

# ANALISIS SOVEREIGN RISK DI NEGARA-NEGARA ASEAN

IRENE KRISTIANI TAMPUBOLON  
PAIDI HIDAYAT

## ABSTRACT

*The purpose of this research was to test the effect of macro-economic indicators as explanatory variables sovereign risk premium to credit default swaps in ASEAN countries. The variables that used in this research is economic growth, inflation, government debt, foreign exchange reserves, fiscal deficit, current account deficit as independent variables and credit default swaps as the dependent variable. A panel dataset consisting of five ASEAN countries in the period 2007-2011 (annual frequency) is used to verify the pattern of relationships that exist.*

*The results of research showed that inflation and current account deficits had positive influence and statistically significant to credit default swaps. The variables that influence government debt is positive but not statistically significant. Economic growth, foreign exchange reserves and fiscal deficit had negative influence and insignificant influence to credit default swaps ASEAN countries in the period 2007-2011.*

*Keywords : Sovereign Risk, Credit Default Swap, Macroeconomic Fundamental, Panel Data*

## PENDAHULUAN

Pemberian hutang luar negeri diawali pasca Perang Dunia II dimana negara-negara di wilayah Utara, bank-bank swasta serta lembaga keuangan Internasional memberikan pinjaman kepada negara-negara dunia ketiga yang memiliki keinginan untuk mewujudkan kesejahteraan bagi rakyatnya. Dalam rangka pemenuhan kesejahteraan rakyatnya, hutang luar negeri menjadi sangat penting dalam pendanaan pembangunan suatu negara berkembang. Hutang luar negeri ini dapat timbul dalam berbagai bentuk seperti hutang pemerintah, surat hutang negara, obligasi korporasi, pinjaman bilateral-multilateral, dan sebagainya (Ariefianto & Soepomo, 2011).

*Sovereign risk* adalah risiko kerugian yang berhubungan dengan peluang suatu negara gagal membayar bunga dan pokok utangnya. Kepercayaan pelaku ekonomi domestik dan pelaku ekonomi internasional dalam kemampuan suatu negara menjadi sangat penting bagi kalangan investor ini. Dimana hal tersebut didukung oleh kondisi fundamental, fiskal dan perbankan yang masih cukup kuat.

Seperti halnya risiko kredit korporasi, *sovereign risk* juga sangat dipengaruhi oleh kondisi dalam negeri dan luar negeri. Misalnya pada triwulan 3-2011, dunia dihadapkan pada risiko pemburukan ekonomi global yang semakin meningkat. Hal ini memungkinkan suatu negara tidak dapat memenuhi sehingga pemerintah menunda pembayaran dan cicilan hutang. Maka dari itu, perlu diadakan penilaian unsur-unsur suatu negara sebagai kemungkinan terjadinya *sovereign risk*.

Kepekaan negara-negara maupun institut ataupun lembaga serta perorangan yang merespon adanya perkembangan dan perubahan dalam menilai *sovereign risk* ini sebagai akibat perkembangan zaman pula. Analisis risiko *sovereign* menjadi semakin diperlukan, sejalan dengan pertumbuhan pasar internasional baru yang sering disebut dengan “*emerging*

market". Analisis risiko *sovereign* dilakukan oleh *public rating agencies* seperti Standard & Poors, Moodys Investors Services, dan lain-lain. Faktor-faktor yang meliputi analisis ini, yaitu:

- Negara itu sendiri
- Lingkungan ekonomi (deposito, investasi dan pertumbuhan)
- Sumber daya alam dan mineral
- Efisiensi pasar tenaga kerja dan kualitas keahlian dan pendidikan
- Efisiensi dari pasar modal dan perbankan
- Pemerintah
- Kebijakan ekonomi makro (kebijakan suku bunga dan nilai tukar)
- Perdagangan internasional dan neraca pembayaran
- Riwayat dan prediksi inflasi
- Investasi asing
- Kebijakan pendanaan dan belanja pemerintah
- Independensi bank sentral
- Dan lain lain.

Trend lanjutan dalam pengelolaan risiko kredit yang terjadi di awal abad ke-21 adalah kemunculan *Credit Default Swap* (CDS). Volatilitas pasar keuangan global semakin meningkat dengan meningkatnya indikator *CDS Spread* dan turunnya harga saham global. Pertumbuhan ekonomi dunia di TW3-2011 melambat dengan risiko global yang meningkat sebagai dampak penurunan volume perdagangan internasional. Sementara itu, permintaan domestik di sejumlah negara *emerging* Asia (termasuk Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand, dan Singapura) sedikit tertahan akibat kebijakan ketat yang telah berjalan selama 2011. Sejumlah negara *small open economy* (Singapura, Korea) terkena imbas pelemahan ekonomi global karena tingginya ketergantungan negara-negara tersebut terhadap industri berorientasi ekspor.

Adanya perbaikan dalam indikator-indikator ekonomi dan keuangan pemerintah, yang menjadi faktor penentu dalam penilaian *rating*, di negara-negara ASEAN telah meningkatkan *awareness* publik internasional untuk berinvestasi. Hal ini terefleksi dari pertumbuhan ekonomi di negara ASEAN (khususnya Indonesia) yang cukup stabil di tengah krisis keuangan global yang terjadi saat ini serta banyaknya negara yang mengalami penurunan *grade rating*. Pernyataan yang memberikan sinyal positif dengan pertimbangan antara lain kemampuan pemerintah dalam mengatur kondisi negara di tengah terjadinya krisis pasar keuangan dan resesi global serta berbagai kebijakan yang mendukung lainnya, seperti manajemen kebijakan fiskal, kebijakan nilai tukar, dan sebagainya.

Oleh karena itu, penelitian ini akan mencoba untuk mengetahui gambaran mengenai temuan *credit default swap* dengan pengaruh variabel-variabel ekonomi makro dalam menentukan *sovereign risk* suatu negara khususnya di beberapa negara ASEAN (*Association of South East Asia Nations*) yang termasuk dalam *emerging markets*.

