

BAB I

PENDAHULUAN

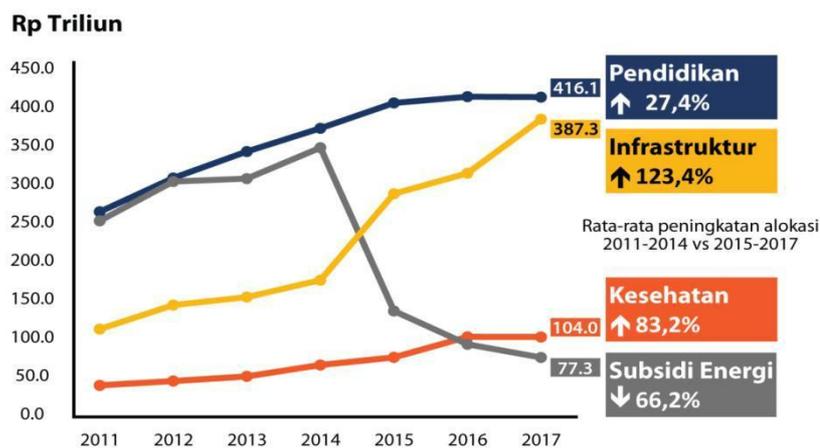
1.1 Gambaran Umum Objek Penelitian

Perekonomian Indonesia dan APBN Infrastruktur 2017

Menghadapi tahun 2017 yang dihadapkan pada potensi risiko global, pemerintah diharuskan membuat suatu kebijakan fiskal yang efisien, efektif, kredibel, dan berkesinambungan. Kebijakan tersebut tertuang dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Kebijakan fiskal yang tertuang dalam APBN harus disesuaikan oleh kerangka makro yang telah dibuat oleh DPR (Dewan Perwakilan Rakyat) RI dan Pemerintah. Kesepakatan asumsi makro tersebut tidak terlepas dari pengaruh faktor eksternal maupun internal suatu negara. Faktor eksternal dipengaruhi oleh ketidakstabilan perekonomian dunia, baik karena permintaan (*demand*) yang rendah atau harga komoditas cenderung masih rendah. Selain itu, pengaruh lainnya adalah *economic rebalancing* di Tiongkok yang mempengaruhi seluruh perekonomian dunia, termasuk Indonesia. Kebijakan ekonomi Amerika Serikat juga berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Selain itu, faktor internal yang mempengaruhi asumsi makro adalah pertumbuhan ekonomi Indonesia yang dapat didukung oleh belanja infrastruktur pemerintah dalam rangka menggerakkan sektor untuk mendorong perekonomian negara. Setelah diluncurkan empat belas paket kebijakan diharapkan dapat mendorong investasi yang diharapkan mampu mempercepat kestabilan ekonomi dan menjaga kestabilan perekonomian negara. Berdasarkan (<https://www.kemenkeu.go.id/apbn2017>) mencatat bahwa negara Indonesia memiliki capaian ekonomi yang cukup baik sebesar 5,02% pada tahun 2016. Selain pertumbuhan ekonomi yang cukup baik, keadaan fundamental ekonomi Indonesia terlihat cukup baik. Hal tersebut dapat dilihat dari indikator ekonomi yang memperlihatkan hasil yang baik, antara lain nilai tukar Rupiah berada pada tingkat 2,6%, IHSG sebesar 15,3% dan inflasi masih terkendali pada angka 3,02%.

Selain itu investasi langsung yang berasal dari dalam negeri maupun luar negeri (FDI) menunjukkan angka yang terus meningkat. Selain itu, neraca pembayaran pada tahun 2016 juga menunjukkan surplus. Defisit transaksi berjalan masih terjaga dan cadangan devisa masih mencukupi. Komitmen untuk meningkatkan kualitas belanja negara dapat dilihat dari reformasi struktural. Realokasi belanja pada subsidi energi secara signifikan kepada belanja yang bersifat prioritas dan mandatory, yaitu infrastruktur, pendidikan, dan kesehatan.

Gambar 1.1 Anggaran Dana Belanja APBN 2017

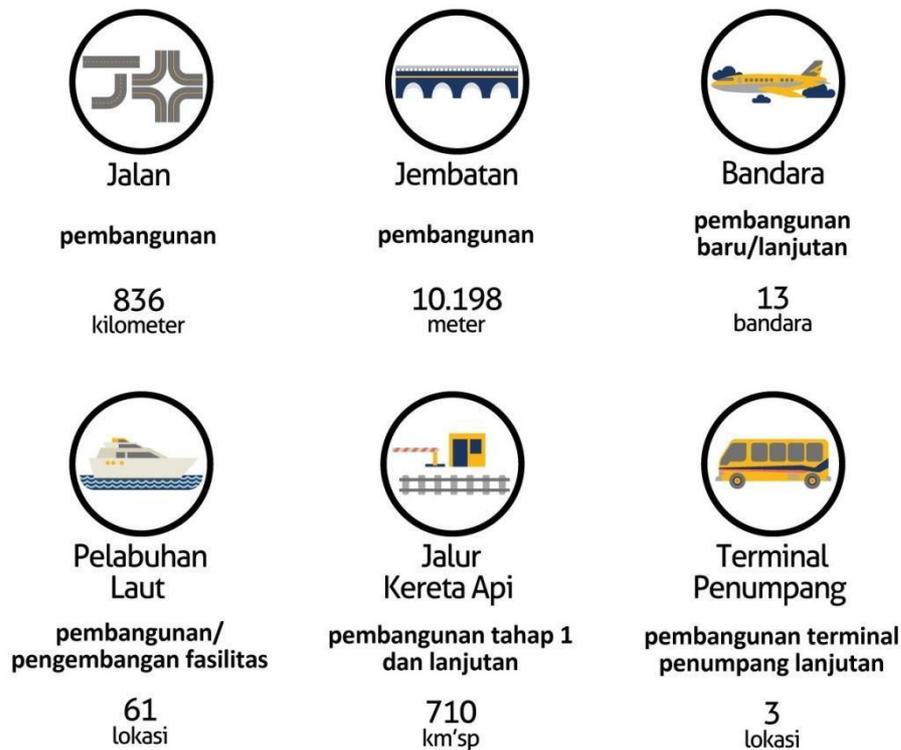


Sumber : (<https://www.kemenkeu.go.id/apbn2017>)

Berdasarkan gambar 1.1 menggambarkan bahwa anggaran infrastruktur meningkat secara signifikan pada tahun 2017 dari tahun sebelumnya, kenaikan terjadi hingga 123,4%. Hal tersebut dapat tercapai melalui peningkatan efisiensi belanja dan peningkatan *earmark* dana transfer umum yang dikhususkan untuk infrastruktur. Dana transfer umum merupakan bagian dari transfer ke daerah yang sepenuhnya menjadi kewenangan daerah dalam kegunaanya. Hal ini terjadi karena

pemerintah sedang gencar melakukan pembangunan infrastruktur secara berkala untuk memfasilitasi tujuan sosial dan ekonomi.

