

BAB I

PENDAHULUAN

1.1.Latar Belakang

Perubahan perekonomian dunia menjadikan negara *emerging market* menjadi kawasan yang penting, dimana lebih dari 75 persen pertumbuhan konsumsi global berada pada negara-negara berkembang. Sejak krisis keuangan global tahun 2008, permasalahan utama yang dihadapi hampir semua negara berkembang adalah ketimpangan, sehingga perlu dilakukan upaya untuk membuat pertumbuhan ekonomi lebih kuat, lebih berkelanjutan, dan lebih inklusif melalui pembangunan infrastruktur, sistem kesehatan dan pendidikan. Hal ini akan berdampak terhadap kebutuhan pembiayaan yang cukup besar dan pengelolaan investasi infrastruktur yang lebih baik (Laporan IMF, 2017).

Pasar obligasi pemerintah telah menjadi sumber utama pembiayaan negara berkembang untuk berbagai kegiatan pembangunan. Namun, obligasi pemerintah dipengaruhi oleh berbagai guncangan global dan domestik serta sentimen pasar (Naidu *et al*, 2016).

Perkembangan pasar obligasi di Asia dimulai sejak krisis ekonomi pada tahun 1997 yang mendorong perkembangan kebutuhan pasar obligasi domestik untuk mengurangi kerentanan dari ketidakpastian nilai tukar dan *maturity* (Piesse, Israsena, dan Thirtle, 2007).

Menurut Fabella dan Madhur (2003), pembiayaan melalui obligasi dalam negeri berguna untuk penguatan sistem keuangan suatu negara dan mengurangi potensi guncangan krisis keuangan di masa mendatang.

Surat berharga negara (SBN) merupakan instrumen obligasi pemerintah sebagai pembiayaan alternatif pemerintah selain pembiayaan melalui perjanjian pinjaman (*loan agreement*). Obligasi pemerintah merupakan suatu bentuk instrumen investasi berupa surat yang dikeluarkan oleh negara untuk memperoleh sejumlah dana dan akan mengembalikan sejumlah uang tetap (pokok pinjaman) kepada pemegangnya pada saat jatuh tempo di masa yang akan datang ditambah dengan pembayaran bunga berupa kupon secara periodik sesuai dengan perjanjian yang ditetapkan (Abundanti dan Vikaria, 2013).

Berkaitan dengan *yield*, investor umumnya ingin mengetahui sejauh mana apa yang akan diperoleh atas investasinya. Perubahan tingkat imbal hasil (*yield*) obligasi yang diperoleh investor mengalami perubahan seiring dengan berjalannya waktu. Oleh karena itu, kajian terhadap faktor yang mempengaruhi *yield* menjadi pertimbangan penting. Faktor-faktor yang mempengaruhi *yield* investasi bisa bersumber dari faktor internal maupun eksternal.

Temuan Paisarn (2012) menemukan bahwa terdapat beberapa faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi yaitu faktor eksternal, karakteristik obligasi dan faktor internal. Faktor eksternal yang perlu diperhatikan yaitu faktor ekonomi makro seperti inflasi, tingkat suku

bunga dan berbagai faktor lainnya. Adanya perubahan imbal hasil (*yield*) yang dipengaruhi makro ekonomi dan faktor internal maka analisa perubahan faktor tersebut menjadi hal penting untuk dipahami oleh para investor dan pelaku pasar.

1.2. Rumusan Masalah

Negara-negara *emerging* terus tumbuh menjadi kawasan strategis dalam perekonomian global. Dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi maka diperlukan pembiayaan. Salah satu sumber pembiayaan yang menjadi alternatif dalam meningkatkan pertumbuhan yaitu pasar obligasi. Obligasi pemerintah menjadi pilihan utama dalam investasi dikarenakan memiliki risiko investasi yang lebih rendah jika dibandingkan dengan obligasi korporasi. Oleh karena itu, sebagian besar investor lebih memilih untuk menjadikan obligasi pemerintah sebagai salah satu komponen asset-nya. Berbagai pihak yang berperan sebagai investor atas obligasi pemerintah akan memperoleh *yield* sebagai pendapatannya.

