

1 PENDAHULUAN

Latar Belakang

Pasar obligasi memainkan peranan yang penting sebagai alternatif sumber pembiayaan dalam pertumbuhan ekonomi saat ini. Bahkan krisis ekonomi pada tahun 1997 di Asia telah mendorong terhadap perkembangan kebutuhan pasar obligasi domestik untuk mengurangi kerentanan dari ketidakpastian nilai tukar dan *maturity* (Piesse *et al.*, 2007). Pasar obligasi pemerintah Indonesia dan korporasi yang terdiversifikasi dan berfungsi dengan baik merupakan faktor penopang utama pada perekonomian modern (*World Bank*, 2006).

Pasar obligasi dapat membantu pemerintah untuk meningkatkan akses terhadap jasa keuangan, menekan biaya jasa keuangan, dan memperbaiki stabilitas sistem keuangan, serta menyediakan pembiayaan jangka panjang bagi proyek-proyek infrastruktur dan korporasi. Bagaimanapun juga sektor keuangan yang kuat dan terdiversifikasi dengan baik memberikan landasan yang kuat guna mendukung pertumbuhan ekonomi. Pengembangan pasar obligasi dilakukan pemerintah melalui Direktorat Jenderal Pengelolaan Surat Utang dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dengan berupaya mempersiapkan aturan hukum dan infrastruktur penunjang pasar obligasi secara bertahap.

Pasar obligasi di dalam negeri yang berkembang dengan baik menawarkan berbagai peluang pendanaan bagi sektor pemerintah dan swasta, dimana pertumbuhan pasar obligasi pemerintah berkontribusi pula menciptakan peluang bagi perkembangan emiten-emiten lain. Warsono (2008) menjelaskan jika pasar obligasi tersebut dapat menjadi penghubung antara emiten-emiten yang memerlukan dana jangka panjang dengan investor yang ingin menempatkan dananya pada efek-efek terkait dengan investasi jangka panjang. Menurut *World Bank* (2006), perkembangan pasar obligasi berperan penting setidaknya dalam beberapa hal berikut ini:

- a. Membantu Pemerintah dalam rangka melakukan mobilisasi dana bagi kebutuhan investasi.
- b. Menciptakan akses bagi perusahaan guna mendapatkan dana secara langsung dari pasar, sehingga berdampak pada terciptanya iklim pasar yang kondusif serta menciptakan persaingan yang sehat pada sistem perbankan dalam upaya mengurangi risiko sistematis.
- c. Menyediakan akses kepada investor terhadap berbagai macam instrumen keuangan untuk melakukan investasi, baik secara langsung maupun tidak langsung, pada instrumen reksadana, dana pensiun, dan perusahaan asuransi.
- d. Jika tercipta suatu pasar obligasi yang telah mapan, maka mekanisme pasar akan berperan lebih banyak. Kondisi ini turut berdampak positif pada terciptanya transparansi dan tingkat akuntabilitas yang lebih baik di pasar obligasi perusahaan yang pada akhirnya juga turut mendukung tumbuhnya komunitas analis keuangan dan lembaga pemeringkat *rating*.

Min (1998) telah memprediksi bahwa banyak negara akan mengambil langkah untuk mengembangkan pasar obligasi guna mengurangi ketergantungan pada pembiayaan bank. Di banyak negara, pasar obligasi merupakan sumber utama pendanaan jangka panjang karena sumber pendanaan perbankan yang pada