Gambar 1.2 Sasaran Pembangunan Infrastruktur Tahun 2017



Sumber: (<https://www.kemenkeu.go.id/apbn2017>)

Meningkatnya anggaran infrastruktur pada tahun 2017 disebabkan oleh karena pemerintah sedang gencar melakukan pembangunan infrastruktur untuk memfasilitasi tujuan sosial dan ekonomi. Berdasarkan gambar 1.2 Terdapat enam sasaran infastktur pada tahun 2017 antara lain, Pembangunan jalan sepanjang 836 kilometer, Pembangunan jembatan sepanjang 10.198 meter, Pembangunan 13 bandara baru/lanjutan, Pembangunan/ pengembangan fasilitas pelabuhan laut di 61 lokasi, Pembangunan tahap 1 dan lanjutan jalur kereta api sepanjang 71 km spoor, dan yang terakhir Pembangunan terminal penumpang lanjutan terminal penumpang di 3 titik lokasi.

Seperti yang diketahui total ada 245 proyek pada 15 sektor dan terdapat dua program PSN dengan total nilai investasi sebesar Rp4197 Triliun Oleh karena itu, pemerintah pada saat ini masih berusaha untuk menyelesaikan proyek

tersebut. Menurut Direktur Surat Utang Negara, mengungkapkan bahwa proyek pembangunan infrastruktur harus dibiayai oleh SUN. Berdasarkan data outstanding SUN hingga akhir Agustus 2017 mencapai Rp3088 Triliun. (www.ibpa.co.id). Untuk mendorong penerbitan SUN, pemerintah sedang meningkatkan partisipasi investor individu. Menurut analis, perusahaan pembiayaan infrastruktur memiliki potensi yang tinggi untuk mencapai kinerja yang tinggi pada masa yang akan datang, sehingga potensi risiko gagal bayar (*default risk*) akan semakin rendah. Menurut Tobing (2016), Head of Investment Banking PT.Indo Premier Securities, menyatakan bahwa pertumbuhan ekonomi suatu negara yang relatif solid bisa mendorong terjadi peningkatan kinerja perusahaan infrastruktur dengan meningkatkan ekspansi usaha. Pasar infrastruktur Indonesia termasuk kedalam sepuluh besar pertumbuhan tercepat dalam perekonomian pada tahun 2012.

Berdasarkan data dari PT.Kustodian Sentral Efek Indonesia mencatat bahwa total obligasi yang diterbitkan perusahaan properti dan infrastruktur mencapai Rp3,7 Triliun. Selain itu, kebijakan belanja yang bersifat ekspansif menjadikan APBN menjadi defisit dan memungkinkan mengadakan pengadaan utang. Namun pembiayaan APBN menggunakan pengadaan utang harus dilakukan secara efektif untuk menyukseskan pembangunan infrastruktur yang dimasa mendatang akan mendorong tumbuhnya perekonomian negara yang lebih berkualitas dan inklusif. Salah satu instrument Pemerintah yang mempunyai peran strategis dalam pembiayaan defisit APBN adalah Obligasi Pemerintah..

Obligasi merupakan salah satu upaya pemerintah menjadikan obligasi sebagai salah satu alternatif pembiayaan infrastuktur. Selain itu, meningkatnya obligasi yang diterbitkan perusahaan infrastruktur juga menjadi salah satu alternatif pembiayaan Infrastuktur negara. Berikut Obligasi Pemerintah yang dikeluarkan dan Obligasi korporasi yang dikeluarkan oleh perusahaan infrastuktur sebagai alternatif pembiayaan obligasi pada periode tahun 2012-2016. Dengan menggunakan tingkat suku bunga yang tetap atau *Fix rate coupon* (FR). *Fix coupon rate* adalah Obligasi dengan bunga tetap yang pembayaran kupon dilakukan semi *annually* (www.bi.go.id)

Tabel 1.1 Daftar Obligasi Pemerintah periode tahun 2012-2016

No	Nama Obligasi	Seri Obligasi
1	FR0062	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0062
2	FR0063	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0063
3	FR0064	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0064
4	FR0065	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0065
5	FR0066	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0066
6	FR0067	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0067
7	FR0068	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0068
8	FR0069	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0069
9	FR0070	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0070
10	FR0071	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0071
11	FR0072	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0072
12	FR0073	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0073
13	FR0074	Obligasi Negara Republik Indonesia Seri FR0074
14	ORI011	Obligasi Negara Ritel Republik Indonesia Seri ORI011
15	ORI012	Obligasi Negara Ritel Republik Indonesia Seri ORI012
16	ORI013	Obligasi Negara Ritel Republik Indonesia Seri ORI013

Sumber: (www.ibpa.co.id)

Tabel 1.2 Daftar Obligasi yang dikeluarkan oleh Perusahaan infrastruktur sub sektor Jalan tol, pelabuhan, bandara dan transportasi

NO	Seri Obligasi	Nama Obligasi
1	JSMR01ACN1S	OBL BKLJT I JASA MARGA THP I TH 2013

		SERI S SERI A
2	JSMR01BCN1S	OBL BKLJT JASA MARGA THP I TH 2013 SERI S SERI B
3	JSMR01CCN1S	OBL BKLJT JASA MARGA THP I TH 2013 SERI S SERI C
4	JSMR01CN2T	OBL BKLJT JASA MARGA THP II TH 2014 SERI S SERI T
5	APAI01A	OBLIGASI I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI A
6	APAI01B	OBLIGASI I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI B
7	APAI01C	OBLIGASI I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI C
8	SIAPAI01A	SUKUK IJARAH I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI A
9	SIAPAI01B	SUKUK IJARAH I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI B
10	SIAPAI01C	SUKUK IJARAH I ANGKASA PURA I TAHUN 2016 SERI C
11	GIAA01CN1	OBL BKLJT GARUDA INDONESIA TAHAP I TAHUN 2013
12	PIGN01A	OBLIGASI I PELINDO 1 GERBANG NUSANTARA TH 2016 SR A
13	PIGN01B	OBLIGASI I PELINDO 1 GERBANG NUSANTARA TH 2016 SR B
14	PIGN01C	OBLIGASI I PELINDO 1 GERBANG NUSANTARA TH 2016 SR C
15	PIGN01D	OBLIGASI I PELINDO 1 GERBANG NUSANTARA TH 2016 SR D
16	WEHA01	OBLIGASI PANORAMA TRANSPORTASI I TAHUN 2012
17	TAXI01	OBLIGASI I EXPRESS TRANSINDO UTAMA TH 2014

