dan Sengupta (2005), Alcock *et.al.* (2008), dan Graham *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh serta Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut. Myers (1977) dalam Frankel dan Litov (2007), pemegang saham pada perusahaan yang berutang memiliki insentif untuk mentransfer kekayaan dari pemegang obligasi, bahkan dengan menolak proyek investasi dengan nilai sekarang yang positif.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₅ : *Leverage berpegaruh pada pembuatan covenant.*

Pengaruh spread terhadap pembuatan covenant

Tingkat bunga, yaitu tingkat bunga yang umum berlaku dalam masyarakat sebagai pembandingan kupon (bunga) obligasi. Menurut BES (2001) ada dua perhitungan *yield* obligasi: *current yield* dan *yield to maturity*. Di pasar obligasi, *credit spread* biasanya dihitung melihat selisih antara *yield* obligasi korporasi dengan *yield* obligasi pemerintah yang berjangka waktu sama (Susanto, 2010). Variabel *yield spread* dihitung dengan mengurangi YTM (*Yield to Maturity*) obligasi perusahaan sampel dengan YTM obligasi negara (pemerintah) yang berkesesuaian umur (Wijayanti, 2008). Ketika kita mempelajari determinan pemakaian *covenant* utang, kita harusnya memperhitungkan pengaruh simultan. Asquith *et al.* (2005) dan Beatty *et al.* (2002) menyatakan bahwa *lender* memakai *covenant* dan suku bunga sebagai alternatif untuk melindungi diri mereka sendiri.

Inamura (2009) menemukan pengaruh negatif antara suku bunga dan *covenant* setelah mengontrol untuk pengaruh simultan. Penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani, dkk (2014), Bharath *et.al.* (2007), Graham *et.al.* (2008) dan Alcock *et.al.* (2008), menemukan pengaruh positif antara *spread* dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₆ : *spread berpengaruh terhadap pembuatan covenant*

Pengaruh reputasi perusahaan terhadap pembuatan covenant

Fombrun (1996) dalam Rachman (2006) berpendapat bahwa reputasi perusahaan adalah pandangan atau persepsi atas perusahaan oleh orang-orang baik yang berada didalam maupun diluar perusahaan. Miles dan Covin (2000) serta Weiss *et. al.* (1999) dalam Rachman (2006) menyatakan bahwa reputasi perusahaan adalah pandangan publik atas suatu perusahaan yang dinilai baik atau tidak yang dipandang secara global atas hal-hal seperti keterbukaan, kualitas dan lainnya sehingga dapat dikatakan sebagai pandangan atas gerak langkah perusahaan. Perusahaan yang mempunyai reputasi baik mampu menimbulkan kepercayaan, keyakinan dan dukungan

daripada perusahaan yang mempunyai reputasi buruk (Dowling, 2004; Herbig, Milewicz dan Golden, 1994 dalam Rachman, 2006).

Begley dan Chamberlain (2005) serta Sulistiani, dkk (2014) menyatakan bahwa perusahaan yang secara teratur menerbitkan utang publik kemungkinan kecil menggunakan *covenant* dalam kontrak utangnya. Hasilnya bahwa reputasi perusahaan tidak berpengaruh pada pembentukan *covenant* pada periode pertama dan berpengaruh negatif pada dua periode terakhir. Jika perusahaan mempunyai reputasi yang baik tentunya pemegang obligasi akan lebih mempercayainya sehingga menetapkan *covenant* yang tidak terlalu ketat atau bahkan tidak sama sekali.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₇ : *Reputasi perusahaan berpengaruh pada pembuatan covenant.*

Pengaruh kualitas obligasi terhadap pembuatan covenant

Rating di Indonesia berkisar antara A, B, C dan D di mana masing-masing nilai memiliki 3 sub nilai kecuali D, yaitu AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D (www.idx.co.id). Peringkat obligasi adalah salah satu indikator penting mengenai kualitas kredit perusahaan (Baker dan Mansi, 2001). Sedangkan menurut Galil (2003) peringkat adalah pendapat mengenai *creditworthiness* dari obligor mengenai sekuritas utang tertentu.