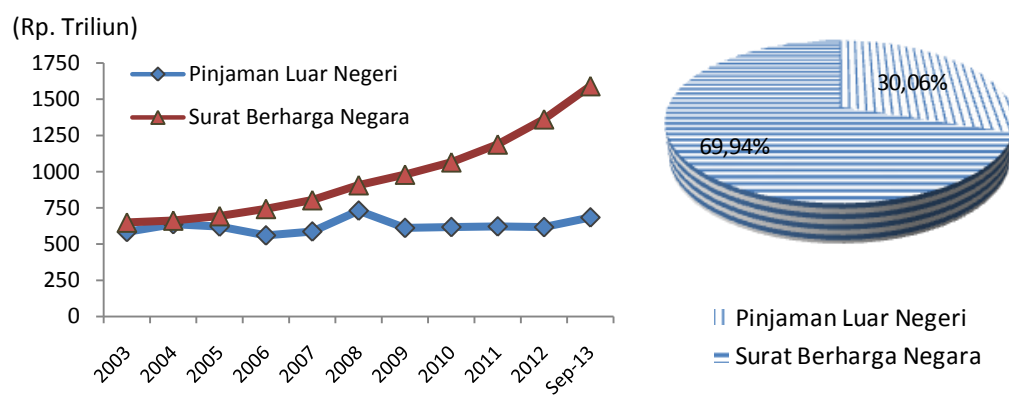
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

umumnya bersumber dari dana jangka pendek membatasi bank dalam menyalurkan pinjaman-pinjaman jangka panjang. Di Indonesia, pemerintah memerlukan pasar obligasi yang berkembang dengan baik dalam rangka meningkatkan efisiensi pengalokasian dan meningkatkan ketersediaan modal.

Terciptanya pasar obligasi dalam negeri yang kuat mengurangi ketergantungan pada utang luar negeri dan memperkuat daya tahan sistem keuangan negara terhadap volatilitas eksternal. Meskipun sebagian besar dari jumlah tersebut pada awalnya didorong oleh rekapitalisasi sistem perbankan, namun demikian hingga saat ini pasar obligasi merupakan salah satu alternatif bagi pemerintah dalam memenuhi kebutuhan dana regulernya, dengan total nilai emisi bersih tahunan berkisar 1 persen dari Produk Domestik Bruto (PDB) (*World Bank*, 2006).

Sumber pendanaan dari luar negeri berupa utang (*debt*) memiliki tingkat infleksibilitas dan dependensi yang tinggi terhadap negara donor. Termasuk di dalamnya terkait perubahan kebijakan tentang nilai tukar rupiah yang turut menambah risiko terhadap posisi utang luar negeri. Kebijakan nilai tukar mengambang membuat risiko nilai tukar atas utang luar negeri menjadi tinggi (Sitorus, 1996). Permasalahan yang sering dihadapi tidak hanya berhenti pada setelah mendapatkan pinjaman, tetapi juga bagaimana mengelola pinjaman dan pengembalian pinjaman tersebut. Bagi negara-negara berkembang, termasuk Indonesia, *debt service* merupakan pengeluaran devisa yang utama (Makmun, 2005). Oleh sebab itu, hal ini menjadi salah satu alasan bagi pemerintah untuk menerapkan strategi pengelolaan utang dengan meningkatkan bagian utang dari dalam negeri terhadap total utang pemerintah.



Sumber: Kementerian Keuangan (Buku Saku Perkembangan Utang Luar Negeri, 2013)

Gambar 1.1 Perkembangan dan Struktur Utang Pemerintah

Gambar 1.1 di atas menunjukkan perkembangan struktur utang pemerintah Indonesia dari tahun 2003 hingga September tahun 2013, baik yang berasal dari dalam negeri maupun luar negeri. Pada posisi September tahun 2013, porsi utang dalam negeri pemerintah Indonesia sebesar 69,94 persen terhadap total utang pemerintah dan sisanya sebesar 30,06 persen terhadap total utang pemerintah berasal dari utang luar negeri. Berbagai upaya dilakukan pemerintah untuk melakukan restrukturisasi utang dari bentuk pinjaman luar negeri (*loan*) menjadi surat berharga negara (SBN). Hal ini dilakukan dengan tujuan untuk mengurangi ketergantungan terhadap negara donor yang secara politis tidak menguntungkan Indonesia. Selain