Sumber: (www.ibpa.co.id)

1.2 Latar Belakang Penelitian

Pertumbuhan ekonomi Indonesia yang relatif cukup tinggi selama beberapa tahun terakhir membutuhkan sumber pendanaan yang tidak sedikit. Kebutuhan akan pendanaan untuk menunjang pertumbuhan ekonomi atau *funding for growth* tersebut tidak hanya datang dari pemerintah, tetapi juga dari sektor swasta. Seiring dengan meningkatnya kebutuhan *funding for growth* tersebut,

pasar obligasi Indonesia kemudian berkembang pesat sebagai salah satu alternatif sumber pendanaan selain sumber pendanaan klasik dari sektor perbankan.

Obligasi adalah surat hutang yang berjangka waktu menengah-panjang yang bisa dipindahtangankan yang isinya janji dari pihak penerbit untuk membayar imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan membayar lunas hutang pokoknya pada waktu yang telah ditetapkan kepada pihak pembeli surat hutang tersebut. Dari sisi emiten, obligasi dibedakan antara obligasi yang diterbitkan pemerintah dengan obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan baik swasta maupun Badan Usaha Milik Negara (BUMN). Obligasi yang diterbitkan pemerintah dibedakan antara obligasi pemerintah pusat (*government bonds*) dan obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah (*municipal bonds*), serta obligasi yang diterbitkan oleh lembaga-lembaga pemerintah. Sedangkan obligasi perusahaan yang diterbitkan oleh perusahaan swasta dan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) lazim disebut obligasi korporasi atau *corporate bonds* (www.idx.co.id)

Pertumbuhan pasar Obligasi Indonesia yang semakin meningkat dapat dilihat dari semakin tingginya angka ULN (Utang luar Negeri) yang dikeluarkan Indonesia. Tidak hanya Pemerintah yang mengeluarkan surat hutang sebagai pendanaan, namun banyak juga perusahaan baik swasta maupun negeri di Indonesia yang mengeluarkan surat hutang sebagai pendanaan. Berdasarkan statistik yang dirilis oleh Bank Indonesia, menyatakan bahwa Utang luar negeri Indonesia pada akhir triwulan IV tahun 2016 tercatat sebesar US\$ 317 miliar, atau tumbuh 2 persen *year on year*. Pada akhir triwulan IV di 2016, posisi ULN sektor swasta mencapai US\$ 158,7 miliar atau sebesar 50,1% dari total ULN. Sementara itu, posisi ULN sektor pemerintah tercatat US\$ 158,3 miliar atau sebesar 49,9% dari total ULN. (www.bi.go.id).

Menurut Muliaman (2015), kondisi ini menunjukkan adanya peningkatan kepercayaan dunia internasional terhadap perekonomian Indonesia, namun disisi lain menunjukkan ketergantungan pembiayaan pemerintah pada investor asing, yang pada akhirnya dapat menimbulkan tekanan pada dasar keuangan Indonesia. Untuk mengatasi hal ini maka peranan investor domestik harus ditingkatkan. Selain melalui peningkatan nilai investasi, juga melalui perluasan basis investor domestik.

Tabel 1.3 *Net Issuance* Obligasi Pemerintah dan Korporasi(dalam Triliun Rp)

<i>Net Issuance</i> Obligasi Pemerintah dan Korporasi(dalam Triliun Rp)			
NO	TAHUN	<i>Net Issuance</i> Obligasi Pemerintah	<i>Net Issuance</i> Obligasi Koroporasi
1	2012	159,59	69,39
2	2013	235,78	58,43
3	2014	274,39	45,07
4	2015	349,94	62,75
5	2016	407,89	115,05

Sumber: Siaran Pers IBPA, 2016

Pada Tabel 1.3 dapat dilihat bahwa jumlah penerbitan utang baru (*net issuance*) obligasi pemerintah, maupun obligasi korporasi cenderung semakin meningkat setiap tahunnya. Dimulai dari tahun 2012 hingga 2016 jumlah penerbitan utang baru (*net issuance*) obligasi pemerintah selalu meningkat. Tahun 2016 Pemerintah berhasil menerbitkan utang baru sebesar Rp407,89 Triliun. Jumlah penerbitan utang baru tersebut naik +16.56% *yoy* dari tahun sebelumnya, yaitu Rp349,94 Triliun pada tahun 2015. Untuk penerbitan utang baru (*net issuance*) obligasi korporasi terjadi penurunan pada tahun 2013 dan 2014 yaitu sebesar Rp58,43 Triliun dan tahun 2014 sebanyak Rp45,07 Triliun. Setelah tahun 2014, penerbitan utang baru obligasi selalu meningkat hingga tahun 2016.

Menurut Sandy (2013), meningkatnya penerbitan surat utang baru dipengaruhi oleh beberapa penyebab diantaranya adalah karena banyaknya obligasi yang jatuh tempo pada tahun tersebut, sehingga pemerintah dan korporasi berencana untuk menerbitkan baru obligasi ditahun tersebut guna mendapatkan sumber modal untuk obligasi-obligasi yang telah jatuh tempo atau dikenal dengan refinancing. Penyebab lainnya adalah karena tingkat suku bunga dan inflasi yang cenderung rendah di Indonesia. Rendahnya tingkat inflasi di Indonesia juga dapat mendorong tingkat suku bunga yang stabil. Hal itu mengakibatkan pemerintah dan korporasi untuk memanfaatkan situasi tersebut dengan menerbitkan obligasi baru. Menurut Desmon dalam Sandy (2014), Analisis PT Millenium Danatama Indonesia Asset Management, stabilnya tingkat suku bunga akan mempengaruhi

rendahnya yield obligasi di pasar modal dan hal tersebut akan menarik perhatian korporasi untuk menerbitkan surat hutang.

