

ANALISIS PASAR OBLIGASI PEMERINTAH DI INDONESIA

Oleh : Mira Hastin*, Idris**, Hasdi Aimon***

ABSTRACT

This article focused on analyze (1) Effect of the budget deficit, official foreign borrowing, certificate of Bank Indonesia (SBI), and demand of the government bonds to the issuances of the government bonds in Indonesia. (2) The influence certificate of Bank Indonesia (SBI), bond price, (Composite Stock Price Index) IHSG, and supply of the government bonds to demand of the government bonds in Indonesia. Data used time series of (I year kuartal 2004 – IV year kuartal 2011). This article use analyzer model equation of simultaneous with method of Two Stage Least Squared (TSLS).

The result of research concludes that (1) the budget deficit have a significant and positive impact on supply of the government bonds, official foreign borrowing, certificate of Bank Indonesia (SBI) and demand of the government bonds significantly and negatively influence on issuances of government bonds. (2) The influence certificate of Bank Indonesia (SBI) have a significant and positive impact on demand of government bonds, IHSG and supply of the government bonds significantly and negatively on demand of government bonds in Indonesia. While the bond price is not significant and negative effect on demand of the government bonds in Indonesia.

Keywords : budget deficit, official foreign borrowing, certificate of Bank Indonesia (SBI), bond price, (Composite Stock Price Index) IHSG, demand of the government bonds, and supply of the government bonds

A. Pendahuluan

Krisis ekonomi pada pertengahan tahun 1997 di Indonesia telah mengakibatkan perekonomian mengalami krisis yang berkepanjangan. Krisis ekonomi tersebut membuat pemerintah Indonesia terbelit utang yang berat untuk membiayai perekonomian. Bersamaan dengan itu muncul masalah kewajiban pembayaran cicilan hutang luar negeri dan bunganya yang

* Mira Hastin, SE, ME, adalah Dosen STKIP Kerinci

** Dr. Idris, M.Si adalah Dosen Fakultas Ekonomi UNP

*** Dr. Hasdi Aimon, M.Si adalah Dosen Fakultas Ekonomi UNP

mengakibatkan merosotnya sumber-sumber ekonomi Indonesia, yang seharusnya dapat dialokasikan untuk pembiayaan pembangunan.

Pasca krisis, pemerintah menggunakan penyusunan anggaran yang tidak berimbang sehingga dalam penyusunannya bisa terjadi surplus atau defisit APBN. Jika terjadi defisit, maka defisit tersebut dapat dibiayai dengan pinjaman luar negeri atau pinjaman dalam negeri. Dalam jangka pendek pinjaman luar negeri sangat membantu pemerintah Indonesia dalam upaya menutup defisit APBN, akibat pembiayaan pengeluaran rutin dan pengeluaran pembangunan yang cukup besar. Sehingga laju pertumbuhan ekonomi dapat dipacu sesuai dengan target yang telah ditetapkan sebelumnya. Selanjutnya, pinjaman dalam negeri dapat dalam bentuk pinjaman perbankan atau non-perbankan seperti Surat Utang Negara (SUN) yang mencakup penerbitan obligasi pemerintah dan pengalihan aset-aset negara menjadi milik swasta (privatisasi). Apabila pinjaman luar negeri pemerintah mengalami peningkatan, maka surat utang negara yang diterbitkan mengalami penurunan (Sanuri,2005).

Defisit Anggaran Pendapatan Belanja Negara (APBN) mendorong pemerintah untuk mengeluarkan obligasi, yang bertujuan untuk menarik dana masyarakat dan menopang APBN. Semakin tinggi tingkat kebutuhan dana untuk menopang obligasi semakin banyak pula obligasi yang akan diterbitkan. Peran penentuan suku bunga untuk obligasi yang diterbitkan dalam waktu dekat akan mempengaruhi penerbitan obligasi pada periode berikutnya. Keterbatasan sumber pembiayaan APBN selain dari pajak, mendorong pemerintah untuk meningkatkan suku bunga obligasi untuk menarik investor menanamkan dananya pada instrumen ini. Semakin tinggi suku bunga, maka semakin meningkat permintaan terhadap obligasi (Mishkin, 2007).