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

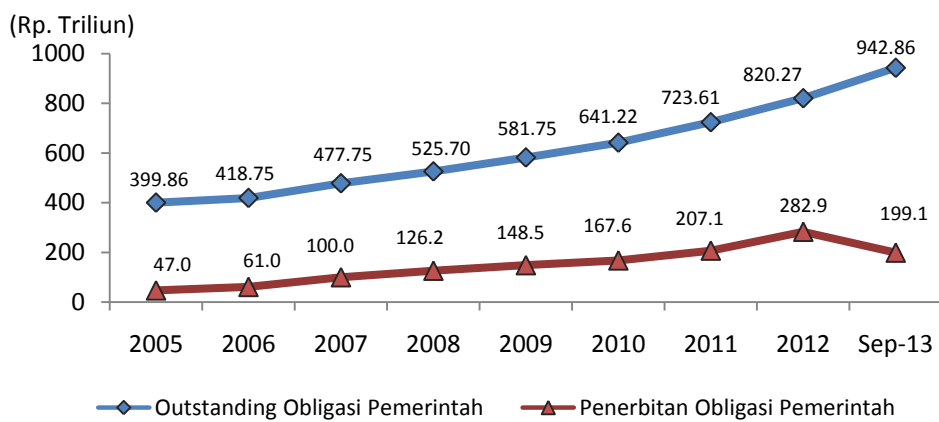
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.

2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



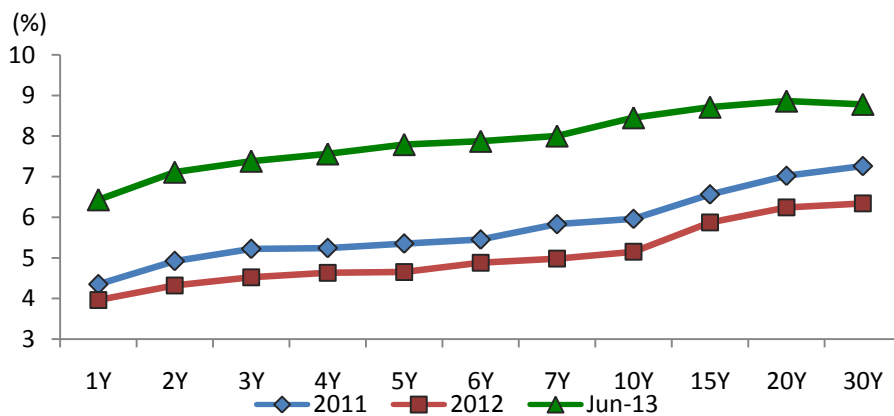
terikat dengan persyaratan yang bersifat politik, utang luar negeri pemerintah dalam bentuk pinjaman juga terikat dalam persyaratan jangka waktu utang, tingkat suku bunga, dan besarnya cicilan yang harus dibayar oleh pemerintah Indonesia.

Pendanaan pemerintah melalui dalam negeri membuat pasar obligasi Indonesia terus berkembang ditunjukkan oleh tren nilai emisi obligasi di pasar. Nilai emisi obligasi pemerintah terus menunjukkan tren meningkat dari tahun ke tahun seperti yang ditunjukkan oleh Gambar 1.2. Perkembangan obligasi pemerintah mengalami pertumbuhan yang pesat, *compound annual growth rate (CAGR) outstanding* obligasi pemerintah 13,04 persen per tahun dan 29,23 persen per tahun untuk penerbitan obligasi pemerintah. Hal ini juga menjadi salah satu indikasi bahwa pemerintah serius memajukan pasar obligasi di Indonesia. Bahkan Pemerintah secara terus menerus mengeluarkan seri obligasi yang memiliki waktu jatuh tempo beragam sehingga dapat digunakan sebagai *benchmark* bagi obligasi lainnya.



Gambar 1.2 Perkembangan Emisi dan Pasar Obligasi di Indonesia 2005-2013

Kepemilikan obligasi sebagian besar dimiliki lembaga-lembaga keuangan, baik bank maupun non bank, sehingga pihak-pihak tersebut meletakkan obligasi pemerintah sebagai *asset* yang dapat memberikan *capital gain* dan *interest income*. Di samping itu lembaga keuangan tersebut menjadikan obligasi sebagai *secondary reserve*. Apabila kondisi likuiditas lembaga keuangan tersebut menghadapi masalah, obligasi dapat dijual atau dapat dilakukan *repo* untuk menutupi kebutuhan likuiditas yang dihadapi.