Banyak faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi yaitu faktor eksternal dan internal. Penelitian yang dilakukan Rahman dan Sam'ani (2013) menemukan bahwa faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi yaitu inflasi, nilai tukar, harga minyak, dan lama pengembalian. Selanjutnya, Sihombing, et al (2013) menjelaskan bahwa pergerakan *yield* obligasi dipengaruhi oleh yang dipengaruhi oleh faktor likuiditas/solvensi, fundamental makro ekonomi, faktor eksternal (*external shock*), dan faktor risiko pasar (*market risk*).

Berbeda penelitian di atas, Nurfauziah dan Setyarini (2004) menemukan bahwa likuiditas menjadi faktor yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi. Selain itu, variabel *buyback* dan *secure* menjadi variabel dengan tingkat perubahan yang paling besarnya terhadap *yield* obligasi. Sementara itu, Saputra dan Prasetiono (2014) dalam penelitiannya menemukan bahwa terdapat 4 faktor yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi yaitu BI Rate, Inflasi, PDB dan peringkat.

Dari beberapa temuan di atas, terlihat bahwa faktor eksternal yaitu kondisi makro ekonomi merupakan variabel penting dan berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi. Kondisi makro ekonomi merupakan indikator penting dalam mempengaruhi imbal hasil yang diterima investor. Salah satu indikator ekonomi makro yang terpenting yaitu inflasi, suku bunga, dan nilai tukar.

Lebih lanjut, selain faktor makro ekonomi kondisi internal negara juga mempengaruhi imbal hasil (*yield*) obligasi pemerintah. Beberapa faktor seperti *rating* dan risiko negara (*country risk*) menjadi faktor penting dalam imbal hasil obligasi pemerintah. Oleh karena itu, faktor yang diteliti dalam penelitian ini meliputi inflasi, suku bunga, nilai tukar, *rating* dan faktor risiko negara (*country risk*).

Inflasi merupakan suatu keadaan dimana terjadi permintaan yang berlebih terhadap barang-barang secara keseluruhan dalam perekonomian suatu wilayah (Razali, 2011). Inflasi yang terus meningkat menyebabkan kenaikan harga secara keseluruhan, sehingga investasi pada surat-surat

berharga seperti obligasi akan dirasa semakin berisiko. Akibatnya, investor akan mengharapkan *yield* yang lebih tinggi atas investasinya. Oleh karena itu, laju inflasi berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Temuan beberapa penelitian sejalan dengan teori tersebut seperti Ichsan, Syamni, dan Nurlela (2013); Hsing, (2015); serta Kurniasih dan Restika (2015). Hasil dari penelitian mereka menunjukkan bahwa inflasi berpengaruh positif dan signifikan terhadap *yield* obligasi. Namun hal sebaliknya Afonso, Arghyrou, Kontonikas (2015); Naidu, Goyari, Kamaiah (2016) menemukan bahwa laju inflasi berpengaruh negatif dan signifikan terhadap *yield* obligasi pemerintah. Ini menunjukkan dari beberapa hasil penelitian masih terdapat hasil yang berbeda.

Faktor berikutnya yang mempengaruhi perubahan *yield* obligasi yaitu suku bunga. Suku bunga yang meningkat menyebabkan kehilangan nilai bagi para pemegang obligasi sehingga kenaikan suku bunga akan menyebabkan harga obligasi yang masih beredar turun, sedangkan penurunan suku bunga akan berakibat harga obligasi naik. Lebih lanjut, Tandelilin (2001) telah menjelaskan bahwa terdapat hubungan yang terbalik antara *yield* dengan harga obligasi.

Beberapa hasil penelitian seperti Sihombing et al (2014) dan Ahmad, Muhammad, Masron (2009) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh positif (+) terhadap *yield* obligasi. Hal yang sama juga dikemukakan oleh Naidu, Goyari, dan Kamaiah (2016) dalam penelitian mereka yaitu suku bunga berpengaruh positif (+) terhadap *yield* obligasi.

Beberapa penelitian lainnya menunjukkan hasil yang sebaliknya yaitu suku bunga berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi seperti Chee dan Fah (2013); Ichsan., Syamni, Nurlela (2013).