Kontribusi obligasi pemerintah dalam membiayai sebagian defisit anggaran sepanjang tahun 2004-2011 dapat dilihat di Tabel.1. Pada tabel tersebut menunjukkan peranan penjualan obligasi pemerintah dalam membiayai defisit APBN terus meningkat kecuali dari tahun 2008 ke 2009

mengalami penurunan dari Rp.157,0 triliun menjadi Rp.144,84 triliun, dan pada tahun 2010 meningkat lagi menjadi Rp.178,04 triliun. Meningkatnya penawaran obligasi pemerintah dapat disebabkan perubahan defisit anggaran pemerintah.

Perubahan pinjaman luar negeri juga dapat mempengaruhi penawaran obligasi. pada Tabel 1, pinjaman luar negeri cenderung meningkat, seperti pada tahun 2004 besar pinjaman luar negeri ini adalah Rp.21,74 triliun meningkat sebesar 63,48% pada tahun 2005. Peningkatan ini berlanjut terus menerus sehingga pada tahun 2010 pinjaman luar negeri menjadi Rp.70,78 triliun, dan pada tahun 2011 turun sebesar 20,63%.

Namun demikian, apabila dicermati dengan seksama terdapat fenomena-fenomena yang tidak sesuai dengan teori yang ada. Hal ini dapat dilihat pada tahun 2005 yaitu tingkat suku bunga tertinggi sebesar 12,75%, kenaikannya dari tahun 2004 sebesar 71,60%. Pada saat itu juga disisi penawaran mengalami kenaikan yang cukup besar yakni sebesar 34,10%. Demikian juga yang terjadi pada tahun 2007 ke tahun 2008 terjadi pengaruh yang positif terhadap suku bunga dan penawaran obligasi pemerintah. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa, apabila tingkat suku bunga mengalami kenaikan, maka penawaran obligasi akan mengalami penurunan dan sebaliknya (Mishkin,2007).

Obligasi pemerintah dipilih karena dipandang memiliki risiko investasi yang lebih rendah jika dibandingkan dengan obligasi korporasi. Dengan demikian hampir sebagian besar investor lebih memilih untuk menjadikan obligasi pemerintah sebagai salah satu komponen *asset*-nya. Berbagai pihak yang berperan sebagai investor atas obligasi pemerintah berinvestasi guna memperoleh pendapatan bunga (*interest income*) dan keuntungan dari selisih harga beli-jual obligasi (*capital gain*). Dari seluruh *outstanding* obligasi pemerintah, kepemilikan oleh pihak non bank terus mengalami peningkatan dari waktu ke waktu.

Tabel 1. Perkembangan Permintaan dan Penawaran Obligasi Pemerintah, Defisit Anggaran, Pinjaman Luar Negeri Pemerintah, Suku Bunga SBI, Harga Obligasi dan IHSG Tahun 2004-2011.

	Penawaran Obligasi (B ^c)		Permintaan Obligasi (B ^d)		Defisit Anggaran (DEF)		Pinjaman Luar Negeri Pemerintah (PLNP)		Suku Bunga SBI (SBI)		Harga Obligasi (BP)		Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)	
	(((((((
	T		T		T		T			T		T		T
	ri		ri		ri		ri			ri		ri		ri
	li		li		li		li			li		li		li
	u		u		u		u			u		u		u
	n		n		n		n			n		n		n
	R		R		R		R			R		R		R
	p		p		p		p			p		p		p
)))))))

))			
	3		1		(	2	2			7		8	
2	2		1		6	1				,		2	
0	,		1		,	,				7		2,	
0	3		,		2	7				7		1	
4	0		7		7	4				1		1	
			4)								
	4		1		(	2	3			7		1	
2	3		1		4	5				,		1	
0	,		0		,	,				2		1	
0	3		,		9	5				7		1,	
5	2		1		4	4				0		1	
			9		)					5		2	
2	6		1		(	3				7		1	
0	1		4		3	7				,		4	
0	,		9		9	,				3		9	
0	2		,		,	5				1		3,	