Gambar 1.3 Yield Curve Surat Utang Negara (SUN)



1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

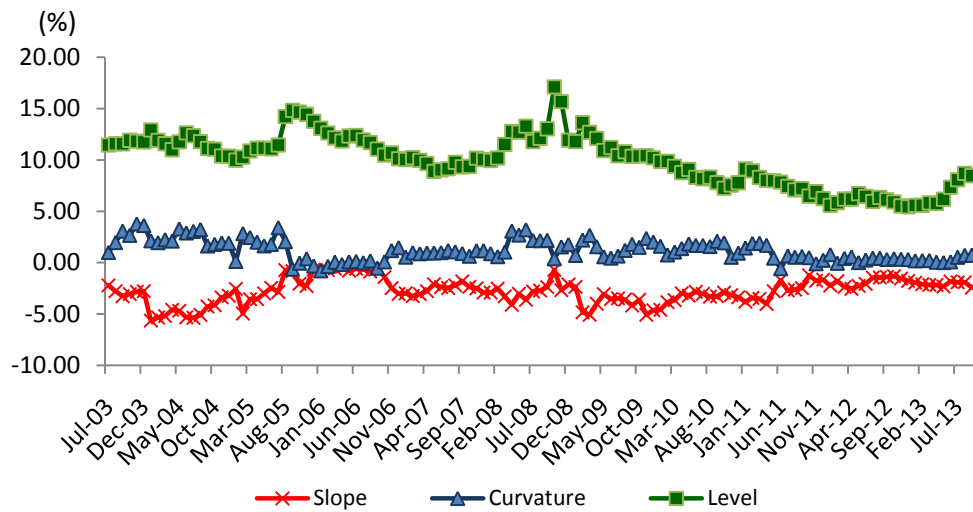
Hubungan tingkat imbal hasil (*yield*) obligasi dengan jatuh tempo (*maturity*) yang berbeda disebut dengan *term structure interest rate* yang disebut juga dengan *yield curve* (kurva imbal hasil, gambar 1.3). Pedoman umum yang digunakan oleh para investor dan pelaku pasar untuk dapat memantau perkembangan nilai portofolio obligasi pemerintah yang dimiliki adalah dengan memantau perkembangan pergerakan *yield curve* (Stander, 2005). Selain itu, aplikasi dari *yield curve* juga bisa dilakukan sebagai valuasi saham (Carleton dan Cooper, 1976) dan memprediksi pergerakan harga saham (Resnick dan Shoesmith, 2002).

Pergerakan *yield curve* akan berdampak pada beban bunga yang harus ditanggung pemerintah atas obligasi yang diterbitkan. Bagi perusahaan, informasi *risk free yield* dari *yield curve* pada berbagai tenor jatuh tempo juga sangat berguna sebagai patokan dalam penentuan besarnya kupon obligasi pada saat IPO (*Initial Public Offering*) (Gutierrez, 2008). Sedangkan bagi para *fund manager*, informasi *yield curve* penting dalam menentukan strategi portofolio mereka. Bagi korporasi segala keputusan investasinya didasarkan pada ekspektasi *cost of capital* yang sangat berhubungan dengan tingkat suku bunga (Benninga dan Wiener, 1998). Sedangkan bagi investor *yield curve* dapat menjadi acuan terhadap ekspektasi imbal hasil atau mengukur kinerja dari portofolio obligasi yang dimilikinya.

