

DETERMINAN YIELD OBLIGASI (STUDI PADA OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA)

¹Fanny Dwi Maulidya*, ²Rachmat Sudarsono, ³Layyinaturrobaniyah

1 Universitas Padjadjaran, fannydwimaulidya@gmail.com

2 Universitas Padjadjaran, rachmat.sudarsono@unpad.ac.id

3 Universitas Padjadjaran, layyinaturrobaniyah@unpad.ac.id

*corresponding author: fannydwimaulidya@gmail.com

INFO ARTIKEL

Riwayat Artikel:

Received: August 5, 2024

Revised: October 14, 2024

Accepted: October 28, 2024

Kata kunci:

yield, obligasi pemerintah, determinan, makroekonomi

ABSTRAK

Obligasi pemerintah merupakan aset yang dijamin oleh Undang-Undang yang memberikan pendapatan tetap berupa kupon serta potensi *capital gain* bagi para pemiliknya. Tingkat pengembalian yang biasa dijadikan tolok ukur dalam memilih obligasi adalah *current yield* yaitu perbandingan antara kupon dan harga pasar. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui faktor-faktor yang menjadi penentu perubahan *yield* agar investor berhati-hati dalam memilih obligasi jika ingin mendapatkan keuntungan yang maksimal. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi data panel. Dalam penelitian ini, terlihat bahwa suku bunga BI, inflasi, kurs rupiah, dan kepemilikan investasi asing menjadi salah satu penyebab perubahan *yield*.

PENDAHULUAN

Obligasi adalah salah satu instrumen investasi dalam bentuk surat utang yang akan dibayar kembali oleh penerbitnya saat jatuh tempo dengan bunga yang akan diberikan secara periodik (Tandelilin, 2010). Surat utang tersebut diterbitkan oleh pihak berutang (debitur) dan dibeli oleh pihak berpiutang (kreditor/investor). Salah satu pihak yang dapat menerbitkan obligasi adalah pemerintah. Tujuan pemerintah menerbitkan obligasi adalah untuk menambah anggaran belanja negara atau membiayai proyek pembangunan tertentu (BEI, 2023). Dari sudut pandang investor, obligasi pemerintah adalah instrumen investasi yang cukup menarik karena memberikan pendapatan tetap dengan risiko sangat rendah. Jaminan keamanan obligasi pemerintah dituangkan dalam Undang-Undang No 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara (BEI, 2023).

Obligasi pemerintah ditawarkan kepada para investor melalui pasar primer dan pasar sekunder (OJK, 2019). Menurut OJK (2019), pasar primer adalah pasar pertama kalinya obligasi dijual kepada investor yang terjadi pada rentang masa penawaran tertentu ketika obligasi diterbitkan sedangkan pasar sekunder adalah pasar ketika obligasi ditawarkan setelah pasar primer dilakukan. Pihak penjual pada pasar primer adalah pemerintah. Pada pasar sekunder, investor yang sudah membeli obligasi dari pemerintah sebelumnya dapat menjual kembali obligasi yang dimilikinya kepada investor lain. Transaksi jual beli yang dilakukan pada pasar sekunder menyebabkan adanya fluktuasi pada harga obligasi. Pergerakan harga

obligasi berbanding terbalik dengan *yield* atau imbal hasilnya sehingga fluktuasi harga tersebut menyebabkan perubahan tingkat imbal hasil yang diterima oleh investor (Tandelilin, 2010).

Fluktuasi transaksi pada pasar sekunder menyebabkan perubahan pada harga obligasi yang kemudian tercermin pada perubahan *yield* obligasi, salah satunya *current yield* yang merupakan pembagian dari tingkat pengembalian yang diterima oleh investor berdasarkan harga pasarnya saat ini (Tandelilin, 2010). *Yield* dipilih menjadi tolok ukur dalam menghitung imbal hasil obligasi karena sudah mencerminkan tingkat kupon dibandingkan dengan harga pasarnya (Tandelilin, 2010). Oleh karena itu, investor cenderung membandingkan *yield* tersebut dalam pertimbangannya ketika memilih obligasi yang akan dibeli (Fikhriani, Seftarita, Faiziah, & Afandi, 2022).

Dari penelitian-penelitian yang telah dilakukan oleh Sensarma & Bhattacharyya (2016) dan Wang (2023), terdapat indikasi bahwa perubahan kondisi ekonomi negara *emerging market* seperti perubahan suku bunga, inflasi, depresiasi mata uang, dan keluar masuknya dana investor asing memiliki pengaruh terhadap imbal hasil obligasi domestik. Akan tetapi, terdapat beberapa hasil penelitian yang tidak mendukung penelitian tersebut.