Nilai tukar menjadi faktor yang berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi. Gagnon & Ihrig (2004) menyatakan bahwa *yield* obligasi tidaklah begitu sensitif terhadap pembelian obligasi lokal oleh orang asing. Ogawa dan Shimizu (2004) menemukan bahwa adanya *trade off* dari penerbit obligasi antara risiko nilai tukar dan likuiditas dalam pemilihan denominasi kurs dari terbitan obligasi. Beberapa hasil penelitian yang terkait seperti yang dilakukan oleh Rahman dan Sam'ani (2013); Hsing (2015); dan Sukanto (2009) menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh negatif (-) terhadap imbal hasil (*yield*). Namun penelitian lainnya seperti Ebeke dan Lu (2014); Chee dan Fah (2013) menemukan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap imbal hasil obligasi.

Rating merupakan faktor penting lainnya yang berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*). Peringkat (*rating*) obligasi merupakan indikator penting dalam membeli obligasi terutama obligasi korporasi. Meskipun obligasi pemerintah (*government bond*) mempunyai risiko yang lebih rendah dibandingkan obligasi korporasi akan tetapi *rating* diperlukan sebagai tanda kualitas dari obligasi yang diterbitkan. Beberapa hasil penelitian terkait seperti Saputra, dan Prasetiono (2014); Sari dan Abundanti (2015); Purnamawati (2013); dan Sturmans (2013)

menunjukkan bahwa *rating* berpengaruh negatif dan signifikan terhadap imbal hasil obligasi (*yield*). Penelitian lainnya menunjukkan hasil yang berbeda seperti Fatma Setyarini, Adistien (2004) menemukan bahwa peringkat (*rating*) obligasi berpengaruh positif terhadap *yield*.

Faktor lain yang dianalisis dalam penelitian ini yaitu risiko negara (*country risk*). Risiko negara merupakan risiko yang timbul karena perubahan ekonomi atau politik suatu negara. Burton dan Inoue, (1985) menjelaskan bahwa fungsi utama dari penilaian risiko negara adalah untuk mengantisipasi kemungkinan penolakan utang, *default* atau penundaan dalam pembayaran oleh *sovereign borrowers*. Lebih lanjut, persepsi faktor-faktor penentu risiko negara menjadi penting karena mempengaruhi pasokan dan biaya arus modal internasional.

Hasil penelitian terkait faktor ini seperti Sahi dan Abid Rasheed (2017); serta Moser (2007); menemukan bahwa *country risk* berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Ini menunjukkan bahwa semakin besar risiko suatu negara maka *yield* yang diterima juga semakin besar. Clarka dan Konstantinos (2015) dalam penelitian mengenai faktor ekonomi makro yang berperpengaruh di negara-negara *emerging* juga menemukan hal yang sama.

Selanjutnya jika dilihat lebih lanjut dalam penelitian per kawasan *emerging market* di dunia memberikan hasil yang cenderung berbeda. Beberapa penelitian yang dilakukan pada kawasan Asia Tenggara seperti Norliza, Masron dan Tajul (2009) menemukan bahwa inflasi dan suku

bunga berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Namun temuan Ichsan, Syamni dan Nurlala (2013) menunjukkan hasil yang berbeda yaitu suku bunga berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Dalam penelitiannya suku bunga memberikan pengaruh yang positif terhadap *yield* obligasi. Dengan demikian terdapat temuan yang berbeda dari faktor-faktor yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi.

Lebih lanjut, penelitian lainnya yang dilakukan di Kawasan Asia Tenggara yaitu Kurniasih dan Restika (2015) menjelaskan bahwa inflasi dan suku bunga berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Hasil ini sama dengan penelitian yang dilakukan oleh Norliza, Masron dan Tajul (2009). Temuan lainnya yaitu variabel nilai tukar berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Nilai tukar yang berpengaruh negatif berbeda dalam penelitiannya berbeda dengan hasil penelitian Pramana dan Nachrowi (2016) yaitu suku bunga dan nilai tukar berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Dengan demikian, pada variabel nilai tukar adanya perbedaan tanda koefisien dari penelitian yang dilakukan pada beberapa negara di kawasan Asia Tenggara.

Hal yang sama juga terlihat pada beberapa penelitian yang dilakukan pada kawasan Asia Selatan. Naidu, Goyari dan Kamaiah (2016) menemukan bahwa variabel inflasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi sedangkan suku bunga berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sementara itu, Sahi dan Rasheed (2017) menyatakan dalam temuannya bahwa inflasi berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

Temuan yang berbeda pada variabel inflasi menunjukkan bahwa *yield* setiap negara pada kawasan Asia Selatan memberikan respon yang berbeda. Dalam temuan Sahi dan Rasheed (2017) juga dijelaskan bahwa variabel risiko negara (*country risk*) berpengaruh positif terhadap *yield*.