	4		6		9		0			4	7		3
			4		8					3			4
)								
					(
	9		2		5		4			-	7		2
2	9		0		8		2			1			2
0	,		9		,		,			7	,		1
0	2		,		2		2			,	5		0,
7	7		1		9		1			9	0		9
			0		)					5			8
					(
	1		2		9		4			1	8		2
2	5		6		4		8			5	,		0
0	7		6		,		,			,	8		8
0	,		,		5		1			6	3		7,
8	0		9		0		4			3	9		5
	0		4		)					3			9
					(
2	1		3		1		6			-	8		2
0	4		2		1		9			2	,		0

0	4		7		2		,			2	6		1
9	,		,		9		3			,	1		4,
	8		3		,		0			7	9		0
	4		9		8					0			7
					5								
)								
	1		4		(		7				1		3
2	7		2		3		0			-	0		0
0	8		3		3		,			9	,		8
	,		,		,		7			,	5		7,
0	0		9		7		8			0	1		4
	4		5		5					9	9		6
)								
2	2		4		(		5				1		3
0	4		5		1		6				2		7
	0		8		5		,			,	,		4
	,		,		0		1			2	1		4,
	3		5		,		8			3	6		0

	0		9		8						7		0	
					4									
)									

Sumber: - Data DEF, PLNP, suku bunga SBI, IHSG, dari www.bi.go.id sudah diolah.
- Data penawaran dan permintaan obligasi pemerintah, harga obligasi, dari www.dmo.or.id yang sudah diolah.

Dari Tabel 1 di atas, dapat dilihat bahwa harga rata-rata obligasi dari tahun 2004 sampai tahun 2011 cenderung berfluktuasi, sedangkan permintaan obligasi pemerintah cenderung mengalami peningkatan. Sementara pada harga yang tinggi permintaan terhadap obligasi pemerintah dapat menurun. Pada tahun 2006 harga rata-rata obligasi seri *fixed Rate* (FR) adalah Rp.7,017 triliun meningkat sebesar 7,60% pada tahun 2007. Peningkatan ini berlanjut pada tahun 2008 sebesar 17,07%. Sempat mengalami penurunan ditahun 2009 sebesar 2,49% kemudian meningkat lagi pada tahun 2010 dan tahun 2011.

Awal tahun 2008 Indeks Harga Saham Gabungan masih berada pada posisi diatas 2000, tetapi mulai periode pertengahan hingga awal 2009 dampak resesi global mulai berpengaruh pada pergerakan saham di Indonesia, sehingga terus mengalami penurunan hingga level di bawah 1500. Sementara permintaan terhadap obligasi kian meningkat. Hal ini tidak sesuai dengan teori yang menyatakan bahwa, apabila tingkat suku bunga naik, maka investor saham akan menjual seluruh atau sebagian sahamnya untuk dialihkan ke dalam investasi lainnya yang relatif lebih menguntungkan dan bebas resiko, akibatnya IHSG akan turun. Sebaliknya, bila tingkat bunga turun maka masyarakat akan mengalihkan investasinya pada saham yang relatif lebih *profitable* dan akibatnya IHSG akan naik. Dengan demikian tingkat bunga akan memberikan pengaruh negatif terhadap IHSG (Silalahi, 2000).

Berdasarkan uraian, fenomena dan fakta di atas, untuk mengetahui sejauhmana masing-masing variabel mempengaruhi permintaan dan penawaran obligasi pemerintah di Indonesia maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul “Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pasar Obligasi Pemerintah di Indonesia”.

B. Metode Penelitian

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diperoleh dari lembaga atau instansi yang terkait seperti laporan tahunan, Statistik Ekonomi dan Keuangan Indonesia (SEKI), BPS (Badan Pusat Statistik) dari berbagai edisi yang dipublikasikan oleh Bank Indonesia, dan publikasi DMO Departemen Keuangan Republik Indonesia. Data seluruh variabel yang akan diteliti ini dimulai dari kuartal I tahun 2004 sampai dengan kuartal IV tahun 2011 dengan jumlah data (n) adalah 32 periode.