Conterius (2023) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa tingginya investasi asing dapat mengurangi *yield* obligasi pemerintah baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Akan tetapi, Ho & Ho (2022) dalam penelitiannya menemukan hasil yang berbeda. Ketika kondisi ekonomi sedang stabil, tingkat investasi asing yang tinggi mampu mengurangi *spread* antara *yield* obligasi di *developed market* dan *emerging market*. Hal ini terjadi karena permintaan obligasi domestik yang tinggi dan tambahan likuiditas dari kas yang masuk. Sedangkan ketika pasar sedang mengalami *distress*, masuknya investasi asing justru memperluas *spread* dari *yield* tersebut. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa investasi asing menunjukkan perubahan *yield* ke arah yang berbeda pada kondisi ekonomi yang berbeda.

Dari beberapa hasil penelitian tersebut, ditemukan pengaruh yang berbeda terhadap pasar obligasi tergantung kepada lokasi dan kondisi ekonomi dalam jangka waktu penelitian. Untuk menguji teori dan studi empiris yang sudah dilakukan sebelumnya, tepatnya pada pasar obligasi Indonesia saat ini, diperlukan penelitian determinan tingkat imbal hasil obligasi berdasarkan faktor-faktor ekonomi Indonesia.

LANDASAN TEORITIS DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Menurut Tandelilin (2010), harga obligasi dapat berubah jika ada perubahan pada suku bunga dan *yield* yang disyaratkan oleh investor. Ketika suku bunga dinaikkan, harga obligasi menurun dan *yield* obligasi ikut mengalami kenaikan serta sebaliknya (Tandelilin, 2010). Sensitivitas perubahan harga obligasi itu dipengaruhi oleh besarnya kupon dan maturitas dari obligasi tersebut. Sihombing dan Sundoro (2017) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa variabel makroekonomi seperti suku bunga BI memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan bahwa perubahan suku bunga memiliki pengaruh positif *yield* obligasi korporasi di India.

H1 : Suku bunga Bank Indonesia memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi

Inflasi adalah kondisi ekonomi dengan situasi kenaikan harga dan biaya kebutuhan secara umum, seperti harga beras, bahan bakar, tenaga kerja, lahan, dan barang modal

(Fatmawati, 2020). Kenaikan harga yang dibiarkan secara berkelanjutan dapat menyebabkan pelemahan mata uang dan kondisi ekonomi suatu negara (Zalogo, 2017). Kenaikan inflasi menyebabkan peningkatan risiko pada seluruh aset investasi, termasuk obligasi (OJK, 2024). Investor akan mengharapkan imbal hasil yang lebih tinggi atas penambahan risiko atas investasi yang dilakukan (Tandelilin, 2010). Hal ini yang menyebabkan *yield* obligasi semakin tinggi ketika terjadi inflasi. Sihombing dan Sundoro (2017) menyatakan bahwa inflasi memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sensarma & Bhattacharyya (2016) dan Fatmawati (2020) juga menyatakan hasil serupa dalam penelitiannya.

H2 : *Tingkat inflasi Indonesia memiliki pengaruh positif terhadap yield obligasi*

Nilai tukar mata uang menjadi salah satu penentu kebijakan moneter bank sentral (Bank Indonesia, 2020). Pergerakan mata uang suatu negara dan dampaknya terhadap pasar modal berkaitan dengan naik turunnya permintaan baik dari investor domestik maupun asing (Fidora, Fratzscher, & Thimann, 2007). Menurut Fidora, Fratzscher, & Thimann (2007), volatilitas kurs menyebabkan adanya *home bias*, yaitu kecenderungan investor untuk membeli saham atau obligasi di negaranya sendiri. Hal ini disebabkan oleh potensi kerugian akibat perubahan nilai tukar mata uang jika menanamkan modal dalam denominasi mata uang lain. Oleh karena itu, hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pelemahan mata uang dianggap sebagai penambahan risiko bagi investor asing sehingga cenderung menjual obligasi yang dimiliki dan memilih tempat yang lebih aman untuk berinvestasi. Hal ini menyebabkan harga obligasi turun dan *yield* mengalami kenaikan. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan dalam penelitiannya bahwa kurs mata uang memiliki dampak positif terhadap *yield* obligasi korporasi di India.