Lebih lanjut, Akram dan Anupam (2017) menjelaskan bahwa suku bunga merupakan yang berpengaruh terhadap *yield* obligasi dalam jangka pendek dan panjang. Temuan Akram dan Anupam (2017) juga berbeda dengan penelitian Sahi dan Rasheed (2017) yaitu inflasi tidak berpengaruh terhadap *yield*.

Pada kawasan Afrika, beberapa penelitian yang dilakukan seperti Fabian, dan Alege (2017) menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi sedangkan peringkat berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Hasil penelitian tersebut berbeda dengan temuan yang dilakukan Radier et al (2016) yaitu suku bunga berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Temuan yang berbeda dikemukakan oleh Nkwede, Uguru dan Nkwegu (2016), yaitu variabel suku bunga tidak berpengaruh terhadap imbal hasil obligasi. Lebih lanjut, secara teoritis suku bunga mempunyai hubungan yang positif dengan *yield* obligasi. Hal ini dikarenakan suku bunga yang meningkat menyebabkan kehilangan nilai bagi para pemegang obligasi.

Penelitian lainnya yang dilakukan pada kawasan Afrika yaitu Kapingura, dan Sylvanus (2015) menemukan bahwa inflasi dan nilai tukar merupakan faktor yang berpengaruh terhadap perubahan *yield*.

Hasil ini berbeda dengan penelitian Nkwede, Uguru dan Nkwegu (2016) yaitu inflasi bukan merupakan faktor yang berpengaruh terhadap *yield* hanya nilai tukar yang berpengaruh.

Beberapa hasil penelitian yang dilakukan di Kawasan Amerika Selatan seperti Moser (2007) menunjukkan bahwa *country risk* berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sementara itu, Silva dan Wanderlei (2015) menemukan bahwa peringkat obligasi berpengaruh negatif terhadap *yield* obligasi. Lebih lanjut, Roland (2014) dalam penelitiannya menemukan bahwa suku bunga berpengaruh negatif dan nilai tukar berpengaruh positif terhadap *yield* di Kolombia. Hasil penelitian dari Roland (2014) tidak sesuai dengan tanda secara teoritisnya.

Oleh karena itu, berdasarkan hasil penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang berbeda pada masing-masing variabel. Dalam hal ini tidak semua teori sejalan dengan bukti empiris yang ada. Dengan demikian ditemukan adanya *research gap*. Selanjutnya, dari rujukan penelitian sebelumnya terlihat objek analisa yaitu obligasi hanya terbatas pada suatu negara atau satu kawasan saja. Oleh karena itu, dalam penelitian ini menggunakan data obligasi dari empat (4) kawasan dunia. Untuk itu, penelitian akan mengambil masalah mengenai determinan imbal hasil (*yield*) obligasi pemerintah di empat (4) kawasan dunia (Asia Tenggara, Asia Selatan, Amerika Latin dan Afrika).

1.3. Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan fenomena empiris dan *research gap* diatas maka dirumuskan pertanyaan penelitian sebagai berikut :

1. Apakah inflasi berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia?
2. Apakah suku bunga berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia?
3. Apakah nilai tukar berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia?
4. Apakah peringkat obligasi (*rating*) berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia?
5. Apakah risiko negara (*country risk*) berpengaruh terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia?

1.4. Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh inflasi terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia
2. Untuk mengetahui pengaruh suku bunga terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia
3. Untuk mengetahui pengaruh nilai tukar terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia
4. Untuk mengetahui pengaruh *rating* terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia

5. Untuk mengetahui pengaruh risiko negara (*country risk*) terhadap imbal hasil (*yield*) obligasi di empat kawasan dunia

1.5. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian diharapkan bagi:

1. Memberikan sumbangan pemikiran bagi analis, investor dan Pemerintah dalam pengambilan keputusan serta strategi keuangan.
2. Penelitian ini dapat digunakan sebagai bahan acuan bagi para peneliti selanjutnya.