

**INFLUENCE OF OBLIGATION LEVEL CHANGES, INTEREST RATE, SBI,
GROWING PDB, EXCHANGE RATE RUPIAH-USD, AND INFLATION TOWARDS
CHANGE OF CORPORATION OBLIGATION PRICE THAT LISTING ON PT
BEI FOR PERIOD 2002-2007**

Oleh:

Niki Hadian

E-mail: niki.hadian@widyatama.ac.id

Universitas Widyatama

ABSTRACT

Capital market plays an important role in an economy. It aimed at establishing a facility for industries and entities to meet their demand for capital and to offer their excess of fund. It is expected that capital market could become a public instrument to support economic development.

Bond rating could provide investors with information about the quality and the risk of a bond. The higher the rating the safer the bond is. Changes in bond rating therefore are expected to affect bond price. Beside that macroeconomic indicators such as economic growth, inflation, and foreign exchange could also affect bond price.

This study aimed at finding the effect of bond rating changes and indicator of macro economy such as interest rate, economic growth, exchange rate, and inflation rate on the bond price change in Indonesia Stock Exchange market. Multiple Regression analysis is applied to the data of bonds rated by PT. PEFINDO and listed at PT. BEI (BES, in previously) in 2002 to 2007.

The results shows that (1) rating change influence the bond price positively and significantly. Therefore, it can be use as a determinant of bond price change in the future, (2) the macroeconomic factors such as interest rate, exchange rate, and inflation rate affect the bond price significantly with negative signs, (3) Economic growth influence bond price negatively. It is shows that, increase in GDP does not effect bond price because Indonesian investors prefer to use their income for consumption rather than saving or investing. The reverse sign of GDP growth might also be resulted from the oil price increase in the observation period. It also shows that bond as an investment instrument is still not well-known to common people.

Keywords : macroeconomic indicators, economic growth, inflation, foreign exchange, bond price, risk, bond rating.

LATAR BELAKANG PENELITIAN

Investasi yaitu menyimpan uang atau dana dengan adanya suatu resiko yang terkandung didalamnya. Tujuan investasi yaitu untuk meningkatkan kesejahteraan baik di masa kini maupun di masa yang akan datang. Media investasi dapat berupa suatu bentuk usaha (menjalankan usaha) atau dapat digunakan atau disimpan dalam bentuk saham atau obligasi (dengan harapan suatu margin profit tertentu) dengan cara membeli suatu saham atau obligasi tertentu di pasar modal melalui prosedur yang telah ditentukan.

Pasar modal memiliki peranan penting dalam suatu negara. Tujuan pasar modal yaitu menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal. Di Indonesia keberadaan pasar modal harus terus dikembangkan bagi dunia usaha agar dunia pasar modal dapat menarik minat para investor. Dengan adanya pasar modal yang menarik para investor diharapkan pasar modal dapat menjadi media investasi bagi masyarakat dan dapat menjadi media untuk menghimpun modal dari masyarakat bagi pembangunan.

Menurut **Sunariyah (2000)**, banyak investor baru yang sama sekali tidak mengenal dunia pasar modal, tetapi mencoba peruntungan di pasar modal dengan melakukan perdagangan (jual-beli) surat berharga. Akan tetapi, investor baru tersebut ternyata cepat menghilang dari aktivitas pasar modal, karena mereka menderita kerugian. Diantara investor baru tersebut, ternyata hanya sedikit yang bertahan dan tetap melakukan transaksi surat berharga. Para investor yang dapat bertahan yaitu investor yang pada umumnya mempunyai pengetahuan mengenai kegiatan investasi di pasar modal yang baik.

Kegiatan penilaian investasi para investor yang sudah terjun di pasar modal umumnya menilai kondisi perusahaan, baik kinerja perusahaan maupun kebijakan-kebijakan yang dilakukan oleh perusahaan. Para investor lebih memilih untuk berinvestasi pada perusahaan yang memiliki kinerja baik dan kebijakan perusahaan yang sesuai dengan kepentingannya. Investor yang lebih jeli juga akan memperhatikan kondisi ekonomi makro pula, sehingga aspek yang diperhitungkan menjadi lebih luas.

Disamping saham, obligasi termasuk instrumen yang diperdagangkan pada hampir semua bursa efek di dunia sebagai komoditas yang paling besar proporsinya selain saham. Karena peranan obligasi (selain saham) yang begitu penting, maka informasi yang tersedia diharapkan tidak hanya berguna bagi para investor pada saham saja, akan tetapi tersedia juga informasi bagi para investor obligasi. Berdasarkan kondisi ini maka kita dapat melihat besarnya peranan obligasi baik sebagai salah satu pendapatan negara dari sisi pajak, maupun sebagai sarana penghimpun modal bagi emiten.

John Moody adalah orang pertama yang memperkenalkan ranking obligasi (*bond rating*) pada tahun 1909. Di Amerika Serikat terdapat tiga lembaga pemeringkat obligasi yaitu Moody's, Standard and Poor's, dan Fitch Investor Service. Agar para investor di Indonesia dapat memperoleh informasi yang tepat, maka pemerintah melalui Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) membentuk PT Pemeringkat Efek Indonesia (PT Pefindo) yang memberikan peringkat untuk obligasi yang beredar di Indonesia. PT Pefindo didirikan pada 21 Desember 1993 oleh Bapepam dengan definisi: Penasihat investasi berbentuk PT yang telah mendapat izin dari ketua Bapepam yang secara teratur memberikan peringkat.