1. Uji Stasioner

Tabel 2. Hasil Uji Stasioner

Nama Variabel	Tingkat	Nilai Probabilitas
Penawaran Obligasi (B ^s)	2 nd difference	0,0000
Permintaan Obligasi (B ^d)	2 nd difference	0,0000
Defisit Anggaran (Def)	2 nd difference	0,0000
Pinjaman Luar Negeri Pemerintah	2 nd difference	0,0000
Suku Bunga SBI (SBI)	1 st difference	0,0337
Harga Obligasi (BP)	2 nd difference	0,0035
Indeks Harga Saham Gabungan	1 st difference	0,0000

Sumber: Hasil Olahan Data dengan Eviews 6, n=32 $\alpha=0,05$

Tabel 2 menjelaskan masing-masing variabel stasioner pada tingkat tertentu, yaitu pada 1st difference, dan 2nd difference. Dari Tabel tersebut dapat diketahui bahwa variabel suku bunga SBI dan indeks harga saham gabungan memiliki nilai probabilitas yang kecil $\alpha = 0,05$ pada 1st difference, oleh karena itu variabel-variabel tersebut stasioner pada 1st difference. Variabel penawaran obligasi, permintaan obligasi, defisit anggaran, pinjaman luar negeri pemerintah, dan harga obligasi stasioner pada 2nd difference, dikarenakan masing-masing nilai probabilitasnya kecil dari $\alpha = 0,05$.

2. Uji Kointegrasi

Tabel 3. Hasil Uji Kointegrasi

Keterangan	Coeficient	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas
RESIDUAL1(-1)	-0.274431	0.090791	-3.022650	0.0051
RESIDUAL2(-1)	-0.317991	0.096788	-3.285438	0.0038

Sumber: Hasil Olahan Data dengan Eviews 6

Dari Tabel 3 dapat diketahui bahwa pada persamaan RESIDUAL1(-1), serta persamaan RESIDUAL2(-1) probabilitasnya kecil dari $\alpha = 0,05$. Oleh karena itu masing-masing persamaan dalam penelitian ini berkointegrasi atau saling menjelaskan. Dengan kata lain walaupun seluruh variabel di dalam masing-masing persamaan dalam penelitian ini tidak stasioner tetapi seluruh variabel di dalam masing-masing persamaan itu terdapat hubungan atau keseimbangan jangka panjang diantara variabel tersebut.

Dengan demikian persamaan tidak lagi mengandung masalah regresi palsu (*spurious regression*).

3. Uji Kausalitas Granger

Tabel 4. Hasil Uji Kausalitas Granger

Hypothesis	F-Statistic	Probabilitas
BD does not Granger Cause BS	5,66855	0.0049
BS does not Granger Cause BD	3,07623	0.0007

Sumber : Hasil Olahan Data dengan Eviews 6, $n=32$ $\alpha=0,05$

Dari hasil uji Kausalitas Granger pada Tabel 4 didapatkan nilai probabilitas penawaran obligasi pemerintah (B^s) terhadap permintaan obligasi pemerintah (B^d) kecil dari $\alpha = 0,05$. Sedangkan nilai probabilitas permintaan obligasi pemerintah (B^d) terhadap penawaran obligasi pemerintah (B^s) juga kecil dari $\alpha = 0,05$. Sehingga H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan arti kata variabel penawaran obligasi pemerintah dan permintaan obligasi pemerintah mempunyai hubungan dua arah atau saling mempengaruhi.

4. Uji Identifikasi

Uji identifikasi merupakan *order condition* dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Persamaan 1 : $K-k = 5-3 > m-1 = 2-1 \rightarrow 2 > 1$ (*overidentified*)

Persamaan 2 : $K-k = 5-3 > m-1 = 2-1 \rightarrow 2 > 1$ (*overidentified*)

Berdasarkan hasil uji identifikasi di atas, maka penaksiran parameter dari kedua model dapat dilakukan dengan *Two Stage Least Square* (2SLS).

