

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Landasan Teori

1. Obligasi

Obligasi merupakan salah satu sumber pendanaan (*financing*) bagi pemerintah dan perusahaan, yang dapat diperoleh dari pasar modal. Secara sederhana, obligasi merupakan suatu surat pengakuan utang yang dikeluarkan oleh penerbit (*issuer*) kepada investor (*bondholder*), dimana penerbit akan memberikan suatu imbal hasil (*return*) berupa kupon yang dibayarkan secara berkala dan nilai pokok (*principal*) ketika obligasi tersebut mengalami jatuh tempo (Adler, Desmon, Wilson, 2007).

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Untuk obligasi pemerintah bisa berjangka waktu hingga 30 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi kupon/bunga nya. Pada saat jatuh tempo emiten berkewajiban melunasi pembayaran pokok obligasi tersebut (Raharjo, 2004).

Menurut Raharjo (2004), mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor yang sangat penting dalam melakukan investasi obligasi. Untuk mengukur risiko/kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon dan atau pokok obligasi tepat waktu dapat dilihat dari peringkat (*rating*) obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat.

Ada obligasi yang memberikan jaminan berbentuk aset. Hal ini menyebabkan obligasi lebih mempunyai daya tarik bagi calon investor. Namun demikian di dalam penerbitan obligasi kewajiban penyediaan jaminan bukanlah mutlak sebuah keharusan.

2. Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk)

a. Definisi SBSN/ Sukuk

Di dalam Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang SBSN disebutkan bahwa SBSN merupakan Surat Berharga Negara yang diterbitkan pemerintah dengan berlandaskan pada prinsip syariah, yang menjadi bukti penyertaan investor pada aset SBSN. Sukuk seringkali disebut juga dengan obligasi syariah atau *Islamic Bond*. UU Nomor 19 Tahun 2008 juga menyatakan bahwa SBSN dan Surat Utang Negara (SUN) merupakan bagian dari Surat Berharga Negara (Obligasi Pemerintah). Namun demikian, menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) kedua obligasi ini memiliki perbedaan, yaitu bahwa Sukuk tidak mencerminkan piutang bagi pemegang Sukuk, tetapi kepemilikan atau penyertaan atas aset.

b. Jenis dan Karakteristik SBSN/ Sukuk

SBSN merupakan bagian dari salah satu instrumen pembiayaan APBN yang memiliki 5 jenis instrumen yaitu sebagai berikut:

1) *Islamic Fixed Rate (IFR)*

Merupakan seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri, bersifat *tradable*, dan tingkat imbal hasil tetap. Seri ini pertama kali diterbitkan dengan metode *bookbuilding* dalam debut penerbitan SBSN di tahun 2008.

2) *Project Based Sukuk (PBS)*

Merupakan seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri, bersifat *tradable*, imbalan tetap, dan hasil penerbitannya digunakan untuk membiayai pembangunan infrastruktur di Indonesia. Penerbitan PBS ini dilakukan dengan metode lelang dan metode *private placement*.

3) Sukuk Ritel (SR)

Merupakan seri SBSN yang khusus diterbitkan bagi investor perseorangan atau individu Warga Negara Indonesia. Penerbitan Sukuk Ritel ini dilakukan dengan metode *bookbuilding* di pasar perdana dalam negeri, imbal hasil tetap, dan bersifat *tradable*. Sampai dengan saat ini pemerintah telah menerbitkan tujuh seri Sukuk Ritel yaitu seri SR-001 s.d. SR-008

4) Sukuk Negara Indonesia (SNI)

Merupakan seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah yang berdenominasi US dollar, diterbitkan dengan cara *bookbuilding*, imbal hasil tetap, dan dapat diperdagangkan.

5) Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)

Merupakan SBSN yang diterbitkan dengan cara *private placement* yang dikhususkan bagi Kementerian Agama sebagai wadah untuk penempatan Dana Haji dan Dana Abadi Umat. Penerbitan SDHI menggunakan akad *Ijarah Al-Khadamat*, bersifat *non-tradable*, dan tingkat imbal hasil tetap.

c. Metode Penerbitan

Menurut Siamat (2014), sampai dengan saat ini terdapat beberapa metode yang digunakan pemerintah dalam menerbitkan SBSN, yaitu sebagai berikut:

1) Lelang

Merupakan suatu metode penerbitan yang dilakukan dengan melibatkan peserta lelang SBSN. Peserta Lelang SBSN adalah bank dan perusahaan efek yang ditunjuk Menteri Keuangan sebagai Peserta Lelang SBSN di pasar perdana dalam negeri. Setiap peserta lelang SBSN dapat melakukan penawaran pembelian kompetitif dan/atau penawaran pembelian nonkompetitif dalam suatu periode waktu penawaran yang telah ditentukan sebelumnya.

2) *Bookbuilding*

Merupakan salah satu metode penerbitan SBSN dimana investor akan menyampaikan penawaran pembelian atas SBSN yang berupa harga (*yield*) dan jumlah penawaran pembelian yang kemudian dicatat ke dalam *book order* oleh *investment bank* selaku *bookrunner* penerbitan. Metode ini biasanya digunakan pada penerbitan SBSN Ritel/Sukuk Ritel dan SBSN valas dimana investor dari kedua penerbitan memiliki karakteristik yang berbeda dengan investor lelang.

3) *Private Placement*

Merupakan salah satu metode penerbitan SBSN yang dilakukan oleh pemerintah kepada pihak tertentu dengan ketentuan dan syarat (*terms and conditions*) yang disepakati bersama. Metode penerbitan ini dilakukan ketika suatu entitas atau

perusahaan memiliki kebutuhan khusus terhadap karakteristik SBSN yang akan diterbitkan seperti karakteristik *non tradable* dan preferensi terhadap tenor-tenor yang tidak dilelang dalam lelang SBSN.

3. Faktor-Faktor yang Mempengaruhi *Yield* Sukuk

Menurut Fabozzi (2007, 6) terdapat beberapa risiko yang melekat pada obligasi yaitu *interest rate risk*, *inflation risk*, *exchange rate risk*, *liquidity risk*, *volatility risk*, *reinvestment risk*, *call risk* dan *credit risk*. Risiko tersebut turut mempengaruhi harga obligasi selain dari fitur obligasi itu sendiri.

Beberapa penelitian mengenai obligasi baik korporasi maupun pemerintah, juga menganalisis berbagai faktor yang mempengaruhi *yield*. Penelitian yang dilakukan oleh Ang dan Piazzesi (2003), Dewachter, Lyrio dan Maes (2006), Hordahl *et al.* (2006), Diebold *et al.* (2006), dan Cherif dan Kamoun (2007) telah melihat pengaruh fundamental ekonomi makro, faktor risiko likuiditas, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) terhadap *yield curve*. Penelitian secara komprehensif mengenai pengaruh fundamental ekonomi makro, faktor risiko likuiditas/solvensi, faktor eksternal (*external shock*), dan risiko pasar (*market risk*) juga telah dilakukan oleh Min (1998), Ferrucci (2003), Grandes (2007), Baldacci, Gupta, dan Mati (2008), Alexopoulou *et al.* (2010), dan Gibson, Hall, dan Tavlav (2012) yang melakukan penelitian mengenai *yield spread sovereign bond*.