H3 : *Depresiasi kurs rupiah memiliki pengaruh positif terhadap yield obligasi*

Burger, Warnock & Warnock (2008) menyebutkan bahwa investasi asing berperan pada pasar obligasi domestik dalam meningkatkan permintaan obligasi dan likuiditas negara yang menyebabkan stabilitas harga dan *yield* obligasi. Ketika investor asing turut meningkatkan permintaan terhadap obligasi, harga obligasi naik dan *yield* turun (Burger, Warnock, & Warnock, 2008). Sebaliknya, keluarnya dana investor asing dari aset domestik akan membuat harga obligasi menjadi turun dan *yield* mengalami kenaikan. Wang (2023) melakukan penelitian mengenai pengaruh investor asing terhadap harga dan *yield* obligasi di China. Hasil pengujian menunjukkan bahwa partisipasi investor asing dapat menekan volatilitas harga obligasi berdenominasi yuan. Meskipun demikian, terdapat berbagai dampak yang berbeda yang dihasilkan dari arus kas masuk investor asing terhadap harga obligasi karena tahap liberalisasi neraca modal Tiongkok yang dilakukan bertahap. Ebeke & Lu (2015) juga menyebutkan dampak yang berbeda dari adanya pengaruh kepemilikan asing terhadap *yield* obligasi pemerintah emerging market. Negara yang memiliki fundamental makroekonomi yang kuat akan mengalami penurunan *yield* dengan adanya peningkatan investor asing (Ebeke & Lu, 2015). Sebaliknya, Ebeke & Lu (2015) menyatakan bahwa negara dengan fundamental makroekonomi yang lemah mengalami kenaikan *yield* dari peningkatan komposisi investor asing akibat kenaikan *borrowing costs*.

H4 : *Foreign holdings memiliki pengaruh negatif terhadap yield obligasi*

METODE PENELITIAN

Variabel dependen yang digunakan dalam penelitian ini adalah *yield* obligasi pemerintah Indonesia. Penelitian bertujuan untuk melihat pengaruh indikator makroekonomi Indonesia seperti tingkat suku bunga, inflasi, *foreign holdings*, dan kurs rupiah terhadap dolar sebagai determinan perubahan *yield* obligasi tersebut. Populasi dari penelitian ini adalah data imbal hasil obligasi di Indonesia dan data ekonomi Indonesia. Teknik pengambilan sampel yang dilakukan adalah *purposive sampling* dengan kriteria sebagai berikut: data tersedia pada *website* resmi; data tersedia dalam periode waktu yang ingin diteliti; data mewakili indikator determinan obligasi dan tingkat imbal hasil obligasi sesuai dengan teori dan/atau penelitian sebelumnya

Untuk mewakili determinan dari sisi indikator makroekonomi, sampel yang diambil adalah tingkat inflasi dan nilai tukar rupiah. Indikator pasar keuangan yang diambil adalah suku bunga Bank Indonesia yang mewakili tingkat imbal hasil deposito sebagai investasi dengan risiko rendah dan penghasilan tetap seperti obligasi. Indikator risiko gagal bayar diwakili dengan tingkat kepemilikan investasi asing yang menggambarkan kepercayaan investor terhadap kondisi geopolitik negara untuk berinvestasi. Data yang dikumpulkan pada penelitian ini adalah data panel, yaitu gabungan antara *cross-section* dan *time-series*. Sampel time series diambil secara kuartal sejak kuartal 1 tahun 2018 hingga kuartal 1 tahun 2024. Jenis data penelitian ini merupakan data sekunder yang didapat dari situs resmi yaitu situs Refinitiv. Data *cross-section* yang digunakan adalah *current yield* obligasi pemerintah Indonesia pada tenor pendek yaitu 1-4 tahun, tenor menengah yaitu 5, 7, 9, dan 11 tahun, serta tenor panjang mulai dari 15, 20, 25, hingga 35 tahun.

Operasionalisasi variabel yang diuji dalam penelitian ini dapat dilihat pada tabel berikut.

Tabel 1: Operasionalisasi Variabel

Variabel	Konsep Variabel	Pengukuran	Ukuran	Skala
Imbal Hasil Obligasi (<i>Yield</i>)	Pengembalian tahunan dari obligasi pemerintah Indonesia yang didapatkan berdasarkan harga obligasi saat ini	Data <i>yield</i> obligasi pemerintah Indonesia dari Refinitiv yang diambil secara kuartal sejak Q1 2018 – Q1 2024	Persen (%)	Rasio
<i>BI 7-Days Reverse Repo</i> (<i>BI_Rate</i>)	Tingkat suku bunga acuan Indonesia yang ditetapkan oleh Bank Indonesia	Data suku bunga dari <i>website</i> Bank Indonesia yang diambil secara kuartal sejak Q1 2018 – Q1 2024	Persen (%)	Rasio
Inflasi (<i>Inf</i>)	Kenaikan harga secara umum yang menyebabkan perubahan nilai mata uang.	Data tingkat inflasi dari <i>website</i> Bank Indonesia yang diambil secara kuartal dari Q1 2018 – Q1 2024	Persen (%)	Rasio
Kurs Rupiah Terhadap dolar (<i>Kurs</i>)	Nilai tukar mata uang rupiah per 1 dolar Amerika Serikat	Data nilai tukar mata uang rupiah per 1 dolar Amerika Serikat dari Refinitiv yang diambil secara kuartal sejak Q1 2018 – Q1 2024	Rupiah (Rp)	Rasio