Siddiqi (2007) meneliti determinan dari sumber utang perusahaan dan menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik terbukti dengan rating yang tinggi lebih cocok menggunakan kontrak utang publik sedangkan perusahaan dengan kualitas rendah lebih memilih untuk utang ke bank. Mariano dan Tribo (2009), Billet et.al. (2007), dan Chatterge (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik berpengaruh pada pembentukan *covenants*. Penelitian yang dilakukan oleh Frankel et.al. (2006) dan Alcock et.al. (2008) menemukan pengaruh negatif antara kualitas obligasi dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Bharath et.al (2007) dan Suliastiani, dkk (2014) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

Berdasarkan pemaparan di atas, baik secara teoritis maupun empiris maka hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

H₈ : *Kualitas obligasi berpengaruh pada pembuatan covenant.*

METODE PENELITIAN

Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini adalah *eksplanatory*. Penelitian eksplanatori (*explanatory research*) adalah untuk menguji hipotesis antar variabel yang dihipotesiskan. Hipotesis itu sendiri menggambarkan hubungan antara dua variabel, untuk mengetahui apakah suatu variabel berasosiasi ataukah tidak dengan variabel lainnya, atau apakah variabel disebabkan atau dipengaruhi atau tidak oleh variabel lainnya (Sugiyono, 2011:21).

Populasi dan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang masuk indeks Kompas 100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dan masih beredar per 31 Desember 2016. Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang masuk indeks Kompas 100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia pada tahun 2014-2016. Teknik pengambilan sampel dilakukan secara *non probability sampling* yaitu *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu (Sugiyono, 2011:85). Kriteria tersebut antara lain:

1. Perusahaan yang konsisten masuk indeks Kompas 100 selama tahun 2014-2016 dan yang menerbitkan obligasi telah terdaftar di Bursa Efek Indonesia berdasarkan situs resmi BEI (www.idx.co.id) mulai tahun 2012, karena penelitian ini memerlukan data 1 dan 2 tahun sebelum obligasi diterbitkan.
2. Obligasi diterbitkan secara konsisten pada periode 2014-2016.
3. Data obligasi dan laporan keuangan tersaji lengkap mulai 2 tahun sebelum periode dan saat penelitian (tahun 2012-2016).
4. Obligasi bukan merupakan obligasi syariah (sukuk ijarah).

5. Obligasi bukan merupakan obligasi subordinasi.
6. Obligasi memiliki suku bunga tetap.
7. Laporan keuangan menggunakan mata uang rupiah.

Jenis dan Sumber Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersifat kuantitatif. Data sekunder yang dimaksud dapat berbentuk laporan tahunan dan laporan keuangan dan dokumen-dokumen terkait lainnya. Data untuk penelitian ini diperoleh dari *Indonesia Market Capital Direktory (ICMD)* dan website BEI (www.idx.co.id). Metode dokumentasi merupakan metode pengumpulan data-data sekunder yaitu berasal dari sumber yang ada. Data sekunder pada penelitian ini dapat diperoleh dengan mengakses website www.idx.co.id. Dan www.sahamok.com

Indikator Variabel

Tabel 1. Indikator Variabel

No	Variabel	Keterangan	Pengukuran
1	Variabel Dependen AB	<i>Accounting Covenant</i> Based	Varibel dummmy dimana, 1= jika kontrak utang menggunakan batasan-batasan akuntansi (<i>accounting based covenant</i>), 0= jika tidak
2	Variabel Independen 1. M 2. Cl 3. FS 4. Pr 5. Lev 6. Sp 7. Rep 8. Q	<i>Maturity</i> <i>Collateral</i> <i>Firm size</i> <i>Rasio Profitabilitas</i> <i>Leverage</i> Suku bunga obligasi Reputasi Kualitas obligasi	diukur dengan periode tahun penerbitan obligasi sampai dengan waktu pelunasan pokok pinjaman diukur dengan aktiva tetap bersih dibagi dengan total asset. log natural total aset perusahaan diukur dengan laba bersih dibagi dengan total penjualan. diukur dengan total utang dibagi total asset diukur dengan menghitung suku bunga obligasi – suku bunga obligasi pemerintah (dalam hal ini suku bunga IGBX). variabel dummy, 1= jika perusahaan menerbitkan lebih dari satu obligasi selama periode pengamatan, 0= jika tidak. diukur dengan menggunakan skala ordinal 1 sampai dengan 9 dari rating obligasi tertinggi AAA sampai dengan D untuk rating terakhir obligasi sebelum obligasi yang diteliti diterbitkan, sedangkan untuk obligasi perdana menggunakan pengumuman rating yang pertama kali sebelum pengumuman penerbitan obligasi.

Sumber : data diolah (2017)

Rancangan Model dan Teknik Analisis Data

Model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah :

$$AB_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 M_{it} + \alpha_2 Cl_{it} + \alpha_3 FS_{it} + \alpha_4 Pr_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 Sp_{it} + \alpha_7 Rep_{it} + \alpha_8 Q_{sit} + \epsilon_{it}$$

Data dalam penelitian ini akan diolah dengan bantuan program *Eviews version 7.1*. Teknis analisis dalam penelitian ini meliputi analisis statistik deskriptif, pengolahan data dengan memilih model regresi data panel, uji asumsi model dan uji statistik model.

PEMBAHASAN

Hasil Analisis Data Panel

Berdasarkan spesifikasi model yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya, model yang digunakan dalam penelitian ini adalah menggunakan data panel yaitu gabungan antara data *cross section* (perusahaan) dan data *time series* (tahun). Data panel ini diestimasi dengan menggunakan

tiga asumsi, yaitu : Pendekatan *Common Effect (Pooled Least Square)*, pendekatan *Fixed Effect (FEM)*, dan pendekatan *Random Effect (REM)*.

Hasil Estimasi Model

Dalam penelitian ini, untuk menganalisis determinan *Accounting Based Covenant (AB)* maka model yang diestimasi dalam penelitian ini yaitu :

$$Y = C(1)*M + C(2)*Cl + C(3)*Fs + C(4)*Pr + C(5)*Lev + C(6)*Sp + C(7)*Rep + C(8)*Q + e$$

Model ini diestimasi menggunakan 3 tahun waktu observasi, yaitu dari tahun 2014 sampai dengan tahun 2016. Model estimasi yang digunakan didasarkan pada hasil Uji Hausman adalah data panel dengan menggunakan pendekatan *Fixed Effect* dengan hasil regresi pada tabel 2 berikut ini :

Tabel 2. Hasil Regresi Model Terbaik (*Fixed Effect*)

Dependent Variable: <i>Accounting Based Covenant (AB)</i>				
Method: Panel Least Squares				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.000	1.61	6.23	0.0000
M	3.17	8.12	0.390	0.6973
Cl	1.63	4.91	3.323	0.0012
Fs	2.12	4.08	0.520	0.6045
Pr	-3.75	5.79	-0.648	0.5181
Lev	-9.82	7.05	-1.392	0.1670
Sp	2.73	1.02	2.670	0.0088
Rep	1.48	1.06	-3.375	0.0010
Q	-7.28	1.48	9.955	0.0000
R-squared	-	Prob(F-statistic)		0.000

Sumber: data sekunder diolah, 2017

Berdasarkan hasil output dari model terpilih yaitu *Random Effect* tersebut, didapatkan persamaan regresi sebagai berikut:

$$AB = 1.000 + 3.17*M + 1.63*Cl + 2.12*Fs - 3.75*Pr - 9.82*Lev + 2.73*Sp + 1.48*Rep - 7.28*Q + e$$

Dari persamaan regresi diatas dapat dijelaskan bahwa nilai konstanta yang didapatkan adalah sebesar 1.000 artinya ketika variabel-variabel independen bernilai nol, maka koefisien regresi variabel AB adalah sebesar 1.000. Dari persamaan regresi juga didapatkan koefisien regresi untuk variabel M sebesar -3.17, variabel Cl sebesar 1.63, variabel Fs sebesar 2.12, variabel Pr sebesar -3.75, variabel lev sebesar -9.82, variabel Sp sebesar 2.73, variabel Rep sebesar 1.48, dan variabel Q sebesar -7.28, sehingga jika masing-masing variabel independen meningkat,

Interpretasi Hasil Penelitian

Berdasarkan penelitian yang telah dilakukan, diperoleh hasil penelitian yang didasarkan pada hasil pengolahan data yang terkait dengan judul penelitian yaitu determinan perjanjian utang berbasis akuntansi (*accounting - based covenant*) pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar indeks Kompas 100 selama tahun 2014-2016. Maka dari hasil penelitian terdapat beberapa hal yang perlu dibahas atau dijelaskan yaitu sebagai berikut:

Maturity (M) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis pertama yaitu *maturity* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 1 (H1) ditolak. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *maturity* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Atau dengan kata lain bahwa semakin lama jangka waktu obligasinya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Semakin lama jangka waktu obligasi maka akan semakin tidak diminati oleh investor, karena dianggap risikonya besar. Ataupun sebaliknya semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena dianggap risikonya kecil.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk maturity perusahaan Kompas 100 sebesar 4,921 tahun, hal ini berarti bahwa rata-rata periode tahun penerbitan obligasi sampai dengan waktu pelunasan pokok pinjaman cukup panjang. Kesepakatan dengan *maturity* yang panjang memberikan risiko kegagalan yang lebih besar, dan pemegang obligasi dapat mengurangi risiko ini dengan membuat lebih banyak *covenant*. Namun, batasan yang sangat ketat menghasilkan *opportunity cost* karena batasan tersebut tidak memberikan fleksibilitas jangka panjang yang cukup bagi perusahaan.

Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian risiko obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Billet *et.al.* (2007) dan Frankel *et.al.* (2006), menemukan pengaruh negatif antara *maturity* utang dengan pembuatan *covenant*. Dan hasil penelitian ini tidak konsisten dengan yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham *et.al.* (2008), Sulistiani, dkk (2014) dan Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

Collateral (CI) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis kedua yaitu *collateral* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 2 (H2) diterima. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *collateral* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin besar jaminan obligasinya maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Jaminan merupakan hal yang penting dalam suatu utang-piutang. Dalam penjaminan utang-piutang, jaminan atau agunan adalah aset pihak peminjam yang dijanjikan kepada pemberi pinjaman jika peminjam tidak dapat mengembalikan pinjaman tersebut. Jika peminjam gagal bayar, pihak pemberi pinjaman dapat memiliki agunan tersebut. Dalam pemerinkatan kredit, jaminan sering menjadi faktor penting untuk meningkatkan nilai kredit perseorangan ataupun perusahaan.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk *collateral* perusahaan Kompas 100 sebesar 48%, hal ini berarti bahwa rata-rata jaminan yang dipakai dalam penerbitan obligasi cukup besar. Begley dan Chamberlain (2005) menggunakan variabel *collateral* dimana diasumsikan bahwa perusahaan dengan tingkat *collateral* yang tinggi akan memperkecil risiko *debt default* dan *corporate failure*.

Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian risiko obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan Begley dan Chamberlain (2005). Hal senada juga diungkapkan oleh Hoshi, *et. al.* (1993) dalam Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014). Para peneliti tersebut menemukan pengaruh positif antara jaminan/agunan (*collateral*) dengan pembentukan *covenant*.

Firm Size (Fs) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis ketiga yaitu *firm size* berpengaruh positif dan tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 3 (H3) ditolak. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *firm size* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Atau dengan kata lain bahwa semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Perusahaan yang memiliki total aktiva besar menunjukkan bahwa perusahaan tersebut telah mencapai tahap kedewasaan dimana dalam tahap ini arus kas perusahaan sudah positif dan

dianggap memiliki prospek yang baik dalam jangka waktu yang relative lama, selain itu juga mencerminkan bahwa perusahaan relative lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total asset yang kecil. Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk *firm size* perusahaan Kompas 100 sebesar 14,63. Hal ini berarti bahwa rata-rata ukuran perusahaan yang menerbitkan obligasi relative lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total asset yang kecil.

Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa ukuran perusahaan yang menerbitkan obligasi relative lebih stabil dan lebih mampu menghasilkan laba dibanding perusahaan dengan total asset yang kecil. Pemberian informasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan yang dilakukan oleh Inamura (2009), Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham *et.al.* (2008), dan Moir dan Sudarsanam (2007) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*. Dan tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Billet *et.al.* (2007), Frankel *et.al.* (2006), Barath *et.al.* (2007), Siddiqi (2007), serta Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif serta penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani,dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel.

Profitabilitas (Pr) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis keempat yaitu *profitabilitas* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 4 (H4) ditolak. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *profitabilitas* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi labanya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Atau sebaliknya semakin kecil labanya maka akan semakin besar menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai minimum -0,078, hal ini berarti perusahaan Kompas 100 yang menerbitkan obligasi dalam hal kemampuan menghasilkan laba ada yang mengalami kerugian. Tetapi tidak konsisten dengan teori signal yang mengemukakan semakin tinggi profitabilitas perusahaan akan menyebabkan ketertarikan para investor untuk membeli obligasi perusahaan tersebut. Profitabilitas perusahaan merupakan hasil dari serangkaian proses dengan mengorbankan berbagai sumber daya.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et.al.* (2006), Graham *et.al.* (2008) dan Sulistiani, dkk (2014) menemukan pengaruh negatif antara ukuran perusahaan dengan pembuatan *covenant*, serta penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009) dan Billet *et.al.* (2007) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Leverage (Lev) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis kelima yaitu *leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 5 (H5) ditolak. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *leverage* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi hutangnya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Atau sebaliknya semakin rendah hutangnya maka akan tinggi dalam menggunakan *accounting based covenant*. Perusahaan tidak memiliki kewajiban pelaporan keuangan tertentu terkait kondisi keuangan ini kecuali jika telah dipertimbangkan sebagai tanda kebangkrutan. Namun demikian, karena rasio utang terhadap total aset mencerminkan kesehatan perusahaan, maka perusahaan cenderung menahan *bad news* ini untuk dipublikasi.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk *leverage* perusahaan Kompas 100 sebesar 0,576, hal ini berarti bahwa rata-rata tingkat hutang perusahaan Kompas 100 yang menerbitkan obligasi dalam melakukan pembiayaan

cukup tinggi sebesar 57,6%. Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian risiko obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et.al.* (2006) dan Bharath *et.al.* (2007) menemukan pengaruh negatif antara *leverage* dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Begley dan Chamberlain (2005), Inamura (2009), Billet *et.al.* (2007), Mazumdar dan Sengupta (2005), Alcock *et.al.* (2008), dan Graham *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif, sedangkan penelitian yang dilakukan oleh serta Siddiqi (2007) dan Sulistiani, dkk (2014) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut. Myers (1977) dalam Frankel dan Litov (2007), pemegang saham pada perusahaan yang berutang memiliki insentif untuk mentransfer kekayaan dari pemegang obligasi, bahkan dengan menolak proyek investasi dengan nilai sekarang yang positif.

Hasil penelitian ini konsisten dengan penelitian yang dilakukan oleh Inamura (2009), Billet *et.al.* (2007) dan Frankel *et.al.* (2006), menemukan pengaruh negatif antara *maturity* utang dengan pembuatan *covenant*. Dan hasil penelitian ini tidak konsisten dengan yang dilakukan oleh Mazumdar dan Sengupta (2005), Graham *et.al.* (2008), Sulistiani, dkk (2014) dan Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

Spread (Sp) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis keenam yaitu *spread* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 6 (H6) diterima. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *spread* pada perusahaan kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi tingkat bunga obligasinya maka semakin tinggi perusahaan kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Pada umumnya, semakin panjang waktunya maka akan semakin tinggi tingkat bunga yang ditawarkan untuk menutupi resiko tambahan yang dikarenakan jangka waktu investasi yang sangat panjang. Hubungan antara tingkat suku bunga yang dibayarkan suatu obligasi (jangka pendek maupun jangka panjang) dengan tanggal atau tahun jatuh temponya disebut kurva hasil (*Yield Curve*). *Yield* adalah apa yang sebenarnya investor dapatkan dari hasil menanamkan uangnya pada obligasi. Kebanyakan kolom obligasi menyatakan *yield* saat ini (*current*) dalam presentase. Para investor menggunakan *current yield* untuk membandingkan nilai relatif suatu obligasi.