Berdasarkan penelitian tersebut, penelitian ini mengambil variabel *BI Rate*, nilai tukar, dan inflasi sebagai bagian dari variabel ekonomi makro. Sedangkan variabel *debt-to-GDP ratio* dan IHSG sebagai faktor risiko likuiditas dan solvensi. Berikut adalah penjelasan mengenai bagaimana variabel-variabel dalam penelitian ini mempengaruhi *yield*.

a. Suku Bunga (*BI Rate*)

Tingkat suku bunga acuan bank sentral (*BI Rate*) dapat diartikan sebagai suku bunga kebijakan yang mencerminkan sikap atau *stance* kebijakan moneter yang ditetapkan oleh Bank Indonesia dan diumumkan kepada publik. *BI Rate* diumumkan oleh dewan Gubernur Bank Indonesia setiap rapat Dewan Gubernur bulanan dan diimplementasikan pada operasi moneter yang dilakukan Bank Indonesia melalui

pengelolaan likuiditas (*liquidity management*) di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran operasional kebijakan moneter dicerminkan pada perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N). Pergerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan diikuti oleh perkembangan di suku bunga deposito, dan pada gilirannya suku bunga kredit perbankan (*website* Bank Indonesia).

Selain pasar uang, pasar investasi juga dipengaruhi oleh kebijakan moneter. Secara teoritis kontraksi moneter sama-sama memberikan dampak negatif terhadap harga saham dan obligasi. Secara sederhana, harga obligasi dapat dinotasikan sebagai berikut:

$$P = V (1 + i)$$

dimana,

P: harga obligasi,

i: suku bunga,

V: nilai nominal pada saat jatuh tempo (*face value*).

Dari persamaan diatas, dapat dilihat bahwa harga obligasi berbanding terbalik dengan suku bunga. Harga obligasi akan selalu lebih rendah dari *face value* nya jika suku bunga positif ($P < V$, jika $i > 0$). Harga obligasi akan turun jika suku bunga meningkat, atau sebaliknya. Dengan demikian, kontraksi moneter yang menyebabkan kenaikan suku bunga akan menurunkan harga obligasi (Ilmi, 2012). Turunnya harga obligasi meningkatkan minat investor karena *return/ yield* ketika jatuh tempo meningkat. Dengan demikian, *yield* mempunyai hubungan terbalik dengan harga obligasi, atau dengan kata lain ketika suku bunga naik harga obligasi turun dan *yield* yang diharapkan investor meningkat.

Hasil penelitian Wibisono (2010) menyatakan bahwa *BI Rate*, inflasi, *output gap*, dan nilai tukar, memiliki pengaruh terhadap masing-masing *yield* obligasi pemerintah dengan jangka waktu 1 (satu) tahun, 5 (lima) tahun, dan 10 (sepuluh) tahun. Semua variabel makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian tersebut berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi Pemerintah Indonesia dengan jangka waktu yang berbeda-beda.

b. Kurs

Menurut Sunarno (2009) nilai tukar dapat mempengaruhi harga obligasi karena adanya *supply* modal dari luar negeri. Pada saat suku bunga di Indonesia naik maka investor asing akan tertarik berinvestasi di Indonesia. *Supply* dollar yang berlebih dari investasi asing ini dapat menguatkan nilai tukar rupiah terhadap dollar. Disaat yang bersamaan, besarnya minat investor terhadap instrumen investasi seperti obligasi akan menyebabkan harga obligasi naik atau dengan kata lain *yield* obligasi mengalami penurunan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa penguatan nilai tukar dapat mempengaruhi *yield* obligasi secara positif.

Dalam penelitian sebelumnya, Min (1997) melakukan penelitian mengenai variabel yang berpengaruh terhadap harga obligasi di negara-negara berkembang, menurutnya harga obligasi dapat dipengaruhi oleh tiga variabel yaitu *liquidity and solvency variable, macroeconomic fundamentals, dan external shock*. Penelitian tersebut mengategorikan variabel kurs ke dalam *macroeconomic fundamentals* yang memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

c. Inflasi

Menurut Rudiyanto (2011), pada saat tingkat inflasi terlalu tinggi, Bank Indonesia akan menaikkan *BI Rate*. Secara teoritis, kenaikan *BI rate* akan menyebabkan bunga pinjaman bank menjadi meningkat. Akibatnya kegiatan produksi akan berkurang karena biaya produksi semakin mahal dan terjadi penurunan permintaan terhadap barang. Karena permintaan semakin kecil, maka harga barang akan turun. Hal yang sebaliknya berlaku ketika inflasi terlalu rendah dan suku bunga diturunkan maka biaya produksi akan semakin murah dan menyebabkan kegiatan produk semakin bertambah. Kenaikan produksi akan memicu kenaikan permintaan barang dan pada akhirnya menyebabkan harga barang menjadi naik (terjadi inflasi).