Yield curve juga sangat penting peranannya bagi bank sentral karena dari informasi yang diberikan oleh *yield curve* (dengan beberapa asumsi terpenuhi) maka kita bisa melihat ekspektasi pasar terhadap pergerakan suku bunga nominal pada masa yang akan (Zangari, 1997). Filipovic (2000) menyatakan bahwa bank sentral juga membutuhkan informasi imbal hasil sebagai indikasi dalam kebijakan moneter bank sentral tersebut. Vargas (2005) menyatakan bahwa informasi di balik *yield curve* yang curam, adalah bahwa suku bunga akan naik di masa mendatang. Ketika ekonomi berkembang, segala risiko yang terkait dengan inflasi dan tingkat suku bunga yang lebih tinggi dapat merugikan para investor atau pemegang obligasi akibat jatuhnya harga obligasi yang bergerak terbalik terhadap imbal hasil. Informasi *yield curve* ini sangat penting peranannya dalam berbagai aspek perekonomian. Beberapa penelitian yang berhubungan dengan *yield curve* ini antara lain dilakukan oleh Harvey (1988), Estrella dan Hardouvelis (1991), Venetis *et al.* (2003), Cwik (2004) yang menunjukkan bahwa *slope yield curve* (selisih antara tingkat suku bunga jangka panjang dengan jangka pendek) merupakan komponen *leading* indikator yang sangat baik untuk melihat kegiatan perekonomian satu sampai dua tahun ke depan suatu negara.

Di sisi lain, para pembuat kebijakan moneter menggunakan *yield curve* dalam merumuskan kebijakan mengenai tingkat suku bunga, penargetan inflasi dan menjaga pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Pengetatan kebijakan moneter biasanya menyebabkan seluruh *yield curve* bergeser ke atas dengan kenaikan *yield* jangka pendek yang lebih cepat. Dengan ancaman kenaikan inflasi seiring dengan berkembangnya ekonomi, pengetatan moneter memberikan *signal* bahwa bank sentral berekspektasi akan terjadinya kenaikan inflasi dan kenaikan tingkat suku bunga. Investor merespon kondisi ini dengan melepas portofolio obligasi mereka ketika potensi keuntungan dari aset ini menurun di pasar sekunder sehingga mengakibatkan harga yang lebih rendah dan *yield* yang lebih tinggi dari obligasi tersebut.

Dalam perjalanan waktu, *yield curve* biasanya dalam kondisi positif, karena investor pastinya akan mengharapkan *return* yang semakin besar bila



Gambar 1.4 Pergerakan Yield Curve (Slope, Curvature, dan Level)

Yield curve telah dimodelkan dalam beberapa cara, tetapi model *Nelson Siegel* (1987) adalah salah satu yang banyak digunakan oleh bank-bank sentral di seluruh dunia menurut sebuah survei yang dilakukan oleh *Bank for International Settlements* (2005). Manullang (2010) menemukan model *Nelson Siegel* efektif dalam mengestimasi imbal hasil Surat Utang negara (SUN) di Indonesia. Sedangkan, Yunianto (2005) dan Triananda (2010) menemukan model *Nelson Siegel Extended Svensson* lebih baik dalam mengestimasi *yield actual* obligasi pemerintah Indonesia.

Yield curve diidentifikasi menjadi tiga faktor yang disebut dengan *slope*, *curvature*, dan *level* (Diebold dan Li, 2006). Faktor-faktor ini mewakili suku bunga jangka pendek, menengah dan panjang. Pergerakan *slope*, *curvature*, dan *level* obligasi pemerintah Indonesia (SUN) seperti pada gambar 1.4 di atas menjadi inspirasi yang kuat untuk melakukan penelitian tentang determinan *yield curve* obligasi pemerintah Indonesia (SUN). Penelitian mengenai *slope*, *curvature*, dan *level* awalnya dilakukan oleh Knez *et al.* (1994), Duffie dan Kan (1996), dan Dai dan Singleton (2000) dengan mengabaikan variabel makro ekonomi.

Beberapa penelitian terakhir telah menghubungkan variabel-variabel fundamental makro ekonomi dan pasar obligasi. Penelitian Wu (2002), Ang dan Piazzesi (2003) telah memimpin penelitian mengenai determinan *yield curve*. Dewachter *et al.* (2006), Hordahl *et al.* (2006), Diebold *et al.* (2006), Cherif dan Kamoun (2007) dan Afonso dan Martins (2012) telah melakukan penelitian hubungan antara *yield curve* dengan makro ekonomi seperti pertumbuhan ekonomi, tingkat suku bunga, inflasi, nilai tukar, dan lainnya. Hasil penelitian mereka menemukan bahwa makro ekonomi mempengaruhi pergerakan *yield curve* dengan tingkat signifikansi yang berbeda untuk *term yield* yang berbeda.