5. Reduce Form

Hasil *reduce form* persamaan (1) dan (2) adalah sebagai berikut :

$$B^s = \Pi_0 + \Pi_1DEF + \Pi_2PLNP + \Pi_3SBI + \Pi_4BP + \Pi_5IHSG + e$$

$$B^d = \Pi_6 + \Pi_7SBI + \Pi_8BP + \Pi_9IHSG + \Pi_{10}DEF + \Pi_{11}PLNP + e$$

Jadi, dari hasil *reduce form* di atas dapat diketahui bahwa *endogeneous variable* adalah penawaran obligasi dan permintaan obligasi, sedangkan *exogeneous variable*

adalah defisit anggaran, pinjaman luar negeri pemerintah, suku bunga SBI, harga obligasi, dan IHSG.

C. Hasil dan Pembahasan

1. Hasil Penelitian

Berdasarkan hasil estimasi dengan metode *Two Stage Least Squares* (2SLS), maka hasil estimasinya adalah sebagai berikut:

a) Model Persamaan Penawaran

Hasil estimasi persamaan penawaran obligasi pemerintah dapat ditunjukkan pada Tabel 5.

Dari estimasi yang telah dilakukan didapat model persamaan penawaran obligasi pemerintah dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{Log}(B^s) = 7,113 + 0,714 \log(\text{Def}) - 1,566 \log(\text{PLNP}) - 12,729 \text{ SBI} - 0,473 \log(B^d)$$

Estimasi model simultan penawaran obligasi pemerintah di Indonesia dipengaruhi oleh defisit anggaran, pinjaman luar negeri pemerintah, suku bunga SBI, dan permintaan obligasi.

Tabel 5. Hasil Estimasi Persamaan Penawaran Obligasi Pemerintah

Dependent Variable: LOG(BS)				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 09/22/12 Time: 23:30				
Sample: 2004Q1 2011Q4				
Included observations: 32				
Instrument list: LOG(DEF) LOG(PLNP) SBI LOG(BP) LOG(IHSG)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.

C	7.112784	4.947276	1.437717	0.1620
LOG(DEF)	0.714447	0.308448	2.316264	0.0284
LOG(PLNP)	-1.566315	0.347345	-4.509392	0.0001
SBI	-12.72915	4.349888	-2.926317	0.0069
LOG(BD)	-0.473350	0.106997	-4.423965	0.0001
R-squared	0.894661	Mean dependent var		29.88400
Adjusted R-squared	0.878860	S.D. dependent var		17.56034
S.E. of regression	3.779174	Sum squared resid		385.6183
F-statistic	163.0342	Durbin-Watson stat		0.938266
Prob(F-statistic)	0.000000	Second-Stage SSR		245.4082

Sumber : Hasil pengolahan dengan menggunakan Eviews

b) Model Persamaan Permintaan

Hasil estimasi persamaan permintaan obligasi pemerintah dapat ditunjukkan pada Tabel 6 :

Tabel 6. Hasil Estimasi Persamaan Permintaan Obligasi Pemerintah

Dependent Variable: LOG(BD)				
Method: Two-Stage Least Squares				
Date: 09/22/12 Time: 23:42				
Sample: 2004Q1 2011Q4				
Included observations: 32				
Instrument list: SBI LOG(BP) LOG(IHSG) LOG(DEF) LOG(PLNP)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	4.480760	0.412786	10.85493	0.0000
SBI	4.063094	1.838020	2.210582	0.0357
LOG(BP)	-0.000152	0.000399	-0.380659	0.7064
LOG(IHSG)	-0.647431	0.193462	-3.346563	0.0024
LOG(BS)	-0.040676	0.006363	-6.392415	0.0000
R-squared	0.861096	Mean dependent var		4.027453
Adjusted R-squared	0.840260	S.D. dependent var		0.542892
S.E. of regression	0.152698	Sum squared resid		0.629552
F-statistic	94.73989	Durbin-Watson stat		1.312478
Prob(F-statistic)	0.000000	Second-Stage SSR		0.300595

Sumber : Hasil Pengolahan dengan menggunakan Eviews

Dari estimasi yang telah dilakukan didapat model persamaan permintaan obligasi pemerintah dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\text{Log}(B^d) = 4,481 + 4,063 \text{ SBI} - 0,000 \text{ log(BP)} - 0,647 \text{ log(IHSG)} - 0,041 \text{ log}(B^s)$$

Estimasi model simultan permintaan obligasi pemerintah dipengaruhi oleh suku bunga SBI, harga obligasi, IHSG, dan penawaran obligasi pemerintah.