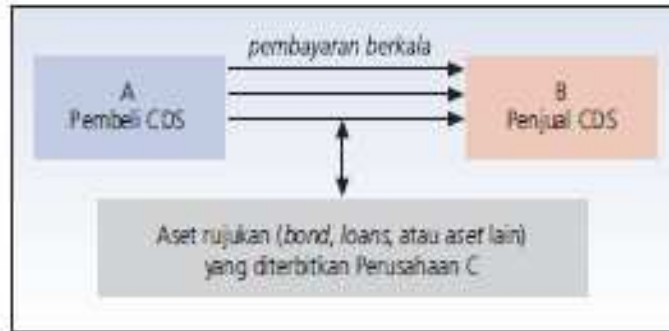
## TINJAUAN PUSTAKA

### Credit Default Swap

Menurut Pratomo & Puspitasari (2008), *Credit Default Swap* (CDS) merupakan salah satu instrumen derivatif kredit yang dapat berfungsi sebagai instrumen *hedging* maupun spekulasi untuk mendapatkan keuntungan. Indikator ini dapat digunakan untuk mengalihkan risiko *default* (macet) atas aset yang dikelola kepada pihak ketiga.

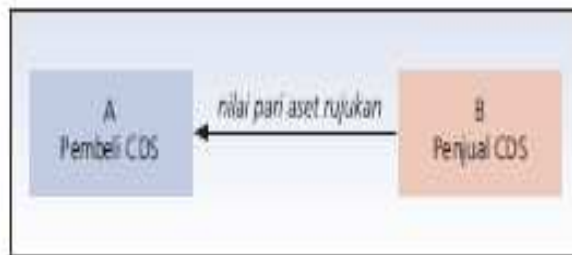
*Credit default swap* adalah kontrak swap yang mengikat pembeli untuk melakukan pembayaran berkala kepada penjual dan, sebagai imbalannya, mendapatkan ganti rugi apabila *underlying asset* kontrak CDS mengalami *credit events* (misalnya *default* atau bangkrut). Sebagaimana umumnya instrumen derivatif lain, kontrak CDS tidak mewajibkan pembeli atau penjual memiliki aset/kredit yang dirujuk oleh kontrak.

Mekanisme kontrak CDS dikembangkan pertama kali di tahun 1997 oleh sebuah kelompok yang bekerja untuk JP Morgan Chase. Mekanisme kontrak CDS secara umum dapat digambarkan sebagai berikut:



**Gambar 1**  
**Mekanisme Kontrak CDS**

- A sebagai pemilik aset rujukan yang diterbitkan C mengikat kontrak dengan B sebagai penjual CDS.
- Kontrak mensyaratkan A melakukan pembayaran berkala/tahunan kepada B sebagai penjual CDS.
- Apabila tidak terjadi *credit events*, maka A terus melakukan pembayaran sampai dengan aset rujukan jatuh tempo. Apabila terjadi *credit events* pada C seperti *default* atau kebangkrutan, A menghentikan pembayaran berkala ke B dan mendapatkan pembayaran sejumlah nilai pari aset rujukan :



**Gambar 2**  
**Mekanisma Pembayaran Ketika terjadi Default**

Harga (*spread*) CDS adalah persentase nilai aset rujukan yang harus dibayar oleh pembeli CDS secara tahunan ke penjual selama periode kontrak. Sebagai contoh, bila CDS spread untuk perusahaan C adalah 50 bps atau 0,5%, maka seorang investor yang membeli proteksi dari Bank B untuk aset Perusahaan C sebesar USD10 juta harus membayar Bank B sebesar USD50,000 setiap tahun sampai dengan periode kontrak berakhir.

Selain merujuk pada suatu instrumen aset atau perusahaan, CDS juga digunakan investor untuk menilai risiko suatu negara. Dalam hal ini, penggunaan CDS diharapkan dapat meningkatkan minat investor untuk membeli aset-aset yang diterbitkan oleh negara-negara

ASEAN. Investor yang tertarik untuk berinvestasi pada aset-aset di negara tersebut dapat membeli CDS untuk melakukan *hedging* atas investasinya.

### **Pendekatan *Sovereign Risk* Terhadap Indikator Ekonomi Makro**

Sampai saat ini pasar obligasi internasional didominasi oleh obligasi yang diterbitkan oleh *sovereign* (pemerintah) pusat berbagai negara. *Sovereign risk* adalah risiko kerugian karena potensi suatu negara gagal membayar kewajiban bunga atau pokok dari pinjamannya. Meskipun kejadian dimana negara penghutang menyatakan tidak mau membayar termasuk jarang terjadi, *reschedulling* dari hutang sudah umum dilakukan. IMF berperan membantu negara yang bermasalah dengan pembayaran hutang.

Ketika dihadapkan pada pilihan apakah menanggung bahaya inflasi atau menyatakan *default* pada hutang dalam mata uang domestik, *sovereign* Rusia pada 1998 memilih menyatakan *default* pada hutang dalam valuta domestik dan valuta asing. Maka menjadi penting sekali bagi suatu negara/organisasi dunia yang merupakan pemberi pinjaman untuk memperhatikan publikasi suatu negara yang akan menerima pinjaman terutama pertumbuhan ekonomi negara tersebut. Karena hal ini juga dapat menjadi acuan bagi pemberi pinjaman untuk dapat memprediksi kemungkinan pinjaman yang diberikannya akan kembali sesuai waktunya.

### **Pertumbuhan Ekonomi**

Pertumbuhan ekonomi adalah suatu kondisi dimana terjadi peningkatan produk domestik bruto (PDB) dari suatu negara. Pertumbuhan ekonomi dikatakan meningkat apabila persentase kenaikan Produk Domestik Bruto (PDB) pada suatu periode lebih besar dari periode sebelumnya. Kenaikan PDB tersebut tidak disertai perhitungan persentasenya terhadap tingkat pertumbuhan penduduk. Jadi, pertumbuhan ekonomi adalah suatu keadaan dimana terjadi kenaikan PDB suatu negara tanpa memandang apakah kenaikan tersebut lebih besar atau lebih kecil dari tingkat pertumbuhan penduduk.