Tingginya jumlah jumlah utang baru yang beredar tetap memungkinkan munculnya risiko dari obligasi tersebut. Risiko yang mungkin dihadapi adalah *credit default*, dimana pihak *counterparty* tidak dapat memenuhi kewajibannya untuk membayar secara penuh baik pada saat jatuh tempo maupun sesudahnya (Hatanty, 2014). Risiko lainnya yaitu risiko pasar, risiko pasar adalah risiko yang timbul karena penurunan nilai dari suatu asset akibat pergerakan faktor dalam pasar keuangan. Faktor keuangan yang paling penting dalam pasar keuangan yang secara langsung mempengaruhi pergerakan nilai efek obligasi adalah suku bunga dan nilai tukar mata uang. Suku bunga memiliki hubungan terbalik dengan harga efek surat utang. Jika suku bunga naik, efek surat utang dengan kupon tetap yang ada di pasar menjadi tidak menarik, dan pemodal akan memilih instrument yang memberikan imbal hasil yang lebih tinggi. Pergerakan nilai tukar mata uang merupakan faktor penting bagi investor asing karena mempengaruhi besarnya imbal hasil bagi investor. Selain faktor suku bunga di dalam negeri, ekspektasi depresiasi mata uang domestik merupakan faktor penting bagi investor asing. Karena pada saat investor asing akan melakukan repatriasi hasil investasinya mereka dihadapkan pada risiko perubahan nilai tukar. Apabila ekspektasi depresiasi mata uang domestik meningkat, maka harga efek di dalam negeri akan tertekan ke bawah dan imbal hasil yang diminta investor akan naik (Adhithia & Manurung dalam Ichsan dkk, 2013).

Obligasi pemerintah maupun obligasi korporasi memiliki tingkatan atau rating yang mempresentasikan tingkat risiko yang harus dihadapi oleh investor. Investor biasanya menjadikan *credit rating* sebagai salah satu acuan untuk memperluas pilihan investasi, dan memudahkan menggunakan ukuran risiko kredit secara efektif risiko yang harus dihadapi oleh para investor, oleh karena itu biasanya para investor memperhatikan peringkat kredit (*credit rating*). Investor biasanya menggunakan jasa pemeringkatan kredit, fungsi pemeringkatan kredit ini dilakukan oleh perusahaan atau lembaga professional yang independen, yang lazim disebut *credit rating agency*. Semakin tinggi atau semakin baik rating dari

suatu obligasi maka risiko yang dihadapi akan semakin rendah. Dan sebaliknya, semakin buruk atau rendah rating dari suatu obligasi maka risiko yang dihadapi akan semakin besar. Rating tersebut mempunyai pengaruh terhadap tingkat bunga (yield/YTM) yang diinginkan oleh investor. Berdasarkan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa, semakin tinggi risiko likuiditas pasar suatu asset, semakin tinggi imbal hasil yang diminta (*required return*). Dapat disimpulkan bahwa, Semakin tinggi rating obligasi, semakin rendah yield yang diinginkan investor karena semakin rendahnya risiko. Tingkat rating obligasi beraneka ragam tergantung pada tiap lembaga pemeringkat obligasi. Contohnya pada *credit rating agency* Moody's yang memberikan rating AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, DDD, DD, D untuk urutan rating tertinggi, hingga rating terendah dalam suatu obligasi. Berbeda dengan S&P credit rating agency yang memberikan rating Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C untuk urutan obligasi rating tertinggi sampai terendah. Pada umumnya, peringkat surat utang dapat diurutkan menjadi dua urutan : urutan pertama masuk dalam kelas *investment grade*. Yang termasuk kedalam *investment grade* (dari AAA ke BB) meliputi : *high grade* dan *medium grade*; serta yang termasuk *non-investment grade*(dari BB ke D) (www.kemenkeu.go.id). Moody's dan Standard & Poor's (sering disingkat S&P) adalah dua lembaga pemeringkat internasional yang telah di terima diseluruh negara di dunia. Menurut Indarsih (2013), rating obligasi sangat penting bagi calon investor yang akan berinvestasi dalam bentuk surat hutang karena dengan rating tersebut investor dapat mengetahui besarnya kemungkinan return yang akan diterima dan risiko yang harus dihadapinya. Berdasarkan *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang menyatakan bahwa, semakin tinggi risiko likuiditas pasar suatu asset, semakin tinggi imbal hasil yang diminta (*required return*). Artinya bahwa, risiko yang terdapat pada suatu obligasi mempunyai pengaruh pada tingkat return yang dikehendaki oleh investor yang sering disebut dengan yield obligasi. Yield atau imbal hasil obligasi adalah *return* atau pengembalian yang didapatkan investor dari investasinya pada obligasi. Obligasi yang mempunyai risiko yang lebih besar biasanya akan mendapatkan yield yang

lebih besar pula apabila dibandingkan dengan obligasi berisiko kecil Menurut Lidya dalam Sari dan Abundanti (2015).

Kondisi perekonomian Indonesia pada tahun 2012-2016 dihadapkan berbagai tantangan yang tidak ringan dan bisa mengejutkan, baik yang datang dari eksternal maupun domestik. Hal ini disampaikan Waas (2016) Menurutnya, Kondisi perekonomian global saat ini cenderung bias ke bawah, sebagai dampak pemulihan ekonomi global yang masih cenderung lambat dan tidak merata. Dimulai dengan krisis keuangan global yang terjadi pada tahun 2008 mempengaruhi seluruh pertumbuhan ekonomi di dunia termasuk Indonesia. Saat ini perekonomian Indonesia diwarnai dengan pertumbuhan ekonomi yang melambat, defisit fiskal yang diperkirakan masih akan besar, utang luar negeri mengalami kenaikan, serta pertumbuhan kredit yang masih rendah dengan diikuti risiko peningkatan kredit *bermasalah (Non Performing Loan)*. Selain itu, suku bunga juga meningkat secara agresif pada tahun 2013 sebesar 5,75% kemudian pada tahun 2014 naik sebesar 7,75%, nilai tukar rupiah juga semakin melemah. Namun kendati demikian, disisi lain selama 5 tahun terakhir yaitu pada tahun 2012-2016 pasar obligasi di Indonesia yang menunjukkan peringkat yang baik.

Peringkat investment grade atas obligasi semenjak tahun 2012 menunjukkan kestabilan yang mengindikasikan bahwa perekonomian Indonesia tetap berada dalam kondisi yang baik.

Tabel 1.4 Tabel Peringkat Obligasi Jangka Panjang Indonesia

TAHUN	S&P	MOODY'S
2005	B+	B2
2006	B+	B2
2007	BB-	B1
2008	BB-	Ba3
2009	BB-	Ba3
2010	BB-	Ba2
2011	BB+	Ba1
2012	BB+	Baa3
2013	BB+	Baa3
2014	BB+	Baa3
2015	BB+	Baa3

Sumber: Bloomberg, diolah

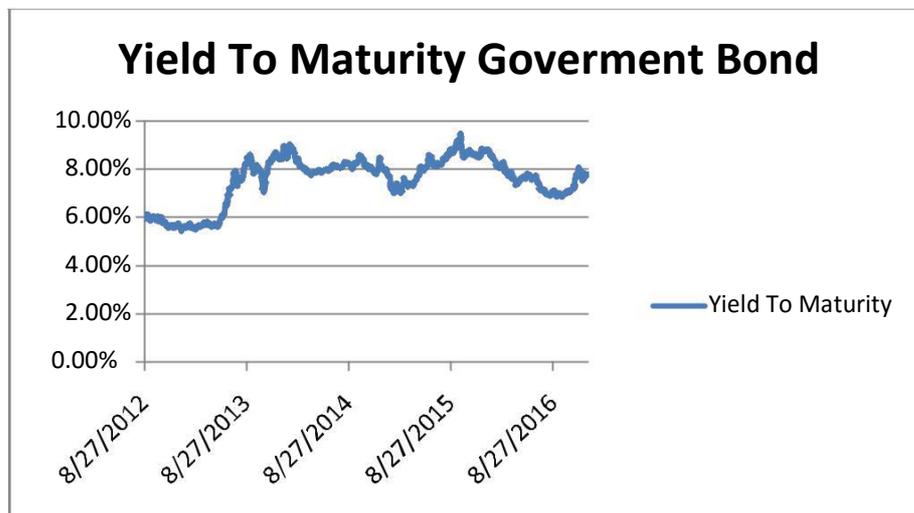
Berdasarkan data pada table 1.4 di atas, dapat dilihat jejak peringkat obligasi asing atas Indonesia dipandang masih berada dalam “*investment grade*”. Berdasarkan data yang diperoleh per 1 Desember 2015, kedua rating yaitu Standard & Poor dan Moody’s memberikan rating stabil bagi perekonomian Indonesia. S&P memberikan rating BB+ , dan Moody’s memberikan rating Baa3. Rating yang diberikan kedua penilaian ini relatif stabil dan tidak berubah semenjak tahun 2012. Hal ini menunjukkan bahwa Indonesia masih dianggap memiliki potensi keuntungan untuk dijadikan tujuan investasi. Dalam table 1.4 di atas juga terlihat bahwa S&P memberikan peringkat stabil bagi Indonesia yang menggambarkan bahwa perekonomian Indonesia masih tergolong lemah dalam hal efektivitas kebijakan pemerintah, khususnya kebijakan fiskal, didukung dengan rendahnya tingkat pendapatan per kapita serta adanya kekuatan eksternal yang dapat memengaruhi perekonomian Indonesia secara kuat (Outlook, 2016)

Dalam obligasi istilah untuk menggambarkan return yang dihasilkan oleh obligasi yaitu yield obligasi (*bond yield*). Yield obligasi merupakan ukuran pendapatan obligasi yang akan diterima investor, yang cenderung bersifat tidak tetap, karena yield obligasi akan sangat terkait dengan tingkat return yang diisyaratkan investor. Oleh karena itu, emiten dan investor harus selalu memperhatikan fluktuasi harga obligasi dan faktor-faktor yang mempengaruhi perubahan yield obligasi tersebut. Aisah dan Haryanto (2012) menjelaskan bahwa maturitas memiliki pengaruh terhadap yield obligasi. Maturitas merupakan periode sampai jatuh tempo dari sebuah obligasi. Obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih lama maka akan memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi sehingga yield yang didapatkan juga berbeda dengan obligasi yang umur jatuh temponya cukup pendek (Surya dan Nasher, 2011). Maturitas obligasi merupakan periode sampai jatuh tempo dari sebuah obligasi. Apabila seorang investor telah tertarik untuk menginvestasikan dananya pada obligasi, ada baiknya perhatikan maturitas dari sebuah obligasi. Karena lama dan pendeknya maturitas dari sebuah obligasi akan berpengaruh terhadap besaran yield obligasi yang akan diperoleh. Biasanya maturitas akan berpengaruh langsung terhadap naik atau turunnya harga

obligasi itu sendiri. Karena semakin lama tingkat maturitas dari sebuah obligasi, maka harga obligasi akan turun lebih tajam apabila terjadi kenaikan pada YTM (*yield to maturity*) , dan akan naik lebih tajam jika terjadi penurunan pada YTM (Aisah, 2014).

Yield to Maturity Obligasi Pemerintah

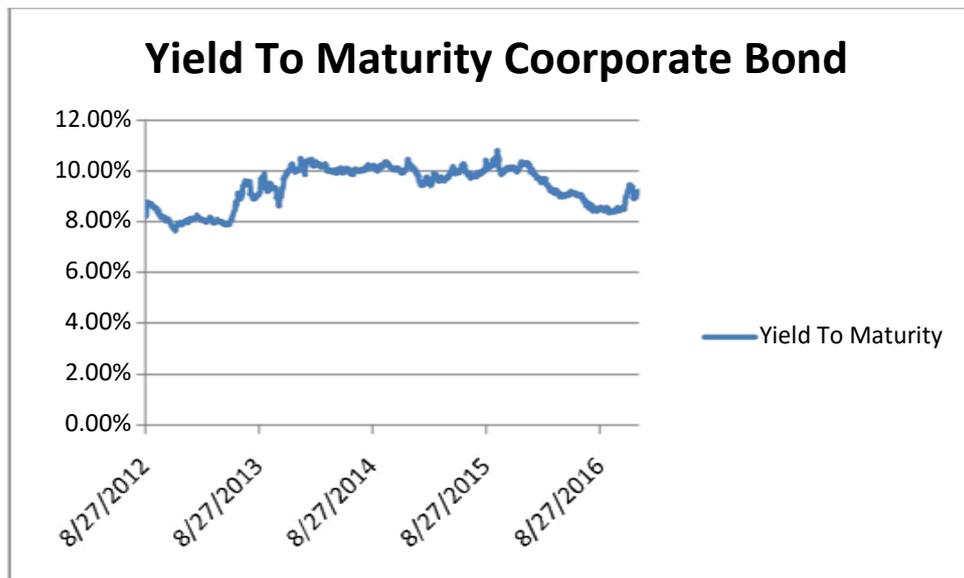
Grafik 1.3 Indeks Yield to Maturity Obligasi Pemerintah Indonesia periode 2012-2016