Dalam kaitannya dengan investasi, pada saat inflasi tinggi dan suku bunga dinaikkan maka orang akan memilih alternatif deposito yang memberikan bunga lebih tinggi. Akibatnya instrumen saham dan obligasi dijual oleh investor sehingga menyebabkan harga saham, obligasi dan reksa dana turun. Sebaliknya pada saat inflasi rendah dan suku bunga diturunkan, investor akan mencari alternatif yang memberikan

hasil investasi lebih tinggi dibandingkan deposito yaitu saham dan obligasi. Akibatnya terjadi permintaan yang besar pada saham dan obligasi yang menyebabkan harga saham, obligasi, dan reksa dana naik. Dikarenakan harga obligasi berbanding terbalik dengan *yield* obligasi maka dapat dikatakan bahwa ketika inflasi tinggi maka *yield* obligasi akan naik dan sebaliknya ketika inflasi rendah maka *yield* obligasi akan turun. Hal ini sebagaimana penelitian Min (1997) yang mengkategorikan variabel inflasi ke dalam *macroeconomic fundamentals* yang memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi.

d. *Debt-to-GDP ratio*

Debt-to-GDP ratio merupakan rasio utang pemerintah terhadap produk domestik bruto yang dihasilkan selama satu tahun. Rasio ini mengindikasikan kemampuan suatu negara dalam membayar kembali utang yang dimiliki.

Menurut penelitian Poghosyan (2014) *government debt* mempengaruhi *yield* obligasi melalui dua cara. Pertama, ekspansi fiskal pemerintah mengurangi *private investment* karena seluruh dana yang ada di *market* diserap oleh pemerintah. Kedua, utang yang besar dapat meningkatkan *yield* obligasi pemerintah yang ditandai dengan naiknya *risk premium*. Logika dari penelitian ini adalah bahwa ketika pemerintah memutuskan untuk melakukan ekspansi fiskal maka pemerintah akan berusaha menarik dana yang beredar di *market* dengan *yield* yang kompetitif. Dalam kondisi demikian pihak swasta akan merespon dengan menaikkan suku bunga. Agar tetap memperoleh sejumlah dana yang diinginkan maka pemerintah akan berupaya memberikan *yield* yang lebih tinggi lagi kepada investor atau dengan kata lain menaikkan *risk premium*. Artinya, dalam kondisi *debt* semakin tinggi tetapi GDP relatif stabil atau dengan kata lain *debt-to-GDP ratio* semakin tinggi akan menyebabkan semakin tingginya *yield* obligasi pemerintah. Hal ini juga sejalan dengan penelitian Min (1997) yang menyatakan bahwa variabel *debt-to-GDP ratio* dikategorikan sebagai *liquidity and solvency variable* yang memiliki dampak signifikan terhadap *yield* obligasi.

e. Indeks Saham (IHSG)

IHSG merupakan cerminan dari kondisi pasar saham Indonesia karena IHSG diperhitungkan berdasarkan nilai rata-rata atas seluruh saham yang listing di Bursa Efek

Indonesia. Menurut Sukirno (1995) IHSG merupakan indikator perkembangan perekonomian di Indonesia. Artinya ketika IHSG bergerak positif maka hal tersebut mencerminkan kondisi ekonomi Indonesia dalam keadaan baik dan sebaliknya.