### **Inflasi**

Menurut pendapat Amalia (2007) mengatakan inflasi merupakan ciri yang pada umumnya dirasakan dan ditandai dengan adanya suasana harga barang yang tinggi secara mayoritas, dimana seolah-olah kita kehilangan keseimbangan antara daya beli dibandingkan dengan pendapatan sampai pada periode tertentu, biasanya dirasakan masyarakat secara keseluruhan. Kenaikan harga itu berlangsung dalam jangka panjang, tidak termasuk kenaikan pada masa hari-hari besar agama (temporer). Harga barang-barang yang tinggi tersebut justru adalah barang yang diperlukan sehari-hari. Orang mengalami kesulitan untuk mempertahankan keseimbangan *budget* yang semula telah disusun agar biaya-biaya pengeluaran tertutup oleh pendapatan yang biasa diterima.

Inflasi bukan suatu gejala yang khusus berkaitan dengan ekonomi luar negeri. Namun merupakan gejala umum yang dapat terjadi di dalam tubuh perekonomian nasional suatu negara maupun internasional.

### **Hutang Pemerintah**

Hutang pemerintah adalah pinjaman yang dilakukan pemerintah suatu negara untuk dipakai dalam memenuhi anggaran yang dibutuhkan suatu negara. Bentuk hutang dapat berupa uang yang diperoleh dari bank swasta, pemerintah negara lain, atau lembaga keuangan internasional seperti IMF dan Bank Dunia (*World Bank*).

Pinjaman yang dilakukan terkait dengan penggunaan untuk berbagai keperluan yang berkaitan dengan persediaan pangan, pembiayaan konfrontasi maupun penyelenggaraan pesta olahraga, konferensi dan sebagainya.

Namun ada kalanya, hutang tersebut menjadi beban bagi negara ketika negara tidak mampu untuk membayarnya kembali, baik dari sisi keuangan negara maupun penyediaan devisanya.

Akan tetapi, hutang luar negeri tersebut, bagaimanapun juga, memberikan hasil bagi pembangunan negara, misalnya dalam infrastruktur, konsumsi negara, proyek prasarana maupun untuk membayar utang-utang sebelumnya yang telah menumpuk.

### **Cadangan Devisa**

Cadangan devisa (*Foreign Exchange Reserves*) adalah simpanan oleh bank sentral dan otoritas moneter. Simpanan ini merupakan aset/aktiva bank sentral yang tersimpan dalam beberapa mata uang cadangan (*reserve currency*) seperti dollar, euro, yen dan digunakan untuk menjamin (kewajibannya) yaitu mata uang lokal yang diterbitkan dan cadangan berbagai (bank) yang disimpan dalam bentuk mata uang asing melainkan dalam bentuk surat-surat berharga ataupun logam mulia.

Hanya perlu dicatat, akumulasi cadangan devisa juga bukan tanpa risiko dan biaya. Biaya tersebut misalnya terkait dengan hilangnya kesempatan untuk memanfaatkan sumber daya (cadangan devisa) tersebut untuk membangun infrastruktur ataupun membayar sebagian kewajiban utang luar negeri. Biaya yang lain, “nilai” cadangan devisa yang dikelola bank sentral negara berkembang pada dasarnya akan berkurang apabila nilai tukar domestik mengalami apresiasi terhadap USD atau mata uang cadangan devisa lainnya. Namun demikian, banyak negara berkembang menganggap bahwa biaya-biaya tersebut relatif kecil dan tidak sebanding dengan biaya ekonomi terutama dalam bentuk *output loss* yang ditimbulkan oleh krisis nilai tukar.

Cadangan devisa ini diawasi oleh Bank Sentral sebagaimana terlihat dalam neraca pembayaran (BOP) untuk kebutuhan impor. Dimana cadangan devisa harus bisa menutupi minimal tiga bulan impor suatu negara.

### **Defisit Fiskal**

Defisit fiskal merupakan keadaan dimana besaran pengeluaran dan penerimaan pemerintah tidak seimbang yaitu besaran pengeluaran pemerintah lebih besar dari besaran penerimaan.

Suatu anggaran pemerintah terdiri dari besaran pengeluaran dan penerimaan pemerintah. Dalam kondisi perekonomian tertentu, salah satu kebijakan yang dapat dilakukan pemerintah adalah melalui kebijakan fiskal. Kebijakan fiskal yang diterapkan dapat dilihat dalam anggaran pemerintah tersebut, dan defisit anggaran adalah salah satu kebijakan fiskal pemerintah yaitu kebijakan fiskal ekspansif. Anggaran pemerintah memiliki sifat struktural dan siklikal. Anggaran memiliki sifat struktural atau aktif, berarti anggaran tersebut ditentukan oleh kebijakan aktif dan beban (diskresioner) seperti penetapan tingkat pajak, jaminan sosial, dan belanja pemerintah untuk menghitung seberapa besar penerimaan dan pengeluaran pemerintah, serta kemungkinan defisit/surplus bila perekonomian beroperasi pada tingkat produksi potensial. Akan tetapi, sebagian besar dari anggaran bersifat siklikal atau pasif dimana ditentukan oleh keadaan siklus ekonomi, untuk menghitung dampak daripada siklus ekonomi terhadap anggaran atau mengukur perubahan dalam penerimaan, pengeluaran, dan defisit/surplus yang timbul oleh karena perekonomian tidak beroperasi pada output potensialnya. Anggaran yang bersifat siklikal ini merupakan selisih antara anggaran aktual dan anggaran struktural.