<i>Foreign holdings</i> (FH)	Kepemilikan investor asing pada obligasi pemerintah Indonesia	Data <i>foreign holdings</i> dari Refinitiv yang diambil secara kuartal sejak Q1 2018 – Q1 2024	Persen (%)	Rasio
------------------------------	---	---	------------	-------

Sumber: data olahan penulis

Untuk menguji hipotesis yang telah dibuat, data yang telah dikumpulkan perlu untuk dihitung dan diolah. Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode statistik dengan alat bantu yaitu Econometric Views (Eviews). Tahapan analisis dilakukan dari analisis statistik deskriptif dan uji asumsi klasik terlebih dahulu. Setelah melakukan kedua langkah tersebut, analisis hasil regresi atau uji hipotesis dilakukan dengan melakukan analisis koefisien determinasi (adjusted R2), uji F, dan uji statistik T (uji T).

Untuk menguji hipotesis 1, dilakukan uji regresi dengan persamaan sebagai berikut.

$$YIELD_{it} = \alpha + \beta_1 BI_{Rate_{it}} + \beta_2 Inf_{it} + \beta_3 Kurs_{it} + \beta_4 FH_{it} + e_{it}$$

Keterangan:

Yield: imbal hasil obligasi pemerintah Indonesia; *BI_Rate*: suku bunga Bank Indonesia; *Kurs*: nilai tukar mata uang rupiah per 1 dolar Amerika Serikat; *FH*: kepemilikan investor asing pada obligasi pemerintah Indonesia

Dari persamaan tersebut, dapat ditemukan nilai koefisien dari masing-masing variabel independen yang menggambarkan arah pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen. Hasil analisis koefisien determinasi akan menjelaskan seberapa banyak variabel dependen dapat dijelaskan oleh variabel independen. Uji F dilakukan untuk menguji pengaruh simultan seluruh variabel independen terhadap variabel dependen.

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Sebelum melakukan pengujian hipotesis, dibutuhkan analisis statistik deskriptif untuk mengetahui gambaran data sampel yang diuji. Jenis data yang diteliti adalah data panel yang merupakan gabungan antara *cross-section* dan *time-series*. Data *cross-section* pada penelitian ini adalah ketiga tenor obligasi mulai dari jangka pendek, jangka menengah, hingga jangka panjang. Sampel diambil secara kuartal sejak kuartal 1 tahun 2018 hingga kuartal 1 tahun 2024.

Variabel *Yield* adalah variabel dependen yang menggambarkan *yield* obligasi pemerintah Indonesia dalam seluruh tenor. Variabel *BI Rate*, *Inflasi*, *Kurs*, dan *FH* merupakan variabel independen yang selanjutnya akan diuji pengaruhnya terhadap variabel dependen. *BI Rate* menggambarkan data historis suku bunga Indonesia, *Inflasi* menggambarkan tingkat inflasi Indonesia, *Kurs* menggambarkan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat, dan *FH* menggambarkan tingkat kepemilikan investasi asing pada obligasi pemerintah di Indonesia. Pada Tabel 2, terdapat statistik deskriptif dari variabel yang digunakan dalam penelitian ini. Hasil tes Jarque-Bera dari seluruh variabel menunjukkan angka yang tidak signifikan yang berarti distribusi data tidak normal. Akan tetapi, dari hasil uji normalitas menggunakan rasio *skewness*, dapat diketahui bahwa seluruh variabel berada pada rentang -1,96 dan 1,96 yang artinya distribusi data masih berbentuk simetrik. Terdapat *outlier* atau data yang menyimpang pada nilai maksimum dan nilai minimum variabel dependen (*yield*). Dengan kriteria Z Score di antara -3 hingga 3, nilai maksimal variabel *yield* berada 0,17 poin

lebih tinggi dan nilai minimal berada -0,1 lebih rendah dari rentang yang seharusnya. Penyimpangan data ini terjadi akibat adanya pandemi COVID-19 yang berdampak besar terhadap ekonomi dan pasar modal di seluruh dunia (Bank Indonesia, 2022). Angka ekstrim pada nilai maksimal dan minimal dapat disebabkan adanya penurunan yang cukup tinggi pada suku bunga pada periode pandemi dan kembali mengalami peningkatan untuk mengendalikan inflasi setelah terjadinya pandemi. Hal tersebut memengaruhi harga obligasi sehingga *yield* yang diharapkan oleh investor ikut berubah (Tandelilin, 2010).

Tabel 2: Statistik Deskriptif

	<i>Yield</i> (%)	<i>BI_Rate</i> (%)	<i>Inf</i> (%)	<i>Kurs</i> (Rp)	<i>FH</i> (%)
<i>Mean</i>	7,01	4,80	2,92	14.698	25,77
<i>Median</i>	7,03	5,00	2,87	14.495	22,89
<i>Maximum</i>	11,13	6,00	5,48	16.300	39,31
<i>Minimum</i>	3,11	3,50	1,43	13.760	14,20
<i>Std. Dev.</i>	1,30	0,99	1,12	635,79	9,86
<i>Skewness</i>	-0,24	-0,11	0,68	0,75	0,20
<i>Kurtosis</i>	3,54	1,36	2,97	2,80	1,38
<i>Jarque-Bera</i>	6,64	34,25	22,92	28,30	34,94

Sumber: data olahan penulis, diolah dengan *Economic Views*

Keterangan: *yield* = *current yield* obligasi pemerintah Indonesia; *bi_rate* = suku bunga Bank Indonesia; *Inf* = tingkat inflasi; *FH* = *foreign holdings* (kepemilikan investor asing) pada obligasi pemerintah Indonesia

Setelah menganalisis persebaran data, dilakukan pengujian hipotesis dengan regresi data panel. Untuk memilih model regresi yang digunakan, terlebih dahulu dilakukan uji chow, uji hausman, dan uji lagrange-multiplier. Hasil ketiga pengujian tersebut secara berurutan adalah sebagai berikut.

Tabel 3: Pemilihan Model Regresi

Pengujian	χ^2	Model yang Dipilih
Uji Chow	438,550***	<i>Fixed Effect Model</i> (FEM)
Uji Hausman	0,000	<i>Random Effect Model</i> (REM)
Uji Lagrange-Multiplier	2072,089***	<i>Random Effect Model</i> (REM)

Sumber: data olahan penulis, diolah dengan *Economic Views*

Keterangan: Pemberian tanda ***, **, dan * menggambarkan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10% secara berurutan.

Menurut Gujarati dan Porter (2010), kemungkinan terjadinya multikolinearitas pada data panel adalah sangat kecil sehingga pada regresi data panel tidak perlu dilakukan uji multikolinearitas. Dari ketiga uji yang dilakukan pada tabel 3, model yang terpilih untuk digunakan dalam pengujian hipotesis adalah *Random Effect Model* (REM). Metode ini menggunakan *Generalized Least Square* (GLS) yang mengatasi masalah heteroskedastisitas (Suryani, 2010). Dengan demikian, uji asumsi klasik yang digunakan adalah uji normalitas dan uji autokorelasi.

Pengujian hipotesis dilakukan masing-masing sebanyak empat kali untuk membandingkan perbedaan pengaruh antar-variabel pada periode sebelum pandemi, saat pandemi, setelah pandemi, serta keseluruhan periode dari sebelum hingga setelah pandemi. Untuk mengatasi distribusi tidak normal yang berasal dari dari penyimpangan data variabel

Yield, dilakukan transformasi data yaitu winsorizing untuk mengubah nilai *outlier* tersebut menjadi nilai maksimum dan minimum sesuai dengan Z score.

Pada Tabel 4, terdapat tiga panel yang menunjukkan pengujian regresi pada tiga periode yaitu sebelum, saat, dan setelah pandemi. Masing-masing panel mewakili hasil pengujian regresi pada seluruh hipotesis. Panel A menunjukkan hasil uji pengaruh variabel independen yaitu *BI_rate* (suku bunga Indonesia), *Inf* (tingkat inflasi Indonesia), *Kurs* (perubahan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap Dolar Amerika Serikat), dan *FH* (perubahan kepemilikan investor asing di obligasi pemerintah Indonesia) terhadap variabel dependen yaitu *Yield* (*yield* obligasi pemerintah Indonesia).

Pada Tabel 4 Panel A, dapat dilihat bahwa pada kolom seluruh periode, seluruh variabel independen memiliki pengaruh yang signifikan terhadap variabel dependen dan memiliki koefisien positif sesuai dengan hipotesis yang dirumuskan. Hasil ini sesuai dengan penelitian yang sudah dilakukan oleh Sensarma & Bhattacharyya (2016) ketika menguji pengaruh suku bunga, inflasi, serta depresiasi kurs terhadap *yield* obligasi serta penelitian Balciar (2021) yang menguji pengaruh investasi asing terhadap *yield*. Variabel-variabel independen tersebut dapat menjelaskan variabel dependen sebanyak 54,66% dan sisanya dipengaruhi oleh faktor lain. Suku bunga *BI* memiliki hasil yang konsisten ketika diuji pada periode sebelum pandemi, namun tidak signifikan saat pandemi dan menunjukkan koefisien negatif setelah pandemi. Tingkat inflasi secara konsisten menunjukkan hasil positif dan signifikan pada periode sebelum dan saat pandemi. Kurs rupiah terlihat menunjukkan koefisien positif signifikan pada saat pandemi. Kepemilikan investor asing menunjukkan hasil signifikan namun arah koefisien menunjukkan hasil negatif sebelum dan setelah pandemi. Secara keseluruhan pada empat periode pengujian, hasil uji F terlihat signifikan yang memiliki arti bahwa seluruh variabel independen secara simultan memiliki pengaruh terhadap variabel dependen.

Tabel 4: Uji Regresi Hipotesis 1, 2, dan 3

Variabel	Exp. Sign	Sebelum Pandemi	Saat Pandemi	Setelah Pandemi	Seluruh Periode
c	(+)	9,891***	1,751	13,141*	-1,638
BI_Rate	(+)	0,543***	-0,239	-0,152***	0,144***
Inf	(+)	0,573***	0,491***	-0,017	0,156***
Kurs	(+)	0,0001	0,001***	-0,001	0,001***
FH	(-)	-0,293***	0,067***	-0,278**	0,063***
Adj R ²		81,69%	73,28%	10,67%	54,66%
F-test		106,93***	74,362***	3,836***	91,100***

Sumber: data olahan penulis, diolah dengan *Economic Views*

Keterangan: *yield* = *current yield* obligasi pemerintah Indonesia; *bi_rate* = suku bunga Bank Indonesia; *Inf* = tingkat inflasi; *FH* = *foreign holdings* (kepemilikan investor asing) pada obligasi pemerintah Indonesia. Pemberian tanda ***, **, dan * menggambarkan tingkat signifikansi 1%, 5%, dan 10% secara berurutan

Hasil yang tidak konsisten pada pembagian periode pengujian dapat terjadi akibat situasi ekonomi tidak normal saat pandemi di mana tingkat inflasi rendah, suku bunga ditahan pada level rendah, tingkat depresiasi yang meningkat tajam, serta terus keluarnya investor asing. Kondisi ekonomi setelah pandemi juga belum kembali normal seperti sebelum pandemi

terjadi di mana tingkat inflasi meningkat tajam, selisih suku bunga Indonesia dengan Amerika Serikat yang sangat kecil, serta mata uang rupiah yang semakin melemah.

Dari berbagai pengujian yang sudah dilakukan, terlihat bahwa suku bunga BI, tingkat inflasi, kurs rupiah, dan *foreign holdings* memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi pemerintah Indonesia. Hasil tersebut mendukung teori Tandelilin (2010) yang menyebutkan bahwa kenaikan suku bunga menyebabkan kenaikan *yield* obligasi. Perubahan *yield* tersebut terjadi akibat mekanisme penyesuaian harga obligasi pada pasar sekunder (Tandelilin, 2010). Kenaikan suku bunga menyebabkan tingkat return yang lebih tinggi pada instrumen keuangan lain seperti deposito atau penerbitan obligasi baru pada pasar primer yang memiliki tingkat kupon lebih tinggi (BEI, 2024). Adanya penawaran return yang lebih tinggi pada aset lain bisa menyebabkan investor beralih kepada aset-aset tersebut. Oleh karena itu, harga obligasi pada pasar sekunder mengalami penurunan untuk menjaga tingkat *current yield*, yang dihitung dengan membagi kupon obligasi terhadap harga pasar, tetap menarik bagi investor.

Tingkat inflasi yang tinggi juga memengaruhi peningkatan *yield* melalui mekanisme penyesuaian harga obligasi di pasar sekunder (Tandelilin, 2010). Tingginya inflasi di suatu Negara meningkatkan risiko investor dalam mendapatkan return secara riil yang memuaskan (BEI, 2024). Oleh karena itu, investor juga memiliki potensi untuk beralih pada aset lain yang cenderung lebih terlindung dari tingkat inflasi. Untuk mencegah terjadinya hal tersebut, harga obligasi mengalami penurunan untuk menjaga tingkat *yield* yang dapat memberikan kompensasi atas peningkatan risiko yang diterima investor.

Depresiasi kurs rupiah juga memiliki pengaruh terhadap peningkatan *yield* dengan mekanisme yang serupa (Tandelilin, 2010). Ketika terjadi depresiasi, terjadi penambahan risiko yang diterima oleh investor dari meningkatnya risiko kredit di suatu negara jika negara tersebut memiliki utang dalam mata uang asing. Pembayaran utang luar negeri tersebut menjadi lebih mahal akibat melemahnya nilai mata uang domestik. Tingginya risiko kredit suatu negara meningkatkan risiko gagal bayar pada obligasi yang dibeli investor dan dapat menyebabkan investor beralih pada aset dalam mata uang lain (BEI, 2024). Penjualan obligasi akibat hal tersebut meningkatkan *yield* obligasi melalui penambahan supply obligasi di pasar sekunder yang menyebabkan harga obligasi menurun (Tandelilin, 2010). Selain itu, depresiasi yang terjadi terus menerus dapat menjadi indikasi bahwa terdapat masalah pada perekonomian di negara tersebut (Hendro, 2015). Untuk memberikan kompensasi atas tambahan risiko yang diterima, penurunan harga obligasi pada pasar sekunder dilakukan.

Secara teoritis, peningkatan *foreign holdings* memiliki pengaruh negatif terhadap *yield* akibat dari meningkatnya permintaan obligasi yang menyebabkan penurunan harga (Ho & Ho, 2022). Hasil pengujian pada periode sebelum pandemi menunjukkan bahwa semakin tinggi kepemilikan investor asing, semakin rendah *yield* pada obligasi pemerintah Indonesia. Hal ini terjadi karena tingginya minat investor asing menunjukkan tingkat demand yang tinggi sehingga meningkatkan harga obligasi (Ebeke & Lu, 2015). Akan tetapi, kondisi ekonomi saat pandemi dan setelah pandemi menyebabkan pengaruh kepemilikan investor asing pada obligasi pemerintah Indonesia justru memperlihatkan hasil yang positif pada Tabel 4. Tingginya tingkat depresiasi saat pandemi yang berlangsung hingga saat ini membuat tambahan risiko bagi para investor sehingga diperlukan *yield* yang lebih tinggi sebagai kompensasi risiko tersebut.

SIMPULAN, IMPLIKASI, DAN SARAN

Obligasi pemerintah adalah salah satu instrumen investasi yang memiliki risiko rendah sehingga menjadi pilihan bagi para investor untuk menanamkan modal untuk mengharapkan imbal hasil tertentu (OJK, 2019). Untuk membandingkan obligasi yang ingin dipilih, cara yang paling mudah dilakukan adalah dengan menilai besaran *yield* yang sudah memperhitungkan return dari segi maturitas obligasi dan harga pasar. Sebagai investor yang rasional, penilaian mengenai kondisi-kondisi yang memengaruhi *yield* obligasi sangat diperlukan. Dengan hasil pengujian hipotesis yang sudah dilakukan mengenai determinan obligasi, ditemukan hasil bahwa suku bunga Bank Indonesia, tingkat inflasi, depresiasi kurs rupiah, dan kepemilikan investor asing pada obligasi memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi pemerintah Indonesia. Hasil uji T dari berbagai pengujian regresi pada rentang waktu 2018-2024 menunjukkan hasil positif dan signifikan meskipun variabel-variabel tersebut diuji dan diinteraksikan dengan variabel lain.

Hasil pengujian pada ketiga pembagian periode tidak selalu menunjukkan hasil yang konsisten baik dari arah koefisien maupun signifikansinya. Hal ini dapat terjadi karena pengaruh jumlah sampel dan juga kondisi pandemi COVID-19 yang memberikan pukulan besar pada perekonomian dan pasar modal. Meskipun kondisi ekonomi sudah berangsur pulih, terdapat beberapa dampak lanjutan yang diterima oleh seluruh masyarakat. Tingkat suku bunga Amerika Serikat dan Indonesia yang ditahan tinggi menjadi bukti adanya inflasi yang belum terkendali akibat savings semasa pandemi. Depresiasi rupiah yang semakin tinggi juga menunjukkan bahwa kondisi ekonomi pasca pandemi belum berlangsung normal.

Penelitian ini memiliki banyak keterbatasan akibat kondisi ekonomi yang tidak normal saat terjadi pandemi dan setelahnya. Selain itu, sampel *yield* yang dipilih hanya terbatas pada obligasi pemerintah Indonesia dan belum ada perbandingan apakah determinan yang sama akan berpengaruh terhadap *yield* pada obligasi korporasi. Untuk itu, penelitian selanjutnya dapat menguji dalam rentang waktu yang lebih luas setelah terjadinya pandemi COVID-19 sehingga sampel bisa mewakili kondisi ekonomi yang sudah pulih. Untuk menguji pengaruh determinan yang dari faktor-faktor sama terhadap obligasi korporasi, penelitian selanjutnya juga dapat membandingkan pengaruh *yield* pada beberapa *rating* obligasi korporasi yang berbeda.