2. Pembahasan

a) Pengaruh Defisit Anggaran, Pinjaman Luar Negeri Pemerintah, Suku Bunga Bank Indonesia (SBI) dan Permintaan Obligasi Pemerintah Terhadap Penawaran Obligasi Pemerintah Di Indonesia.

Dari hasil penelitian diperoleh bahwa defisit anggaran berpengaruh signifikan dan arahnya positif terhadap penawaran obligasi pemerintah di Indonesia. Ini berarti, apabila defisit anggaran meningkat maka penawaran obligasi pemerintah akan meningkat. Begitu juga sebaliknya, apabila defisit anggaran menurun maka penawaran obligasi pemerintah juga akan turun. Hal ini sejalan dengan pernyataan Mishkin (2009) yang menyatakan bahwa apabila defisit anggaran meningkat dapat mengakibatkan penawaran obligasi juga meningkat. Terjadinya peningkatan defisit anggaran berarti telah terjadi peningkatan pengeluaran pemerintah. Semakin besar pengeluaran pemerintah dibandingkan dengan penerimaan pemerintah maka semakin besar pula kenaikan defisit anggaran. Semakin besar peningkatan terhadap defisit anggaran semakin tinggi pula penerbitan obligasi pemerintah.

Pinjaman luar negeri pemerintah berpengaruh signifikan terhadap penawaran obligasi di Indonesia dan arahnya negatif. Ini berarti bahwa apabila pinjaman luar negeri pemerintah meningkat maka penawaran obligasi akan menurun, dan apabila pinjaman luar negeri pemerintah berkurang maka penawaran obligasi pemerintah akan meningkat. Hal ini sesuai dengan pernyataan Sanuri (2005) yang menyatakan bahwa apabila pinjaman luar negeri pemerintah mengalami peningkatan, maka Surat Utang Negara yang diterbitkan mengalami penurunan. Penelitian yang dilakukan oleh Ahmadi.S (2011) juga sejalan dengan hasil penelitian ini, yang menyatakan bahwa pinjaman luar negeri pemerintah berpengaruh signifikan terhadap penerbitan obligasi pemerintah.

Suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap penawaran obligasi pemerintah dengan arah negatif atau berlawanan. Peningkatan dalam suku bunga SBI akan menyebabkan penurunan dalam penawaran obligasi. Sebaliknya, penurunan

suku bunga SBI akan menyebabkan penawaran obligasi meningkat. Dengan turunnya tingkat suku bunga, maka biaya yang harus dikeluarkan untuk membayar bunga atau kupon menjadi lebih rendah sehingga obligasi yang diterbitkan menjadi bertambah. Hal ini sesuai dengan pernyataan Mishkin (2009) yang menyatakan bahwa tingkat suku bunga yang cenderung menurun akan menjadi momentum bagi para emiten untuk menerbitkan obligasi. Penelitian yang dilakukan oleh Ahmadi.S (2011) juga sejalan dengan hasil penelitian ini, yang menyatakan bahwa suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap penerbitan obligasi pemerintah.

Permintaan obligasi pemerintah juga berpengaruh signifikan terhadap penawaran obligasi pemerintah dan arahnya negatif atau berlawanan. Ini berarti bahwa apabila permintaan obligasi pemerintah meningkat maka penawaran obligasi pemerintah akan turun, begitu juga sebaliknya jika permintaan obligasi pemerintah menurun maka penawaran obligasi pemerintah mengalami kenaikan. Hal ini sesuai dengan pernyataan Mankiw (2006) yang menyatakan bahwa jika penawaran turun maka permintaan bertambah atau jika penawaran bertambah maka permintaan turun.