Penelitian mengenai *yield curve* seringkali hanya melihat pengaruh fundamental makro ekonomi seperti tingkat suku bunga, inflasi, pertumbuhan ekonomi, jumlah uang beredar dan nilai tukar, terutama penelitian *yield curve* di negara maju. Penelitian ini mengembangkan penelitian yang sudah dilakukan oleh

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Wu (2002), Ang dan Piazzesi (2003), Dewachter *et al.* (2006), Hordahl *et al.* (2006), Diebold *et al.* (2006), Cherif dan Kamoun (2007), Afonso dan Martins (2012) dengan melihat pengaruh fundamental makro ekonomi, faktor likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) terhadap *yield curve*.

Penelitian secara komprehensif mengenai pengaruh fundamental makro ekonomi, faktor likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) telah dilakukan oleh Min (1998), Ferrucci (2003), Grandes (2007), Baldacci *et al.* (2008), Alexopoulou *et al.* (2009), dan Gibson *et al.* (2012) yang melakukan penelitian mengenai *yield spread sovereign bond*.

Min (1998) meneliti apa yang menentukan *yield spread* obligasi di pasar negara berkembang pada era 1990-an. Min menemukan bahwa dasar-dasar ekonomi makro yang kuat di suatu negara, seperti tingkat inflasi dalam negeri yang rendah, transaksi perdagangan yang membaik, dan aset luar negeri yang meningkat berdampak terhadap *yield spread* yang lebih rendah. Sebaliknya, *yield spread* yang meningkat berhubungan dengan variabel-variabel likuiditas yang lemah di suatu negara, seperti rasio utang yang tinggi, rasio cadangan devisa yang rendah, tingkat pertumbuhan ekspor (impor) yang rendah (tinggi).

Eichengreen dan Mody (1998) menegaskan arti penting faktor eksternal selain faktor fundamental makro ekonomi dalam analisis sentimen pasar. Dengan menganalisis hampir 1.000 data obligasi negara berkembang yang diterbitkan antara tahun 1991 sampai dengan tahun 1996, ditemukan bahwa *yield spreads* obligasi bergantung pada *issue size*, *credit rating issuer*, *debt to GDP*, dan *debt service to export ratio*. Kesimpulan utama dari penelitian ini bahwa perubahan dalam sentimen pasar, tidak hanya bergantung pada fundamental makro ekonomi, tetapi juga faktor pasar atau faktor eksternal.

Gibson *et al.* (2012) menyatakan faktor likuiditas atau aliran modal berkaitan dengan kemampuan suatu negara untuk mengakses mata uang asing yang dibutuhkan untuk menjual obligasinya, seperti pertumbuhan ekspor dan rasio cadangan devisa terhadap PDB yang berpengaruh negatif terhadap *yield spread*. Sedangkan, *debt service ratio* (pembayaran hutang/ekspor) berpengaruh positif terhadap *yield spread* obligasi. Marcilly (2009) menemukan adanya pengaruh partisipasi investor asing terhadap *yield spread* obligasi pemerintah dan nilai tukar di pasar obligasi negara berkembang terutama Indonesia dan Malaysia.

Peiris (2010) melakukan penelitian mengenai partisipasi investor asing terhadap obligasi domestik di 10 negara berkembang periode 2000-2009. Hasil penelitian menemukan bahwa meningkatnya kepemilikan investor asing akan menurunkan *yield* obligasi jangka panjang secara signifikan. Hasil penelitian juga menemukan dengan meningkatnya kepemilikan investor asing tidak serta merta meningkatkan volatilitas *yield* obligasi di negara-negara berkembang.