Agar kepentingan investor dapat terlindungi dan menciptakan transparansi dalam menentukan kualitas dan resiko obligasi, maka Departemen Keuangan dan Bank Indonesia mewajibkan perusahaan penerbit obligasi untuk mendaftarkan obligasinya kepada PT Pefindo untuk ditentukan peringkat obligasinya sesuai dengan kualitas dan resiko obligasi

yang bersangkutan. Untuk tujuan melindungi investor pula, maka Pemerintah melalui Undang-Undang No.8 Tahun 1995 mengatur penyelenggaraan Pasar Modal di Indonesia. Dengan adanya pemeringkatan obligasi maka terdapat keuntungan bagi investor berupa tersedianya informasi-informasi yang berguna sebagai petunjuk bagi kegiatan investasinya. Di lain pihak, emiten mendapat keuntungan dengan adanya pemeringkatan obligasi disebabkan peringkat obligasi berguna sebagai sarana pemasaran yang efektif untuk meyakinkan investor.

Peringkat Obligasi adakah klasifikasi berbagai obligasi yang disusun berdasarkan kualitas perusahaan penerbit dan kadar resiko pelunasannya, dimana peringkat obligasi ini dapat membantu investor dalam menentukan kualitas dan risiko suatu obligasi. Semakin tinggi peringkatnya, semakin aman pula obligasi tersebut. Sebaliknya, semakin rendah peringkatnya, semakin tinggi risikonya. Menurut konsensus para pelaku pasar, obligasi yang masuk dalam kategori layak investasi harus memiliki rating minimal BBB. Dan bila suatu obligasi berada pada rating dibawah BBB, maka obligasi tersebut biasa disebut *Junk Bond* atau obligasi beresiko tinggi. Dalam menyusun peringkat, banyak faktor yang diperhitungkan, termasuk faktor historis dan kinerja perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut. Menurut **Silalahi (2008)** peringkat obligasi dan aktivitas perdagangan juga merupakan salah satu variabel penentu harga obligasi. Harga tidak hanya ditentukan oleh kondisi internal saja akan tetapi sudah tentu ditentukan oleh kondisi eksternal (faktor makro) juga (**Moutos dan Vines : 1992**).

Dalam penelitian ini faktor-faktor yang diteliti hanya dibatasi pada faktor perubahan peringkat obligasi, tingkat suku bunga SBI, pertumbuhan PDB, kurs Rupiah-USD, dan Inflasi. Penelitian dilakukan untuk mengetahui pengaruh masing-masing faktor tersebut terhadap perubahan harga obligasi korporasi yang listing di PT Bursa Efek Indonesia. Selain itu juga ingin diketahui seberapa besar pengaruh faktor-faktor tersebut terhadap perubahan harga obligasi korporasi yang listing di PT Bursa Efek Indonesia.

Berdasarkan latar belakang penelitian yang telah diuraikan, masalah yang akan dibahas dalam penelitian ini adalah, bagaimanakah perubahan peringkat obligasi, tingkat suku bunga SBI, pertumbuhan PDB, kurs Rupiah-USD, dan Inflasi terhadap perubahan harga obligasi korporasi yang listing di PT Bursa Efek Indonesia dan seberapa besar pengaruh dari perubahan peringkat, tingkat suku bunga SBI, pertumbuhan PDB, kurs Rupiah-USD, dan Inflasi terhadap perubahan harga obligasi korporasi yang listing di PT Bursa Efek Indonesia

LANDASAN TEORI

Kegiatan investasi yaitu aktivitas ekonomi yang mengesampingkan konsumsi pada saat ini dengan tujuan meningkatkan output dimasa mendatang. Sedangkan menurut **Jones (2007)** investasi yaitu kegiatan yang pada dasarnya bertujuan untuk meningkatkan kesejahteraan, sedangkan yang dimaksud kesejahteraan disini yaitu kesejahteraan moneter. Dengan adanya kegiatan investasi diharapkan kesejahteraan dari sisi moneter pada saat ini dan mendatang dapat meningkat. Dana untuk investasi dapat berasal dari dana sendiri, uang pinjaman, tabungan atau konsumsi yang dibatasi atau dikurangi. Kegiatan investasi di pasar modal dapat dilakukan dalam bentuk saham dan obligasi

Obligasi yaitu surat promes (surat tanda berhutang) berjangka panjang yang diterbitkan oleh suatu perusahaan sebagai debitor, yang biasanya menjanjikan pembayaran kembali pada saat jatuh tempo sejumlah nilai nominal disertai dengan pembayaran bunga secara periodik. Fungsi obligasi yaitu untuk mendapatkan dana dengan biaya bunga rendah dibandingkan dengan bunga dari bank dan dalam jumlah yang besar. Menurut **Cornell** dan

Bushong (1992) para investor menggunakan obligasi untuk mendiversifikasikan portfolionya dengan mempertimbangkan resiko obligasi dan karakteristik *return*-nya sebelum berinvestasi. *Default risk* dapat dikurangi dengan mendiversifikasikan portfolio dan membeli obligasi yang memiliki peringkat obligasi yang tinggi. Dana dari obligasi dapat dipakai untuk ekspansi atau sebagai jaminan deviden terhadap para pemegang saham. Jadi dengan adanya obligasi, maka perusahaan dapat meminjam dana untuk pembiayaan jangka panjang dan bagi perusahaan tertentu pula dapat digunakan untuk menurunkan tingkat resiko investasinya. Obligasi juga memungkinkan pendanaan dalam jumlah besar, karena aktivitas pendanaan tidak hanya dilakukan oleh satu sumber pemberi pinjaman saja, tetapi memungkinkan penghimpunan dana dari banyak investor.

Karena fungsinya sebagai salah satu alat penghimpun dana dan dapat ditawarkan di pasar modal, maka diperlukan informasi-informasi yang sangat berguna bagi para investor. Menurut **Weygandt, Kieso, dan Kimmel (2002)** informasi dalam ruang lingkup keuangan haruslah dapat memberikan gambaran mengenai kondisi, performa, dan prospek dari perusahaan sehingga dapat digunakan untuk keputusan menganalisa dan membantu pengambilan keputusan. Hasil analisis dari pengolahan data laporan keuangan (kondisi mikro) perusahaan ini juga yang nantinya akan digunakan sebagai salah satu sarana untuk menetapkan peringkat obligasi. Informasi peringkat obligasi dapat diperoleh dari lembaga pemeringkat efek yang didirikan oleh instansi yang berwenang di negara yang bersangkutan.

Menurut **Williams, Haka, dan Bettner (2005)** laporan keuangan bertujuan menyediakan informasi yang berguna bagi penentuan investasi dan keputusan-keputusan kredit, dimana informasi tersebut berguna juga bagi penetapan jumlah, waktu, dan ketidakpastian arus kas dimasa mendatang. Fungsi laporan keuangan bagi pihak eksternal haruslah dapat menggambarkan sumber daya yang tersedia, klaim terhadap sumber daya tersebut beserta perubahan-perubahan yang terjadi. Jadi laporan keuangan yang baik dapat menggambarkan kondisi perusahaan dengan jelas dan mendetil. Oleh karena itu performa dan kinerja perusahaan dapat dilihat dari laporan keuangan. Dari laporan keuangan dapat diketahui keadaan finansial dan hasil-hasil yang telah dicapai oleh perusahaan selama periode waktu tertentu. Penetapan peringkat obligasi yang dilakukan oleh lembaga pemeringkat obligasi juga menggunakan laporan keuangan dan ratio-ratio keuangan yang terdapat didalamnya sebagai salah satu sarana untuk menganalisa kondisi perusahaan-perusahaan penerbit obligasi. Bila perusahaan memiliki laporan keuangan yang baik (akibat performa dan kinerja yang baik) maka obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan tersebut akan memiliki peringkat yang baik pula. Oleh karena itu performa dan kinerja perusahaan dapat pula tercermin melalui peringkat obligasi karena faktor-faktor yang digunakan sebagai bahan pertimbangan didalam penilaian peringkat obligasi diantaranya berdasarkan kondisi internal perusahaan (kondisi mikro) dan kemampuan perusahaan didalam menghadapi masalah-masalah eksternal, sehingga perusahaan yang memiliki performa baik akan memiliki obligasi yang berperingkat baik pula. Bila suatu perusahaan memiliki peringkat yang baik, maka harga obligasinya akan baik / tinggi, karena memiliki *default risk* yang rendah. Oleh karena itu bila suatu obligasi mengalami kenaikan peringkat obligasi, maka diharapkan harga obligasi tersebut akan naik.

Penelitian yang dilakukan **Ho dan Rao (1992)** menunjukkan suatu model peringkat obligasi akan memberikan keuntungan bila sudah memasukkan variabel-variabel makro ekonomi. Oleh karena itu pada penelitian ini penulis memandang perlunya menambahkan variabel-variabel eksternal (ekonomi makro) dalam model perubahan harga obligasi.

Obligasi dapat menjadi pilihan yang lebih menguntungkan dibandingkan deposito bila seorang investor dapat mengamati pasar dengan jeli. Investor yang baik akan memperhitungkan berbagai aspek yang ada sehingga ia dapat memperoleh *profit margin* yang optimal berdasarkan kondisi-kondisi yang ada, baik dari sisi ekonomi mikro maupun dari sisi ekonomi makro seperti halnya suku bunga. Suku bunga juga menjadi hal yang mempengaruhi harga suatu obligasi, bahkan menurut **Longstaff** dan **Schwartz (1993)** pada jurnal penelitiannya volatilitas tingkat suku bunga juga mempengaruhi harga obligasi secara signifikan. Bila suku bunga rendah maka investor akan tertarik berinvestasi pada obligasi, sedangkan bila suku bunga tinggi maka investor akan memilih untuk menyimpan uangnya di deposito / tabungan. Oleh karena itu bila suku bunga turun maka harga obligasi akan naik karena *demand* terhadap obligasi meningkat, sedangkan bila suku bunga naik maka harga obligasi akan turun karena *demand* terhadap obligasi menurun.

Pada sebuah survey yang dilakukan oleh BEI (dahulu BEJ) diteliti mengenai profil investornya, ternyata didapatkan hasil berupa rata-rata 70% transaksi dilakukan oleh pihak asing. Dari kondisi ini maka kita dapat melihat bahwa pasar modal Indonesia ternyata merupakan pasar modal yang menjanjikan bagi investor asing.

Pada kegiatan berinvestasi yang dilakukan oleh pihak asing dibutuhkan konversi mata uang asing ke mata uang lokal (dalam hal ini USD dikonversi ke Rp) untuk bertransaksi. Begitu pula saat jatuh tempo, ia harus mengkonversi mata uang lokal ke mata uang asing (dalam hal ini Rp dikonversi ke USD) bila ia hendak menarik kembali dananya. Sehingga apabila nilai tukar mata uang asing (pada penelitian ini digunakan mata uang USD) terus menerus naik (nilai mata uang Rupiah turun) maka investor asing akan merasa dirugikan karena *return* yang ia peroleh akan berkurang. Dan apabila hal ini terjadi maka investor asing akan menghindari berinvestasi karena ia akan merasa *profit margin* yang ia peroleh tidak optimal. Bila hal ini terjadi maka *demand* terhadap obligasi akan berkurang atau menurun sehingga harga obligasi akan turun. Sebaliknya, bila nilai tukar mata uang asing stabil dan kondisi investasi kondusif, maka hal ini akan menarik minat investor asing. Dimana hal tersebut dapat menaikkan *demand* terhadap obligasi, dan peningkatan *demand* terhadap obligasi dapat meningkatkan harga obligasi.

PDB diartikan sebagai nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam suatu wilayah tertentu (domestik) dalam jangka waktu tertentu (biasanya pertahun). Bila PDB meningkat maka dapat dikatakan kemakmuran suatu negara meningkat, karena dengan adanya peningkatan PDB maka pendapatan akan meningkat pula. Akan tetapi peningkatan pendapatan belum tentu akan memicu terjadinya peningkatan investasi. Karena peningkatan pendapatan selain dapat disalurkan menjadi tabungan (*saving*) maupun investasi (*investing*) dapat juga memicu kegiatan konsumsi (*consumption*). Hal ini tergantung dari profil masyarakat secara keseluruhan di wilayah tersebut. Bila profil masyarakat secara keseluruhan cenderung untuk berinvestasi (dan memilih instrumen obligasi), maka hal ini dapat meningkatkan *demand* terhadap obligasi sehingga harga obligasi akan meningkat.

Inflasi yaitu peningkatan secara umum dari harga-harga barang dan jasa, yang merupakan kebutuhan dasar masyarakat, atau pengurangan daya beli dari mata uang negara tersebut. Bila terjadi inflasi maka daya beli investor terhadap aset keuangan akan berkurang akibat melemahnya daya beli investor, sehingga *demand* terhadap aset keuangan dapat berkurang dan hal ini akan menyebabkan harga obligasi akan menjadi turun.

METODE PENELITIAN

Objek Penelitian

Sampel / Objek Penelitian yang akan digunakan adalah data obligasi korporasi yang telah diperingkat P.T. PEFINDO dan telah listing di P.T. BEI (dahulu BES) pada periode 2002 hingga 2007. Opini tentang kemampuan obligor dalam memenuhi kewajibannya di masa mendatang (peringkat obligasi) dimanifestasikan oleh simbol-simbol yang melekat pada masing-masing peringkat obligasi. Simbol-simbol tersebut kemudian dirubah menjadi skala Kardinal (Capeci : 1991 ; Gabbi dan Sioni : 2002 ; Butler dan Rodgers : 2003 ; Jorion et al. : 2004).

Distribusi sampel peringkat obligasi dapat dilihat pada tabel berikut ini :

1. Tabel Distribusi Sampel Penelitian berdasarkan Kualitas Peringkat

Kualitas Peringkat Obligasi	2003	2004	2005	2006	2007	TOTAL
Kualitas Tinggi (<i>idAAA</i> - <i>idAA</i>)	2	6	0	0	6	14
Kualitas Menengah (<i>idA</i> - <i>idBBB</i>)	15	21	28	27	27	118
Junk Bond (<i>idBB</i> - <i>idD</i>)	0	2	2	0	1	5
TOTAL	17	29	30	27	34	137

Sumber : PT. PEFINDO

Pada periode 2003-2007 proporsi kualitas obligasi dapat dilihat pada gambar diatas. Dimana obligasi berkualitas tinggi (*idAAA-idAA*) memiliki proporsi sebesar 10%, obligasi berkualitas menengah (*idA-idBBB*) memiliki proporsi sebesar 86%, sedangkan Junk Bond (*idBB-idD*) memiliki proporsi sebesar 4%.

Kualitas obligasi yang beredar di Pasar Modal Indonesia (BEI) pada periode ini memiliki kualitas yang baik, hal ini dapat dilihat dengan besarnya jumlah proporsi obligasi berkualitas tinggi dan menengah (total sebesar 97 %). Sedangkan Junk Bond memiliki proporsi yang sangat rendah, yaitu sebesar 3% meskipun masih terdapat obligasi yang memiliki kategori *idD* (*Default*).

Perubahan peringkat obligasi menjadi kode numerik dapat dilihat pada tabel berikut ini :

2. Suku Bunga SBI

Suku bunga yang digunakan pada penelitian ini yaitu suku bunga SBI 1 bulanan yang telah dirata-ratakan selama 1 tahun dengan periode 2003 hingga 2007. Suku Bunga SBI pada periode 2003-2007 menunjukkan terjadinya penurunan pada tahun 2004 menjadi 7,48% yang semula pada tahun 2003 sebesar 10,09%. Akan tetapi pada tahun-tahun

berikutnya mengalami kenaikan menjadi 9,30% pada 2005 dan 11,90% pada 2006 meskipun pada 2007 kembali mengalami penurunan menjadi 8,66%. Secara keseluruhan pada periode ini (2003-2007) Suku Bunga SBI dapat dikatakan memiliki kecenderungan meningkat, hal ini dapat dilihat pada garis trend yang dapat dilihat pada gambar diatas.

3. Pertumbuhan Produk Domestik Bruto

Pertumbuhan Produk Domestik Bruto yang digunakan pada penelitian ini didapat dari nilai pertumbuhan Produk Domestik Bruto pertahun, terhitung pertumbuhan pada 2003 hingga 2007. Pada periode 2003-2007 Produk Domestik Bruto menunjukkan terjadinya peningkatan setiap tahun. Hal ini dapat dilihat pada gambar, dimana pertumbuhan Produk Domestik Bruto dari tahun ke tahun selalu mengalami pertumbuhan yang positif. Yaitu sebesar 4,78% pada 2003, sebesar 5,03% pada 2004, sebesar 5,69% pada 2005, sebesar 5,51% pada 2006, dan sebesar 6,32% pada 2007.

4. Kurs Rupiah-USD

Perubahan nilai tukar mata uang Rupiah terhadap USD yang digunakan pada penelitian ini yaitu perubahan dari rata-rata nilai tukar tahunan terhitung pada 2003 hingga 2007. Perkembangan perubahan nilai tukar Rp terhadap USD pada periode 2003-2007 menunjukkan perubahan yang sangat fluktuatif. Hal ini dapat dilihat dengan terjadinya penurunan pada 2003 sebesar 745 poin, kemudian mengalami kenaikan sebesar 362 poin pada 2004 dan 776 poin pada 2005. Pada 2006 terjadi kembali penurunan nilai tukar sebesar 544 poin dan sebesar 31 poin 2007. Secara keseluruhan pada periode 2003-2007 perubahan nilai kurs mengalami kecenderungan untuk meningkat atau dapat dikatakan nilai mata uang Rupiah cenderung menguat, hal ini dapat dilihat pada garis trend yang terdapat pada gambar diatas.

5. Inflasi

Inflasi yang digunakan pada penelitian ini yaitu inflasi tahunan terhitung tahun 2003 hingga 2007. Inflasi yang terjadi 2003 sebesar 6,79% dan mengalami penurunan pada 2004 menjadi sebesar 6,06%. Pada 2005 terjadi peningkatan inflasi menjadi sebesar 10,40% meningkat kembali pada 2006 menjadi 13,33% akan tetapi pada 2007 terjadi penurunan kembali sehingga inflasi yang terjadi menjadi sebesar 6,40%. Berdasarkan perubahan-perubahan yang terjadi disini, maka dapat dikatakan inflasi pada periode 2003-2007 memiliki kecenderungan untuk meningkat. Hal ini dapat dilihat dari garis trend yang menunjukkan kecenderungan untuk naik.

6. Perubahan Harga Obligasi

Perubahan Harga Obligasi yang digunakan yaitu perubahan harga obligasi-obligasi korporasi yang listing di P.T. BEI terhitung 2003 hingga 2007. Perubahan harga obligasi-obligasi tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini :

Tabel Perubahan Harga Obligasi (dalam Rp)

TAHUN	ΔP	JUMLAH
2003	3,175 - 6,015	12
	6,016 - 8,855	3
	8,856 - 11,695	0
	11,696 - 14,535	1
	14,536 - 17,375	1
2004	(-3,275) - (-0,650)	7
	(-0,651) - 1,975	14
	1,976 - 4,600	6
	4,601 - 7,225	0
	7,226 - 9,850	2
2005	(-46,700) - (-36,348)	1
	(-36,349) - (-25,996)	0
	(-25,997) - (-15,644)	1
	(-15,645) - (-5,292)	2
	(-5,292) - 5,060	26
2006	(-18,280) - (-11,808)	1
	(-11,809) - (-5,336)	6
	(-5,337) - 1,136	18
	1,137 - 7,608	1
	7,609 - 14,080	1
2007	(-11,600) - (-7,910)	2
	(-7,911) - (-4,220)	3
	(-4,221) - (-0,530)	4
	(-0,531) - 3,160	18
	3,161 - 6,850	7
TOTAL		137

Sumber : BEI

Berdasarkan data di atas dapat kita ketahui pada 2003 terjadi rata-rata perubahan harga obligasi sebesar 6,34 poin, sedangkan pada 2004 hingga 2006 terjadi penurunan hingga menjadi sebesar 0,84 poin, -2,11, dan -3,07 poin. Dan pada 2007 terjadi kenaikan rata-rata perubahan harga sebesar 0,22 poin. Pada periode 2003-2007 dapat diketahui trend perubahan rata-rata harga obligasi mengalami penurunan, hal ini dapat dilihat pada gambar diatas.

Teknik Analisa Yang Digunakan.

Pada penelitian ini penulis menggunakan Analisis Regresi Berganda (*Multiple Regretion*) yaitu analisis regresi dengan dua atau lebih variabel.

Model regresi berganda dapat dituliskan sebagai berikut :

$$\Delta PBond_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta Peringkat_{it} + \beta_2 SBI_{it} + \beta_3 PDB_{it} + \beta_4 Kurs_{it} + \beta_5 Inflasi_{it} + \epsilon_{it}$$

- Dimana :
- $\Delta PBond$ = Perubahan harga obligasi
 - $\Delta Peringkat$ = Perubahan peringkat obligasi
 - SBI** = Tingkat suku bunga SBI
 - PDB** = Pertumbuhan PDB
 - Kurs** = Nilai tukar Rupiah terhadap USD
 - Inflasi** = Angka inflasi
 - β_0 = Konstanta

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ = Koefisien Regresi
 ε_{it} = Error Term

Variabel Penelitian

Pada penelitian ini variabel yang digunakan terdiri dari variabel bebas (*independent*) dan variabel terikat (*dependent*) yaitu :

- Variabel Bebas (*independent*) : Adalah variabel yang akan diamati untuk mengetahui pengaruhnya terhadap variabel terikat (*dependent*). Variabel Bebas pada penelitian ini terdiri dari perubahan peringkat obligasi, pertumbuhan PDB pertahun, perubahan kurs Rp-USD, dan tingkat inflasi.
- Variabel Terikat (*dependent*) : Adalah variabel yang terpengaruh oleh variabel bebas (*independent*). Variabel Terikat pada penelitian ini yaitu perubahan harga obligasi.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Setelah didapatkan data-data perubahan peringkat obligasi dan faktor-faktor ekonomi makro yaitu : Suku Bunga SBI, pertumbuhan PDB, kurs Rp-USD, dan Inflasi, maka untuk mengetahui bagaimana hubungan variabel-variabel tersebut terhadap perubahan harga obligasi, dilakukan Regresi Berganda (*Multiple Regression*).

Sebelum melakukan analisa hasil model Regresi Berganda, maka dilakukan pengujian untuk memastikan regresi yang dilakukan telah memenuhi asumsi persamaan *multiple regression* yaitu pengujian Multikolinearitas dan Autokorelasi.

Pengujian Asumsi *Multiple Regression*.

Hasil regresi awal (Model *Multiple Regression* I):

$$\Delta \text{ Price} = - 3.3 + 0.962 \Delta \text{ Rating} + 389 \text{ SB SBI} - 262 \text{ PDB} + 0.00369 \Delta \text{ Kurs} - 225 \text{ Inflasi}$$

Tabel Hasil Perhitungan Model *Multiple Regression* I

Variable	Coef	T	P _{VALUE}	VIF
Constant	-3.31	-0.29	0.768	
Δ Rating	0.9620	2.76	0.007	1.0
SB SBI	389.4	2.06	0.041	32.8
PDB	-262.25	-2.69	0.008	1.1
Δ Kurs	0.003694	1.29	0.201	9.8
Inflasi	-224.79	-2.87	0.005	20.6
R ²	23.7%			
R ² (adj)	20.8%			
F Regression	8.15			
P _{VALUE} Regression	0.000			
N	137			
D-W statistic	2.10173			

Tabel Hasil Perhitungan Korelasi Δ Rating, SB SBI, PDB, Δ Kurs, Inflasi

	Δ Rating	SB SBI	PDB	Δ Kurs
SB SBI	-0.057 0.506			
PDB	0.043 0.615	-0.023 0.786		
Δ Kurs	-0.053 0.538	-0.616 0.000	0.187 0.028	
Inflasi	-0.127 0.139	0.845 0.000	0.033 0.702	-0.140 0.103

Ket : Angka dalam sel yang pertama adalah Koef. Korelasi Pearson, yang kedua adalah nilai P_{VALUE}

Hasil regresi lanjutan (Model Multiple Regression II) :

- Model II.A :

$$\Delta \text{ Price} = 23.4 + 1.06 \Delta \text{ Rating} - 139 \text{ SB SBI} - 197 \text{ PDB} - 0.00379 \Delta \text{ Kurs}$$

Tabel Hasil Perhitungan Model Multiple Regression II.A.

Variable	Coef	T	P _{VALUE}	VIF
Constant	23.410	3.66	0.000	
Δ Rating	1.0566	2.97	0.004	1.0
SB SBI	-139.01	-3.18	0.002	1.7
PDB	-196.73	-2.02	0.046	1.1
Δ Kurs	-0.003792	-3.07	0.003	1.7
R²	18.9%			
R² (adj)	16.5%			
F Regression	7.71			
P_{VALUE} Regression	0.000			
N	137			
D-W statistic	1.98557			

Pada model II.A dapat dilihat VIF-nya bernilai dibawah 10 sehingga dapat dikatakan tidak memiliki masalah multikolinearitas.

- Model II.B :

$$\Delta \text{ Price} = 16.9 + 1.01 \Delta \text{ Rating} - 211 \text{ PDB} - 0.00189 \Delta \text{ Kurs} - 67.5 \text{ Inflasi}$$

Tabel Hasil Perhitungan Model Multiple Regression II.B.

Variable	Coef	T	P _{VALUE}	VIF
Constant	16.949	3.11	0.002	
Δ Rating	1.0087	2.87	0.005	1.0
PDB	-210.88	-2.21	0.029	1.0
Δ Kurs	-0.0018945	-1.97	0.051	1.1
Inflasi	-67.52	-3.78	0.000	1.0
R²	21.3%			
R² (adj)	18.9%			
F Regression	8.91			
P_{VALUE} Regression	0.000			

N	137
D-W statistic	2.03951

Pada model II.B dapat dilihat VIF-nya bernilai dibawah 10 sehingga dapat dikatakan tidak memiliki masalah multikolinearitas.

Setelah dipastikan regresi lanjutan (*Model Multiple Regression II*), kedua model (II.A dan II.B) tidak memiliki masalah multikolinearitas, maka dilakukan Uji Autokorelasi.

Analisa Hasil Regresi

1. Analisa Model II.A.

Uji Signifikansi Model Regresi

Hipotesis pada uji ini, $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$

H_a : Tidak semua $\beta = 0$

Berdasarkan model regresi didapatkan $F=7,71$; karena $P_{value} = 0,000$; F signifikan pada $\alpha=0.05$. Maka hipotesis H_0 ditolak, jadi terdapat sedikitnya satu prediktor yang signifikan pada analisis ini.

Pada model II.A., R^2 yang didapat sebesar 18.9%

Uji Signifikansi Koefisien Regresi

Hipotesis pada uji ini, $H_0 : \beta_k = 0$

$H_a : \beta_k \neq 0$

dimana $k = 4$

Dari perhitungan regresi didapatkan Δ Rating, SB SBI, PDB, dan Δ Kurs masing-masing berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi pada tingkat $\alpha = 0,05$

Analisa Variabel

- Koefisien Δ Rating obligasi sebesar 1,0566 menunjukkan hubungan yang positif dengan perubahan harga obligasi, bila kenaikan perubahan rating obligasi semakin besar, maka akan menyebabkan semakin besar pula kenaikan harga obligasi. Jika variabel SB SBI, pertumbuhan PDB, dan Δ Kurs konstan, maka peningkatan 1 unit Δ Rating akan meningkatkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 1,0566.
- Koefisien SB SBI sebesar -139,01 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan Suku Bunga SBI akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, pertumbuhan PDB, dan Δ Kurs konstan, maka peningkatan 1% Suku Bunga SBI akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 139,01.
- Koefisien pertumbuhan PDB sebesar -196,73 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan pertumbuhan PDB akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, SB SBI, dan Δ Kurs konstan, maka peningkatan 1% pertumbuhan PDB akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 196,73. Hasil analisa ini berbeda dengan asumsi yang terdapat pada kerangka pemikiran, dimana seharusnya kenaikan pertumbuhan PDB akan meningkatkan harga obligasi. Hal ini dapat disebabkan adanya pengaruh faktor makro lain yang kuat seperti kenaikan harga minyak dunia yang pesat pada periode penelitian ini.
- Koefisien Δ Kurs sebesar -0,003792 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan Δ Kurs akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, SB SBI, dan pertumbuhan PDB konstan, maka peningkatan Rp100,- Δ Kurs akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 0,3792.

2. Analisa Model II.B.

Uji Signifikansi Model Regresi

Hipotesis pada uji ini, $H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$

$H_a : \text{Tidak semua } \beta = 0$

Berdasarkan model regresi didapatkan $F=8,91$; karena $P_{\text{value}} = 0,000$; F signifikan pada $\alpha=0.05$. Maka hipotesis H_0 ditolak, jadi terdapat sedikitnya satu prediktor yang signifikan pada analisis ini.

Pada model II.B., R^2 yang didapat sebesar 21,3 %

Uji Signifikansi Koefisien Regresi

Hipotesis pada uji ini, $H_0 : \beta_k = 0$

$H_a : \beta_k \neq 0$

dimana $k = 4$

Dari perhitungan regresi didapatkan Δ Rating, pertumbuhan PDB, dan Inflasi secara parsial berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi pada $\alpha = 0,05$ sedangkan Δ Kurs berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi pada $\alpha = 0,10$.

Analisa Variabel

- Koefisien Δ Rating obligasi sebesar 1,0087 menunjukkan hubungan yang positif dengan perubahan harga obligasi, bila kenaikan perubahan rating obligasi semakin besar, maka akan menyebabkan semakin besar pula kenaikan harga obligasi. Jika variabel pertumbuhan PDB, Δ Kurs, dan Inflasi konstan, maka peningkatan 1 unit Δ Rating akan meningkatkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 1,0087.

- Koefisien pertumbuhan PDB sebesar -210,88 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan pertumbuhan PDB akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, Δ Kurs, dan Inflasi konstan, maka peningkatan 1% pertumbuhan PDB akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 210,88.

Hasil analisa ini berbeda dengan asumsi yang terdapat pada kerangka pemikiran, dimana seharusnya kenaikan pertumbuhan PDB akan meningkatkan harga obligasi. Hal ini dapat disebabkan adanya pengaruh faktor makro lain yang kuat seperti kenaikan harga minyak dunia yang pesat pada periode penelitian ini.

- Koefisien Δ Kurs sebesar -0,0018945 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan perubahan kurs akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, pertumbuhan PDB, dan Inflasi konstan, maka peningkatan Rp100,- Δ Kurs akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp 0,18945.