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk *spread* perusahaan kompas 100 sebesar 0,728, hal ini berarti bahwa rata-rata selisih tingkat suku bunga yang dipakai dalam penerbitan obligasi dibandingkan tingkat suku bunga pemerintah cukup besar sebesar 0,728 %. Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian risiko obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Hasil penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Sulistiani, dkk (2014), Bharath *et.al.* (2007), Graham *et.al.* (2008) dan Alcock *et.al.* (2008), menemukan pengaruh positif antara *spread* dengan pembuatan *covenant*. Dan tidak konsisten dengan hasil penelitian Inamura (2009) menemukan pengaruh negatif antara suku bunga dan *covenant* setelah mengontrol untuk pengaruh simultan dan Mazumdar dan Sengupta (2005) tidak menemukan adanya pengaruh antara kedua variabel tersebut.

Reputasi (Rep) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis ketujuh yaitu reputasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 7 (H7) diterima. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi reputasi pada perusahaan kompas 100, maka *accounting based covenant*

semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi reputasi perusahaan maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Reputasi perusahaan adalah pandangan publik atas suatu perusahaan yang dinilai baik atau tidak yang dipandang secara global atas hal-hal seperti keterbukaan, kualitas dan lainnya sehingga dapat dikatakan sebagai pandangan atas gerak langkah perusahaan. Perusahaan yang mempunyai reputasi baik mampu menimbulkan kepercayaan, keyakinan dan dukungan daripada perusahaan yang mempunyai reputasi buruk (Dowling, 2004; Herbig, Milewicz dan Golden, 1994 dalam Rachman, 2006).

Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk reputasi perusahaan Kompas 100 sebesar 0,974, hal ini berarti bahwa rata-rata obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan Kompas 100 lebih dari satu. Jika perusahaan mempunyai reputasi yang baik tentunya pemegang obligasi akan lebih mempercayainya sehingga menetapkan *covenant* yang tidak terlalu ketat atau bahkan tidak sama sekali.

Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian risiko obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kondisi obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Hasil penelitian ini tidak konsisten dengan penelitian Begley dan Chamberlain (2005) serta Sulistiani, dkk (2014) menyatakan bahwa perusahaan yang secara teratur menerbitkan utang publik kemungkinan kecil menggunakan *covenant* dalam kontrak utangnya. Hasilnya bahwa reputasi perusahaan tidak berpengaruh pada pembentukan *covenant* pada periode pertama dan berpengaruh negatif pada dua periode terakhir.

Qualitas (Q) terhadap Accounting Based Covenant (AB)

Pengujian hipotesis kedelapan yaitu *qualitas* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Dengan demikian hipotesis 8 (H1) diterima. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *qualitas* obligasi pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin berkualitas obligasinya maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Hasil penelitian ini diperkuat dengan uji statistik deskriptif yang menunjukkan bahwa nilai rata-rata untuk kualitas obligasi perusahaan Kompas 100 sebesar 7,254, hal ini berarti bahwa rata-rata kualitas obligasi yang dimiliki oleh perusahaan Kompas 100 obligasi sudah berkualitas dengan grade A.

Teori signal mengemukakan bagaimana seharusnya perusahaan memberikan signal pada pengguna laporan keuangan. Informasi berupa pemberian kualitas obligasi yang dipublikasikan diharapkan dapat menjadi signal kondisi keuangan perusahaan dan menggambarkan kemungkinan yang terjadi terkait dengan utang yang dimiliki. Untuk itu dengan teori signal diharapkan manajemen memberikan sinyal berupa informasi mengenai kualitas obligasi, apakah obligasi berpotensi gagal bayar atau tidak.

Penelitian ini konsisten dengan hasil penelitian Siddiqi (2007) meneliti determinan dari sumber utang perusahaan dan menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik terbukti dengan rating yang tinggi lebih cocok menggunakan kontrak utang publik sedangkan perusahaan dengan kualitas rendah lebih memilih untuk utang ke bank dan penelitian Mariano dan Tribo (2009), Billet *et.al.* (2007), dan Chatterge (2006) menemukan bahwa perusahaan dengan kualitas yang baik berpengaruh pada pembentukan *covenants*. Dan tidak konsisten dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Frankel *et.al.* (2006) dan Alcock *et.al.* (2008) menemukan pengaruh negatif antara kualitas obligasi dengan pembuatan *covenant*. Penelitian lain yang dilakukan oleh Bharath *et.al* (2007) dan Suliastiani, dkk (2014) menemukan pengaruh dengan arah kebalikannya yaitu pengaruh positif.

SIMPULAN, KETERBATASAN, SARAN

Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dijelaskan dari bab sebelumnya, maka dapat diambil kesimpulan yaitu :

1. *Maturity* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*, semakin tinggi *maturity* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah, semakin lama jangka waktu obligasinya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Semakin lama jangka waktu obligasi maka akan semakin tidak diminati oleh investor, karena dianggap risikonya besar. Atau sebaliknya semakin pendek jangka waktu obligasi maka akan semakin diminati oleh investor, karena dianggap risikonya kecil.
2. *Collateral* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *collateral* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Semakin tinggi jaminan obligasinya maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.
3. *Firm size* berpengaruh positif namun tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *firm size* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Semakin besar ukuran perusahaan maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.
4. *Profitabilitas* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *profitabilitas* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Semakin tinggi labanya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Sebaliknya semakin kecil labanya maka akan semakin besar menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.
5. *Leverage* berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *leverage* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin rendah. Semakin tinggi hutangnya maka semakin rendah perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi. Atau sebaliknya semakin rendah hutangnya maka akan tinggi dalam menggunakan *accounting based covenant*.
6. *Spread* berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *spread* pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi tingkat bunga obligasinya maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.
7. Reputasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi reputasi pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin tinggi reputasi perusahaan maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.
8. *Qualitas* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *accounting based covenant*. Hal ini menandakan bahwa semakin tinggi *qualitas* obligasi pada perusahaan Kompas 100, maka *accounting based covenant* semakin tinggi. Atau dengan kata lain bahwa semakin berkualitas obligasinya maka semakin tinggi perusahaan Kompas 100 dalam menggunakan batasan-batasan akuntansi dalam menerbitkan obligasi.

Keterbatasan dan Saran

Beberapa keterbatasan dalam penelitian ini dapat memberi arah bagi penelitian mendatang, antara lain :

1. Penelitian ini menggunakan sampel hanya pada perusahaan Kompas 100 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia periode 2014-2016, dengan jumlah sampel yang relatif kecil yaitu 38

perusahaan. Oleh karena itu bagi peneliti yang selanjutnya sebaiknya dilakukan pada perusahaan yang berbeda, seperti seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, untuk menguji variabel yang mempengaruhi *accounting based covenant*. Dengan menggunakan sampel perusahaan yang lebih banyak dan rentang waktu yang lebih lama agar hasil pengujian lebih akurat.

2. Variabel independen yang digunakan dalam penelitian ini hanya menggunakan delapan variabel, sebaiknya menambahkan variabel-variabel independen lainnya yang memiliki pengaruh terhadap *accounting based covenant*. Seperti variabel *materialitas* dan variabel lainnya.

DAFTAR PUSTAKA

- Alcock, J., Finn, F. dan Tan, JK. 2008. Debt covenant, agency cost and debt maturity, *Working Paper of University of Quinnisland*, 1-33
- Almilia, L.S. dan V. Devi. 2007. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Prediksi Peringkat Obligasi pada Perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Seminar Nasional Manajemen SMART. Universitas Kristen Maranatha Bandung*.
- Asquith, P., Beatty dan J. Weber. 2005. Performance pricing in bank debt contracts, *Journal of Accounting & Economics*, 40 (1-3):101-128.
- Bharath, ST., Sunder, J. dan Sunder, SV. 2008. Accounting quality and debt contracting, *The Accounting Review*, 83(1), 1-28.
- Begley, J. dan S. Chamberlain. 2005. The use of debt covenant in public debt : the role of accounting quality and reputation, *Working Paper University of British Columbia*, 20 februari.
- Billet, M.T., T.D. King, dan D.C. Mauer. 2007. Growth opportunities and the choice of leverage, debt maturity and covenants, *The Journal of Finance*, 62(2), 697-730.
- Chatterge, R.A. 2006. Performance pricing and covenants in debt contracts in the UK, *European Accounting Association Congress*, Juli, 1-24
- Darmadji, T dan F. Hendry . 2008. Pasar Modal di Indonesia Pendekatan Tanya Jawab, Edisi kedua, Salemba Empat, Jakarta.
- Frankel, R., Seethamraju, C. dan Zach T. 2006. GAAP Goodwill dan debt contracting efficiency: evidence from net worth covenants, *Olin School of Business Working Paper*, 1-36
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program IBM SPSS 19 (edisi kelima.)* Semarang: Universitas Diponegoro.
- Graham, J.R., S. Li dan J. Qiu. 2008. Corporate misreporting and bank loan contracting , *Journal of Financial Economics*, 89(1), 44-61.
- Hall S.C. dan L.S. Swinney. 2004. Accounting policy change and debt contracts, *Management Research Views*, Vol. 27 No. 7, 34-48
- Haryono, Slamet. 2005. Struktur kepemilikan dalam bingkai teori keagenan, *Jurnal Akuntansi & Bisnis*, Vol 5, No. 1, 63-71.
- Hasibuan, Malayu S.P. 2009. *Manajemen: Dasar, Pengertian, dan Masalah Edisi Revisi* . Jakarta : Bumi Aksara.
- Hulwati, 2004. Obligasi Syariah Di Malaysia: Legitimasi Kontrak Bay AL Inah dan Bay Al-Dayn, *Simposium Nasional Sistem Ekonomi Islam II*, h. 235-248.
- Inamura, Y. 2009. The determinants of accounting-based covenants in public debt contracts, *Journal of international Business Research*, 8(2), 1-15.
- Mariano, B. dan J.A. Tribo. 2009. Debt covenant and corporate investment, *University Carlos III of Madrid Working Paper Series*.
- Mazumdar S.C. dan P. Sengupta. 2005. Disclosure and the loan spread on private debt, *Financial Analysis Journal*, 61(3), 83-95

- Moir, L. dan S. Sudarsanam. 2007. Determinants of financial covenants and pricing of debt in private debt contracts : the UK evidence, *Accounting and Business Research*, 37(2), 151-166.
- Raharja dan M. P. Sari. 2008. Kemampuan Rasio Keuangan dalam memprediksi Peringkat Obligasi (PT Kasnic Credit Rating). *Jurnal Maksi*. 8(2).
- Rachman. 2006. Skripsi Universitas Kristen Petra, www.wikipedia.org, diunduh 27 september 2010.
- Sartono, A. 2002. *Manajemen Keuangan Teori dan Aplikasi*, Edisi keempat. Yogyakarta: BPF.
- Sawir, Agnes 2008. Kebijakan Pendanaan dan Restrukturisasi Perusahaan. Jakarta: Pt Gramedia Pustaka Utama.
- Schimdt, K.M. 2006. The economics of covenants as a means of efficient creditor protection, *European Business Organization Law Review*, 7:89-94.
- Siddiqi, N.A. 2007. *The determinants of private debt source*, *Research in Finance*, ISSN, vol 23, 245-278.
- Sugiyono. 2011. Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D. Bandung: Alfabeta.
- Sulistiani, dkk. 2014. Faktor-faktor yang mempengaruhi perjanjian utang berbasis akuntansi (*accounting - based covenant*) pada obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia. SNA XVII Lombok.
- Wijayanti, Arum. 2008. Faktor-faktor yang mempengaruhi yield spread obligasi yang tercatat di Bursa Efek Surabaya periode 2001-2005, www.lib.unair.ac.id.

www.bisnis.com

www.idx.co.id

www.sahamok.com