Meningkatnya penawaran obligasi pemerintah disebabkan oleh tingkat bunga. Jika suku bunga SBI turun atau rendah obligasi yang ditawarkan akan meningkat dikarenakan pada suku bunga ini, biaya peminjaman dengan menerbitkan obligasi menjadi lebih rendah, perusahaan-perusahaan akan bersedia meminjam lebih banyak melalui penerbitan obligasi dan jumlah obligasi yang ditawarkan menjadi lebih tinggi. Namun jika suku bunga SBI naik permintaan terhadap obligasi pemerintah akan meningkat.

b) Pengaruh Suku Bunga Bank Indonesia (SBI), Harga Surat Utang Negara dan Penawaran Obligasi Pemerintah terhadap Permintaan Obligasi Pemerintah di Indonesia.

Suku bunga SBI berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi pemerintah dan arahnya positif. Apabila suku bunga SBI meningkat maka permintaan obligasi pemerintah juga akan meningkat. Begitu juga sebaliknya apabila suku bunga SBI turun maka permintaan obligasi pemerintah akan turun. Hal ini sesuai dengan pendapat Mishkin (2009) yang menyatakan bahwa faktor yang

merubah keseimbangan sepanjang kurva permintaan obligasi adalah tingkat suku bunga dan harga obligasi. Jika suku bunga SBI meningkat harga obligasi yang ditawarkan menjadi rendah. Pada harga yang rendah jumlah permintaan obligasi akan lebih tinggi. Di samping itu tingkat bunga yang tinggi juga akan menyebabkan *return* yang diisyaratkan investor dari suatu investasi akan meningkat, hal ini akan meningkatkan permintaan terhadap obligasi.

Teori mengatakan bahwa faktor yang merubah keseimbangan sepanjang kurva permintaan obligasi adalah tingkat suku bunga dan harga obligasi. Dari hasil analisis pengaruh harga obligasi terhadap permintaan obligasi pemerintah dalam penelitian ini koefisien arahnya negatif, yang berarti bahwa apabila harga obligasi meningkat maka permintaan obligasi pemerintah akan menurun, dan sebaliknya apabila harga obligasi turun maka permintaan obligasi pemerintah akan meningkat. Hal ini sesuai dengan pendapat Mishkin (2009) yang menyatakan bahwa kurva permintaan obligasi mempunyai kemiringan yang negatif, yang menunjukkan bahwa pada harga obligasi yang lebih rendah (lainnya dianggap tetap), jumlah permintaan obligasi lebih tinggi.

Namun dalam penelitian ini ditemukan bahwasannya harga obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi di Indonesia. Dikarenakan obligasi pemerintah tidak mempunyai resiko gagal bayar (*default risk*) karena pembayarannya dijamin oleh pemerintah. Selain itu, pada harga obligasi pemerintah yang tetap tinggi masih terjadi banyak penawaran, meski tidak terjadi *deal* transaksi. Investor asing yang sebelumnya memboyong obligasi bertenor panjang, enggan melepas barangnya. Investor yang sebelumnya masuk ke Surat Utang Negara (SUN) tenor panjang, menahan barang, karena keuntungan (*capital gain*) ditenor panjang masih bagus dengan *yield* yang masih terbilang tinggi. Oleh karenanya permintaan obligasi tetap meningkat walaupun harga obligasi tetap tinggi.

IHSG berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi dan arahnya negatif. Apabila IHSG meningkat maka permintaan terhadap obligasi akan menurun, dan sebaliknya apabila IHSG turun maka permintaan terhadap obligasi akan naik. Hal ini sesuai dengan pernyataan Silalahi (2000) yang menyatakan bahwa jika IHSG

mengalami penurunan maka permintaan bertambah atau jika IHSG meningkat maka permintaan obligasi pemerintah turun. Meningkatnya IHSG disebabkan oleh harga saham-saham mengalami peningkatan karena turunnya suku bunga. Tingginya IHSG mengakibatkan penurunan permintaan terhadap obligasi karena investor lebih memilih menanamkan modalnya melalui saham yang relatif lebih menguntungkan.