Gibson *et al.* (2012) menyatakan bahwa untuk pasar obligasi *emerging market*, harga minyak (*oil price*) dan suku bunga internasional cenderung menjadi sumber yang paling penting dari guncangan eksternal. Tingkat suku bunga biasanya ditunjukkan oleh tingkat bunga yang berdenominasi dolar AS, karena dominasi utang *emerging market* dalam mata uang dolar AS. Ferrucci (2003) menemukan *yield spread* obligasi dipengaruhi secara positif oleh *market risk* (risiko pasar) dengan menggunakan proksi volatilitas indeks saham S&P 500. Arora dan Cerisola (2000), Min (1998), dan Ferrucci (2003) menemukan bahwa

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



guncangan faktor eksternal yang di proksi-kan tingkat suku bunga *The Fed* sangat berpengaruh terhadap *yield spread* obligasi negara berkembang.

Meskipun pasar obligasi pemerintah Indonesia telah berkembang sedemikian pesat, namun belum ada yang melakukan penelitian mengenai determinan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN). Jarangnya penelitian pada pasar obligasi negara berkembang bukanlah ciri khas pasar obligasi Indonesia saja, Min (1998) menyatakan kondisi ini juga terjadi di pasar obligasi negara berkembang lainnya.

Perumusan Masalah

Yield curve merupakan kurva yang menghubungkan antara *yield* obligasi dengan jangka waktu (*term*) obligasi. Obligasi yang menjadi kontributor bagi terbentuknya *yield curve* terdiri dari berbagai obligasi dengan jangka waktu 1 hari hingga 30 tahun. Setiap waktu obligasi-obligasi yang menjadi kontributor *yield curve* berubah-ubah sesuai dengan sisa jangka waktunya. Penelitian mengenai hubungan pengaruh fundamental makro ekonomi terhadap *yield curve* telah banyak dilakukan di negara maju seperti yang dilakukan oleh Wu (2002), Ang dan Piazzesi (2003), Dewachter *et al.* (2006), Hordahl *et al.* (2006), Diebold *et al.* (2006), Cherif dan Kamoun (2007) dan Afonso dan Martins (2012). Namun, penelitian mengenai *yield curve* di negara berkembang terutama di Indonesia masih jarang sekali dilakukan. Selain menguji faktor fundamental makro ekonomi, penelitian ini juga melihat faktor likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) dalam mempengaruhi *yield curve*.

Yield curve obligasi dapat berubah-ubah dan mengakibatkan *yield curve* bergeser ke atas ataupun ke bawah. *Shock* terhadap faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) dapat merubah *yield curve* Surat Utang Negara (SUN). Seperti yang telah diuraikan di atas, permasalahan yang ingin dijawab dalam penelitian ini adalah sebagai berikut.

1. Bagaimana perkembangan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia?
2. Faktor-faktor apa saja yang mempengaruhi *yield curve* Surat Utang Negara (SUN)?
3. Bagaimana respon *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) terhadap guncangan faktor-faktor yang mempengaruhi?
4. Seberapa besar kontribusi faktor-faktor tersebut dalam mempengaruhi pergerakan *term yield curve* Surat Utang Negara (SUN)?

Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk melakukan analisis *term structure interest rate* pada pasar Surat Utang Negara (SUN) dalam kurun waktu penelitian (Juli tahun 2003 sampai dengan September tahun 2013). Secara rinci tujuan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Menganalisis perkembangan *yield curve* di Indonesia.
2. Menganalisis faktor-faktor yang berpengaruh terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN). Secara rinci, tujuan ini mengulas:





Hak cipta dilindungi Undang-Undang

Revisi 2014



MIP-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengemukakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.

- a) Menganalisis pengaruh faktor makro ekonomi terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).
 - b) Menganalisis pengaruh faktor eksternal terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).
 - c) Menganalisis pengaruh faktor likuiditas terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).
 - d) Menganalisis pengaruh faktor sentimen pasar terhadap pergerakan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).
3. Menganalisis respon *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) terhadap guncangan faktor-faktor yang berpengaruh.
 4. Menganalisis kontribusi dari faktor-faktor yang berpengaruh terhadap fluktuasi *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).

Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat mengetahui faktor-faktor yang mempengaruhi *yield curve* pada obligasi Pemerintah (SUN), maka analisis pengaruh faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) terhadap *yield curve* sangat perlu dilakukan. Manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Manfaat Bagi Praktisi. Hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi praktisi berupa pengetahuan dan strategi dalam menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield curve* di masa depan dalam bertransaksi obligasi pemerintah (SUN). Manfaat bagi perusahaan dapat menjadi informasi untuk melakukan *timing* dan menentukan kupon (*cost of fund*) yang tepat bila ingin melakukan pendanaan melalui instrumen obligasi. Karena obligasi pemerintah merupakan *benchmark* untuk menentukan besaran kupon obligasi perusahaan.
2. Manfaat Bagi Ilmu Pengetahuan. Hasil penelitian ini dapat (1) memberikan informasi yang berguna bagi mereka yang ingin mengetahui lebih dalam mengenai *yield curve* di Indonesia, serta dapat melakukan penelitian mengenai *yield curve* di Indonesia lebih lanjut dan (2) sebagai informasi dan rujukan akademis bagi penelitian yang berhubungan *yield curve* obligasi.
3. Manfaat Bagi Pengambil Kebijakan. Hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi referensi dalam proses pengambilan kebijakan di sektor moneter dan fiskal dengan menggunakan indikator faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) dalam melihat perkembangan *yield curve* obligasi pemerintah Indonesia (SUN). Pergerakan *yield curve* akan berdampak pada beban bunga yang harus ditanggung pemerintah atas obligasi yang diterbitkan.

Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini menitikberatkan pada analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *yield curve* Surat Utang Negara (SUN). Faktor-faktor tersebut terdiri atas faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*),



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

dan risiko pasar (*market risk*). Obligasi pemerintah seri *fixed rate* (FR) dipilih dalam penelitian ini karena seri *fixed rate* merupakan seri yang likuid di pasar, sehingga mempermudah dalam upaya memperoleh data. Hal ini ditunjukkan dengan selalu terdapatnya kuotasi harga obligasi pemerintah seri FR di pasar.

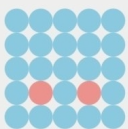
Yield yang digunakan adalah dengan obligasi yang masa jatuh tempo jangka panjang 10 tahun, jangka menengah 4 tahun, dan jatuh tempo jangka pendek 3 bulan. Obligasi yang dijadikan sebagai obyek penelitian adalah obligasi pemerintah dan bukan obligasi korporasi. Hal ini disebabkan karena obligasi pemerintah merupakan obligasi yang paling likuid dan menjadi *benchmark* di pasar obligasi. Penelitian ini menggunakan data sekunder dari Juli 2003 sampai dengan September 2013.

Kebaruan Penelitian (*Novelty*)

Penelitian ini mengandung kebaruan dalam tiga hal, yaitu:

1. Sejak berkembangnya pasar obligasi Indonesia ditahun 2003, belum ada penelitian formal mengenai perkembangan *yield curve* Surat Utang Negara (SUN) secara komprehensif.
2. Penelitian mengenai *yield curve* di negara maju selama ini hanya berfokus terhadap fundamental makro ekonomi. Penelitian ini mengembangkan penelitian terdahulu dengan menganalisis fundamental makro ekonomi, faktor likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) yang berpengaruh terhadap *yield curve* Surat Utang Negara (SUN).
3. Adapun variabel tambahan yang perlu untuk dikaji adalah tingkat suku bunga *The Fed*, harga minyak dunia, cadangan devisa, porsi kepemilikan asing di obligasi pemerintah, dan volatilitas indeks S&P.

Hak cipta dilindungi IPB, tahun 2014



Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

MB-IPB

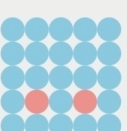
1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.



Hak cipta dilindungi Undang-Undang

© Hak cipta milik IPB

Untuk Selengkapnya Tersedia di Perpustakaan MB-IPB



MB-IPB
Program Pascasarjana Manajemen dan Bisnis
Institut Pertanian Bogor

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah.
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruhnya karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB.