

DETERMINAN SURAT UTANG NEGARA (SUN) DENGAN PENDEKATAN ECM

Dr. Daryono Soebagiyo, MEC¹ Jihad Lukis Panjawa, SE²

^{1,2} Faculty of Economics and Business, University of Muhammadiyah Surakarta
Email: daryono51@gmail.com

ABSTRACT

Fluctuating economic situation becomes an important indicator for investors in making investment decisions. Because as an investor would act on minimum risk in order to obtain the expected profit. This study aimed to analyze the effect of liquidity bonds, tenor and birate against government securities. Data types used are times series from 2008: 4-2014: 4. To determine the influence of both short term and long term, the analytical methods used in this study is the error correction model (ECM). The results showed a partial short-term liquidity tenor bonds and significant positive effect on state bonds, while birate significant negative effect. In the long term partial liquidity bonds, tenor and birate significant negative effect on sovereign debt. Simultaneously, liquidity of bonds, tenor and birate effect on sovereign debt.

Keywords: *Liquidity Bonds, Tenor, Birate, Government Securities*

PENDAHULUAN

Dewasa ini orang-orang semakin sadar dengan pentingnya berinvestasi. Investasi bisa diwujudkan dalam berbagai hal misalnya dengan cara membeli surat-surat berharga, tanah, emas, dan masih banyak lagi. Pengertian investasi menurut Tandililin (2010:2) adalah komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh keuntungan di masa datang. Investasi yang berupa surat berharga dapat diperjualbelikan melalui pasar modal. Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek (UU Pasar Modal No 8 tahun 1995 Pasal 1 Nomor 15).

Tujuan dan manfaat pasar modal dapat dilihat dari tiga sudut pandang, yaitu pertama, sudut pandang negara. Pasar modal dibangun dengan tujuan menggerakkan perekonomian suatu negara melalui kekuatan swasta dan mengurangi beban negara. Negara memiliki kekuatan dan kekuasaan untuk mengatur bidang perekonomian tetapi tidak harus memiliki perusahaan sendiri. Kedua, pasar modal menurut sudut pandang emiten

merupakan sarana untuk mencari tambahan modal. Perusahaan berkepentingan untuk mendapatkan dana dengan biaya yang lebih murah dan hal itu hanya bisa diperoleh di pasar modal. Ketiga, sudut pandang masyarakat. Masyarakat memiliki sarana baru untuk menginvestasikan uangnya. Investasi yang semula dilakukan dalam bentuk deposito, emas, tanah, atau rumah sekarang dapat dilakukan dalam bentuk saham dan obligasi (Samsul, 2006).

Setiap instrumen investasi tersebut tentu memiliki karakteristik yang berbeda satu sama lain, misalnya melakukan investasi pada obligasi mungkin lebih tepat untuk dilakukan apabila investor yang berorientasi pendapatan tetap, sedangkan investasi dalam bentuk saham akan lebih tepat dilakukan investor yang berorientasi pertumbuhan. Penerbitan obligasi tidak hanya oleh perusahaan saja, pemerintah Indonesia juga menerbitkan obligasi. Obligasi pemerintah sering juga disebut dengan Surat Utang Negara (SUN). Pengertian Surat Utang Negara berdasarkan UU Tentang Surat Utang Negara Nomor 24 tahun 2002 adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia,

sesuai dengan masa berlakunya. Beberapa jenis obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah saat ini diantaranya yaitu Sukuk Negara, obligasi seri FR (*Fixed Rate*), obligasi seri VR (*Variable Rate*), obligasi SPN (Surat Perbendaharaan Negara), obligasi dalam mata uang asing, dan ORI (Obligasi Ritel Indonesia).

Pada tahun 2007 – 2014 jumlah utang pemerintah Indonesia didominasi oleh surat berharga negara yang selalu meningkat dari tahun ke tahun. Utang pemerintah Indonesia yang bersumber dari pinjaman cenderung fluktuatif yaitu pada tahun 2009 sebesar Rp611 triliun, kemudian tahun 2010 mengalami peningkatan menjadi Rp612 triliun. Pada tahun 2011 mengalami peningkatan lagi menjadi Rp616 triliun, tahun 2012 terus naik menjadi Rp640 triliun. Kemudian pada tahun 2013 meningkat cukup tinggi menjadi Rp714 triliun, kemudian mengalami penurunan di tahun 2014 sebesar Rp674 triliun rupiah (DJPPR Kemenkeu, 2015).

Obligasi bisa dijadikan salah satu alternatif bagi para investor untuk berinvestasi. Waktu pemberian kupon tiap obligasi dapat dilakukan tiap tahunan, semesteran, atau triwulanan. Setiap obligasi tentu mempunyai waktu jatuh tempo. Periode jatuh tempo sebuah obligasi bermacam-macam, ada yang 5 tahun, 10 tahun, dan bahkan lebih dari 10 tahun. Kebanyakan periode jatuh tempo sebuah obligasi adalah 5 tahun. Semakin lama periode jatuh tempo sebuah obligasi maka akan semakin tinggi pula tingkat risikonya.

Faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan harga obligasi relatif berbeda dengan faktor-faktor yang mempengaruhi harga saham (Fabozzi, 2000). Hal ini dapat terjadi karena obligasi memiliki ciri-ciri tertentu yang berbeda dengan saham. Lebih lanjut hal ini menjadi penting untuk dipelajari mengenai pengaruh likuiditas, tenor dan birate terhadap harga surat utang negara (SUN) dengan pendekatan *error correction model*.

KAJIAN LITERATUR

Investasi merupakan suatu kegiatan penempatan dana pada satu atau lebih dari satu aset selama periode tertentu dengan harapan

dapat memperoleh penghasilan dan atau peningkatan nilai investasi (Santoso, 1997). Pengertian investasi tersebut menunjukkan bahwa tujuan investasi adalah meningkatkan kesejahteraan investor, baik sekarang maupun di masa yang akan datang. Pada umumnya para investor mempunyai sifat tidak menyukai resiko (*risk averse*), yaitu apabila mereka dihadapkan pada suatu kesempatan investasi yang mempunyai resiko tinggi maka para investor tersebut akan mensyaratkan tingkat keuntungan yang lebih besar. Konsep ini juga berlaku pada investasi dalam saham maupun obligasi.

Husaini dan Saiful (2003) menyatakan bahwa obligasi merupakan sertifikat bukti hutang yang dikeluarkan oleh suatu perseroan terbatas atau institusi tertentu baik pemerintah maupun lembaga lainnya dalam rangka mendapatkan dana atau modal, diperdagangkan di masyarakat, penerbitnya setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali pokoknya pada saat jatuh tempo.

Dalam UU Nomor 24 tahun 2002 Pasal 1 dan Pasal 3, Surat Utang Negara adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. SUN itu sendiri terdiri dari: pertama, surat perbendaharaan negara (SPN), yaitu surat perbendaharaan negara yang berjangka waktu sampai dengan dua belas bulan dengan pembayaran bunga secara diskonto. Kedua, Obligasi negara, yaitu obligasi negara yang berjangka waktu lebih dari dua belas bulan dengan kupon dan/atau dengan payaran bunga secara diskonto.

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor di pasar obligasi. Apabila obligasi yang dibeli mempunyai likuiditas cukup tinggi maka harga obligasi tersebut cenderung stabil dan meningkat. Tetapi apabila likuiditas obligasi tersebut rendah, harga obligasi cenderung melemah. Oleh karena itu pada saat

membeli obligasi hendaknya memilih obligasi yang likuid yaitu yang selalu diperdagangkan di pasar obligasi serta diminati oleh investor. Yuan (2001) menyatakan bahwa likuiditas obligasi sangat penting dalam mempengaruhi harga obligasi. Likuiditas obligasi yang tinggi akan menyebabkan obligasi lebih menarik karena tersedianya pembeli dan penjual yang lebih banyak sehingga pihak yang memiliki obligasi dapat menjual obligasinya kapan saja.

Setiap obligasi mempunyai masa jatuh tempo (tenor) atau dikenal dengan istilah *maturity date* yaitu tanggal di mana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Kewajiban pembayaran pokok pada saat jatuh tempo dan bunga obligasi akan terhindar apabila dilakukan penebusan obligasi (*redemption*) atau pembelian kembali obligasi sebelum jatuh tempo oleh penerbit obligasi tersebut. Obligasi yang memiliki periode tenor lebih lama maka akan semakin lebih tinggi tingkat risikonya sehingga *yield* yang didapatkan juga berbeda dengan obligasi yang umur tenornya cukup pendek. Perubahan harga obligasi biasanya disebabkan juga oleh periode tenor obligasi tersebut. Apabila tingkat suku bunga berubah, harga obligasi yang mempunyai masa tenor lebih lama akan lebih banyak berubahnya dibanding obligasi yang mempunyai tenor pendek. Yang harus diingat dalam membahas faktor jatuh tempo/tenor (*maturity date*) suatu obligasi adalah bahwa semakin lama masa tenor obligasi, akan semakin tinggi tingkat risiko investasi. Karena dalam masa atau periode yang begitu lama, risiko kejadian buruk atau peristiwa yang menyebabkan kinerja perusahaan menurun bisa saja terjadi. Oleh karena itu, periode tenor untuk obligasi perusahaan di Indonesia biasanya dibuat dalam jangka waktu 5 tahun saja (Rahardjo, 2003).

Investasi dalam deposito atau SBI, akan menghasilkan bunga bebas risiko tanpa memikirkan pengelolannya. Sementara investasi dalam obligasi mengandung risiko seperti kegagalan penerimaan kupon atau gagal pelunasan dan kerugian karena kehilangan kesempatan untuk melakukan investasi di tempat lain (*opportunity cost*). Pergerakan tingkat suku bunga SBI sangat

berpengaruh terhadap efek pendapatan tetap. Kenaikan tingkat bunga SBI diharapkan dapat memberikan alternatif investasi karena orang lebih suka membeli SBI yang memberikan bunga tinggi. Pada gilirannya kenaikan tingkat suku bunga SBI pasti berdampak pada kenaikan tingkat bunga komersial. Disaat tingkat bunga komersial tinggi merupakan momen yang tidak tepat untuk merealisasikan *capital gain*. Karena harga obligasi berhubungan terbalik dengan tingkat bunga pasar. Sehingga kenaikan tingkat bunga komersial justru akan mengakibatkan penurunan harga obligasi. Kemudian investor dapat merealisasikan *capital gain* ketika pemerintah melakukan pemotongan terhadap tingkat suku bunga SBI. Karena pemotongan tingkat suku bunga SBI berdampak pada apresiasi terhadap harga obligasi. Nilai suatu obligasi bergerak berlawanan arah dengan perubahan suku bunga secara umum. Jika suku bunga secara umum cenderung turun, maka nilai atau harga obligasi akan meningkat, karena para investor cenderung untuk berinvestasi pada obligasi. Sementara itu, jika suku bunga secara umum cenderung meningkat, maka nilai atau harga obligasi akan turun, karena para investor cenderung untuk menanamkan uangnya di Bank (Bapepam, 2003).

Penelitian yang dilakukan Subagia (2015) mengenai analisis pengaruh likuiditas, waktu jatuh tempo dan kupon obligasi terhadap perubahan harga obligasi korporasi di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa likuiditas berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi periode kuartal 1 tahun 2013 hingga kuartal 2 tahun 2014. Jangka waktu jatuh tempo berpengaruh positif dan signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi periode kuartal 1 tahun 2013 hingga kuartal 2 tahun 2014. Kupon berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap perubahan harga obligasi korporasi periode kuartal 1 tahun 2013 hingga kuartal 2 tahun 2014.

Widajati (2009), melakukan penelitian mengenai Inflasi dan Tingkat Bunga terhadap Harga Obligasi Negara Ritel yang Diterbitkan

Pemerintah. Metode analisis yang digunakan adalah metode jalur (*path analysis*). Hasil penelitian ini menunjukkan korelasi antara variabel inflasi dan harga obligasi melalui tingkat bunga SBI lemah atau tidak ada hubungan. Sedangkan inflasi dan tingkat Bunga SBI berpengaruh secara simultan dan signifikan terhadap harga obligasi.

Putri (2013), melakukan penelitian mengenai pengaruh resiko likuiditas perusahaan terhadap *yeild spread* obligasi. Perkembangan pasar obligasi Indonesia menunjukkan pergerakan yang signifikan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel likuiditas perusahaan dan *age* tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield spread*, sedangkan variabel *leverage*, *maturity*, *coupon*, *size issue*, *maturity* dan kinerja perusahaan berpengaruh signifikan terhadap *yield spread*.

Penelitian Chee dan Cheng (2013) mengenai *Macro-economic Determinants of UK Treasury Bonds Spread* menunjukkan hasil bahwa suku bunga jangka pendek berpengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi pemerintah Inggris. Nilai tukar mempunyai hubungan yang signifikan dan berpengaruh positif terhadap imbal hasil pemerintah Inggris. Sedangkan faktor makro ekonomi lainnya seperti deflator PDB, PDB riil, cadangan internasional, uang beredar riil, perdagangan bersih, dan indeks saham tidak berpengaruh pada imbal hasil obligasi pemerintah Inggris.

Indarsih (2013) melakukan penelitian mengenai pengaruh tingkat suku bunga SBI, rating, likuiditas dan maturitas terhadap *yield to maturity* obligasi. Metode analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi linier berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa suku bunga SBI dan maturitas memiliki pengaruh positif terhadap *yield to maturity* obligasi, sedangkan rating dan likuiditas tidak berpengaruh terhadap *yield to maturity* obligasi.

METODE PENELITIAN

Tipe data yang digunakan adalah times series. Data yang digunakana adalah triwulanan mulai triwulanan keempat tahun

2008 sampai triwulanan keempat tahun 2014. Penelitian ini dilaksanakan di Indonesia. Variabel dependen dalam penelitian ini adalah surat utang negara seri fixed rate (FR) yaitu SUN Seri FR0042. Variabel independen meliputi liquiditas obligasi (X1), tenor (X2) dan bi-rate (X3). Sumber data diperoleh dari Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan, Bursa Efek Indonesia dan Bank Indonesia. Penelitian ini merupakan penelitian kuantitatif menggunakan metodologi ekonometrika. Dalam metodologi ini, alat analisis yang digunakan adalah regresi, yaitu suatu alat analisis statistik yang didesain untuk mengukur arah dan besarnya pengaruh satu atau lebih variabel terhadap satu atau lebih variabel dependen (Gujarati, 2012). Regresi yang digunakan adalah regresi error correction model. Model Koreksi Kesalahan (ECM) mengasumsikan keberadaan suatu hubungan equilibrium jangka panjang antara dua atau lebih variabel ekonomi. Dalam jangka pendek, namun demikian, yang terjadi adalah *disequilibrium*. Dengan mekanisme koreksi kesalahan, suatu proporsi dari disequilibrium pada suatu periode dikoreksi pada periode berikutnya. Proses penyesuaian menjadi alat untuk merekonsiliasi perilaku jangka pendek dan jangka panjang. Berdasarkan konsep ini, hubungan jangka panjang menjadi bisa diestimasi melalui hubungan jangka pendek. Model persamaan regresi *error correction model* sebagai berikut:

Model Jangka Panjang

$$\text{Log}Y^*_t = \beta_0 + \beta_1 X1_t + \beta_2 \text{Log}X1_t + \beta_3 \text{Log}X3_t + \epsilon_t$$

Error Correction merupakan mekanisme koreksi kesalahan dilakukan dengan meminimalkan fungsi biaya. Proses minimisasi, penataan dan parameterisasi akan menghasilkan persamaan ECM jangka pendek standar sebagai berikut:

$$\Delta \text{Log}Y_t = \alpha_1 \Delta \text{Log}X1_t + \alpha_2 \Delta \text{Log}X2_t + \alpha_3 \Delta \text{Log}X3_t - \lambda (\text{Log}Y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 \text{Log}X1_{t-1} - \beta_2 \text{Log}X2_{t-1} - \beta_3 \text{Log}X3_{t-1}) + v_t$$

Secara *a priori*, α_1 , α_2 dan α_3 didefinisikan sebagai koefisien regresi jangka pendek, β_1 , β_2 , dan β_3 adalah koefisien regresi jangka panjang. λ adalah koefisien

penyesuaian, nilainya berkisar 0-1 ($0 < \lambda < 1$). Koreksi kesalahan terdiri dari dua elemen, yaitu koreksi yang dilakukan dengan mempertimbangkan kondisi sekarang (jangka pendek) dan koreksi yang dilakukan terhadap kesalahan masa lalu. Penataan dan parameterisasi persamaan ECM jangka pendek standar akan menghasilkan model estimator ECM :

$$\Delta \text{Log}Y_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta \text{Log}X1_t + \gamma_2 \Delta \text{Log}X2_t + \gamma_3 \Delta \text{Log}X3_t + \gamma_4 \text{Log}X1_{t-1} + \gamma_5 \text{Log}X2_{t-1} + \gamma_6 \text{Log}X3_{t-1} + \gamma_7 \text{ECT} + \omega_t$$

di mana:

$$\gamma_0 = \lambda \beta_0$$

$\gamma_1 = \alpha_1$; $\gamma_2 = \alpha_2$; $\gamma_3 = \alpha_3$ koefisien pengaruh jangka pendek

$\gamma_4 = -\lambda(1 - \beta_1)$; $\gamma_5 = -\lambda(1 - \beta_2)$; $\gamma_6 = -\lambda(1 - \beta_3)$ untuk mencari koefisien jangka panjang

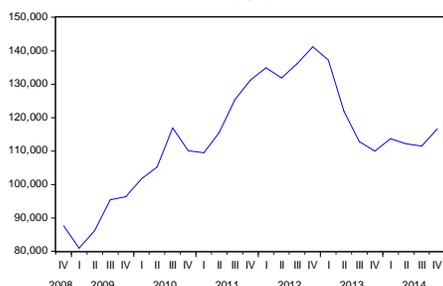
$$\gamma_7 = \lambda$$

$$\text{ECT} = \text{Log}X1_{t-1} + \text{Log}X2_{t-1} + \text{Log}X3_{t-1} - \text{Log}Y_{t-1}$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang berupa *time series* dalam bentuk data kuartalan selama tahun 2009 – 2014. Variabel dependen yang digunakan sebagai sampel penelitian ini adalah harga Surat Utang Negara (SUN) seri FR0042. Variabel independen yang digunakan adalah likuiditas obligasi, tenor dan tingkat bunga. Seluruh data yang digunakan diolah dan dianalisis menggunakan program *E-views* versi 8.

Grafik Perkembangan Harga Surat Utang Negara Periode 2008:4-2014:4 (Milyar)

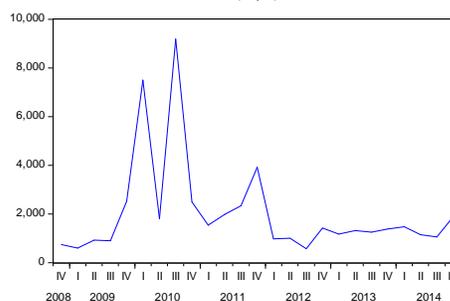


Sumber: Olah data eviews8

Grafik di atas menunjukkan perkembangan surat utang negara. Perkembangan surat utang negara mengalami fluktuatif. Volume tertinggi

terjadi pada triwulan keempat tahun 2012 sebesar 141239 milyar, sedangkan terendah terjadi pada triwulan pertama tahun 2009 sebesar 80941 milyar.

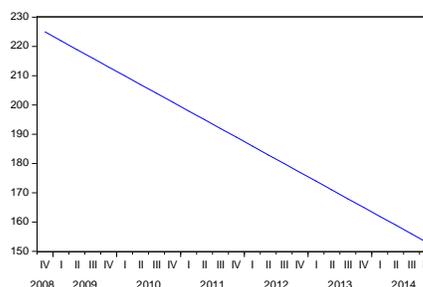
Grafik Perkembangan Likuiditas Obligasi Periode 2008:4-2014:4 (Milyar)



Sumber: Olah data eviews8

Berdasarkan grafik di atas, perkembangan likuiditas obligasi mengalami fluktuatif. Volume likuiditas obligasi tertinggi terjadi pada kuartal ketiga tahun 2010 sebesar 9194 milyar. Volume likuiditas terendah terjadi pada kuartal tiga tahun 2012 sebesar 581 milyar. Volume likuiditas obligasi terendah pada tahun 2012 terjadi akibat investor lebih meminati surat utang negara sebagai investasi yang menguntungkan.

Grafik Perkembangan Tenor SUN Fr0042 Periode 2008:4-2014:4 (Kuartalan)



Sumber: Olah data eviews8

Setiap obligasi mempunyai tenor atau masa jatuh tempo obligasi masing-masing yaitu tanggal di mana nilai pokok obligasi tersebut harus dilunasi oleh penerbit obligasi. Emiten obligasi mempunyai kewajiban mutlak untuk membayar nilai nominal obligasi kepada pemegang obligasi pada saat jatuh tempo (biasanya tercantum pada kesepakatan yang

dibuat sebelumnya). Berdasarkan grafik di atas, tenor obligasi mengalami penurunan dari tahun ke tahun. Hal ini berarti tenor atau sering disebut sebagai *maturity date* maka akan mendekati habisnya masa jangka waktu jatuh tempo.



Sumber: Olah data eviews8

Berdasarkan grafik di atas, perkembangan birate mengalami fluktuatif dari tahun ke tahun. Bi-rate paling tinggi terjadi pada triwulan keempat tahun 2008. Bi-rate terendah terjadi pada tahun 2012. Langkah Bank Indonesia dengan menaikannya BI rate ini adalah untuk mengantisipasi kemungkinan berkurangnya stimulus moneter yang dilakukan Bank Sentral Amerika Serikat, *The Fed*.

Hasil Uji Asumsi Klasik

Berdasarkan tabel uji asumsi klasik, menunjukkan tidak ada permasalahan asumsi klasik, yang berarti untuk uji asumsi klasik lolos.

Tabel Uji Asumsi Klasik

Uji Asumsi Klasik	Statistik	Prob.
Normalitas, χ^2 (2) (Jarque-Bera)	1,0664	0,5867
Otokorelasi, χ^2 (3) (Bruesch Godfrey)	0,7784	0,8546
Heteroskedastisitas, χ^2 (7) (White)	3,2625	0,8597
Linieritas, F (1, 16) (Ramsey Reset)	0,0005	0,9823

Sumber: Olahdata Eviews8

Uji normalitas residual menunjukkan bahwa nilai *prob.Jarque-Bera* sebesar 0,5867 > α (0,05), dapat disimpulkan distribusi residual normal. Berdasarkan uji Bruesch Godfrey, menunjukkan nilai *prob.Chisquare* sebesar 0,8546 > α (0,05), dapat disimpulkan tidak terdapat masalah otokorelasi dalam model, yang berarti nilai variabel masa lalu tidak memiliki pengaruh terhadap nilai variabel saat ini atau yang akan datang.

Berdasarkan uji asumsi klasik untuk uji heteroskedastisitas menunjukkan tidak terdapat masalah heteroskedastisitas dalam model, karena nilai *prob.Chisquare* sebesar 0,8597 > α (0,05), yang berarti variasi residual dalam model konstan secara sistematis seiring berubahnya variabel independen. Sedangkan berdasarkan uji linieritas model, menunjukkan model yang dipakai linier, karena *prob.F* sebesar 0,9823 > α (0,05).

Tabel Goodness of Fit

Goodness of Fit	Statistik	Prob.
Uji F	390,7048	0,0000
Rsquare	0,99938	

Sumber: Olahdata Eviews8

Berdasarkan uji simultan, menunjukkan bahwa model yang dipakai eksis, karena nilai *prob.F* sebesar 0,0000 < 0,05, artinya secara bersama-sama variabel-variabel independen (liquiditas obligasi, tenor dan birate) mempengaruhi harga surat utang negara. Sedangkan interpretasi nilai *Rsquare* sebesar 0,99938, yang artinya variasi variabel harga surat utang negara dapat dijelaskan oleh variabel liquiditas obligasi, tenor dan birate sebesar 99,938 persen, sisanya 0,062 persen dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Tabel Hasil Regresi

Variable	Coefficient	t-Statistic	Prob.
C	72,7201	4,0367	0.0009
DLOG(X1)	0,0315	2,1296	0.0481
DLOG(X2)	570,2949	3,2076	0.0052
D(X3)	-0,1241	-4,3987	0.0004
LOG(X1(-1))	-0,8420	-23,5795	0.0000
LOG(X2(-1))	-10,9942	-3,7963	0.0014
X3(-1)	-0,9548	-38,9970	0.0000
ECT	0,8720	33,4837	0.0000

Sumber: Olahdata Eviews8

Berdasarkan hasil regres, maka diperoleh model estimasi sebagai berikut:

$$\Delta \text{Log} Y_t = 72,7201 + 0,0315 \Delta \text{Log} X1_t + 570,2949 \Delta \text{Log} X2_t - 0,1241 \Delta \text{Log} X3_t - 0,8420 \text{Log} X1_{t-1} - 10,9942 \text{Log} X2_{t-1} - 0,9548 \text{Log} X3_{t-1} + 0,8720 \text{ECT}$$

Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa model termasuk ECM, karena nilai koefisien λ sebesar 0,8720 ($0 < \lambda < 1$) dan signifikan ($0,0000 < 0,05$).

Hubungan Liquiditas Obligasi terhadap Harga Surat Utang Negara

Hasil menunjukkan bahwa dalam jangka pendek liquiditas obligasi berpengaruh positif signifikan terhadap harga surat utang negara pada triwulan keempat tahun 2008 sampai triwulan keempat 2014, karena nilai prob.t sebesar $0,0481 < 0,05$. Apabila liquiditas obligasi naik satu persen maka harga surat utang negara naik 0,0315 persen. Hasil penelitian ini didukung oleh Subagia (2015) yang menunjukkan bahwa liquiditas berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga korporasi. Dalam jangka pendek, semakin tinggi likuiditas maka semakin banyak juga tersedia penjual dan pembeli obligasi, seorang investor akan tertarik pada obligasi yang memiliki likuiditas tinggi karena akan semakin mudah diperjualbelikan, hal ini akan menyebabkan obligasi terus mengalami permintaan dan penawaran sehingga menyebabkan perubahan harga menjadi semakin meningkat. Dalam jangka panjang liquiditas obligasi berpengaruh

negatif signifikan, karena prob.t sebesar $0,0000 < 0,05$. Apabila liquiditas naik satu persen maka harga surat utang negara turun sebesar $-0,8720 \times (1 - (-0,8420)) = 1,6062$ persen. Nilai emisi yang terlalu kecil membuat investor tidak terlalu sering melakukan transaksi. Likuiditas di pasar obligasi Indonesia setelah tahun 2012 lebih mengalami penurunan yang disebabkan dampak negatif isu-isu eksternal maupun internal, seperti kenaikan ekspektasi inflasi, melebarnya defisit neraca transaksi berjalan, pelemahan nilai tukar rupiah, serta kekhawatiran terhadap pengurangan (tapering off) stimulus moneter Bank Sentral Amerika Serikat (AS) atau The Federal Reserve (www.ibpa.co.id). Akibat kondisi ekonomi yang terpuruk, investor akan lebih berhati-hati dan mengambil sikap aman dalam melakukan investasi. Jika kondisi ekonomi dipresiksi kedepannya akan bergejolak negatif, para investor akan lebih memilih berinvestasi ke deposito yang lebih aman.

Hubungan Tenor terhadap Harga Surat Utang Negara

Hasil menunjukkan bahwa dalam jangka pendek tenor berpengaruh positif signifikan terhadap harga surat utang negara, karena prob.t sebesar $0,0052 < 0,05$. Hasil penelitian ini didukung oleh Subagia (2015) yang menunjukkan bahwa waktu jatuh tempo berpengaruh positif signifikan terhadap perubahan harga korporasi. Investor memiliki preferensi yang berbeda dalam berinvestasi. Hal tersebut dikarenakan, dalam jangka investor telah memiliki kepercayaan pada pemerintah sehingga berapa lama waktu jatuh tempo tidak menjadi masalah. Karena pemerintah akan cepat dalam mengatasi dan mengantisipasi gejolak ekonomi yang terjadi. Dalam jangka panjang tenor berpengaruh negatif signifikan terhadap harga surat utang negara, karena prob.t sebesar $0,0014 < 0,05$. Hasil penelitian ini didukung oleh Rahardjo (2003) yang mengemukakan bahwa semakin pendek tenor obligasi maka akan semakin diminati investor karena dianggap risikonya lebih kecil. Investor

akan mengalihkan dananya ke deposito yang dirasa aman.

Hubungan BI-rate terhadap Harga Surat Utang Negara

Berdasarkan hasil regresi menunjukkan bahwa bi-rate berpengaruh negatif signifikan terhadap harga surat utang negara dalam jangka pendek dan jangka panjang. Dalam jangka pendek, prob.t sebesar $0,0004 < 0,5$ sedangkan dalam jangka panjang prob.t sebesar $0,0000 < 0,05$. Apabila birate dalam jangka pendek dan jangka panjang mengalami peningkatan, maka harga surat utang negara akan mengalami penurunan. Hasil didukung oleh penelitian Ratih (2006) yang menerangkan bahwa pergerakan tingkat suku bunga SBI sangat berpengaruh terhadap efek pendapatan tetap. Kenaikan tingkat bunga SBI diharapkan dapat memberikan alternatif investasi karena orang lebih suka membeli SBI yang memberikan bunga tinggi. Pada gilirannya kenaikan tingkat suku bunga SBI pasti berdampak pada kenaikan tingkat bunga komersial. Disaat tingkat bunga komersial tinggi merupakan momen yang tidak tepat untuk merealisasikan *capital gain*. Karena harga obligasi berhubungan terbalik dengan tingkat bunga pasar. Sehingga kenaikan tingkat bunga komersial justru akan mengakibatkan penurunan harga obligasi. Kemudian investor dapat merealisasikan *capital gain* ketika pemerintah melakukan pemotongan terhadap tingkat suku bunga SBI. Karena pemotongan tingkat suku bunga SBI berdampak pada apresiasi terhadap harga obligasi

Nilai suatu obligasi bergerak berlawanan arah dengan perubahan suku bunga secara umum. Jika suku bunga secara umum cenderung turun, maka nilai atau harga obligasi akan meningkat, karena para investor cenderung untuk berinvestasi pada obligasi. Sementara itu, jika suku bunga secara umum cenderung meningkat, maka nilai atau harga obligasi akan turun, karena para investor cenderung untuk menanamkan uangnya di Bank (Bapepam, 2003).

SIMPULAN

Penelitian ini menganalisis variabel-variabel yang berpengaruh terhadap harga surat utang negara seri Fr0042 periode triwulan keempat 2008 sampai triwulan keempat 2014. Hasil menunjukkan bahwa semua terpenuhi atau lolos uji asumsi klasik. Terjadi keseimbangan dalam jangka panjang dan model termasuk ECM, karena koefisien λ sebesar 0,8720 ($0 < \lambda < 1$) dan signifikan ($0,0000 < 0,05$). Dalam jangka pendek, variabel likuiditas obligasi dan tenor berpengaruh positif signifikan, sedangkan birate berpengaruh negatif signifikan terhadap harga surat utang negara. Jangka panjang, variabel likuiditas obligasi, tenor dan bi-rate berpengaruh negatif signifikan terhadap harga SUN.

Pentingnya peran pemerintah dan Bank Indonesia dalam pengambilan kebijakan hendaklah peka dan kritis dalam pengendalian stabilitas ekonomi baik dampak dari dalam maupun luar. Kiat-kiat guna menarik para investor baru harus tepat. Terutama memberikan kemudahan dalam berinvestasi, sehingga para investor merasa aman baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Terutama dalam pengendalian tingkat suku bunga atau bi-rate. Bagi penelitian berikutnya, hendaknya mencoba metode yang lebih kompleks, memasukan variabel baru dan menganalisis pengaruh masing-masing variabel baik sebelum serta pasca krisis ekonomi. perilaku-perilaku secara kompleks.

REFERENSI

- Ang, Robbert. 1997. *Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Mediasoft Indonesia.
- Chee, S.W. dan Cheng F.F. 2013. "Macroeconomic Determinants of UK Treasury Bonds Spread". *International Journal of Arts and Commerce*. Vol.2 (1).
- Fabozzi, Frank J. 2000. "Bond Markets, Analysis and Strategies". Fourth Edition. New Jersey: Prentice-Hall.
- Greene, William H (2003), *Econometric Analysis*. Fifth edition. Upper Saddle River, New Jersey.

- Gujarati Damodar N, 2003, *Basic Econometrics*, Fourth Edition, International Edition, McGraw Hill, New York.
- Gujarati Damodar N, 2006, *Essentials of Econometrics*, Third Edition, McGraw Hill International Edition, New York.
- Gujarati, Damodar N. 2007. "Dasar-dasar Ekonometrika", (3rd ed). Terjemahan oleh Julius A. Mulyadi. Jakarta : Erlangga
- Hartono, Jogiyanto. 1998. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Yogyakarta: BPFE UGM.
- Haldane Andrew.G, Nicolette Battini, 1998, Forward Looking Rules For Monetary Policy, *Working paper 6543, National Bureau of Economic Reseach*, Cambridge.
- <http://www.Bapepam.go.id>
- <http://www.bi.go.id>
- <http://www.ibpa.co.id>
- <http://www.idx.co.id>
- Husaini dan Saiful. 2003. "Pengaruh Penerbitan Obligasi Terhadap Risiko dan Return Saham", *Jurnal Manajemen dan Bisnis*. Vol. 5 (1): 35-46.
- Husnan, Suad. 2009. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas Edisi Keempat*. Yogyakarta: Unit Penerbit dan Percetakan Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen YKPN.
- Indarsih, Nanik. 2013. "Pengaruh Tingkat Suku Bunga SBI, Rating, Likuiditas dan Maturitas Terhadap Yield To Maturity Obligasi". *Jurnal Ilmu Manajemen*. Vol. 1 (1): `125-136.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia. 2015. *Posisi Utang Pemerintah Pusat*. Diakses pada 8 Januari 2016, <http://www.djppr.kemenkeu.go.id/page/1oad/23>.
- Mankiw, N. Gregory. 2000. *Teori Makroekonomi Edisi Keempat*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Putri, Eka Lestari Hafqi. 2013. "Pengaruh Risiko Likuiditas Perusahaan Terhadap Yield Speard Obligasi". *Jurnal Ekonomi dan Bisnis*. Vol. XXIII (3): 294-306.
- Rahardjo, Spto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Santoso, Indra D. 1997. *Kiat Investasi di Pasar Modal*. Jakarta: Megapoin.
- Samsul, Mohamad. 2006. *Pasar Modal dan Manajemen Portofolio*. Jakarta: Penerbit Erlangga.
- Sitorus, Tarmiden. 2015. *Pasar Obligasi Indonesia: Teori dan Praktik*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Soebagiyo Daryono, 2002, *Defisit Spending dan Pengaruhnya Terhadap Pendapatan Nasional dan Inflasi*, *Jurnal Ekonomi Pembangunan* 2002 (vol 3 no 1, 46-54), BPPE - FE UMS, Surakarta.
- Soebagiyo Daryono, 2005, *Defisit Spending and Economics Growth in Indonesia*, International Seminar, Empowering Economy and Business in Free Trade Era, Universiti Kebangsaan Malaysia and Muhammadiyah University of Surakarta. Surakarta
- Soebagiyo Daryono, 2012, *Analisis Pembiayaan Defisit Anggaran di Indonesia*, Disertasi S3 (Tidak Dipublikasikan) PDIE Universitas Brawijaya Malang
- Soebagiyo Daryono, 2012, *Isu Strategi Defisit Spending di Indonesia*, *Jurnal Ekonomi Pembangunan Volume 13, Nomor 2, Desember 2012, hlm.260-275*. BPPE FEB Universitas Muhammadiyah Surakarta
- Subagia, I Ketut dan Ida Bagus Panji Sedana. 2015. "Analisis Pengaruh Likuiditas, Waktu Jatuh Tempo Dan Kupon Obligasi Terhadap Perubahan Harga Obligasi Korporasi Di Bursa Efek Indonesia". *E-Jurnal Manajemen Unud*. Volume 4 (5): 1451-1465.

Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang
Pasar Modal.

Undang-undang Nomor 24 Tahun 2002
tentang Surat Utang Negara.

Widajati, Asih. 2009. "Inflasi dan Tingkat
Bunga Terhadap Harga Obligasi Negara
Ritel yang Diterbitkan Pemerintah".
Jurnal Keuangan dan Perbankan Vol.
13 (1): 97–105.

Yuan, Kathy. 2001. "*The Liquidity Service of
Sovereign Bonds*", *Working Paper*,
didownload dari
www.papers.ssrn.com. Penulisan naskah
dan sitasi yang diacu dalam naskah ini
disarankan menggunakan aplikasi
referensi (*reference manager*) seperti
Mendeley, Zotero, Reffwork, End note
dan lain-lain. [Times New Roman, 11,
normal].