



ANALISIS PENGARUH OPINI AUDIT BPK TERHADAP TINGKAT IMBAL HASIL (YIELD) SURAT BERHARGA NEGARA

Widha Adinata*

Direktorat Jenderal Perbendaharaan, Kementerian Keuangan, Jakarta
widhaadinata@gmail.com

Mei Ling

Direktorat Jenderal Perbendaharaan, Kementerian Keuangan, Jakarta
elinetj@gmail.com

Alamat Korespondensi: widhaadinata@gmail.com

ABSTRACT

The Indonesian government has prepared LKPP since fiscal year of 2004, and for the first time obtained an unqualified opinion since fiscal year of 2016. With improvement of audit opinions, it is crucial to study the impact of audit opinions on various economic indicators, including SBN yield, in order to build a sound government financial management that supports inclusive economic growth. This paper analyzes the effect of BPK's audit opinion on SBN yield, with two approaches: Financial market reaction with signaling theory and multiple linear regression. Based on the first approach, the analysis shows that SBN yield is influenced by the level of LKPP audit opinion. It shows that there is a "before and after" correlation of reactions to the announcement of the unqualified audit opinion, on the other hand, there is no significant difference on qualified and disclaimer audit opinions. The second approach using multiple linear regression shows that audit opinions have negative correlation and significant effects on SBN yield, in addition to inflation, exchange rates, and US Treasury yield. A good level of audit opinion will affect the level of confidence of both domestic and foreign investors in buying government bonds and will likely reduce SBN yield.

Keywords: Audit Opinion, LKPP, Yield SBN

ABSTRAK

Pemerintah menyusun LKPP sejak tahun 2004 dan pertama kali memperoleh opini WTP sejak tahun 2016. Dengan perolehan opini laporan keuangan yang semakin baik, pengaruh opini audit terhadap berbagai indikator perekonomian, termasuk *yield* SBN, menjadi hal yang penting untuk diteliti dalam rangka membangun pengelolaan keuangan negara yang mendukung pertumbuhan ekonomi yang inklusif. Penelitian ini melakukan analisis pengaruh opini audit Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) terhadap *yield* SBN melalui dua pendekatan yaitu pendekatan reaksi pasar keuangan (*signaling theory*) dan pendekatan regresi linear berganda. Berdasarkan analisis pertama, terdapat korelasi reaksi "sebelum dan setelah" pengumuman opini WTP, sedangkan pada saat pengumuman opini WDP dan TMP tidak menunjukkan reaksi yang signifikan. Pengujian pendekatan kedua dengan regresi linear berganda terhadap data triwulanan atas seluruh variabel dependen dan independen, opini audit LKPP berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *yield* SBN, bersama variabel inflasi, kurs nilai tukar dan *yield* US Treasury. Berdasarkan hasil analisis tersebut dapat disimpulkan bahwa tingkat opini audit yang baik akan memengaruhi tingkat kepercayaan investor baik dalam negeri maupun asing dalam membeli SBN, sehingga pada akhirnya dapat menurunkan *yield* SBN.

Kata kunci: Opini Audit, LKPP, *Yield* SBN

KLASIFIKASI JEL:

M41, M42, E43

CARA MENGUTIP:

Adinata, W. & Ling, M. (2022) Analisis pengaruh opini audit BPK terhadap tingkat imbal hasil (*yield*) SBN. *Indonesian Treasury Review: Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara dan Kebijakan Publik*, 7(4), 329-346.

PENDAHULUAN

Pemerintah telah menyusun Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP) sejak tahun 2004. LKPP merupakan salah satu perwujudan nyata dari penerapan transparansi dan akuntabilitas pengelolaan keuangan yang relevan dan andal, serta disusun berdasarkan Standar Akuntansi Pemerintahan (SAP) dan sistem akuntansi yang menyediakan prosedur pemrosesan transaksi sampai menjadi laporan keuangan. Menurut Grimmelikhuijsen et al. (2020) transparansi akan memberikan efek yang mampu bertahan lama terhadap kepercayaan publik atas kebijakan suatu institusi pemerintahan. LKPP merupakan cerminan dari pengelolaan keuangan negara. Banyak informasi keuangan yang dapat diperoleh dan dimanfaatkan para pengguna (*stakeholders*), baik masyarakat, para legislator, lembaga pemeriksaan, lembaga pengawasan, pemberi pinjaman, pihak donor, para investor, manajemen pemerintahan, dan lain - lain.

Guna memberi keyakinan memadai (*reasonable assurance*) bahwa laporan keuangan pemerintah telah disajikan dengan wajar dan mencakup seluruh hal-hal material berdasarkan ketentuan dalam standar akuntansi pemerintahan, auditor dalam hal ini Badan Pemeriksa Keuangan (BPK) melaksanakan pemeriksaan terhadap laporan keuangan termasuk LKPP. Hal ini merupakan amanat pasal 23 ayat (5) Undang-Undang Dasar (UUD) Tahun 1945, bahwa BPK bertugas untuk memeriksa pengelolaan dan tanggung jawab tentang keuangan negara. Selanjutnya BPK akan memberikan pendapat/opini berdasarkan hasil pemeriksaan.

Untuk mendapatkan pendapat/opini tertinggi dalam pemeriksaan laporan keuangan bukan merupakan suatu hal yang mudah. Dalam perjalanannya, di awal penyusunan LKPP yaitu tahun 2004, BPK memberikan opini audit Tidak Memberikan Pendapat/TMP (*disclaimer*) dan pada LKPP tahun 2009 meningkat menjadi opini audit Wajar Dengan Pengecualian/WDP (*qualified*). Sehingga di tahun-tahun berikutnya pemerintah terus berupaya melakukan perbaikan dalam sistem pengelolaan keuangan negara. Akhirnya, pada LKPP tahun 2016 untuk pertama kalinya pemerintah berhasil meraih opini audit Wajar Tanpa Pengecualian/WTP (*unqualified*) dari BPK. Opini audit WTP tersebut juga berhasil dipertahankan sampai saat ini.

Dengan proses yang panjang serta kerja keras dalam memperoleh dan mempertahankan capaian opini audit tertinggi tersebut, tentunya akan sangat bermanfaat dalam pengambilan kebijakan jika dapat diketahui sejauh mana pengaruh opini audit LKPP tersebut terhadap berbagai indikator

PENERAPAN DALAM PRAKTIK

1. Masyarakat telah memiliki ekspektasi yang tinggi pada pengelolaan keuangan negara yang akuntabel yaitu pada level opini WTP.
2. Opini audit yang diumumkan dengan hasil yang lebih baik akan meningkatkan tingkat kepercayaan publik, sehingga dapat menarik minat investor untuk membeli SBN serta menurunkan *yield* Surat Berharga Negara (SBN).
3. Opini Audit LKPP berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *yield* SBN. Artinya, opini audit LKPP yang semakin baik mampu membuat efisiensi anggaran melalui *yield* SBN yang lebih rendah.
4. Saat pengumuman Laporan Hasil Pemeriksaan (LHP) BPK atas laporan keuangan auditan dengan opini WTP dapat menjadi alternatif waktu yang baik untuk penerbitan SBN terutama SBN non reguler jenis tertentu.

perekonomian khususnya *yield* SBN. Hal tersebut melatarbelakangi dan menjadi fondasi awal dari kerangka pikir dalam penelitian ini.

Menteri Keuangan, Ibu Sri Mulyani dalam keterangannya di www.kemenkeu.go.id pada 14 September 2017 pernah menyampaikan bahwa peningkatan jumlah opini WTP juga meningkatkan kepercayaan publik.

"Pengelolaan keuangan Indonesia telah sejajar atau bahkan lebih maju dari beberapa anggota negara G20. Hal ini tentu akan menciptakan iklim usaha atau investasi yang positif seiring dengan meningkatnya kepercayaan publik dan internasional kepada pemerintah Indonesia termasuk para investor baik dari dalam negeri maupun luar negeri. Kondisi ini, selanjutnya tentu diharapkan dapat mendorong percepatan pembangunan nasional, terutama untuk membangun sektor-sektor prioritas".

Keterangan Ibu Menteri Keuangan ini juga memberikan sinyal bahwa opini audit WTP juga

Grafik 1. *Yield* SBN 10Y Periode 2007 – 2020 per Jenis Opini Audit LKPP



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

dapat berdampak baik terhadap indikator ekonomi makro lainnya, salah satunya *yield* SBN.

Untuk melihat keterkaitan antara opini audit LKPP dan *yield* SBN, visualisasi *yield* SBN 10Y pada Grafik 1 dipetakan berdasarkan periodisasi per jenis opini audit LKPP. *Yield* SBN 10Y saat LKPP meraih opini WTP memiliki *trend* yang cenderung lebih rendah dan stabil dibandingkan pada saat LKPP memperoleh opini TMP dan WDP. Hal ini sejalan dengan harga SBN 10Y yang cenderung mengalami peningkatan seiring dengan membaiknya perolehan opini audit LKPP. Berdasarkan *trend* di atas, penulis memiliki hipotesis terdapat keterkaitan antara opini LKPP terhadap penurunan *yield* SBN.

STUDI LITERATUR

Surat Berharga Negara (SBN)

SBN adalah produk investasi yang diterbitkan dan dijamin oleh Pemerintah Republik Indonesia. Obligasi SBN berjangka waktu lebih dari 12 bulan dengan kupon dan/atau dengan pembayaran bunga secara diskonto. SBN menjadi alternatif produk investasi yang aman, mudah, terjangkau, dan menguntungkan. Melalui SBN, masyarakat juga berpartisipasi dalam pembiayaan dan pembangunan negara.

Signalling Theory

Penjelasan teori yang memuat hubungan antara publikasi dengan informasi yang diperoleh pasar lebih dikenal dengan sebutan *Signaling Theory* (teori sinyal). Sebagaimana dikemukakan oleh Spence dalam Przepiorka & Berger (2017) bahwa dalam teori sinyal pemilik perusahaan memberikan sebuah isyarat atau sinyal berupa informasi yang mencerminkan kondisi perusahaan yang dibutuhkan penerima sinyal (investor). Jadi teori sinyal merupakan teori yang menjabarkan hubungan penyampaian informasi atas sebuah publikasi yang kemudian dapat menjadi sinyal bagi investor dalam menentukan keputusan investasinya. Informasi tersebut dapat berupa pengumuman yang memuat informasi baik maupun informasi buruk. Informasi yang baik akan memunculkan sinyal yang positif, sedangkan informasi yang buruk akan memunculkan sinyal yang negatif bagi pelaku pasar. Sinyal ini yang dapat menentukan reaksi dalam pasar SBN. Melalui teori sinyal akan dilihat adanya reaksi/perubahan *yield* SBN sebelum dan setelah pengumuman opini audit BPK atas LKPP lalu dibandingkan juga reaksinya pada saat mendapat opini WTP, WDP maupun TMP.

Reaksi Pasar

Pengertian reaksi pasar yaitu respon pasar terhadap adanya informasi yang keluar atau

dipublikasikan oleh entitas/institusi maupun pemerintah. Menurut Mattarocci (2014), reaksi pasar terjadi akibat adanya informasi positif dan negatif. Publikasi yang dapat menggambarkan informasi kondisi dari suatu entitas tersebut. Munculnya reaksi pasar pasca publikasi atas laporan hasil pemeriksaan menunjukkan bahwa perolehan opini audit termasuk informasi penting bagi para investor.

Suatu pasar dikatakan efisien pada kondisi di mana pasar dengan cepat dan akurat bereaksi dalam mencapai keseimbangan harga baru serta benar-benar mencerminkan kondisi dan informasi yang ada (Mar'ati, 2012). Pasar efisien di atas mengacu pada pasar di mana sekuritas yang diperdagangkan dengan cepat dan akurat juga telah mencerminkan seluruh informasi yang mungkin terjadi.

Yield (Imbal Hasil)

Obligasi yaitu surat berharga investasi dengan pendapatan tetap. Dalam artian penerbit obligasi wajib membayar secara kontrak kepada pemegang obligasi pada tingkat kupon (tingkat bunga tahunan tetap) sesuai nilai obligasi (nilai nominal) dan berkala (sekali atau dua kali setahun) hingga obligasi telah mencapai masa jatuh tempo. *Yield* merupakan persentase imbal hasil yang dibayarkan secara berkala atas investasi pada obligasi yang dilakukan oleh investor.

1. *Actual yield (yield)* yaitu persentase imbal hasil investasi yang dibayarkan secara berkala. *Actual yield* merupakan imbal hasil yang sudah terjadi dan diperoleh investor atas keputusan investasi yang diambil pada suatu tanggal/hari. *Actual yield* merupakan landasan dalam penentuan *expected yield* dan termasuk pengukuran kinerja investasi atas suatu periode.
2. *Expected yield* yaitu imbal hasil yang diharapkan di masa mendatang dari sebuah investasi. Dalam penelitian ini *expected yield* dihitung dari nilai rata-rata *yield* tujuh hari sebelumnya. *Actual yield* dijumlahkan kemudian dibagi jumlah hari dimana estimasi dilakukan dengan menggunakan *mean adjusted model*.
3. *Abnormal yield* yaitu selisih antara *yield* dengan *expected yield* sebelum dan setelah opini audit resmi dipublikasikan.
4. *Average abnormal yield* yaitu rata-rata *abnormal yield* pada masing-masing tahun, merupakan total *abnormal yield* yang terjadi pada hari h kemudian disandingkan dengan banyaknya sampel yang diestimasi sebagai pembagi. Dalam menghitung *average abnormal yield* bisa menunjukkan hasil yang bernilai positif atau negatif.

Yield merupakan salah satu faktor terpenting untuk pertimbangan investor dalam melakukan

pembelian obligasi sebagai instrumen investasinya. Sebelum memutuskan untuk berinvestasi obligasi, investor akan mempertimbangkan besarnya *yield* obligasi.

Tingkat *yield* dapat ditentukan oleh banyak faktor antara lain faktor ekonomi, faktor kejadian internasional, faktor keamanan, dan politik serta faktor lainnya. Informasi atas faktor-faktor di atas akan ditangkap oleh investor dan dapat dijadikan acuan dalam memutuskan investasi serta tingkat *yield* yang diinginkan, sehingga pada saat proses lelang akan terbentuk *yield* yang disepakati oleh pemerintah sebagai penerbit obligasi dan investor.

Ada beberapa faktor yang dapat menyebabkan *yield* SBN naik atau turun, seperti indikator makroekonomi maupun adanya kejadian yang berdampak pada pasar keuangan dan pasar SBN. Dijelaskan oleh Rosel pada tahun 1963, *Arbitrage Pricing Theory* (APT) bahwa berbagai faktor makro ekonomi dapat memengaruhi *yield* obligasi. Lebih lanjut, Husnan dalam Saputra & Prasetiono (2014) menemukan bahwa berbagai variabel makro seperti inflasi, tingkat suku bunga, dan kurs nilai tukar mempunyai pengaruh terhadap *yield* obligasi.

Investor tentu mengharapkan *yield* SBN yang tinggi karena akan memberikan imbal hasil yang lebih besar dari nilai investasinya. Namun, apabila *yield* SBN terlalu tinggi maka akan menambah beban pembayaran bunga pemerintah sebagai penerbit SBN. Oleh karena itu, selayaknya *yield* SBN yang menurun akan dapat memberikan efisiensi anggaran bagi pemerintah terutama dapat mengurangi beban pembayaran bunga.

Opini Audit BPK

Sebagaimana ditetapkan dalam UUD Republik Indonesia tahun 1945, tugas pemeriksaan yang dilakukan oleh BPK yaitu pemeriksaan atas pengelolaan dan pertanggungjawaban pelaksanaan keuangan negara yang mencakup semua unsur keuangan negara, sebagaimana tertuang dalam pasal 2 Undang-Undang (UU) Nomor 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara. Terdapat 3 jenis pemeriksaan yang menjadi tugas BPK yaitu pemeriksaan pengelolaan keuangan, pemeriksaan hasil kinerja, dan pemeriksaan yang mempunyai tujuan tertentu.

Opini adalah suatu pernyataan profesional auditor atas kewajaran informasi keuangan yang tercantum dalam suatu laporan keuangan dengan dasar penentuan, antara lain:

1. Laporan telah sesuai SAP (Standar Akuntansi Pemerintahan);
2. Laporan memuat pengungkapan yang cukup (*adequate disclosures*);
3. Laporan telah mematuhi peraturan perundang-undangan;

4. Laporan memuat sistem pengendalian internal yang efektif.

Hasil pemeriksaan diperoleh dari pemeriksaan laporan keuangan yang disusun Pemerintah Pusat dan Pemerintah Daerah dengan tujuan untuk mendapat gambaran atas kewajaran informasi keuangan yang tersaji dalam laporan keuangan yang dibuat. Setelah pemeriksaan selesai dilakukan, hasil dari audit BPK tersebut kemudian dituangkan dalam Laporan Hasil Pemeriksaan yang pada akhirnya menghasilkan *output* final berupa opini audit.

Terdapat empat jenis opini audit sebagaimana juga tertuang dalam UU Nomor 15 Tahun 2004 yang dikeluarkan BPK terhadap pemeriksaan LKPP, yaitu:

1. Wajar Tanpa Pengecualian (WTP) atau *unqualified opinion* yaitu pernyataan bagi laporan keuangan entitas yang diperiksa dan disusun dengan wajar dalam berbagai hal material sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum di Indonesia.
2. Wajar Dengan Pengecualian (WDP) atau *qualified opinion* yaitu pendapat yang menyatakan bahwa laporan keuangan entitas yang diperiksa menyajikan secara wajar dalam semua hal yang material, posisi keuangan, hasil usaha dan arus kas entitas tersebut sesuai dengan prinsip akuntansi yang berlaku umum di Indonesia, kecuali untuk dampak hal-hal yang berhubungan dengan yang dikecualikan.
3. Pernyataan menolak memberikan pendapat *disclaimer of opinion* atau Tidak Memberikan Pendapat (TMP) yaitu pernyataan dimana pemeriksa tidak memberi pernyataan terhadap laporan keuangan jika cakupan pemeriksaan yang dilakukan kurang atau tidak cukup untuk membuat suatu pernyataan/opini.
4. Tidak wajar (*adverse opinion*) yaitu pendapat yang menyebutkan bahwa laporan keuangan entitas tidak wajar dalam menyajikan posisi kas, arus keuangan tertentu dan pendapatan usaha berdasar pada prinsip akuntansi umum. LKPP tidak pernah mendapat opini tidak wajar sehingga dalam penelitian ini juga tidak diukur pengaruh dari opini tidak wajar.

Menurut Purbawati (2016):

"Keberagaman jenis opini yang dikeluarkan auditor akan memberikan dampak yang berbeda terhadap nilai perusahaan di mata investor, dan opini audit tersebut akan menjadi sinyal untuk mengevaluasi perusahaan".

Dalam hal ini dapat diasumsikan bahwa tingkat opini audit BPK dapat memberikan pengaruh yang berbeda terhadap kepercayaan investor atas kinerja pemerintah.

Inflasi dan Yield SBN

Sesuai Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI), inflasi dapat dijelaskan sebagai kondisi turunnya nilai uang (kertas) yang disebabkan banyaknya jumlah dan kecepatan uang (kertas) yang beredar sehingga harga barang-barang naik. Hal ini juga dapat diartikan bahwa inflasi adalah suatu peristiwa dimana terjadi peningkatan berbagai harga komoditas secara umum dan berkelanjutan. Naiknya harga satu dua barang saja belum dapat disebut inflasi, inflasi baru terjadi pada saat kenaikan tersebut meluas atau menyebabkan kenaikan harga-harga pada barang lainnya.

Inflasi dalam perekonomian tergolong masalah klasik, begitu pula masalah investasi. Dalam teori Fisher yang membahas isu inflasi disebutkan bahwa inflasi dapat menurunkan daya beli masyarakat yang disebabkan melemahnya nilai uang secara riil sehingga juga berdampak terhadap permintaan dan harga suatu komoditas.

Tingkat inflasi dapat memengaruhi besarnya *yield* obligasi. Inflasi yang terus naik akan membuat investor berupaya mendapatkan kompensasi yang lebih besar dibandingkan penurunan nilai riil aliran kas dari perolehan obligasi. Kenaikan inflasi akan mendorong peningkatan tingkat bunga. Jika tingkat bunga mengalami kenaikan akan menyebabkan imbal hasil atas surat berharga juga dapat meningkat secara bersama-sama guna mendapatkan minat pemilik modal atas suatu Surat Berharga.

Tingkat Bunga BI dan Yield SBN

Tingkat bunga BI (*BI rate*) dengan *yield* obligasi berkorelasi positif. Menurut Jogiyanto dalam Purwadi (2017) kenaikan tingkat suku bunga, akan dapat meningkatkan keuntungan investasi dalam bentuk deposito. Hal tersebut akan berimbas pada penurunan harga obligasi dan imbal hasil obligasi meningkat. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa jika suku bunga naik maka tingkat imbal hasil yang diharapkan oleh investor juga meningkat atau, dengan kata lain, keduanya memiliki hubungan positif.

Kurs Nilai Tukar dan Yield SBN

Dalam *Abritage Pricing Theory* disebutkan jika pasar keuangan memiliki sifat persaingan sempurna dan saling berkorelasi. Hal ini pun berdampak pada pasar valuta asing dan pasar obligasi/surat berharga. Kenaikan kinerja valuta asing yang ditunjukkan dengan menguatnya nilai tukar Rupiah mendorong kenaikan kinerja pada pasar surat berharga dan dicerminkan dengan adanya kenaikan harga surat berharga, begitupun sebaliknya turunnya nilai tukar Rupiah menyebabkan kinerja pasar surat berharga menjadi

turun dan dicerminkan oleh penurunan harga surat berharga.

Yield US Treasury dan Yield SBN

Bagi investor asing, *US Treasury* dipandang lebih aman dan likuid dibandingkan SBN. Jika *yield US Treasury* naik maka investor cenderung memilih berinvestasi di sana. Hal ini membuat permintaan dan harga SBN turun, serta *yield* SBN akan naik guna menarik minat investor.

Penelitian terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu meneliti pengaruh opini audit namun pada sektor privat/perusahaan, seperti penelitian Dewi & Badera (2016) yang meneliti reaksi pasar terhadap harga saham sebelum dan setelah publikasi laporan keuangan auditan. Dalam penelitian ini menggunakan analisis dengan teknik *event study* dimana ditemukan ada pergerakan harga sekuritas antara pra dan pasca pengumuman laporan keuangan oleh entitas berpredikat WTP maupun WDP, menggunakan populasi seluruh perusahaan pada Bursa Efek Indonesia.

Moradi et al. (2011) menggali dampak hasil pemeriksaan dengan predikat WDP atas harga sekuritas serta level imbal hasil pada bursa efek negara Iran. Ditemukan bahwa opini WDP tidak mempunyai dampak signifikan atas harga saham dan tingkat imbal hasil.

Samant et al. (1995) meneliti dengan pendekatan *event study* dan mengkaji reaksi harga saham terhadap pengumuman niat perusahaan untuk menerbitkan utang *noninvestment-grade* jangka panjang dengan tingkat bunga tetap pada periode *pra-swap* dan *swap*. Hasilnya pada periode *swap* reaksi pasar lebih tidak menguntungkan daripada di periode *pra-swap* atau berkorelasi negatif dan signifikan.

Selain penelitian pengaruh pengumuman opini audit terhadap reaksi pasar dengan pendekatan *event study*, terdapat juga penelitian lain yang mengukur pengaruh berbagai variabel ekonomi terhadap imbal hasil obligasi dengan menggunakan pendekatan regresi. Beberapa penelitian tersebut yaitu penelitian Prasetiono & Saputra (2014) dengan variabel dependen *yield* obligasi dan variabel independen yang digunakan yaitu *BI rate*, inflasi, PDB dan peringkat obligasi. Dari kajian ini diketahui bahwa inflasi dan *BI rate* berkorelasi positif signifikan terhadap imbal hasil sedangkan variabel Produk Domestik Bruto (PDB) dan pemeringkatan obligasi berkorelasi negatif signifikan atas imbal hasil. Kemudian, penelitian oleh Purwadi (2017). Variabel dependen yaitu *yield* obligasi sedangkan variabel independen yang digunakan yaitu inflasi, suku bunga, kurs dan harga minyak. Hasil penelitian ini yaitu pada SBN sepuluh

tahun seluruh indikator ekonomi makro berdampak signifikan terhadap imbal hasil/*yield*. Sedangkan suku bunga, inflasi, serta harga minyak berkorelasi positif, namun untuk kurs nilai tukar berkorelasi negatif.

Pada sektor perusahaan/privat, sudah banyak kajian yang meneliti pengaruh pengumuman opini audit terhadap perubahan harga maupun imbal hasil saham perusahaan. Namun, masih jarang penelitian yang obyek penelitiannya fokus pada sektor publik/pemerintah, dalam hal ini pengaruh pengumuman opini audit LKPP terhadap indikator perekonomian termasuk perubahan harga atau perubahan *yield* SBN. Selain itu, penelitian terdahulu mengenai variabel independen yang memengaruhi *yield* SBN belum ada yang memasukkan opini audit LKPP sebagai bagian dari variabel independen. Oleh karena itu, penelitian ini akan meneliti reaksi pasar keuangan SBN terhadap pengumuman opini audit LKPP serta melihat perbedaan pengaruh untuk masing-masing opini audit yang diperoleh terhadap pasar keuangan SBN. Penelitian ini juga akan menguji pengaruh opini audit LKPP terhadap *yield* SBN. Penelitian ini diharapkan dapat memberikan gambaran pengaruh opini audit LKPP terhadap *yield* SBN, apakah semakin tinggi opini audit yang diperoleh dapat memberikan pengaruh terhadap penurunan *yield* SBN sehingga dapat meningkatkan efisiensi anggaran?

Kerangka Penelitian

Berdasarkan studi literatur di atas, penulis melakukan analisis pengaruh opini audit LKPP terhadap *yield* SBN dengan dua pendekatan sebagai berikut:

1. Pendekatan Reaksi Pasar

Pendekatan ini melihat reaksi pasar keuangan dan pergerakan *yield* SBN terhadap pengumuman opini audit. Sesuai dengan *Signaling Theory* yang menjabarkan proses pengumuman informasi yang dikeluarkan (oleh pemerintah) dapat menjadi sinyal bagi investor SBN dalam perlakuan investasinya (reaksi pasar). Hal ini berdasarkan asumsi bahwa laporan keuangan dapat dimanfaatkan informasinya dalam pengambilan keputusan oleh masyarakat sebagai investor. Hal ini juga berlaku bagi Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP). Gambaran pengelolaan keuangan yang telah dijalankan serta transparansi dan akuntabilitasnya dapat diketahui dari laporan keuangan tersebut. Salah satunya bagi investor SBN dalam menentukan tingkat *yield* saat proses lelang SBN.

Pemerintah saat ini telah melakukan publikasi LK-PP (Pemerintah Pusat), LK-BUN (Bendahara Umum Negara) dan LK-K/L

(Kementerian Negara/Lembaga) pada media massa nasional. Pengumuman Laporan Hasil Pemeriksaan oleh BPK yang diikuti dengan publikasi laporan keuangan pemerintah pada media massa nasional tentunya menjadi informasi gambaran kualitas pengelolaan keuangan Pemerintah bagi investor yang dapat menjadi preferensi dalam memutuskan pilihan untuk berinvestasi, dalam hal ini investasi SBN.

Dengan memanfaatkan teknik analisis *event study* akan dilihat perbedaan rata-rata reaksi pergerakan *yield* SBN sebelum dan setelah pengumuman opini hasil audit LKPP. Berdasarkan penjabaran kerangka pikir di atas maka perumusan hipotesis pertama yaitu :

H1: Terdapat perbedaan reaksi pergerakan *yield* sebelum dan sesudah pengumuman/publikasi Laporan Hasil Pemeriksaan atas LKPP.

Hipotesis pertama di atas mencoba melihat reaksi pergerakan *yield* SBN secara umum untuk semua tingkat opini audit yang dipublikasikan. Guna mengetahui perbedaan reaksi dari masing-masing tingkat opini audit, selanjutnya akan dibedah reaksi pergerakan *yield* SBN dengan masing-masing jenis opini audit yang diperoleh. Dengan asumsi pengumuman hasil audit per jenis opini akan memberikan reaksi penurunan *yield* SBN. Saat pengumuman hasil audit seharusnya menjadi sinyal yang baik bagi investor untuk berinvestasi pada SBN, dengan meningkatkan permintaan SBN dan menurunkan *yield*. Untuk menguji hal tersebut, hipotesis selanjutnya adalah:

H2: Pengumuman opini WTP akan menimbulkan reaksi penurunan *yield* SBN
H3: Pengumuman opini WDP akan menimbulkan reaksi penurunan *yield* SBN
H4: Pengumuman opini TMP akan menimbulkan reaksi penurunan *yield* SBN

2. Pendekatan Regresi

Pendekatan kedua dilakukan dengan menambahkan opini audit sebagai variabel ke dalam persamaan yang melibatkan variabel perekonomian misalnya tingkat bunga BI, tingkat inflasi, kurs nilai tukar, serta beberapa variabel yang memengaruhi *yield* SBN serta mengukur pengaruhnya terhadap *yield* SBN menggunakan regresi linear.

Pendekatan kedua ini merupakan jenis penelitian korelasi yang bertujuan mendeteksi sejauh mana variasi-variasi pada suatu variabel berkaitan dengan variabel lain berdasarkan pada koefisien korelasi, sebagaimana disebutkan oleh Ibrahim et al. (2018).

Dalam dunia investasi, pada dasarnya keadaan ekonomi akan sangat berdampak pada kondisi pasar. Berbagai faktor ekonomi makro

secara empirik telah terbukti memiliki dampak terhadap pasar modal di banyak negara. Berdasarkan konfirmasi Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, beberapa faktor yang memengaruhi pergerakan *yield* SBN pemerintah antara lain tingkat inflasi, suku bunga Bank Indonesia (*BI rate*), dan kurs nilai tukar Rupiah terhadap dolar Amerika. Selain itu, faktor internasional seperti *yield US Treasury* yang diterbitkan oleh pemerintah Amerika Serikat juga memengaruhi *yield* SBN.

Berdasarkan asumsi opini audit mampu meningkatkan kepercayaan (*trust*) atas pengelolaan keuangan pemerintah sehingga dapat berpengaruh kepada *yield* SBN, maka dalam pendekatan kedua ini, opini audit LKPP dimasukkan ke dalam variabel yang memengaruhi *yield* SBN bersama dengan variabel lain. Sehingga, *yield* SBN akan menjadi variabel dependen sedangkan inflasi, *BI rate*, kurs nilai tukar, *yield US Treasury* ditambah opini audit LKPP akan menjadi variabel independen untuk kemudian dilakukan uji regresi melihat pengaruhnya. Hipotesis untuk pendekatan regresi ditentukan sebagai berikut:

H5: Opini Audit mempunyai korelasi negatif dan signifikan terhadap *yield* SBN.

METODOLOGI PENELITIAN

Model Penelitian

1. Pendekatan Reaksi Pasar

Pengujian dalam pendekatan pertama ini dilakukan guna mengetahui perbedaan *yield* SBN sebelum dan setelah laporan hasil pemeriksaan yang berisi pernyataan/opini auditor diumumkan ke publik. Analisis data yang dilakukan pada penelitian ini mengacu pada teknik analisis *event study* dengan maksud untuk menganalisis perbedaan imbal hasil, yaitu pada tujuh hari sebelum ($h-7$ hingga $h-1$) dan tujuh hari setelah ($h+1$ hingga $h+7$) periode pengumuman laporan hasil pemeriksaan auditor.

Langkah pertama dilakukan dengan menghitung *actual yield* (*yield*), yaitu imbal hasil yang sudah terjadi dan diperoleh investor atas investasi pada suatu tanggal/hari.

$$Actual Yield = Y \dots\dots\dots(1)$$

Kemudian menghitung *expected yield* dari nilai rata-rata *yield* 7 hari sebelum (penjumlahan *actual yield* dibagi penjumlahan hari) pada periode yang diestimasi. Menggunakan *mean adjusted model*, imbal hasil yang diharapkan diperoleh dari pembagian realisasi *yield* SBN pada periode yang diestimasi dengan lama periode yang diestimasi, sebagai berikut:

$$EY = \frac{Y_1+Y_2+Y_3}{N} \dots\dots\dots(2)$$

$EY = Expected Yield$

$Y_2 = Yield \text{ hari } 2$

$Y_1 = Yield \text{ hari } 1$

$Y_3 = Yield \text{ hari } 3$

$N = \text{Jumlah hari}$

Selanjutnya menghitung *abnormal yield* yaitu perbedaan antara *yield* dengan *expected yield* sebelum dan setelah opini audit resmi dipublikasikan dengan persamaan:

$$AY = Y - EY \dots\dots\dots(3)$$

$AY = Abnormal Yield$

$Y = Actual Yield$

$EY = Expected Yield$

Lalu reaksi pergerakan *yield* akan dilihat dari perbedaan *average abnormal yield* sebelum dan setelah pengumuman. *Average abnormal yield* didapatkan dengan persamaan:

$$AAAY = \frac{\sum AY}{N} \dots\dots\dots(4)$$

$AAAY = Average Abnormal Yield$

$\sum AY = \text{Jumlah total } Abnormal Yield$

$N = \text{jumlah hari}$

Setelah dihitung *average abnormal yield* yang menggambarkan reaksi pasar SBN atas pengumuman opini audit LKPP. Selanjutnya uji *paired sample t-test* dipilih dalam menganalisa ada atau tidaknya perbedaan *yield* SBN sebelum dan sesudah pengumuman opini LKPP. Tingkat signifikansi (*sig*) ditentukan maksimal 0,05. Uji ini diperoleh dari hasil perhitungan data analisis pada Aplikasi *Excel* dan *SPSS*.

Penentuan Pengujian:

- Apabila nilai $sig \geq \alpha$, dan ditentukan $\alpha = 0.05$, akan diambil kesimpulan belum ada perbedaan *yield* SBN pada saat sebelum publikasi dan setelah publikasi opini audit LKPP.
- Apabila nilai $sig < \alpha$, dan ditentukan $\alpha = 0,05$, hal ini mengindikasikan ada perbedaan *yield* SBN sebelum publikasi dan setelah publikasi opini audit LKPP.

Syarat pengujian *paired sample t-test* yaitu data terdistribusi normal melalui uji normalitas *shapiro-wilk* yaitu jika:

$\alpha < 0,05$ distribusi tidak normal

$\alpha > 0,05$ distribusi normal

Apabila syarat normalitas ini tidak terpenuhi maka pengujian reaksi pergerakan *yield* SBN dapat dilakukan melalui alternatif statistik yaitu uji *Wilcoxon* dengan tingkat signifikansi sama dengan *paired sample t-test* di atas.

Jenis data dalam pendekatan pertama ini berupa:

- Data opini audit LKPP untuk periode 2006-2019 serta tanggal pengumuman opini audit dari *website* BPK. Data opini audit satu tahun di belakang data *yield* SBN karena opini audit tahun t akan diumumkan pada tahun $t+1$.
- Data *yield* SBN dari Bloomberg untuk *yield* 10Y sebagai *yield* acuan dengan periode 2007-2020. Data tersebut ditandai sesuai tanggal pengumuman opini audit untuk dilakukan

perhitungan rata-rata *yield* SBN tujuh hari sebelum dan tujuh hari setelah pengumuman opini audit BPK.

2. Pendekatan Regresi

Selain berdasarkan studi literatur dan penelitian terdahulu, penulis melaksanakan *Focus Group Discussion* dengan Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) terkait faktor-faktor yang memengaruhi *yield* SBN guna menunjang penelitian ini. Hasil dari pembahasan tersebut mengerucut pada beberapa variabel independen yang akan digunakan yaitu suku bunga (*BI rate*), inflasi, kurs nilai tukar, *yield US Treasury* dan ditambah dengan opini audit LKPP. Sebagaimana sebuah penelitian oleh Muktiyanto dan Aulia (2019) yang berasal dari DJPPR, di mana variabel makro yang disebutkan di atas merupakan variabel yang berpengaruh terhadap *yield* SBN.

Variabel Dependen

Yield SBN tenor sepuluh tahun (10Y) digunakan sebagai *yield* acuan. Data *yield* dalam analisis ini didapatkan dari Bloomberg berupa data pergerakan *yield* harian periode Q1-2007 s.d Q4-2019, yang diolah dan dirata-rata menjadi triwulanan, sehingga diperoleh data *time series* 13 tahun secara triwulanan untuk tiap variabel.

Variabel Independen

Dalam penelitian ini, variabel independen terdiri dari:

1. Inflasi

Data inflasi yang digunakan pada analisis ini didapatkan dari Bloomberg dan dirata-rata secara triwulanan dari Q1 2007 sampai dengan Q4 2019.

2. Suku Bunga Bank Indonesia (*BI rate*)

BI rate atau tingkat suku bunga yang besarnya dikeluarkan oleh Bank Bank Indonesia serta digunakan indikator level risiko sejak 2007 hingga 2019. Yang dimaksud dengan *BI rate* dalam analisis ini yaitu perhitungan rata-rata *BI rate* per tiga bulan yang dipublikasikan oleh BI.

3. Kurs Nilai Tukar

Kurs nilai tukar yaitu tingkat nilai mata uang suatu negara dibandingkan mata uang negara lain dalam perdagangan pasar valuta asing. Kurs nilai tukar pada analisis ini adalah kurs nilai tukar Rupiah atas US Dolar yang biasa disebut *spot price*. Data diambil dari Bloomberg untuk periode Q1 2007 sampai dengan Q4 2019 yang telah dirata-rata.

4. *Yield US Treasury*

Yield obligasi Pemerintah Amerika Serikat (*US Treasury Yield*) adalah imbal hasil obligasi yang dikeluarkan oleh Pemerintah Amerika Serikat. Data *yield US treasury* didapatkan dari Bloomberg.

5. Opini Audit

LKPPData opini audit LKPP dikeluarkan oleh BPK RI. Pengumuman opini atas pemeriksaan LKPP dikeluarkan antara bulan Mei-Juni pada tahun berikutnya atas LKPP tahun sebelumnya. Data opini audit diketahui dari *website* BPK periode 2006-2019. Karena opini audit yang diumumkan periode tahun ini merupakan hasil pemeriksaan atas LKPP tahun sebelumnya dan diumumkan pada Q2, maka skoring opini audit LKPP tahun lalu dimulai pada Q2 tahun ini sampai dengan Q1 tahun selanjutnya sebelum opini audit baru diumumkan. Skoring untuk Opini dengan kategori Tidak Wajar (*Adverse*) 0, Tidak memberikan Pendapat (*Disclaimer*) 1, Wajar Dengan Pengecualian (*Qualified*) 2 dan Wajar Tanpa Pengecualian (*Unqualified*) 3.

Populasi dan Sampel

Populasi adalah data tahun yang tersedia untuk seluruh variabel. Data diperoleh dari Bloomberg dan Bank Indonesia. Data yang lengkap untuk seluruh variabel diperoleh antara tahun 2007 – 2020, namun hanya dipakai data tahun 2010 s.d tahun 2019 karena sebelum tahun 2010 dan tahun 2020 memiliki karakteristik luar biasa yang disebabkan oleh terjadinya krisis perekonomian global maupun pandemi Covid-19 yang dapat menyebabkan terjadinya anomali data jika dilakukan regresi. Sesuai hasil penentuan kriteria di atas, peneliti mendapatkan 40 data sampel *time series* triwulanan yang sesuai kriteria yang ditentukan.

Model Analisis

Pemilihan model analisis yang dipilih pada pendekatan kedua ini adalah regresi linier berganda. Metode regresi berganda yaitu analisis yang dapat dipakai dalam pengujian pengaruh antara dua atau lebih variabel independen yang memengaruhi satu variabel dependen. Syarat dalam model regresi adalah uji asumsi klasik. Menurut Wahyudi (2020), asumsi klasik menjadi syarat yang harus terpenuhi pada sebuah penelitian kuantitatif menggunakan metode *Ordinary Least Square (OLS)*. Pengujian atas model regresi dilakukan untuk memastikan bebas dari penyimpangan dan juga memastikan model regresi telah memenuhi unsur *Best Linear Unbiased Estimator (BLUE)*. Pengujian asumsi klasik terdiri dari empat pengujian:

1. Uji autokorelasi.
2. Uji multikolinearitas.
3. Uji heteroskedastisitas.
4. Uji normalitas.

Setelah syarat ini terpenuhi maka model dasar dari regresi berganda pada pendekatan kedua ini dapat dirumuskan sebagai berikut:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 - \beta_5 X_5 + \varepsilon$$

.....(5)

Ket:

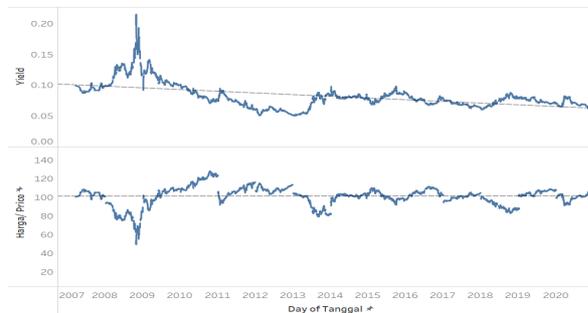
- $Y = Yield$
- $\beta_0 = \text{Konstanta}$
- $\beta_1 - \beta_6 = \text{Koefisien Regresi}$
- $X_1 = BI \text{ rate}$
- $\varepsilon = \text{Error}$
- $X_2 = \text{Inflasi}$
- $X_3 = \text{Kurs Nilai Tukar}$
- $X_4 = Yield \text{ US Treasury}$
- $X_5 = \text{Opini Audit}$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis Deskriptif

Perkembangan *yield* SBN 10Y selama periode 2007-2020 dan per periode opini audit yang diraih oleh LKPP terlihat pada Grafik 1 sampai Grafik 5.

Grafik 2. *Yield* SBN 10Y Periode 2007 - 2020



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

Berdasarkan garis *trend* secara harian, *yield* SBN 10Y cenderung mengalami penurunan dan harga SBN 10Y cenderung mengalami peningkatan pada periode pengamatan mulai tahun 2007 sampai dengan 2020, yang mengindikasikan penurunan beban Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) atas pembayaran imbal hasil SBN dan terjadinya efisiensi anggaran. Grafik 2 juga menunjukkan *yield* SBN 10Y yang mengalami pola perubahan *seasonal*. Perubahan disebabkan oleh faktor global memberikan pengaruh terhadap pergerakan *yield* SBN, seperti terjadinya krisis keuangan global pada tahun 2008 - 2009, yang sempat menyebabkan kenaikan *yield* SBN secara signifikan; *Quantitative Easing* pada tahun 2010 - 2012 di mana *The Feds* meningkatkan jumlah uang beredar untuk meningkatkan perekonomian yaitu melakukan pembelian beragam aset jangka panjang; *Tapper Tantrum* pada tahun 2013 di mana ada lonjakan imbal hasil surat berharga *US Treasury*; devaluasi Yuan pada tahun 2015 guna mendorong ekspor China; kenaikan *Feds Rate* secara *gradual* pada tahun 2016 yang dapat menarik investor keluar; kemudian terjadi volatilitas global pada tahun 2018 di mana *The Feds* menaikkan suku bunga sebanyak empat kali sehingga menyebabkan *capital outflows*, faktor US - China *coldwar* dan *brexit*, yang menyebabkan pertumbuhan global melambat; dan terakhir terjadi pandemi Covid-19 pada tahun 2020.

Selanjutnya, keterkaitan antara opini audit LKPP dan *yield* SBN terlihat pada Grafik 3 dan dipetakan berdasarkan periodisasi per jenis opini audit LKPP. *Yield* SBN 10Y saat LKPP meraih opini WTP memiliki *trend* yang cenderung lebih rendah dan stabil dibandingkan pada saat LKPP memperoleh opini TMP dan WDP. Hal ini sejalan dengan harga SBN 10Y yang cenderung mengalami peningkatan seiring dengan membaiknya perolehan opini audit LKPP.

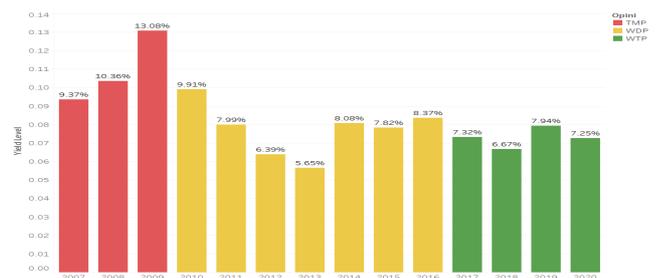
Grafik 3. *Yield* SBN 10Y periode 2007 – 2020 per Jenis Opini Audit LKPP



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

Visualisasi *yield* SBN 10Y juga dilakukan untuk rata-rata pada setiap periode pengumuman opini audit LKPP pada Grafik 3. Perhitungan rata-rata *yield* pada suatu tahun opini audit yang didapatkan dari rata-rata *yield* setelah pengumuman opini audit periode tahun t sampai dengan opini audit diumumkan kembali pada tahun t+1.

Grafik 4. Rata-Rata *Yield* SBN 10Y Periode 2007 – 2020 per Jenis Opini Audit LKPP



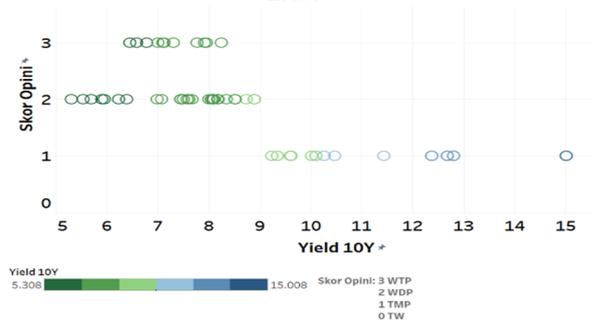
Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

Grafik 4 menunjukkan level *yield* SBN mengalami *trend* yang cenderung menurun seiring dengan perbaikan opini audit LKPP. *Yield* SBN pada periode opini audit WTP relatif lebih rendah dibandingkan dengan periode opini audit TMP dan WDP. Hal ini mengindikasikan terdapat pengaruh opini audit LKPP yang diumumkan ke publik terhadap pergerakan level *yield* SBN.

Berdasarkan hasil visualisasi data menggunakan Tableau pada Grafik 5, diketahui juga sebaran *yield* SBN pada kondisi opini WTP lebih ramping yang dapat diartikan pergerakannya lebih

stabil dan rendah bila dibandingkan pada kondisi opini WDP maupun opini TMP.

Grafik 5. Sebaran Yield SBN berdasarkan Opini LKPP



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

Sebelum dilakukan perhitungan uji statistik, berikut ditampilkan visualisasi reaksi pasar yang menggambarkan pergerakan reaksi sebelum dan setelah pengumuman opini audit BPK atas LKPP.

Grafik 6. Visualisasi Reaksi Pasar



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

Visualisasi data reaksi pasar (*abnormal yield* dan *average abnormal yield*) sebagaimana Grafik 6 menggambarkan reaksi pasar (*abnormal yield*) sebelum dan setelah pengumuman opini LKPP. Pada saat LKPP mendapat opini WTP (tanda kotak) selalu terjadi penurunan *yield* SBN setelah pengumuman, sedangkan *yield* SBN pada saat LKPP mendapat opini TMP (tanda bulat) dan WDP (tanda segitiga) lebih berfluktuasi. Hal ini mengindikasikan capaian opini WTP akan mempunyai pengaruh yang baik dan mampu menstabilkan pergerakan *yield* SBN.

Mempertimbangkan latar belakang di atas, penulis melakukan penelitian untuk melakukan pengujian hipotesis dan pembuktian secara statistik atas dampak pengaruh opini audit BPK terhadap *yield* SBN. Pembuktian hipotesis dalam penelitian ini juga diharapkan mampu menjawab bahwa WTP memang bukan sekedar opini, namun mampu memberikan dampak positif terhadap perekonomian.

Analisis Data

Dalam bagian pembahasan ini, pertama dibahas hasil pengujian terkait reaksi pasar sesuai teori sinyal yaitu meliputi hipotesis 1, hipotesis 2, hipotesis 3 serta hipotesis 4. Kedua juga dibahas hasil pengujian regresi pengaruh opini audit LKPP terhadap *yield* SBN yaitu hipotesis 5.

1. Pendekatan Reaksi Pasar

Sebelum pengujian hipotesis dilakukan terlebih dahulu dilakukan uji normalitas untuk mengetahui apakah data untuk masing-masing variabel terdistribusi normal atau tidak. Uji normalitas yang pertama yaitu menguji data AAY (*Average Abnormal Yield*) sebelum dan setelah pengumuman opini untuk seluruh jenis opini audit, berikutnya kedua sampai dengan keempat menguji data AAY sebelum dan setelah pengumuman opini untuk masing-masing jenis opini audit yaitu WTP, WDP dan TMP. Hasil uji normalitas sebagaimana Tabel 1 dan Tabel 2 berikut:

Tabel 1. Uji Normalitas Seluruh Jenis Opini

Data	Statistic	df	Sig	Kesimpulan
Sebelum	0.905	14	0.134	Tidak Terdistribusi normal
Setelah	0.814	14	0.007	Terdistribusi normal

Sumber: Olah Data SPSS

Karena data setelah pengumuman tidak terdistribusi normal maka pengujian hipotesis pertama dilakukan menggunakan alternatif melalui uji *Wilcoxon*.

Tabel 2. Hasil Uji Normalitas per Jenis Opini Audit

Jenis Opini	Data	Statistic	df	Sig	Kesimpulan
WTP	Sebelum	0.972	4	0.854	Terdistribusi normal
	Setelah	0.982	4	0.915	
WDP	Sebelum	0.938	7	0.621	Terdistribusi normal
	Setelah	0.894	7	0.294	
TMP	Sebelum	0.949	3	0.565	Terdistribusi normal
	Setelah	0.899	3	0.382	

Sumber: Olah Data SPSS

Data AAY sebelum dan setelah pengumuman untuk opini WTP, WDP dan TMP terdistribusi normal dan dapat dilanjutkan uji *paired sample t-test*.

a. Uji Hipotesis Pertama (seluruh jenis opini audit)

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan alternatif uji *Wilcoxon* dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

H0: $\mu_1 = \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP sama dengan setelah pengumuman opini audit LKPP).

H1: $\mu_1 \neq \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP berbeda dengan setelah pengumuman opini audit LKPP).

Berdasarkan hasil uji *Wilcoxon* dengan SPSS didapatkan nilai *Asymp Sig. (2-tailed)* sebesar 0.331 yang lebih besar dari 0,05, maka dapat diartikan bahwa H_0 diterima dan H_1 ditolak (Hipotesis pertama ditolak) atau tidak terdapat perbedaan signifikan reaksi pergerakan *yield* SBN sebelum dan setelah pengumuman opini audit LKPP. Selanjutnya, dilakukan pengujian *paired sample t-test one tail* untuk mengetahui perbedaan pengaruh untuk masing-masing jenis opini audit.

b. Uji Hipotesis Kedua dengan Data WTP

Pengujian reaksi pasar terhadap pengaruh pengumuman opini WTP diketahui dari *average abnormal yield* selama periode yang diestimasi. Kemudian dari nilai *average abnormal yield* sebelum dan setelah pengumuman, dilakukan pengujian dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman opini audit LKPP).

$H_1: \mu_1 > \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP lebih besar daripada setelah pengumuman opini audit LKPP).

Berdasarkan nilai t-hitung sebesar 2.80 dan *sig.* sebesar $0,033 < 0,05$ maka dapat diambil kesimpulan rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman secara signifikan lebih besar daripada setelah pengumuman opini WTP. Berarti setelah menerima informasi opini audit LKPP dengan hasil WTP, terdapat reaksi pergerakan permintaan SBN dari investor yang menyebabkan harga SBN naik sehingga *yield* SBN rata-rata dapat ditekan atau mengalami penurunan. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa pengumuman opini WTP dianggap merupakan sinyal yang baik oleh investor, membuat investor bereaksi secara baik dan akan meningkatkan permintaan terhadap SBN sehingga *Yield* SBN menurun. Hal ini dapat dilihat dari rata-rata *abnormal yield* yang menurun antara sebelum dan setelah pengumuman opini WTP. Hasil pengujian sebagaimana Tabel 3 berikut:

Tabel 3. Hasil Pengujian

	Variable 1	Variable 2
Mean	0.0001526	(0.0005837)
Variance	0.0000004	0.0000004
Observations	4	4
Pearson Correlation	0.67907803	
df	3	
t Stat	2.80692733	
P-Value one-tail	0.03373213	
t Critical one-tail	2.35336343	

Sumber: Olah Data Analisis Excel

Tolak H_0 jika Nilai P-Value < alpha
Kesimpulan: H_0 ditolak / H_1 diterima

c. Uji Hipotesis Ketiga dengan Data WDP

Pengujian reaksi pasar terhadap pengaruh pengumuman opini WDP diketahui dari *average abnormal yield* selama periode yang diestimasi. Kemudian dari nilai *average abnormal yield* sebelum dan setelah pengumuman, dilakukan pengujian dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman opini audit LKPP).

$H_1: \mu_1 > \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP lebih besar daripada setelah pengumuman opini audit LKPP)

Tabel 4. Hasil Pengujian

	Variable 1	Variable 2
Mean	0.0005880	0.0002808
Variance	0.0000008	0.0000022
Observations	7	7
Pearson Correlation	0.241073998	
df	6	
t Stat	0.531294251	
P-Value one-tail	0.307149483	
t Critical one-tail	1.943180281	

Sumber: Olah Data Analisis Excel

Tolak H_0 jika Nilai P-Value < alpha
Kesimpulan: H_0 diterima / H_1 ditolak

Berdasarkan nilai t-hitung sebesar 0,53 dan *sig.* sebesar $0,307 > 0,05$ maka dapat diambil kesimpulan *average abnormal yield* sebelum pengumuman sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman opini WDP. Berarti setelah menerima informasi opini audit LKPP dengan hasil WDP, tidak terdapat perbedaan signifikan rata-rata *yield* SBN atau tidak terdapat reaksi. Berdasarkan perhitungan data opini WDP, dapat disimpulkan bahwa pengumuman opini WDP belum secara signifikan memengaruhi investor, sehingga investor tidak bereaksi secara positif dan tidak terdapat perbedaan signifikan antara sebelum dan setelah pengumuman opini WDP.

d. Uji Hipotesis Keempat dengan Data TMP

Pengujian reaksi pasar terhadap pengaruh pengumuman opini TMP diketahui dari *average abnormal yield* selama periode yang diestimasi. Kemudian dari nilai *average abnormal yield* sebelum dan setelah pengumuman, dilakukan pengujian dengan dasar pengambilan keputusan sebagai berikut:

$H_0: \mu_1 \leq \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman opini audit LKPP).

H1 : $\mu_1 > \mu_2$ (Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman opini audit LKPP lebih besar daripada setelah pengumuman opini audit LKPP).

Tabel 5. Hasil Pengujian

	Variable 1	Variable 2
Mean	0.0000789	0.0015095
Variance	0.0000116	0.0000088
Observations	3	3
Pearson Correlation	-0.99538992	
df	2	
t Stat	-0.38933965	
P-Value one-tail	0.3672852	
t Critical one-tail	2.91998558	

Sumber: Olah Data Analisis Excel

Tolak H0 jika Nilai P-Value < alpha
Kesimpulan: H0 diterima / H1 ditolak

Berdasarkan nilai t-hitung sebesar -0.39 serta sig. sebesar 0.367 > 0.05 maka dapat diambil kesimpulan rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman opini TMP. Berarti setelah menerima informasi opini audit LKPP dengan hasil TMP, tidak terdapat perbedaan rata-rata *yield* SBN atau tidak terdapat reaksi.

Sama seperti data opini WDP, berdasarkan perhitungan data opini TMP dapat disimpulkan bahwa pengumuman opini TMP tidak memberikan pengaruh signifikan terhadap investor, sehingga investor tidak bereaksi secara positif dan tidak ada perbedaan signifikan sebelum dan setelah pengumuman opini TMP.

Setelah selesai melakukan pengujian terhadap seluruh hipotesis untuk pendekatan reaksi pasar, penulis dapat menarik kesimpulan bahwa pengaruh signifikan terhadap *yield* SBN akan ditentukan oleh jenis opini audit atas laporan keuangan auditan, dan tidak hanya ditentukan oleh saat pengumuman opini audit.

Pada saat pengumuman opini audit WTP, *yield* SBN bereaksi dengan baik yaitu AAY sebelum pengumuman lebih tinggi dibandingkan setelah diumumkan. Tetapi, pada saat opini audit LKPP diumumkan WDP dan TMP, pergerakan *yield* SBN tidak bereaksi dengan baik atau AAY sebelum pengumuman sama dengan atau lebih kecil dibandingkan setelah diumumkan.

Hasil analisis ini juga dapat mengindikasikan bahwa masyarakat telah memiliki ekspektasi/ harapan yang tinggi pada pengelolaan keuangan negara yang akan Tabel yaitu pada level opini WTP. Opini audit LKPP yang baik akan menimbulkan reaksi yang baik dan positif terhadap *yield* SBN.

2. Regresi

Selanjutnya pada pendekatan kedua dilakukan uji statistik untuk menguji hipotesis kelima yaitu

mencari hubungan dan pengaruh opini audit LKPP terhadap *yield* SBN. Sebelum menginterpretasikan hasil estimasi regresi, berikut disajikan Tabel *descriptive statistics* serta dilakukan uji asumsi klasik sebagai berikut:

Tabel 6. Descriptive Statistics

	Mean	Std. Dev.	Min	Max	Data Source
Dependent Variable					
YIELD_10Y	7.47	1.00	5.31	9.61	Bloomberg
Independent Variables					
INFLASI	4.72	1.60	2.67	8.03	Bloomberg
BI_RATE	6.60	0.68	5.5	7.67	BI
KURS	11800.7	2130.27	8591	14800	Bloomberg
YIELD_UST	2.39	0.53	1.56	3.7	Bloomberg
SKOR_OPINI	2.25	0.49	1	3	Kemenkeu

Sumber: Olah Data Eviews 12

Uji Asumsi Klasik

Dalam regresi linear berganda yang menggunakan metode estimasi OLS (*Ordinary Least Squared*) maka harus memenuhi unsur BLUE (*Best Linear Unbiased Estimators*) guna memastikan hasil estimasi tidak terjadi gangguan sehingga uji F dan uji T valid untuk diinterpretasikan. Telah dilakukan uji asumsi klasik untuk mengetahui adanya penyimpangan dari syarat-syarat asumsi klasik pada model regresi, di mana dalam model regresi harus dipenuhi syarat tidak ada multikolinieritas, tidak ada heteroskedastisitas, tidak ada autokorelasi dan data terdistribusi normal. Pada estimasi regresi awal diperoleh hasil regresi sebagai berikut:

Tabel 7. Hasil Estimasi Regresi Awal

Var.	Coeff.	Std. E.	t-Stat.	Prob.
C	-0.01	0.77	-0.01	0.991
INFLASI	-0.03	0.06	-0.62	0.537
BI_RATE	0.65***	0.14	4.59	0.000
KURS	0.00***	0.00	4.66	0.000
YIELD_UST	1.10***	0.13	8.43	0.000
SKOR_OPINI	-0.91***	0.19	-4.63	0.000
R2.	0.861	Mean dependent var.	7.470	
Adj-R2.	0.840	S.D. dependent var.	1.004	
S.E. of regression.	0.400	Akaike info criterion.	1.144	
Sum squared resid.	5.449	Schwarz criterion.	1.397	
Log-likelihood	-16.891	Hannan Quinn criter.	1.236	
F-stat.	42.254	Durbin-Watson stat.	1.101	
Prob(F-stat.)	0.000			

Sumber: Olah Data Eviews 12

Keterangan: Sig 1% : *** Sig 5% : ** Sig 10% : *

Kemudian dilakukan uji asumsi klasik terhadap estimasi regresi yaitu:

a. Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi dilakukan dengan Uji *Lagrange Multiplier Test* (LM-Test) pada aplikasi *Eviews* dengan hipotesis H0: tidak ada autokorelasi dan H1: ada autokorelasi. Hasil Uji LM-Test sebagai berikut:

Tabel 8. Uji LM Test Awal

F-statistic	3.810034	Prob. F (2,32)	0.0328
Obs*R-squared	7.693140	Prob. Chi-Square (2)	0.0214

Sumber: Olah Data Eviews 12

Dari hasil perhitungan Uji LM diperoleh nilai *Prob. Chi-Square* (2) adalah 0,0214 dan lebih kecil dari nilai $\alpha=0.05$ berti H0 ditolak, artinya model di atas model masih mengandung masalah autokorelasi. Karena model regresi terdeteksi ada autokorelasi, maka diperlukan perbaikan untuk mengatasi autokorelasi dalam model. Peneliti menggunakan nilai ρ diduga berdasarkan nilai *Durbin Watson*. Untuk sampel kecil menurut Theil & Nagar dalam Gujarati (2004) digunakan perhitungan:

$$\rho = \frac{n^2 (1 - \frac{d}{2}) + k^2}{n^2 - k^2} \dots\dots\dots (6)$$

Ket: d : nilai Durbin Watson
 n : Jumlah Observasi
 k : jumlah parameter

Perbaikan dilakukan dengan pembentukan variabel baru untuk semua variabel (Gaspersz dalam Sari, 2015) dengan perhitungan persamaan: $new\ variabel_x = variabel_x - \rho * variabel_x(-1) \dots (7)$

Hasil variabel baru sebagaimana perhitungan di atas kemudian dilakukan estimasi regresi linear berganda dengan hasil sebagai berikut:

Tabel 9. Hasil Estimasi Regresi Linear

Dependent Var.: NEW_YIELD_10Y				
Method: Least-Squares				
Sample: 2010Q1 2019Q4				
Included obs.: 40				
Var.	Coeff.	Std. E.	t-Stat.	Prob.
C	-0.40	0.54	-0.75	0.460
NEW_INFLASI	0.05	0.06	0.83	0.410
NEW_BI_RATE	0.67***	0.17	4.00	0.000
NEW_KURS	0.0002***	0.00	3.37	0.002
NEW_YIELD_UST	0.88***	0.17	5.29	0.000
NEW_SKOR_OPINI	-0.50**	0.24	-2.13	0.040
R2.	0.771	Mean dependent var.	3.906	
Adj-R2.	0.738	S.D. dependent var.	0.657	
S.E. of regression.	0.336	Akaike info criterion.	0.796	
Sum squared resid.	3.843	Schwarz criterion.	1.049	
Log-likelihood	-9.906	Hannan Quinn criter.	0.887	
F-stat.	22.955	Durbin-Watson stat.	1.934	
Prob(F-stat.)	0.000			

Sumber: Olah Data Eviews 12

Keterangan: Sig 1% : *** Sig 5% : ** Sig 10% : *

Kemudian kembali dilakukan pengujian autokorelasi dengan hasil (LM Test):

Tabel 10. Uji LM Setelah Perbaikan

F-statistic	0.005965	Prob. F(2,32)	0.9941
Obs*R-squared	0.014908	Prob. Chi-Square(2)	0.9926

Sumber: Olah Data Eviews 12

Prob Chi-Square di atas 5% sehingga H0 diterima dan model estimasi sudah bebas dari gejala autokorelasi.

b. Uji Multikolinearitas

Uji multikolinearitas yaitu dengan melihat nilai *Variance Inflation Factors* (VIF) yaitu faktor inflasi penyimpangan baku kuadrat. Meskipun tidak ada batasan baku mengenai nilai VIF, beberapa buku Ekonometrika menyatakan nilai VIF di atas lima merupakan *warning* gejala multikolinearitas dan beberapa lainnya menyebutkan bahwa nilai VIF di atas sepuluh merupakan *warning* gejala multikolinearitas (Wahyudi, 2020).

Tabel 11. Hasil Uji Multikolinearitas

Variable	Centered VIF
C	NA
NEW_INFLASI	1.624056
NEW_BI_RATE	1.756938
NEW_KURS	1.880075
NEW_YIELD_UST	1.169286
NEW_SKOR_OPINI	1.624144

Sumber: Olah Data Eviews 12

Nilai *Centered VIF* untuk seluruh variabel yang digunakan dalam estimasi model diperoleh nilai di bawah lima yang artinya bebas multikolinearitas.

c. Uji Heterokedastisitas

Heterokedastisitas merupakan akibat dari adanya varian tidak minimum dalam sebuah model dan memberikan konsekuensi hasil estimasi menjadi tidak valid (Wahyudi, 2020). Uji heterokedastisitas dilakukan melalui uji *Breusch Pagan Godfrey* dengan ketentuan H0: tidak ada heterokedastisitas dan H1: ada heterokedastisitas.

Tabel 12. Hasil Uji Heterokedastisitas

F-statistic	0.594502	Prob. F(5,34)	0.7042
Obs*R-squared	3.215912	Prob. Chi-Square(5)	0.6667
Scaled explained SS	1.204641	Prob. Chi-Square(5)	0.9444

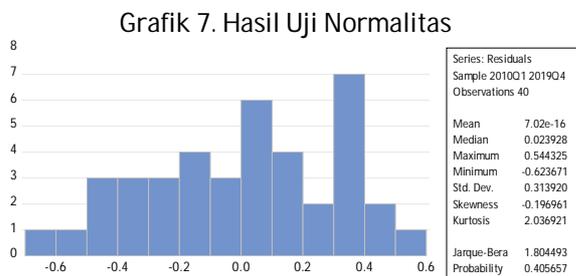
Sumber: Olah Data Eviews 12

Nilai *Prob Chi-Square* di atas 5% sehingga disimpulkan H0 ditolak atau tidak ada gejala heterokedastisitas.

d. Uji Normalitas

Uji normalitas dilakukan untuk menilai distribusi data pada sebuah kelompok data atau

variabel, apakah sebaran data tersebut berdistribusi normal atau tidak. Menurut Gujarati & Porter (2012), salah satu pengujian normalitas dengan uji *Jarque Berra* yang melihat *skewness* dan *kurtosis* sampel sesuai dengan distribusi normal.



Sumber: Olah Data Eviews 12

Nilai *Prob Jarque Berra* di atas 5% atau data terdistribusi normal. Sehingga model estimasi telah lolos uji asumsi klasik dan akan dilanjutkan tahap interpretasi hasil.