### **Defisit Neraca Berjalan**

Neraca Berjalan menggambarkan transaksi pengeluaran dan penerimaan antara penduduk dengan bukan penduduk atas barang dan jasa, pendapatan atas upah dan investasi,

serta transfer berjalan (hibah dan remitansi tenaga kerja). Namun demikian, ada kalanya harus mempertimbangkan pengeluaran dana lebih besar dari pendapatan. Inilah yang dinamakan defisit transaksi berjalan.

### Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan *Sovereign Risk* sudah pernah dilakukan baik di luar negeri maupun di Indonesia, antara lain yang dilakukan oleh Ariefianto dan Soepomo (2011) tentang *Analisa Sovereign Risk Negara Berkembang: Temuan dari Perilaku Premi Credit Default Swap*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa variabel pertumbuhan ekonomi, inflasi, depresiasi, yield spread, rasio hutang, cadangan devisa, rasio defisit fiskal, neraca berjalan dan risk appetite global sesuai dengan hipotesis dan memiliki signifikansi terhadap *credit default swap*.

Pratomo dan Puspitasari (2008) melakukan penelitian tentang CDS dan Implikasinya. Hasil dari penelitian ini menunjukkan bahwa *credit* dan *sovereign ratings* memainkan peranan penting di pasar keuangan dengan membantu investor untuk memfilter informasi yang penting untuk keputusan berinvestasi. Terkait dengan hal ini, penggunaan CDS sebagai salah satu indikator risiko suatu negara sebaiknya dilakukan secara berhati-hati mengingat rendahnya *reliabilitas spread* CDS, transparansi pasar CDS, dan likuiditas instrumen ini terutama di *emerging economies* yang termasuk adalah beberapa setengah anggota ASEAN.

Abubakar dan Rizal (2008) melakukan penelitian tentang Indonesia dalam Persepsi Internasional: Performa 2008 dan Upaya Perbaikan Kedepan. Penelitian ini menunjukkan bahwa dalam konteks *sovereign credit rating*, upaya menuju target *investment grade* perlu terus dilakukan dan difokuskan pada penerapan kebijakan yang dapat memperbaiki indikator-indikator ekonomi dan keuangan negara yang dinilai masih lemah, misalnya rendahnya GDP percapita, rendahnya *governance effectiveness*, masih tingginya rasio *external debt* terhadap GDP, dan beberapa indikator lainnya terkait *government financial strength*.

### Kerangka Konseptual

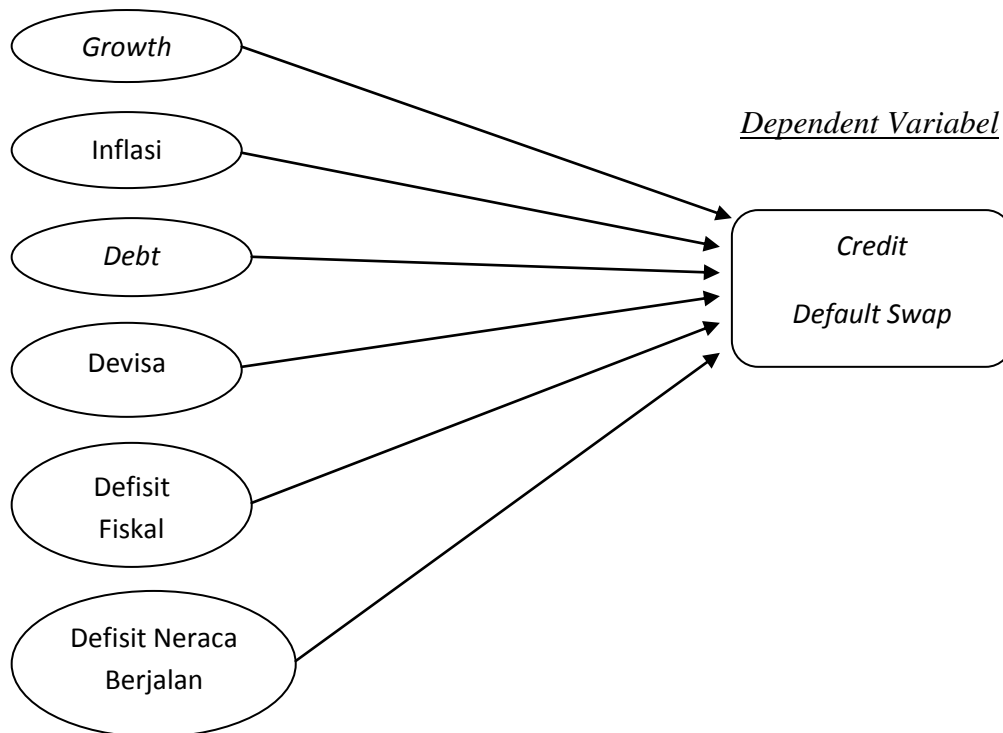
Penilaian lembaga *rating* pada dasarnya dapat mempengaruhi persepsi dunia internasional terhadap kondisi suatu negara, oleh karena itu target *Investment grade* dalam penilaian *rating* masih merupakan isu penting. Namun demikian, *sovereign credit rating* sebenarnya hanya terbatas menggambarkan *probability of default* suatu negara atas instrumen keuangan yang diterbitkannya.

Dalam konteks *sovereign credit rating*, upaya menuju *target investment grade* dilakukan dan difokuskan pada penerapan kebijakan yang dapat menciptakan lingkungan yang kondusif sehingga dapat memperbaiki indikator-indikator ekonomi dan keuangan negara yang masih lemah, seperti GDP, tingginya rasio *debt* terhadap GDP, dan beberapa indikator lainnya terkait *government financial strength*.

Sehubungan dengan *probability of default*, maka belakangan ini muncul temuan indikator baru yaitu *Credit Default Swap* (CDS). Mengingat CDS adalah suatu instrumen yang baru aktif diperdagangkan, studi empiris yang mengeksplorasi produk ini belum banyak dilakukan.