(Sumber: <http://us.spindices.com/>)

Yield to Maturity Obligasi Korporasi

Grafik 1.4 Indeks Yield to Maturity Obligasi Korporasi Indonesia periode 2012-2016



(Sumber: <http://us.spindices.com/>)

Berdasarkan, grafik 1.3 dapat dilihat bahwa Yield to Maturity(YTM) Obligasi Pemerintah Indonesia selama periode 2012-2016 memiliki pergerakan yang cukup fluktuatif, pada tahun 2012-2013 mengalami kenaikan, sedangkan pada tahun 2014 mengalami penurunan, disusul pada tahun 2015 yang mengalami kenaikan kembali. Pada tahun 2016 YTM Obligasi pemerintah mengalami penurunan kembali meskipun penurunan tidak terlalu tajam, kemudian ditutup pada angka sebesar 7,10% pada tahun 2016. Sama halnya pada grafik 1.4 yang menggambarkan Yield to Maturity Obligasi Korporasi yang cenderung fluktuatif. Pada tahun 2012-2015 selalu mengalami peningkatan, sedangkan pada tahun 2016 mengalami penurunan meskipun tidak terlalu tajam. *Yield to Maturity* Obligasi Korporasi ditutup dengan nilai sebesar 8,55%, lebih tinggi dibanding *Yield to Maturity* Obligasi Pemerintah. Maka dapat disimpulkan bahwa *Yield to Maturity* Obligasi di Indonesia berdasarkan S&P indeks menunjukkan pola yang monoton karena pola grafik yang tidak terlalu tajam, meskipun cenderung naik tiap tahunnya.

Risiko suatu obligasi dapat ditentukan berdasarkan *yield spreads* perusahaan, apabila semakin besar risiko yang dihadapi maka nilai *yield spreads*

perusahaan akan semakin besar pula. Karena investor akan mengharapkan kompensasi atas risiko tinggi yang dihadapinya. Apabila menurut investor dengan melakukan investasi pada obligasi pemerintah akan mendapatkan risiko yang lebih rendah, maka investor tidak membutuhkan *yield* yang besar atas kompensasi risiko yang dihadapi, namun sebaliknya investor melakukan investasi pada perusahaan yang memiliki risiko tinggi, maka para pelaku pasar akan memberikan kompensasi yang tinggi atas risiko yang dihdapi, berupa *yield spreads* yang tinggi juga (Putri, 2013). *Yield spreads* atau *Credit Spreads* adalah premi atas kompensasi yang akan diterima oleh investor atas risiko yang dihadapi oleh investor. *Spreads* ini adalah merupakan risiko yang ditolerir oleh investor atas pembelian surat utang korporasi. Dalam pasar obligasi, nilai *yield spreads* dapat dihitung dari selisih antara yiled obligasi pemerintah dan obligasi korporasi yang memiliki *maturity* yang sama. Dapat diasumsikan bahwa, obligasi pemerintah adalah obligasi bebas risiko, dan obligasi korporasi memilik risiko yang harus dihadapi investor (Marudanni dkk, 2011) Investor sebaiknya harus selalu memperhitungkan risiko yang harus dihadapi atas investasi yang dimilikinya.

Pada pertengahan tahun 2008, terjadi krisis subprime mortgage di Amerika Serikat, yang menyebabkan runtuhnya lembaga keuangan di Amerika Serikat. Hal tersebut disebabkan karena perusahaan saham saham Amerika Serikat atau dotcom⁴ bangkrut dan tidak mampu membayar utang kepada bank. Untuk mengatasi masalah tersebut Bank Fes (bank sentral) di Amerika Serikat menurunkan tingkat suku bunga. Hal tersebut dijadikan kesempatan para developer perumahan untuk membangun rumah-rumah murah dengan tingkat suku bunga rendah yang ditujukan untuk masyarakat ekonomi rendah, tanpa jaminan kredit. Bangkrutnya saham di perusahaan Amerika Serikat menyebabkan risiko gagal bayar para developer perumahan kepada bank (Nezky,2013). Krisis tersebut yang menyebabkan krisis ekonomi global tahun 2008. Penyebab utama krisis yang terjadi pada tahun 2008 ini adalah tingginya tingginya tingkat suku bunga yang mengakibatkan angka kredit macet atau risiko gagal bayar yang meningkat drastis (subprime mortgage), yang mengakibatkan terjadinya gejala pada investasi portofolio, baik saham, obligasi, ataupun surat berharga lainnya

pada Bursa Efek. Selain itu, turunnya surat-surat hutang yang berbasis subprime mortgage yang nilainya sudah berlipat ganda secara drastis juga merupakan efek dari kredit macet (Setiawan dan Ika, 2012). Risiko kredit sangat memiliki keterkaitan dengan risiko kebangkrutan, sehingga risiko kredit adalah komponen penting yang harus diperhatikan oleh investor. Instrumen keuangan seperti Obligasi korporasi, dan turunannya merupakan instrumen yang sangat sensitif dengan risiko kredit. Obligasi korporasi adalah obligasi yang memiliki risiko kredit yang tinggi (Rizal,2016). Risiko kredit ini yang kemudian dikenal dengan istilah *Credit Spread rate*, yaitu selisih antara yield obligasi pemerintah dan obligasi korporasi yang memiliki *maturity* yang sama (Fabozzi, 2013). *Credit Spread* juga merupakan premi atas kompensasi risiko yang harus dihadapi investor atas obligasi. Nilai Credit Spread ini merupakan risiko yang ditolerir oleh investor atas Obligasi korporasi. Tingginya minat investasi di Indonesia semakin meningkat dari tahun ke tahun. Hal itu ditandai dengan adanya pengumuman IPO dari perusahaan-perusahaan dalam negeri. Disamping itu, meningkatnya surat hutang yang dikeluarkan oleh perusahaan di Indonesia berupa Oblgasi Korporasi. Trend peningkatan ini juga terlihat pada indeks obligasi Indonesia pada (<http://us.spindices.com>). Meningkatnya minat investor terhadap obligasi, harus diiringi dengan perencanaan matang atas risiko yang akan dihadapinya. Terutama risiko kredit yang akan dihadapi, yang diukur dari parameter *Credit Spread rate*.