Menurut Ang (1997), ketika IHSG dianggap sebagai variabel yang mencerminkan kondisi ekonomi suatu negara maka saat IHSG mengalami kenaikan berarti kondisi ekonomi sedang dalam keadaan baik sehingga *yield* yang ditawarkan oleh pemerintah dalam lelang SBSN bisa lebih rendah. Dilihat dari perspektif investor, ketika kondisi ekonomi stabil maka investor bersedia mendapatkan *yield* yang lebih rendah dibandingkan saat tidak stabil. Pendapat ini juga didukung oleh penelitian Barnhill Jr, Joutz, dan Maxwell (2000) yang menyimpulkan bahwa Indeks saham Russell 2000 berpengaruh signifikan dengan hubungan yang negatif atau berbanding terbalik terhadap *yield* obligasi.

4. *Incoming Weighted Average Yield*

Incoming weighted average yield adalah *yield* rata-rata tertimbang atas seluruh penawaran *yield* yang masuk dalam lelang SBSN pada satu seri tertentu. Dalam lelang SBSN pemerintah menggunakan metode harga *multiple price* dan pembeli SBSN dapat mengajukan pembelian kompetitif atau non kompetitif sesuai dengan pembagian para pihak yang diatur dalam PMK Lelang SBSN. Pembeli kompetitif SBSN mendapatkan keleluasaan dalam menentukan *yield* berdasarkan referensi tingkat *yield* yang berlaku di pasar dan preferensi keuntungan yang diharapkan. Adapun untuk pembeli non kompetitif melakukan input *yield* sebesar 0% yang artinya pembeli non kompetitif akan bersedia mengikuti *yield* yang terbentuk dari para pembeli kompetitif.

5. Sukuk Berbasis Proyek (*Project Based Sukuk/ PBS*)

a. Definisi

Merupakan seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri, bersifat *tradable*, imbalan tetap, dan hasil penerbitannya digunakan untuk membiayai pembangunan infrastruktur di Indonesia. Penerbitan PBS ini dilakukan dengan metode lelang dan metode *private placement*.

b. PBS yang ada di Indonesia

Saat ini pemerintah Indonesia sedang berfokus dalam menerbitkan SBSN seri-seri *Project Based Sukuk (PBS)* karena hasil penerbitan SBSN PBS ini sejak awal ditujukan untuk membiayai proyek-proyek pemerintah. Dana yang dihasilkan dari penerbitan SBSN PBS akan secara langsung digunakan untuk memenuhi pendanaan pembangunan proyek-proyek pemerintah yang tercantum dalam APBN dan tidak masuk dalam *general financing* APBN yang dapat digunakan untuk kepentingan apa saja sebagaimana seri-seri SBSN lainnya. Sejak tahun 2012 hingga saat ini, pemerintah telah menerbitkan 12 seri PBS yaitu PBS-001 sampai dengan PBS-012.

c. Metode penerbitan Sukuk seri PBS

Penerbitan Sukuk seri PBS dilakukan dengan metode lelang dan metode *private placement*. Dari 12 seri PBS yang diterbitkan saat ini hanya PBS010 yang diterbitkan melalui *private placement*, sisanya diterbitkan melalui cara lelang. Lelang SBSN dilakukan secara reguler dalam waktu dua minggu sekali yang melibatkan pemerintah, investor, peserta lelang SBSN, dan Bank Indonesia sebagai agen penatausaha. Lelang biasanya dilaksanakan pada hari Selasa dengan *window time* selama 2 jam yaitu pukul 10.00 s.d. 12.00 WIB. Melalui sistem *BISSSS (Bank Indonesia-Scriptless Securities Settlement System)* para peserta lelang SBSN dapat melakukan *bid* dalam bentuk nominal dan *yield* yang diinginkan.