Analisis Regresi Berganda

Telah dilakukan uji regresi berganda antara variabel dependen dan variabel independen dengan aplikasi Eviews dengan hasil sebagaimana Tabel 9 R-Squared sebesar 0,771 yang mendekati 1 artinya variabel terikat memiliki tingkat hubungan linear yang kuat antara variabel dependen dengan semua variabel independen secara bersama-sama. Nilai adj-R2 adalah 0,737. Nilai ini dapat diartikan bahwa sebesar 73,7 persen *yield* atau imbal hasil dipengaruhi variasi keenam variabel independen yang diestimasi, yaitu inflasi, *BI rate*, kurs nilai tukar, *yield US Treasury* dan opini audit LKPP. Sedangkan sisanya sebesar 26,3 persen dipengaruhi oleh sebab-sebab lain di luar model analisis.

Hasil Uji F

Berdasarkan estimasi yang dilakukan, diperoleh hasil uji F yang menggambarkan kelayakan model yang dipilih sesuai dengan data analisis. Nilai probabilitas uji F yaitu 0,00 dimana nilai tersebut di bawah taraf signifikansi $\alpha = 0,05$. Sehingga dapat dikatakan *good fit model* artinya pemilihan model regresi dalam penelitian telah sesuai. Variabel bebas yang digunakan telah cukup layak dan mampu memberi penjelasan atas Y.

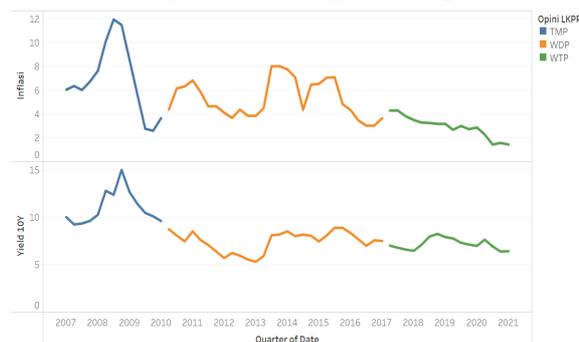
Inflasi dan Yield SBN

Hasil uji-t variabel inflasi dan *yield* SBN menunjukkan nilai t hitung yaitu 0,83 dengan *sig.* sebesar 0,41 yang di atas 0,05. Ini berarti koefisien inflasi dalam model ini tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* SBN. Koefisien regresi dengan tanda positif dapat diartikan bahwa saat tingkat inflasi

mengalami peningkatan maka akan dapat diiringi oleh peningkatan nilai *yield* SBN ataupun sebaliknya.

Penjelasan fenomena di atas adalah naiknya tingkat inflasi akan membuat daya beli masyarakat menurun. Nilai uang secara riil juga turun, sehingga berdampak pada permintaan dan harga suatu komoditas. Seiring peningkatan inflasi tersebut akan berimbas kepada penurunan minat masyarakat untuk berinvestasi pada SBN. Fenomena ini akan menurunkan permintaan SBN di mana penawarannya adalah tetap sehingga harga SBN akan turun sementara *yield* SBN akan mengalami kenaikan. Berdasarkan hasil visualisasi data *trend* triwulanan untuk inflasi juga terlihat hubungan positif dan searah antara inflasi dan *yield* SBN. Terlihat juga pada saat opini semakin baik maka *trend* juga mengalami perbaikan. Namun, berdasarkan hasil estimasi pada periode sampel pengaruhnya tidak signifikan.

Grafik 8. Inflasi dan Yield SBN



Sumber: Data Bloomberg (diolah)

BI Rate dan Yield SBN

Hasil uji-t variabel *BI rate* dan *yield* SBN untuk data sampel dalam analisis ini menunjukkan nilai t hitung sebesar 4,00 dengan nilai signifikan sebesar 0,00 yang berada di bawah 0,05. Ini berarti koefisien regresi dengan arah positif dan berpengaruh signifikan terjadi terhadap variabel *BI rate* dan variabel *yield* SBN. Nilai koefisien regresi dengan arah positif berarti pada saat nilai variabel *BI rate*

Grafik 9. BI Rate dan Yield SBN



Sumber: Data Bloomberg (Diolah)

mengalami peningkatan maka akan diiringi adanya peningkatan nilai variabel *yield* SBN.

Fenomena ini sesuai dengan teori-teori dalam investasi di mana saat *bank rate* rendah (suku bunga deposito/simpanan rendah) maka investor cenderung memilih untuk berinvestasi. SBN yang relatif aman menjadi salah satu opsi untuk berinvestasi sehingga permintaan dan harga SBN naik sedangkan *yield* SBN turun, namun sebaliknya saat *bank rate* naik maka investor lebih memilih menyimpan dananya di deposito sehingga permintaan dan harga SBN akan turun serta *yield* SBN akan cenderung naik guna menarik minat investor.

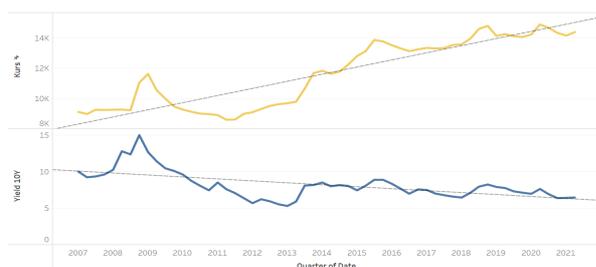
Berdasarkan visualisasi data *trend* pada Grafik 8 terlihat hubungan positif antara pergerakan BI *rate* yang searah dengan pergerakan *yield* SBN. Terlihat juga pada saat opini audit semakin baik maka *trend* juga mengalami perbaikan.

Kurs Nilai Tukar dan *Yield* SBN

Hasil uji-t variabel kurs dan *yield* SBN menunjukkan nilai t hitung yaitu 3,37 dengan sig. 0,00 yang di bawah 0,05. Ini berarti koefisien regresi mempunyai arah positif dan berpengaruh signifikan antara kurs nilai tukar terhadap *yield* SBN. Koefisien regresi dengan arah positif berarti ketika nilai tukar mengalami peningkatan maka juga diiringi dengan meningkatnya *yield* SBN.

Penjelasan fenomena ini adalah adanya depresiasi Rupiah terhadap dolar Amerika Serikat bagi investor menunjukkan prospek perekonomian Indonesia yang menurun. Pada saat nilai mata uang Rupiah terdepresiasi menyebabkan pemilik modal akan berpindah ke dalam investasi pasar uang di antaranya pasar valuta asing. Kondisi seperti ini dapat menyebabkan permintaan atas SBN menurun dan meningkatkan *yield* SBN, dapat diartikan juga nilai tukar Rupiah berkorelasi positif atas *yield* SBN, pada kondisi nilai tukar Rupiah terdepresiasi maka *yield* SBN meningkat. Hal inipun tergambar dalam visualisasi berikut:

Grafik 10. Kurs Nilai Tukar dan *Yield* SBN



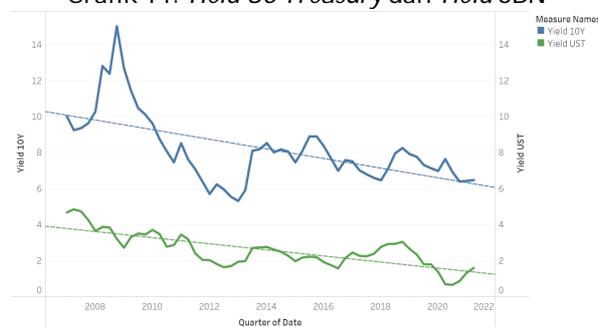
Sumber: Data Bloomberg (diolah)

Yield US Treasury dan *Yield* SBN

Hasil uji-t antara variabel *yield* US Treasury dan variabel *yield* SBN menunjukkan nilai t hitung yaitu 5,29 dengan sig. 0,00 yang di bawah 0,05. Ini berarti mempunyai koefisien regresi positif dan signifikan antara variabel *yield* US Treasury dan variabel *yield* SBN. Arah koefisien regresi positif berarti ketika nilai *yield* US Treasury mengalami kenaikan maka juga diiringi kenaikan *yield* SBN.

Bagi investor asing, US Treasury dipandang lebih aman dibandingkan SBN. Jika *yield* US Treasury naik maka investor cenderung memilih berinvestasi di US Treasury. Hal ini membuat permintaan dan harga SBN turun, sedangkan *yield* SBN akan naik guna menarik minat investor. Hal ini juga tergambar dalam visualisasi data *trend yield* US Treasury sebagaimana Grafik berikut.

Grafik 11. *Yield* US Treasury dan *Yield* SBN



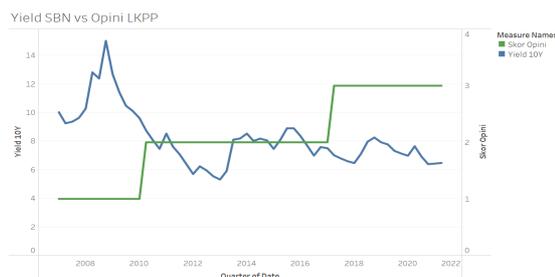
Sumber: Data Bloomberg (diolah)

Opini LKPP dan *Yield* SBN

Hasil uji-t antara variabel opini audit dengan variabel *yield* SBN menunjukkan nilai t hitung yaitu -2,13 dan sig. 0,04 yang di bawah 0,05. Ini berarti koefisien regresi dengan arah negatif dan punya pengaruh signifikan antara opini audit LKPP atas *yield* SBN di mana ketika nilai opini audit LKPP mengalami kenaikan maka juga diiringi penurunan *yield* SBN.

Tingkat opini audit memengaruhi tingkat kepercayaan investor baik dalam negeri maupun asing. Dengan opini audit yang baik maka pengelolaan keuangan dapat diyakini telah

Grafik 12. Skor Opini Audit LKPP dan *Yield* SBN



Sumber: Data Bloomberg dan Kemenkeu (diolah)

dilaksanakan dengan tata kelola yang baik. Didukung oleh tingkat risiko yang lebih rendah, investor akan lebih memilih berinvestasi di SBN ketika opini audit pemerintah semakin baik. Opini audit diumumkan dengan hasil yang lebih baik akan meningkatkan tingkat kepercayaan publik, sehingga dapat menarik minat investor untuk membeli dan menaikkan harga SBN serta menurunkan *yield* SBN. Hasil visualisasi *trend* triwulanan *yield* SBN dan opini audit LKPP juga mendukung fenomena ini, di mana saat opini TMP dengan skor 1 maka *yield* SBN pada periode tersebut rata-rata relatif tinggi kemudian menurun namun fluktuatif pada periode opini WDP dengan skor 2 dan rata-rata semakin turun lagi pada periode opini WTP dengan skor 3. Hal ini sebagaimana tergambar pada Grafik 12. Merujuk hasil perhitungan dan penjelasan di atas, maka hipotesis kelima diterima. Berdasarkan hasil di atas, dapat dibentuk persamaan regresi sebagai berikut:

$$Yield = -0.401 + 0.051 \text{ Inflasi} + 0.67 \text{ BI rate} + 0.0002 \text{ Kurs} + 0.879 \text{ Yield UST} - 0.501 \text{ Opini Audit}$$

Tabel 13. Elastisitas Koefisien

Var.	Coef.	Stand-Coef.	Elasticity at Means
C	-0.40	NA	-0.10
NEW_INFLASI	0.05	0.087	0.03
NEW_BI_RATE	0.67	0.43	0.60
NEW_KURS	0.0002	0.38	0.35
NEW_YIELD_UST	0.88	0.47	0.28
NEW_SKOR_OPINI	-0.50	-0.22	-0.16

Sumber: Olah Data Eviews 12

Berdasarkan *elastisitas koefisien*, urutan pengaruh variabel dalam model yang pertama adalah *BI rate* dengan nilai 0,60, kedua kurs dengan nilai 0,35, ketiga *yield US Treasury* dengan nilai 0,28, keempat skor opini dengan nilai 0,16 dan terakhir inflasi dengan nilai 0,03.