CDS merupakan salah satu instrumen derivatif berfungsi sebagai instrumen *hedging* maupun spekulasi untuk mendapatkan keuntungan. Indikator CDS ditentukan oleh variabel-variabel ekonomi makro yaitu pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal, defisit neraca berjalan.

Independent Variabel



**Gambar 4**  
**Diagram Skematis Kerangka Konseptual**

**Hipotesis**

Berdasarkan latar belakang, perumusan masalah, tinjauan pustaka dan kerangka konseptual maka hipotesis dapat dikembangkan dalam penelitian ini untuk digunakan dalam menguji variabel-variabel *independent* yang berpengaruh terhadap variabel *dependent* seperti berikut:

1. H1 : *Growth* (Pertumbuhan Ekonomi) memiliki pengaruh negatif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN
2. H2 : Inflasi memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN
3. H3 : *Debt* (Hutang Pemerintah) memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN
4. H4 : Cadangan Devisa memiliki pengaruh negatif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN
5. H5 : Defisit Fiskal memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN
6. H6 : Defisit Neraca Berjalan memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* di negara-negara ASEAN.

**METODE PENELITIAN**

Penelitian ini menggunakan data kuantitatif. Data yang diperoleh merupakan data sekunder dalam bentuk data panel yaitu berupa *credit default swap* (CDS), pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal, defisit neraca berjalan per tahun 2007 sampai tahun 2011.

Populasi dalam penelitian ini adalah beberapa negara anggota ASEAN selama periode 2007 sampai 2011.

Sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *credit default swap* (CDS), pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal, defisit neraca berjalan selama periode 2007 sampai 2011. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling* untuk mendapatkan sampel yang representatif dengan kriteria sebagai berikut:

1. Negara-negara yang tercatat sebagai anggota ASEAN.
2. Negara yang secara konsisten aktif sebagai anggota ASEAN selama periode 2007 sampai 2011.
3. Negara yang memenuhi indikator variabel dependen dan independen selama periode 2007 sampai 2011.

Dari populasi tersebut terdapat 10 perusahaan yang memenuhi kriteria-kriteria yang telah ditentukan. Daftar perusahaan yang memenuhi kriteria-kriteria tersebut dalam dilihat dalam tabel berikut.

**Tabel 1**  
**Daftar Sampel Negara Asean**

NO	NEGARA	KODE
1	Indonesia	ID
2	Malaysia	MY
3	Singapura	SG
4	Filipina	PH
5	Thailand	TH

Pengumpulan data sekunder dilakukan melalui dua tahap. Tahap pertama yang dilakukan adalah studi pustaka, yaitu dengan mengumpulkan data dari buku, jurnal, dan abstrak yang berkaitan dengan penelitian. Tahap kedua adalah studi dokumuntasi, dengan mengumpulkan data berupa Laporan Perkembangan Ekonomi Keuangan Internasional dan informasi lain yang berkaitan dengan penelitian melalui media internet ([www.asean.development.bank.org](http://www.asean.development.bank.org), [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id), [www.world.bank.org](http://www.world.bank.org), [www.international.monetary.fund.org](http://www.international.monetary.fund.org)).

Pengolahan data dalam penelitian ini dilakukan dengan menggunakan program komputer *evIEWS 5* untuk menganalisis data yang diperoleh. Namun sebelumnya data-data yang diperoleh diformulasikan terlebih dahulu dengan menggunakan program *microsoft office excel 2007* untuk memperoleh data variabel sebelum dianalisis dengan menggunakan program *evIEWS 5*.

Penelitian ini menggunakan metode regresi linier berganda dengan data panel untuk memperoleh gambaran yang menyeluruh mengenai pengaruh variabel independen terhadap dependen. Regresi linier berganda adalah regresi antara variabel dimana variabel bebasnya lebih dari satu (Pratomo dan Hidayat, 2007). Menurut Pratomo dan Hidayat, data panel merupakan data campuran *cross section* dan *time series*. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah *General Least Square* (GLS).

Di dalam penelitian ini data yang dianalisis adalah data panel dengan menggunakan model regresi linier berganda model fixed effect (FEM) yang dinilai sesuai dengan penelitian ini karena berbagai persoalan teknis serta metode ini mempunyai keunggulan dalam membedakan efek individual dan efek waktu, selain itu FEM tidak perlu mengasumsikan bahwa komponen error tidak berkorelasi dengan variabel bebas.

Ketika pengolahan data hanya dapat dilakukan oleh salah satu metode saja maka uji ini tidak dapat dilakukan, karena tidak ada metode yang dapat dibandingkan untuk melihat kelayakan penggunaan model panel. Maka dalam penelitian ini uji hausman tidak dapat dilakukan.

Untuk mengetahui pengaruh pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal, dan defisit neraca berjalan terhadap *credit default swap* (CDS), maka digunakan model regresi *fixed effect* dengan fungsi sebagai berikut:

$$S_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1it} + \beta_2 X_{2it} + \beta_3 X_{3it} + \beta_4 X_{4it} + \beta_5 X_{5it} + \beta_6 X_{6it} + \mu$$

Di mana,  $S_{it}$  adalah *credit default swap*,  $\alpha$  adalah *intercept*,  $\beta_1 \beta_2 \beta_3 \beta_4 \beta_5 \beta_6$  adalah koefisien regresi,  $X_1$  adalah *growth*,  $X_2$  adalah inflasi,  $X_3$  adalah hutang pemerintah,  $X_4$  adalah cadangan devisa,  $X_5$  adalah defisit fiskal,  $X_6$  adalah defisit neraca berjalan,  $i$  adalah suatu negara,  $t =$  waktu,  $\mu$  adalah *term of error*.

Agar hasil estimasi regresi linier baik dan tidak bias maka perlu dilakukan uji penyimpangan asumsi klasik, seperti uji multikolinieritas dan uji heterokedastisitas. Untuk mendeteksi estimasi regresi yang memiliki multikolinieritas dapat dilihat dari nilai  $R^2$  yang tinggi namun standar error dan tingkat signifikansi masing-masing variabel rendah dan dapat juga dilihat dari nilai koefisien variabel apakah sesuai dengan hipotesis atau tidak (Pratomo dan Hidayat, 2007). Untuk mendeteksi ada tidaknya gejala heteroskedastisitas dapat dilakukan dengan uji *park* dan uji *white*. Uji *park* dilakukan dengan melihat apabila koefisien parameter B adalah signifikan secara statistik maka dapat disimpulkan bahwa data dari model empiris terdapat heteroskedastisitas. Sedangkan pada uji *white* dapat dilihat apabila hasil estimasi menunjukkan bahwa  $X^2$  hitung lebih besar dibandingkan dengan  $X^2$  tabel maka terdapat masalah heteroskedastisitas dan sebaliknya. Data panel dalam penelitian menggunakan estimasi dengan metode *Coefficient Covariance Method - White Cross Section*, sehingga hasil yang dikeluarkan terbebas dari heterokedastisitas.

Untuk melihat seberapa besar kemampuan variabel-variabel independen secara bersamaan dalam memberi penjelasan terhadap variabel dependen digunakan koefisien determinasi. Koefisien determinasi (*Goodness of Fit*), yang dinotasikan dengan  $R^2$ , merupakan suatu ukuran yang penting dalam regresi, karena dapat menginformasikan baik atau tidaknya model regresi yang terestimasi. Atau dengan kata lain, angka tersebut dapat mengukur seberapa dekatkah garis regresi yang terestimasi dengan data sesungguhnya (Nachrowi dan Usman, 2006).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

Persepsi (lembaga) internasional terhadap kondisi ekonomi, keuangan dan politik suatu negara memegang peranan yang sangat penting. Kondisi ini menuntut untuk selalu menjaga dan meningkatkan persepsi positif negara-negara ASEAN di mata internasional secara kontinyu dan komprehensif.

Indikator risiko, sejalan dengan perkembangan global, saat ini melahirkan indikator yang menjadi salah satu faktor dalam asesmen *rating* suatu negara yakni, *credit default swap*. Seiring dengan perkembangan dan dinamika global, *credit default swap* mengalami naik dan turun. Berdasarkan data yang diperoleh, *credit default swap* pada lima negara ASEAN dalam periode 2007 sampai dengan 2011, terjadi lonjakan yang cukup tajam pada tahun 2008, khususnya di negara Malaysia meingkat hingga 213,21%, disusul oleh Indonesia 142,48%, Filipina 86,93%, dan Thailand 11,75%. Sedangkan Singapura masih bertahan pada poin 45 bps.

Dari segi indikator ekonomi makro, terdapat enam analisa yang dilakukan yaitu, pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal dan defisit neraca berjalan. Pertumbuhan ekonomi merupakan salah satu variabel fundamental ekonomi penting yang mendasari penilaian premi *credit default swap*. Pertumbuhan ekonomi ASEAN

cenderung fluktuatif. Dimana setelah diawali dengan guncangan pasar keuangan akibat krisis *subprime mortgage* AS tahun 2007, pada tahun 2008 Indonesia tampil dengan performa terbaik yaitu masih bertahan tidak jauh dari tahun sebelumnya sebesar 6,1%.

Pertumbuhan ekonomi dalam tenor lima tahun, paling buruk terjadi pada tahun 2009 menembus level negatif (Thailand -2,3%, Singapura -2,0%, Malaysia -1,7%), dimana dunia menghadapi krisis keuangan global yang dipicu oleh perumahan AS dan diperburuk dengan kebangkrutan Lehman Brothers di pertengahan September 2008 membawa pengaruhnya sampai pada 2009. Kemudian sampai pada akhir 2009, pemulihan ekonomi global semakin menguat yang memberikan optimisme di negara-negara dunia terutama negara berkembang yang didukung oleh permintaan domestik yang kuat. Sehingga pada tahun 2010 pertumbuhan ekonomi membaik terlihat dalam angka yang diraih oleh negara Singapura sekaligus mencapai pertumbuhan ekonomi tertinggi selama periode lima tahun hingga mencapai 14,6% yang sebelumnya berada pada level negatif, diikuti oleh negara Thailand 7,9% dan Filipina 7,4%.

Indikator ekonomi penting lainnya sebagai dasar fundamental ekonomi dalam penilaian premi *credit default swap* adalah inflasi. Inflasi di ASEAN cenderung fluktuatif. Dimana pada tahun 2007, Indonesia memiliki inflasi yang cukup tinggi dibandingkan negara lainnya. Kemudian adanya guncangan pasar keuangan global mengakibatkan inflasi Filipina per 2008 melonjak tajam dan menjadi negara dengan inflasi tertinggi sebesar 9,3%. Hingga tahun 2009, pemulihan keuangan global berdampak signifikan ke negara berkembang sampai Thailand mengalami penurunan harga-harga pokok atau deflasi sampai pada level negatif yaitu -0,9%. Sebaliknya dalam situasi ekonomi dunia yang memburuk inflasi Malaysia dan Singapura tidak mengkhawatirkan dari tahun ke tahun.

Hutang pemerintah di Indonesia, Thailand dan Filipina dari tahun ke tahun relatif menurun. Sedangkan, Singapura dan Malaysia dari tahun ke tahun menunjukkan peningkatan hutang pemerintah.

Cadangan devisa pada lima negara ASEAN dari tahun ke tahun menunjukkan tren yang meningkat. Hal ini menunjukkan bahwa ada respon positif dari ekspor setiap negara sehingga menghasilkan tren yang meningkat tersebut. Namun pada tahun 2008, Malaysia memiliki cadangan devisa sebesar 90 miliar USD yang lebih sedikit jika dibandingkan tahun 2007 yaitu selisih 10,1 miliar USD. Untuk negara Singapura memiliki cadangan devisa yang lebih tinggi jika dibandingkan dengan negara lainnya.

Defisit fiskal ASEAN 2007-2011 cenderung fluktuatif. Dimana rata-rata kelima negara mengalami defisit fiskal dalam lima tahun. Namun, Singapura merupakan negara yang paling baik dalam mengelola fiskal pemerintah sehingga terjadi surplus pada tahun 2007, 2008 dan 2011. Kecuali, pada tahun 2009 dan 2010 mengalami defisit fiskal yaitu -1,1% dan -0,1%. Tetapi keadaan itu tidak seperti Malaysia yang pada tahun 2009 mengalami defisit fiskal paling buruk diantara kelima negara dalam kurun waktu lima tahun sampai pada -7,9% GDP.

Neraca berjalan cenderung fluktuatif selama kurun waktu lima tahun. Hanya ada satu negara, yaitu Filipina, yang mengalami defisit neraca berjalan 4,8% GDP pada tahun 2007. Selebihnya, Filipina dapat mengatasi pengeluarannya sehingga surplus pada empat tahun berikutnya. Demikian juga dengan Singapura, Malaysia, Indonesia dan Thailand menunjukkan surplus neraca berjalan, dengan pencapaian tertinggi oleh Singapura yaitu 26,2% GDP pada tahun 2007.

Secara keseluruhan indikator-indikator ekonomi makro diatas cenderung fluktuatif dalam periode 2007 sampai dengan 2011, kecuali pada hutang pemerintah menunjukkan tren yang berbeda pada setiap negara serta cadangan devisa menunjukkan tren yang cenderung meningkat pada lima negara ASEAN tersebut.

## HASIL ESTIMASI

Sebagaimana hasil estimasi sehingga untuk menganalisis *sovereign risk* di negara-negara ASEAN dilakukan dengan metode *Fixed Effect Model* (FEM).

Tabel 2  
Hasil Estimasi Dengan Metode GLS (FEM)  
Variabel Terikat : Credit Default Swap Periode 2007-2011

Variabel Bebas	Fixed Effects	t-Statistic	Probability
C	-42.98328	-0.353084	0.7293
Growth	-3.569748	-1.731816	0.1053
Inflasi	13.00356	6.149001	0.0000
Debt	3.251407	1.336691	0.2026
Devisa	-0.560077	-1.427225	0.1754
Fis_Def	-0.284140	-0.026310	0.9794
CA_Def	4.951334	-0.026310	0.0234
R <sup>2</sup>	0.759435		
Durbin-Watson	2.190614		

Cat : Signifikansi pada  $\alpha = 5\%$      $\alpha = 10\%$

Berdasarkan hasil estimasi di atas maka diperoleh persamaan regresi berikut.

$$S_{it} = -42.98328 - 3.569748X_1 + 13.00356X_2 + 3.251407X_3 - 0.560077X_4 - 0.284140X_5 + 4.951334X_{6it} + \mu$$

Berdasarkan model tersebut, diperoleh nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) sebesar 0.759435 yang artinya secara keseluruhan variabel bebas (pertumbuhan ekonomi, inflasi, hutang pemerintah, cadangan devisa, defisit fiskal dan defisit neraca berjalan) yang ada dalam persamaan tersebut hanya mampu menjelaskan pengaruhnya terhadap variabel terikat (premi *credit default swap*) sebesar 75.95% dan sisanya 24.05% dijelaskan variabel lain yang tidak dimasukkan ke dalam model persamaan tersebut.

Dari hasil estimasi yang diperoleh maka dapat diketahui bahwa nilai koefisien variabel pertumbuhan ekonomi sebesar -3.57 dan memiliki pengaruh negatif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila pertumbuhan ekonomi di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1%, *ceteris paribus*, maka akan mendorong terjadinya penurunan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 3.57%. Hasil empiris ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh yang negatif antara pertumbuhan ekonomi dengan *credit default swap*. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Variabel pertumbuhan ekonomi menjadi variabel pengaruh terbesar ketiga, yakni sebesar -3,57%. Pertumbuhan ekonomi secara umum menggambarkan keadaan suatu negara, karena dipengaruhi secara langsung oleh berbagai indikator makro lainnya. Hal ini merupakan suatu ukuran risiko *sovereign*, karena ketika suatu negara mengalami resesi maka akan menciptakan risiko pada negara yang telah berinvestasi dalam bentuk CDS.

Nilai koefisien variabel inflasi sebesar 13.0 dan memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila inflasi di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1% maka akan mendorong terjadinya peningkatan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 13.0%. Hasil empiris ini sejalan

dengan hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh yang positif antara inflasi dengan *credit default swap*. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Berdasarkan hasil penelitian yang dilakukan di lima negara ASEAN, ditemukan bahwa variabel inflasi memiliki koefisien terbesar, yakni sebesar 13,0%. CDS sebagai suatu kelas aset berisiko akan mengalami penurunan permintaan ketika harga-harga pokok di suatu negara tidak stabil. Hal ini juga sekaligus menunjukkan tingkat integrasi yang ada di pasar derivatif terhadap siklus perekonomian dunia.

Nilai koefisien variabel hutang pemerintah sebesar 3.25 dan memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila hutang pemerintah di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1% maka akan mendorong terjadinya penurunan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 3.25%. Hasil empiris ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan terdapat pengaruh yang positif antara hutang pemerintah dengan *credit default swap*. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Hutang pemerintah merupakan faktor berpengaruh ke empat. Faktor ini menggambarkan kinerja pemerintah dalam mengelola anggarannya, jika anggaran pemerintah lebih banyak pada penggunaan untuk belanja negara maka akan dilakukan kebijakan untuk menutupi pengeluaran tersebut dengan meminjam dari negara atau organisasi dunia. Misalnya, Indonesia dihadapkan pada kebijakan BBM yang belum dapat ditetapkan secara tegas sehingga membuat anggaran untuk subsidi BBM bertambah hingga 3,83% PDB atau Rp353,6 triliun (Kompas, Mei 2013). Sehingga untuk mendanai ini hutang pemerintah akan bertambah hingga Rp213 triliun.