Faktor-faktor yang mempengaruhi credit Spreads rate juga menjadi menarik untuk diamati .Dalam penelitian Cheng Fan Fah (2013) menunjukkan bahwa *exchange rate* mempengaruhi harga yield obligasi korporasi di UK dalam jangka waktu panjang, dan faktor yang mempengaruhi yield korporasi di UK dalam jangka waktu yang pendek adalah tingkat suku bunga. Penelitian yang dilakukan oleh Bedendo dkk. (2007), Chen et al. (2007), Davies (2008) dan Tang dan Yan (2010) menggunakan data pasar saham sebagai variabel penjelas risiko kredit, hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat korelasi negatif antara *spread* kredit dan return saham. Demikian pula, model struktural berpendapat bahwa ketika volatilitas harga saham meningkat, kemungkinan aset perusahaan yang

melewati batas default akan meningkat dan risiko kredit akan meningkat, yaitu ada hubungan positif antara volatilitas dan *spread*.

1.3 Perumusan Masalah

Yield Spreads atau *Credit Spreads* adalah premi atas kompensasi yang akan diterima oleh investor atas risiko yang diambil oleh investor. *Spreads* ini adalah merupakan risiko yang ditolerir oleh investor atas pembelian surat utang obligasi korporasi. Dalam pasar obligasi, nilai *Yield spreads* dapat dihitung dari selisih antara yield Obligasi pemerintah dan yield obligasi korporasi yang memiliki jatuh tempo yang sama. Dapat diasumsikan bahwa, Obligasi pemerintah adalah obligasi bebas risiko, dan obligasi korporasi memiliki risiko yang harus dihadapi investor (Marudanni dkk, 2011). Risiko atas investasi harus selalu diperhitungkan oleh investor. Terlebih lagi sejak terjadinya krisis ekonomi pada tahun 2008, risiko kredit adalah risiko yang penting harus diperhatikan oleh para investor, negara, dan para peneliti keuangan di Indonesia. Penyebab utama krisis yang terjadi pada tahun 2008 ini adalah tingginya angka kredit macet atau risiko gagal bayar yang meningkat drastis (subprime mortgage), yang mengakibatkan terjadinya gejolak pada investasi portofolio, baik saham, obligasi, ataupun surat berharga lainnya pada Bursa Efek. Selain itu, turunnya surat-surat hutang yang berbasis subprime mortgage yang nilainya sudah berlipat ganda secara drastis juga merupakan efek dari kredit macet (Setiawan dan Ika, 2012). Risiko kredit sangat memiliki keterkaitan dengan risiko kebangkrutan, sehingga risiko kredit adalah komponen penting yang harus diperhatikan oleh investor.

Memasuki akhir triwulan III pada tahun 2008, perekonomian dunia menghadapi satu babak yang baru, yaitu runtuhnya stabilitas ekonomi global, yang disebabkan meluasnya krisis keuangan ke berbagai Negara. Krisis keuangan pada awalnya muncul pada bulan Agustus 2007, dimulai saat salah satu bank terbesar di Perancis yaitu BNP paribas mengumandangkan atas pembekuan sekuritas yang berkaitan dengan kredit berisiko tinggi di Amerika Serikat (Subprime Mortgage). Awal mula pembekuan ini lantas menjadi pemicu gejolak ekonomi di pasar keuangan dan akhirnya seluruh dunia merasakan dampaknya. Pada penghujung akhir triwulan III-2008 krisis ekonomi semakin membesar

karena disebabkan runtuhnya Bank terbesar di Amerika Serikat yaitu Lehman Brothers, yang diikuti meningkatnya krisis ekonomi di Negara yang memiliki lembaga keuangan berskala besar, Seperti Jepang, Eropa, Dan Amerika Serikat. (www.bi.go.id)

Krisis keuangan tersebut juga berimbas pada perekonomian di Indonesia seperti yang tercermin pada pasar uang dan pasar modal di Indonesia. Hal ini ditunjukkan dari nilai tukar rupiah yang menurun tajam menjadi Rp10900/USD pada periode IV-Desember 2008. Hal itu dapat dilihat dari meningkatnya defisit transaksi berjalan (*current account*), dan defisit neraca transaksi dan modal (*financial account*) mulai terlihat. Meningkatnya defisit transaksi berjalan disebabkan oleh anjloknya ekspor. Selain itu menurunnya tingkat likuiditas keuangan global mendorong sikap *risk aversion* para investor asing untuk merelokasikan assetnya pada asset yang lebih aman (*flight to quality*), agar terhindar dari risiko yang tinggi, hal tersebut memicu modal yang dikeluarkan pada *emerging market* yang menyebabkan *yield* obligasi negara berkembang semakin meningkat seiring dengan melemahnya nilai tukar(www.bi.go.id)

Dampak lain dari krisis *subprime mortgage* lainnya adalah ketika terjadi penurunan DJI (Dow Jones Indeks) yang menyebabkan IHSG turun hingga kuartal ke IV tahun 2008 hingga mencapai Rp1111(www.idx.co.id). Terdapat impuls reaction function sehingga menyebabkan IHSG akan langsung merespons penurunan Indeks Dow Jones. Penurunan DJI membuat investor Amerika dan Eropa mengalami krisis likuiditas sehingga ikut mempengaruhi IHSG. Disatu sisi, investor dalam negeri juga mengalami kepanikan dan ketidakpastian perekonomian sehingga menyebabkan IHSG anjlok. Hubungan antara IHSG dan nilai rupiah dapat dilihat pada saat penurunan IHSG akan cenderung memberikan tekanan depresiasi terhadap nilai tukar Rupiah. Turunnya nilai IHSG menyebabkan likuiditas rupiah dipasar domestik, sehingga menyebabkan nilai tukar rupiah ikut melemah.