Khusus untuk opini audit peneliti juga melakukan simulasi untuk mengetahui bagaimana pengaruh perolehan opini yang berturut-turut terhadap *yield* SBN dengan mengakumulasi skoring perolehan opini antar tahun. Dari hasil estimasi diperoleh ringkasan sebagai berikut:

Tabel 14. Summary Estimasi Skor dan Akm Opini

Variabel	Coeff & Sig		Elastisitas	
NEW_INFLASI	0.05	0.02	0.03	0.01
NEW_BI_RATE	0.67***	0.65***	0.60	0.58
NEW_KURS	0.0002***	0.0004***	0.35	0.61
NEW_YIELD_UST	0.88***	0.88***	0.28	0.28
NEW_SKOR_OPINI	-0.50*		-0.16	
NEW_AKM_OPINI		-0.09*		-0.18

Sumber: Olah Data Eviews 12

Keterangan: Sig 1% : *** Sig 5% : ** Sig 10% : *

Arah kedua koefisien, baik koefisien skoring opini audit maupun koefisien akumulasi opini audit, tetap negatif yang artinya *skoring* opini audit maupun perolehan opini audit berturut-turut akan sama-sama menurunkan *yield* SBN, meskipun nilai koefisien dan elastisitas perolehan opini berturut-turut lebih kecil dibanding skor opini. Jadi perolehan opini di masa lalu jika diperhitungkan secara akumulasi akan tetap berpengaruh meskipun pengaruhnya lebih kecil dari periode ke periode. Pengaruh terbesar terhadap *yield* SBN adalah skor perolehan opini pada periode terkini.

KESIMPULAN

1. Reaksi Pasar

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan, maka didapat kesimpulan bahwa pengaruh signifikan terhadap *yield* SBN akan ditentukan oleh jenis opini audit atas laporan keuangan auditan, dan tidak hanya ditentukan oleh saat pengumuman opini audit. Secara lebih rinci, pada saat opini audit LKPP diumumkan dengan hasil WTP, terdapat reaksi pergerakan rata-rata *yield* SBN, sedangkan pada saat opini audit diumumkan dengan hasil WDP dan TMP tidak terdapat reaksi pergerakan rata-rata *yield* SBN. Rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman lebih besar dari pada setelah pengumuman opini WTP. Berarti setelah menerima informasi opini LKPP dengan hasil WTP, terdapat pergerakan permintaan SBN dari investor yang menyebabkan harga SBN naik sehingga *yield* SBN rata-rata mengalami penurunan. Pada saat opini audit LKPP diumumkan dengan hasil WDP dan TMP, rata-rata *abnormal yield* sebelum pengumuman sama atau lebih kecil daripada setelah pengumuman.

2. Regresi

Analisis terhadap data dalam penelitian dan pembahasannya menyimpulkan bahwa opini audit LKPP berkorelasi negatif dan signifikan terhadap *yield* SBN, selain variabel ekonomi seperti inflasi, *BI rate*, kurs nilai tukar, *yield US Treasury*. Artinya, opini audit LKPP yang semakin baik atau opini WTP mampu membuat efisiensi anggaran melalui *yield* SBN yang lebih rendah.

3. Rekomendasi

Kesimpulan dalam analisis ini dapat menambah keyakinan pemerintah dalam mempertahankan opini audit WTP yang telah diperoleh sampai saat ini. Hal tersebut guna menjaga kepercayaan publik atas pengelolaan keuangan negara yang dapat mendukung iklim investasi SBN, karena pengumuman opini audit BPK

dengan predikat WTP dianggap merupakan sinyal yang baik oleh investor. Selain itu, turunnya opini audit LKPP dapat berpotensi menurunkan tingkat kepercayaan publik dan dapat berdampak negatif kepada pasar SBN yang merupakan salah satu bentuk pembiayaan pemerintah serta dapat berisiko meningkatkan beban APBN melalui kenaikan *yield* SBN.

Hasil di atas memberikan gambaran bahwa selain menjaga agar perolehan opini LKPP yang saat ini sudah berada pada level tertinggi yaitu WTP, pemerintah perlu menjaga kredibilitas dan akuntabilitas kinerja APBN yang terwujud melalui variabel-variabel makro dan variabel lain yang memengaruhi *yield* SBN.

Hasil yang diperoleh ini juga dapat memberikan rekomendasi yaitu saat pengumuman laporan hasil pemeriksaan atas laporan keuangan audit dengan opini WTP dapat menjadi salah satu alternatif waktu yang baik untuk penerbitan SBN terutama SBN non reguler jenis tertentu yang belum memiliki jadwal seperti SBN retail atau SBN Valas, untuk memperoleh *yield* SBN yang lebih rendah.

IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Penulis menyadari bahwa dalam analisis yang dilakukan tentu ada keterbatasan-keterbatasan yang dijadikan bahan pertimbangan serta dapat berguna bagi perbaikan analisis yang selanjutnya guna memperoleh hasil yang lebih baik di masa mendatang. Pertama, terkait data opini audit LKPP yang ada saat ini masih terbatas yaitu di bawah 30 sampel dan perolehan opini audit LKPP selama ini terus meningkat dan tidak berfluktuasi. Kedua, $Adj-R^2$ dimana dapat memberi penjelasan atas variabel *yield* SBN sebesar 73,7%. Angka tersebut menunjukkan masih ada banyak faktor lain yang mempunyai pengaruh terhadap *yield* SBN dan belum masuk ke dalam analisis ini.

Hal-hal yang mungkin dapat menjadi pengembangan lanjutan analisis opini audit BPK terhadap *yield* SBN antara lain menganalisis dampak perolehan opini WTP yang berkelanjutan, dalam konteks apakah terdapat perbedaan dampak perolehan opini WTP satu tahun, dengan perolehan opini WTP lebih dari satu tahun berturut-turut. Selain itu, dapat dikembangkan analisis konfirmatori dengan *survey* kepada investor sebagai penelitian lanjutan guna memperkuat pengujian statistik yang telah dilakukan berdasarkan data primer agar memperkaya kesimpulan dan menambah pengetahuan baru dalam tema analisis yang sejenis.

PENGHARGAAN

Ucapan terimakasih Penulis sampaikan kepada para pihak yang membantu proses penyusunan

kajian ini. Pertama para kolega dari Dit. SPP-DJPPR terutama Bpk. Suharianto (Kasubdit Pengembangan Pengelolaan Pembiayaan), Bpk. I Gede Yuddy Hendranata (Kasubdit Analisis Risiko Pembiayaan), dan Bpk. Muhammad Aulia (Kasi Pengembangan Pasar Utang) atas diskusi, masukan dan sarannya terkait *yield* SBN. Kedua para rekan pada Dit. APK DJPb, Bpk. Albertus Eddi Priyanggodo (Kasi Analisis Laporan Keuangan dan Pelaporan Manajerial Keuangan Pemerintah) atas dukungannya dalam membantu pengumpulan data.

REFERENSI

- Dewi, T. K., & Badera, I. D. N. (2016). Reaksi pasar terhadap harga saham sebelum dan setelah publikasi laporan keuangan auditan. *E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana*, 14(1), 198-225.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic econometrics, fourth edition*. Singapore. McGraw-Hill Inc.
- Gujarati, D. N., & Porter, D. C. (2012). *Dasar-dasar ekonometrika*, Edisi 5. Jakarta: Salemba Empat.
- Grimmelikhuisen, S. G., Piotrowski, S. J., & Van Ryzin, G. G. (2020). Latent transparency and trust in government: Unexpected findings from two survey experiments. *Government Information Quarterly*, 37(4), 101497. <https://doi.org/10.1016/j.giq.2020.101497>.
- Ibrahim, A., Alang, A. H., Madi, B., & Ahmad, M. A. (2018). *Metodologi penelitian (Cetak I)*. Jakarta: Gunadarma Ilmu.
- Mar'ati, F. S. (2012). Analisis efisiensi pasar modal Indonesia. *Jurnal Ilmu Manajemen dan Akuntansi Terapan (JIMAT)*, 3(2), 35-44.
- Mattarocci, G. (Ed.) (2014). *The independence of credit rating agencies*. Academic Press. <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-404569-9.00002-4>.
- Moradi, M., Salehi, M., Rigi, M., & Moeinizada, M. (2011). The effect of qualified audit report on share prices and returns: Evidence of Iran. *African Journal of Business*, 5(8), 3354-3360. <https://doi.org/10.5897/AJBM10.1456>
- Muktiyanto, I. & Aulia, M. (2019). Determinan tingkat imbal hasil (*Yield*) surat berharga negara (SBN) domestik. *Kajian Ekonomi dan Keuangan*, 3 (2). <https://doi.org/10.31685/kek.v3i1.190>
- Przepiorka, W., & Berger, J. (2017). Signaling theory evolving: Signals and signs of trustworthiness in social exchange. *Social Dilemmas, Institutions, and the Evolution of Cooperation*, January 2017, 373-392. <https://doi.org/10.1515/9783110472974-018>
- Purbawati, D. (2016). Pengaruh opini audit dan luas pengungkapan sukarela terhadap perubahan harga saham (Studi empiris pada perusahaan

- go public* di Indonesia tahun 2013-2015). *Jurnal Administrasi Bisnis*, 5(1), 6-12.
<https://doi.org/10.14710/jab.v5i1.12789>
- Purwadi, A. T. (2017). Pengaruh variabel fundamental makroekonomi terhadap yield obligasi (Studi kasus obligasi pemerintah tenor 1 tahun, 5 tahun dan 10 tahun periode 2010-2016). *Jurnal Ilmiah Mahasiswa FEB*, 6(1).
- Samant, A., Burnie, D., & D'Mello, J. (1995). Signaling effects of junk bond issuance: Has the interest rate swap age made a difference? *International Review of Financial Analysis*, 4(2-3), 155-167.
[https://doi.org/10.1016/1057-5219\(95\)90013-6](https://doi.org/10.1016/1057-5219(95)90013-6).
- Saputra & Prasetiono (2014). Analisis faktor-faktor yang memengaruhi *yield* obligasi konvensional di Indonesia. *Jurnal Studi Manajemen & Organisasi*, 11, 67-77.
- Sari, Rika L. (2015). *Perbandingan metode dua tahap durbin dan theil-nagar dalam mengatasi masalah autokorelasi*. Skripsi. Universitas Sumatera Utara.
- Wahyudi, S. T. (2020). *Konsep dan penerapan ekonometrika menggunakan eviews-edisi 2*. Jakarta: Rajawali Pers.