Penawaran obligasi pemerintah berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi dan arahnya negatif. Apabila penawaran obligasi pemerintah meningkat maka permintaan terhadap obligasi akan menurun, dan sebaliknya apabila penawaran obligasi pemerintah turun maka permintaan terhadap obligasi akan naik. Hal ini sesuai dengan pernyataan Mankiw (2006) yang menyatakan bahwa jika penawaran turun maka permintaan bertambah atau jika penawaran bertambah maka permintaan turun. Meningkatnya permintaan obligasi pemerintah disebabkan oleh tingginya suku bunga SBI, jika suku bunga SBI tinggi obligasi yang ditawarkan menjadi rendah.

D. Penutup

Model pada persamaan pertama dalam penelitian ini hipotesisnya diterima. Defisit anggaran, pinjaman luar negeri pemerintah, suku bunga SBI, dan permintaan obligasi pemerintah berpengaruh signifikan terhadap penerbitan obligasi pemerintah. Sementara itu, secara parsial terdapat pengaruh yang signifikan dan positif yaitu defisit anggaran terhadap penawaran obligasi pemerintah di Indonesia. Sedangkan pinjaman luar negeri pemerintah, suku bunga SBI, dan permintaan obligasi pemerintah mempunyai pengaruh signifikan dan arahnya negatif terhadap penawaran obligasi pemerintah di Indonesia.

Model persamaan kedua dalam penelitian ini hipotesis tidak semuanya diterima. Secara serempak suku bunga SBI, harga obligasi dan penawaran obligasi pemerintah berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi pemerintah. Sementara itu, secara parsial suku bunga SBI berpengaruh signifikan dan positif terhadap permintaan obligasi pemerintah di Indonesia. Sedangkan harga obligasi tidak berpengaruh signifikan terhadap permintaan obligasi pemerintah namun arahnya negatif. Sementara Indeks Harga Saham Gabungan dan penawaran obligasi pemerintah berpengaruh signifikan dan negatif terhadap permintaan obligasi pemerintah.

Referensi

- Ahmadi Sarip, 2011. *Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penerbitan Obligasi Pemerintah di Indonesia*. USU. (www.google.com) di akses 3 Januari 2012.
- Bank Indonesia. Berbagai Edisi. *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*. Jakarta: Bank Indonesia
- Dumairy. 1997. *Perekonomian Indonesia*. Jakarta: Erlangga.
- Departemen Keuangan. 2009. *Nota Keuangan dan Rencana Anggaran Pendapatan Belanja Negara*. (http://www.djapt.depkeu.go.id/APBN/NK_RAPBN/2009).
- Frensidy Budi, 2006, *Matematika Keuangan*, penerbit Salemba Empat
- Gujarati, Damodar. 2003. *Ekonometrika Dasar*. Terjemahan Drs. Ak. Sumarno Zain, MBA. Jakarta : Erlangga.
- Laporan Keuangan Pemerintah Pusat (LKPP). Berbagai Edisi. *Realisasi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN)*. Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Mankiw, N Gregory. 2003. *Pengantar Ekonomi*. Edisi Kedua Jilid 2. Alih bahasa: Haris Munandar. Jakarta: Erlangga.
- Mishkin, Frederic S. 2007. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Alternate Edition. Pearson Education, USA.
- Sanuri. 2005. *Beberapa Aspek Pokok Pinjaman Luar Negeri*. Jakarta: ULN, BI.
- Siahaan, Welfania. 2006. *Analisis pengaruh inflasi dan suku bunga SBI terhadap penerbitan obligasi pemerintah dalam rangka rekapitalisasi perbankan*. USU Repository©2005. (www.google.com) di akses 7 Maret 2012.
- Sunariyah, 2006, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Kelima, UPP STIM YKPN, Yogyakarta.
- Suramaya Suci Kewal. 2011 *Pengaruh Inflasi, Suku Bunga, Kurs, dan Pertumbuhan PDB Terhadap Indeks Harga Saham Gabungan*. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Musi Palembang, Indonesia
- Tandelilin, E. 2001. *Analisis Investasi dan Management Portofolio*. Yogyakarta: BPFE.