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka judul dari penelitian ini adalah sebagai berikut, **“PENGARUH NILAI TUKAR RUPIAH DAN RETURN INDEKS**

HARGA SAHAM GABUNGAN (IHSG) TERHADAP *CREDIT SPREADS RATE* OBLIGASI SEKTOR INFRASTRUKTUR DI INDONESIA PADA TAHUN 2012-2016”

1.4 Pertanyaan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah diatas, pertanyaan penelitiannya yaitu:

1. Apakah ada pengaruh Nilai Tukar Rupiah dan Return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara simultan terhadap *Credit Spread Rate* pada Obligasi Sektor infrastruktur di Indonesia periode 2012-2016?
2. Apakah ada pengaruh Nilai Tukar Rupiah secara parsial terhadap *Credit Spread Rate* pada Obligasi Sektor infrastruktur di Indonesia periode 2012-2016?
3. Apakah ada pengaruh Return Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara parsial terhadap *Credit Spread Rate* pada Sektor infrastruktur di Indonesia periode 2012-2016?

1.5 Tujuan Penelitian

Berdasarkan pertanyaan penelitian diatas, penelitian ini mempunyai tujuan yaitu:

1. Untuk mengetahui pengaruh Nilai Tukar Rupiah, Indeks Hara Saham Gabungan (IHSG) secara simultan *terhdap Credit Spread Rate pada Obligasi Sektor infrastruktur* di Indonesia periode 2012-2016.
2. Untuk mengetahui pengaruh Nilai Tukar Rupiah secara parsial terhadap *Credit Spread Rate pada Obligasi Sektor infrastruktur* di Indonesia periode 2012-2016.
3. Untuk mengetahui pengaruh Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) secara parsial terhadap *Credit Spread Rate pada Obligasi Sektor infrastruktur* di Indonesia periode 2012-2016.

1.6 Kegunaan Penelitian

Hasil penelitian yang dilakukan, diharapkan memiliki manfaat sebagai berikut

- a. Bagi Penulis

Hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah ilmu pada bidang keuangan, terutama mengenai Obligasi di Indonesia.

- b. Bagi Akademis

Penelitian ini diharapkan dapat menyumbangkan suatu ilmu pengetahuan dan sumber informasi(literature) yang dapat dijadikan acuan untuk penelitian yang sama dan bermanfaat bagi kemajuan pendidikan management keuangan khususnya pada bidang Obligasi kemajuan pendidikan manajemen keuangan khususnya mengenai obligasi.

c. Bagi investor

Hasil penelitian ini diharapkan dijadikan salah satu informasi pendukung untuk investor menanamkan investasi pada Obligasi instrument industry keuangan dan Perbankan di Bursa Efek Indonesia.

1.7 Ruang Lingkup Penelitian

Dalam pasar obligasi, nilai *Yield spreads* dapat dihitung dari selisih antara yield Obligasi pemerintah dan yield dobligasi korporasi yang memiliki jatuh tempo yang sama. Dapat diasumsikan bahwa, Obligasi pemerintah adalah obligasi bebas risiko, dan obligasi korporasi memiliki risiko yang harus diadapi investor (Marudanni dkk, 2011). Penelitian ini menggunakan objek Obligasi Pemerintah dan Obligasi Korporasi yang menggunakan *fixed rate coupon*. Pada penelitian ini digunakan nilai tukar atau *exchange rate*, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) sebagai parameter *yield spreads* atau *credit spreads* pada Obligasi di Indonesia. *Exchange rate* atau nilai tukar mata uang adalah perbandingan nilai mata uang suatu Negara dengan negara lain. *Exchange rate* dapat menginterpretasikan keadaan ekonomi suatu negara. Menurunnya nilai tukar suatu negara terhadap negara lain dapat menambah biaya impor bahan baku untuk proses produksi, dan juga akan meningkatkan suku bunga. Pada penelitian ini, nilai perbandingan kurs negara yang digunakan adalah dollar Amerika, karena dollar Amerika merupakan mata uang paling stabil (Lipse dan Kristal, 2011).

IHSG merupakan salah satu indikator utama yang mencerminkan kinerja pasar modal di Indonesia saat sedang mengalami peningkatan (*bullish*) atau sedang mengalami penurunan (*bearish*). Karena indeks harga saham gabungan (IHSG) ini mencatat seluruh pergerakan harga saham dari semua sekuritas yang tercatat di bursa efek di Indonesia. Semua pergerakan indeks harga saham gabungan (IHSG) menjadi perhatian investor untuk menentukan keputusan yang

akan diambil. Di pasar modal sebuah indeks memiliki beberapa fungsi antara lain indikator tren pasar, indikator tingkat keuntungan dan tolak ukur (*benchmark*) suatu portofolio. Indikator pasar modal ini dapat berfluktuasi seiring dengan perubahan asumsi-asumsi makroekonomi. Seiring dengan indikator pasar modal, indikator makroekonomi, dan indikator bursa luar negeri juga mengalami fluktuasi. (Sunariyah, 2011)

1.8 Sistematika Penulisan

Untuk memberikan gambaran yang jelas mengenai penelitian yang dilakukan, maka disusunlah suatu sistematika penulisan yang berisi informasi mengenai materi dan hal yang dibahas dalam tiap-tiap bab. Adapun sistematika penulisan penelitian ini adalah sebagai berikut :

Bab I : PENDAHULUAN

Bab ini merupakan penjelasan secara umum mengenai objek studi penelitian, latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan dan kegunaan diadakannya penelitian, ruang lingkup penelitian, serta sistematika penulisan.

Bab II : TINJAUAN PUSTAKA

Dalam bab ini dikemukakan dengan jelas mengenai hasil kajian kepustakaan yang terkait dengan masalah yang akan diteliti. Bab ini meliputi uraian tentang landasan teori yang digunakan sebagai dasar dari analisis penelitian, penelitian terdahulu dan kerangka pemikiran.

Bab III : METODOLOGI PENELITIAN

Bab ini menguraikan tentang pendekatan, metode, dan teknik yang digunakan untuk mengumpulkan dan menganalisis data sehingga dapat menjawab atau menjelaskan masalah penelitian.

Bab IV : HASIL DAN PEMBAHASAN

Bab ini menjelaskan mengenai deskripsi objek penelitian, hasil analisis dan pengolahan data beserta pembahasannya, yang disajikan secara kronologis dan sistematis sesuai dengan lingkup penelitian serta konsisten dengan tujuan penelitian.

Bab V : KESIMPULAN DAN SARAN

Pada bab ini berisi tentang kesimpulan dari penelitian yang telah dilakukan serta saran maupun rekomendasi yang dapat diberikan kepada perusahaan dan pihak lain yang membutuhkan.