B. Penelitian Terdahulu

Berdasarkan penelitian Min (1997) mengenai variabel yang berpengaruh terhadap harga obligasi di negara-negara berkembang, harga obligasi dapat dipengaruhi oleh tiga jenis variabel yaitu *liquidity and solvency variable*, *macroeconomic fundamentals*, dan *exthernal shock*. Penelitian tersebut mengkategorikan variabel *debt-to-GDP ratio* sebagai *liquidity and solvency variable*, variabel inflasi ke dalam *macroeconomic fundamentals variable* dan suku bunga sebagai *external shock variable*. Penelitian ini menyimpulkan bahwa lemahnya aspek likuiditas dan solvabilitas berpengaruh terhadap tingginya *yield*, sedangkan kuatnya *macroeconomic fundamentals* berpengaruh terhadap *yield* yang semakin menurun. Berbeda dengan

external shock variable yang disimpulkan tidak memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *yield* obligasi.

Hasil penelitian Wibisono (2010) menyatakan bahwa inflasi, *BI Rate*, *output gap*, dan nilai tukar, memiliki pengaruh terhadap masing-masing *yield* obligasi pemerintah dengan jangka waktu 1 (satu) tahun, 5 (lima) tahun, dan 10 (sepuluh) tahun. Semua variabel makro ekonomi yang digunakan dalam penelitian tersebut berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi pemerintah Indonesia dengan jangka waktu yang berbeda-beda.

Menurut Ang (1997), pasar modal merupakan indikator kemajuan ekonomi suatu negara yang menunjang perkembangan perekonomian negara tersebut. Ketika IHSG dianggap sebagai variabel yang mencerminkan kondisi ekonomi suatu negara maka saat IHSG mengalami kenaikan berarti kondisi ekonomi sedang dalam keadaan baik sehingga *yield* yang ditawarkan oleh pemerintah dalam lelang SBSN bisa lebih rendah. Dilihat dari perspektif investor, ketika kondisi ekonomi stabil maka investor bersedia mendapatkan *yield* yang lebih rendah dibandingkan saat tidak stabil. Apabila kondisi ekonomi suatu negara stabil berarti risiko berinvestasi pada negara tersebut relatif rendah sehingga investor bersedia menurunkan ekspektasi *return* atau *yield* atas dana yang mereka investasikan.

Berdasarkan penelitian Barnhill Jr, Joutz, dan Maxwell (2000) diketahui bahwa Indeks saham Russell 2000 berpengaruh signifikan dengan hubungan yang negatif atau berbanding terbalik terhadap *yield* obligasi. Menurut Poghosyan (2014) yang melakukan penelitian terkait penentu *yield* obligasi pemerintah jangka pendek dan jangka panjang di negara-negara maju, dikatakan bahwa dalam kondisi *debt* semakin tinggi tetapi GDP relatif stabil atau dengan kata lain *debt-to-GDP ratio* semakin tinggi akan menyebabkan semakin tingginya *yield* obligasi pemerintah. Penelitian terdahulu mengenai variabel-variabel yang mempengaruhi *yield* obligasi terangkum pada Lampiran III.

Penelitian yang dilakukan penulis tidak persis sama dengan penelitian yang dilakukan oleh jurnal acuannya karena penulis menggunakan variabel dependen berupa *incoming weighted average yield* yang terbentuk di lelang pasar perdana sedangkan

yield pada jurnal acuan merupakan *yield* yang terbentuk di pasar sekunder. Namun, kedua *yield* tersebut sama-sama mencerminkan perspektif investor dalam berinvestasi pada Sukuk baik di pasar perdana maupun sekunder. Selain itu, penulis juga menggunakan variabel-variabel independen yang berasal dari beberapa jurnal acuan.

C. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, landasan teori, serta penelitian terdahulu, penulis mengajukan hipotesis sebagai berikut:

1. H1: *BI Rate*, kurs, inflasi, *debt-to-GDP-ratio* berpengaruh positif, sedangkan IHSG berpengaruh negatif terhadap *incoming weighted average yield* pada lelang SBSN secara parsial.
2. H2: *BI Rate*, kurs, inflasi, *debt-to-GDP-ratio*, dan IHSG berpengaruh signifikan terhadap *incoming weighted average yield* pada lelang SBSN secara simultan.