DAFTAR PUSTAKA

- Balcilar, M., Usman, O., Gungor, H., Roubaud, D., & Wohar, M. E. (2021). Role of global, regional, and advanced market economic policy uncertainty on bond spreads in emerging markets. *Economic Modelling*, 102, 1-12. doi:<https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105576>
- Bank Indonesia. (2020). *Pengelolaan Uang Rupiah*. Retrieved from bi.go.id: <https://www.bi.go.id/id/fungsi-utama/sistem-pembayaran/pengelolaan-rupiah/default.aspx>
- Bank Indonesia. (2022). *Covid-19 dan Efeknya ke Performa Pasar Modal Indonesia*. Retrieved from bi.go.id: <https://www.bi.go.id/id/bi-institute/BI-Epsilon/Pages/Covid-19-dan-Efeknya-ke-Performa-Pasar-Modal-Indonesia.aspx>
- BEI. (2023). *Pilih Obligasi Pemerintah atau Obligasi Korporasi*. Retrieved from idx.co.id: <https://idx.co.id/id/berita/artikel?id=6a0b5b55-6d58-ee11-b808-005056aec3a4>

- BEI. (2024). *Surat Utang Obligasi*. Retrieved from idx.co.id:
<https://www.idx.co.id/id/produk/surat-utang-obligasi>
- Burger, J., Warnock, F., & Warnock, V. (2008). A Virtuous Cycle in Local Currency Bond Markets. *World Bank Roundtable Conference and Workshop*, 53, 1-14. Retrieved from <https://www.worldbank.org/en/topic/financialsector/brief/government-bond-market-documents-and-publications>
- Conterius, S., Akimov, A., Su, J.-j., & Roca, E. (2023). Do foreign investors have a positive impact on the domestic. *Economic Analysis and Policy*, 863-875. doi:<https://doi.org/10.1016/j.eap.2022.12.031>
- Ebeke, C., & Lu, Y. (2015). Emerging market local currency bond yields and foreign holdings - a fortune or misfortune? *Journal of International Money and Finance*, 59, 203-219. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.07.006>
- Fatmawati, E. (2020). Effect of Bond Age, Interest Rate and Inflation Level of Bond Results. *Journal of Research in Business, Economics, and Education*, 2(3), 645-652. Retrieved from <https://e-journal.stiekusumanegara.ac.id/index.php/jrbee/article/view/78>
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). Home bias in global bond and equity markets: the role of real exchange rate risk. *International Review of Money and Finance*, 26(4), 631-655. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.03.002>
- Fikhriani, D. M., Seftarita, C., Faiziah, N., & Afandi, F. (2022). DETERMINAN YIELD OBLIGASI PEMERINTAH DITINJAU DARI VARIABEL MONETER. *Jurnal Ilmiah Mahasiswa Ekonomi Pembangunan (JIM EKP) Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Syiah Kuala*, 7(4), 266-276. Retrieved from <https://jim.usk.ac.id/EKP/issue/view/981>
- Gujarati, D., & Porter, D. C. (2010). *Dasar-Dasar Ekonometrika*. Jakarta: Salemba Empat.
- Hendro. (2015). *Depresiasi Rupiah dan Kegagalan Struktural*. Retrieved from feb.ui.ac.id:
<https://feb.ui.ac.id/2015/03/30/depresiasi-rupiah-dan-kegagalan-struktural/>
- Ho, E., & Ho, C. (2022). Foreign participation in local currency government bond markets in emerging Asia: Benefits and pitfalls to market stability. *Journal of International Money and Finance*, 1-18. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2022.102699>
- OJK. (2019). *Hai Calon Investor, Yuk Mengenal Jenis Pasar Modal*. Retrieved from ojk.go.id:
<https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Article/10526>
- OJK. (2024). *ojk.go.id*. Retrieved from HADAPI INFLASI DENGAN INVESTASI SESUAI PROFIL RISIKO: <https://sikapiuangmu.ojk.go.id/FrontEnd/CMS/Article/40861>
- Sensarma, R., & Bhattacharyya, I. (2016). The impact of monetary policy on corporate bonds in India. *Journal of Policy Modeling*, 1-16. doi:<https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2016.03.004>
- Suryani, A. (2010). Penentuan Model Perkembangan Jumlah Gakin yang Dipengaruhi Lima Sektor Tenaga Kerja di Indonesia Menggunakan Analisis Regresi Data Panel dengan Metode GLS. *Sigma-Mu*, 1-19. Retrieved from <https://jurnal.polban.ac.id/ojs-3.1.2/sigmamu/article/view/810>
- Tandelilin, E. (2010). *Portfolio dan Investasi* (1st ed.). Yogyakarta: Kanisius.

Wang, Q., Gao, S., Li, J., & Leibrecht, M. (2023). Do foreign investors affect the volatility of local currency bond. *Heliyon*, 9, 1-9. doi:<https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2023.e16658>

Zalogo, E. F. (2017). ANALISIS INFLASI TERHADAP NILAI TUKAR RUPIAH. *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Nias Selatan*, 1(1), 22-35. doi:<https://doi.org/10.57094/jeb.v8i1>