Nilai koefisien variabel cadangan devisa sebesar -0.56 dan memiliki pengaruh negatif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila cadangan devisa di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1 milyar US\$ maka akan mendorong terjadinya penurunan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 0.56%. Hasil empiris ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan pengaruh negatif antara cadangan devisa dengan *credit default swap*. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Cadangan devisa merupakan faktor berpengaruh pada urutan kelima. Peran cadangan devisa terhadap stabilitas suatu perekonomian sangat penting. Teori krisis menunjukkan bagaimana suatu serangan terhadap nilai tukar terjadi dipicu oleh rendahnya cadangan devisa.

Nilai koefisien variabel defisit fiskal sebesar -0.28 dan memiliki pengaruh negatif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila defisit fiskal di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1% maka akan mendorong terjadinya penurunan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 0.28%. Hasil empiris ini tidak sejalan dengan hipotesis yang menyatakan pengaruh positif tetapi dalam hasil estimasi ini menyatakan pengaruh negatif antara defisit fiskal dengan *credit default swap*. Kondisi ini juga tidak sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Defisit fiskal memiliki dampak yang jauh lebih kecil diantara semua variabel indikator ekonomi makro namun tetap signifikan. Defisit fiskal dan hutang pemerintah memiliki keterkaitan dari segi teori dimana ketika anggaran pemerintah yang tidak proporsional akan menciptakan defisit fiskal yang sebagiannya akan ditutup dengan meminjam dari negara atau organisasi dunia.

Nilai koefisien variabel defisit neraca berjalan sebesar 4.95 dan memiliki pengaruh positif terhadap *credit default swap* pada tingkat kepercayaan 95%. Hal ini berarti apabila defisit neraca berjalan di negara-negara ASEAN mengalami peningkatan 1% maka akan mendorong terjadinya peningkatan premi *credit default swap* di negara-negara ASEAN sebesar 4.95%. Hasil empiris ini sejalan dengan hipotesis yang menyatakan pengaruh positif

antara defisit neraca berjalan dengan *credit default swap*. Kondisi ini sejalan dengan hasil penelitian Ariefianto dan Soepomo (2011).

Defisit neraca berjalan merupakan faktor berpengaruh pada urutan kedua. Estimasi koefisien yang diperoleh sebesar 4,95%. Mengingat variabel ini berhubungan dengan ekspor impor, sekaligus menggambarkan kemampuan suatu negara menghasilkan kebutuhan pokok negara tersebut.

Berdasarkan hasil empiris di atas, penelitian ini didukung oleh penelitian yang dilakukan oleh Ariefianto dan Soepomo (2011) yang menemukan adanya pengaruh variabel-variabel indikator ekonomi makro dan *credit default swap*. Namun ada satu variabel yang menunjukkan pengaruh yang berbeda dari hipotesis yang diduga, yaitu defisit fiskal.

Dengan demikian, kontribusi variabel penjelas *sovereign rating* sangat berpengaruh dalam mengukur premi *credit default swap*. CDS sebagai suatu instrumen pasar memiliki keterkaitan dengan variabel fundamental ekonomi (global dan domestik). Oleh sebab itu, pergerakan CDS juga mencerminkan persepsi para pelaku pasar terhadap prospek perekonomian (*sovereign risk*).

## KESIMPULAN DAN SARAN

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah dikemukakan, maka penelitian ini menghasilkan kesimpulan sebagai berikut:

1. Bahwa variabel pertumbuhan ekonomi memberikan pengaruh yang negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.
2. Variabel inflasi memberikan pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.
3. Variabel hutang pemerintah memberikan pengaruh yang positif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.
4. Variabel cadangan devisa memberikan pengaruh yang negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.
5. Variabel defisit fiskal memberikan pengaruh yang negatif dan tidak signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.
6. Variabel defisit neraca berjalan memberikan pengaruh yang positif dan signifikan secara statistik terhadap *credit default swap* negara-negara ASEAN pada periode 2007 sampai 2011.

## DAFTAR PUSTAKA

- Amalia, Lia, 2007. *Ekonomi Internasional*. Graha Ilmu dan UIEU-University Press, Jakarta.
- Ali, Mahsyud dan Pardi Sudradjat, 2006. *Manajemen Risiko*. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Djamin, Zulkarnain, 1996. *Masalah Utang Luar Negeri*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia, Jakarta.
- Hardanto, Sulad Sri, 2006. *Manajemen Risiko Bagi Bank Umum*. PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Harinowo, Cyrillus, 2002. *Utang Pemerintah: Perkembangan Prospek dan Pengelolaannya*. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Idroes, Ferry N. *Manajemen Risiko Perbankan: Pemahaman Pendekatan 3 Pilar Kesepakatan Basel II Terkait Aplikasi Regulasi dan Pelaksanaannya di Indonesia*. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Pratomo, Wahyu A dan Paidi Hidayat, 2010. *Pedoman Praktis Penggunaan Eviwes Dalam Ekonometrika*, Medan, USU Press.
- Nachrowi, Djalal Nachrowi dan Hardius Usman, 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Sastrosoenarto, Hartarto, 2006. *Industrialisasi Serta Pembangunan Sektor Pertanian dan Jasa*. Gramedia Pustaka Utama, Jakarta.
- Tambunan, Tulus Tahi Hamonangan, 2003. *Perekonomian Indonesia*. Ghalia Indonesia, Jakarta.
- Tambunan, Tulus Tahi Hamonangan, 2008. *Pembangunan Ekonomi dan Utang Luar Negeri*. RajaGrafindo Persada, Jakarta.
- Todaro, Michael P dan Stephen C Smith, 2006. *Pembangunan Ekonomi: Edisi Kesembilan, Jilid I*. Erlangga, Jakarta.