- Koefisien Inflasi sebesar -67,52 menunjukkan hubungan yang negatif dengan perubahan harga obligasi, semakin besar kenaikan Inflasi akan menurunkan perubahan harga obligasi. Jika variabel Δ Rating, pertumbuhan PDB, dan Δ Kurs konstan, maka peningkatan 1% Inflasi akan menurunkan perubahan harga 1 unit obligasi sebesar Rp67,52.

KESIMPULAN

Berdasarkan hasil pembahasan dan analisa penelitian, dapat ditarik beberapa kesimpulan sebagai berikut :

Pertama, perubahan rating berpengaruh positif terhadap perubahan harga obligasi secara signifikan. Oleh karena itu perubahan rating dapat digunakan sebagai variabel penentu pada perubahan harga obligasi di masa-masa berikutnya.

Kedua, faktor-faktor makro seperti SB SBI, perubahan kurs, dan Inflasi berpengaruh terhadap perubahan obligasi secara signifikan dengan korelasi yang bersifat negatif. Perubahan-perubahan kondisi ekonomi makro ini berpengaruh terhadap perubahan harga obligasi dan dapat digunakan sebagai acuan didalam pengambilan keputusan yang berkaitan dengan kegiatan investasi pada instrumen obligasi.

Ketiga, faktor ekonomi pertumbuhan PDB berpengaruh secara signifikan terhadap perubahan harga obligasi dengan korelasi yang bersifat negatif. Sesuai kerangka pemikiran, hal ini dapat menunjukkan bahwa meskipun dengan adanya kenaikan pertumbuhan PDB (yang dapat menunjukkan kenaikan pendapatan), kegiatan *saving* dan *investing* juga dipengaruhi oleh profil masyarakat dimana kenaikan pendapatan dapat meningkatkan demand terhadap media *saving* dan *investing* akan tetapi dapat pula justru memicu tindakan *consuming*. Kenaikan PDB ini dapat pula terjadi karena periode penelitian terjadi pada masa harga minyak dunia mengalami kenaikan. Di sisi lain hal ini juga dapat menunjukkan bahwa obligasi sebagai sarana investasi masih kurang dikenal oleh pihak-pihak yang berpotensi untuk berinvestasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Albanesi, Stefania; Rindi, Barbara; 2000, *The Quality Of The Italian Treasury Bond Market, Asymmetric Information, And Transaction Costs*; Working Paper, Northwestern University.
- Alesandrini, Fabio, 1999, *Credit risk, interest rate risk, and the business cycle*, Journal of Fixed Income 9, 42-53.
- Black, Ken, 2004, *Business Statistic For Contemporary Decision Making*, 4th ed, John Wiley & Sons Inc., New Jersey
- Bodie, Zvi; Kane, Alex; Markus, Alan J.; 2002, *Investments*, McGraww-Hill, Ney York.
- Boss, Michael; Martin Scheicher, 2001, *The determinants of credit spread changes in the Euro area*, BIS Paper No.12.
- Brigham, Eugene F.; Michael C. Ehrhardt, 2002, *Financial Management*, 10th ed, South Western.
- Butler, Alexander W., Kimberly J. Rodgers, 2003, *Relationship Rating : How do bond rating agencies process information ?*, Working Paper, Rice University.
- Capeci, John, 1991, *Credit risk, credit rating, and municipal bond yield : A panel study*, National Tax Journal 44, 41-56.
- Chakravarty, Sugato; Sarkar, Asani, 1999, *Liquidity in U.S. Fixed Income Market*, U.S.
- Cornell, David W.; Bushong, Gregory., 1992, *The Use of Bonds in Financial Planning*, Journal of Accountancy, [May](#), Vol.173, Iss.5; pg. 46 New York.
- Elton, Edwin J.; Martin J. Gruber; 1995, *Modern Portfolio Theory And Investment Analysis*, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.

- Fabozzi, Frank J.; Franco Modigliani, Frank J. Jones, Michael G. Ferri, 2002, *Foundations Of Financial Markets And Institutions*, 3rd ed, Pearson Education Inc., New Jersey.
- Fess, Philip E.; Carl S. Warren, James M. Reeve, 1993, *Accounting Principles*, 17th ed, South Western Publishing Co., Cincinnati, Ohio.
- Frine, Alex; Andrew Lepone, Brad Wong, 2007, *Determinants of credit spread changes : Evidence from the Australian bond market*, Working Paper, Sydney University, Australia.
- Gabbi, Giampaolo; Andrea Sioni, 2002, *Which factors affect corporate bond pricing ? : Empirical evidence from Eurobonds primary market spreads*, Newfin Research Center, Bocconi University.
- Grandes, Martin; Marcel Peter, 2004, *The determinants of corporate bond yield spreads in South Africa: Firm specific or driven by sovereign risk ?*, Working Paper, DELTA, ENS/EHESS, Paris.
- Ho, Christina, Rao, Ramesh P., 1992-1993, *Bond ratings and their determinants in a changing environment*, [Journal of Applied Business Research](#), Vol.9, Iss. 1; pg. 132
- Jones, Charles P., 2007, *Investments*, 10th ed, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Jorion, Philippe, Zhu Liu, and Charles Shi, 2004, *Information effects of regulations FD: Evidence from rating agencies*, Working Paper, California University, California.
- Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, 1995, *Intermediate Accounting*, 8th ed, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Longstaff, Francis A.; Eduardo S. Schwartz, 1993, *Interest Rate Volatility And Bond Prices*, *Financial Analyst Journal* 49, 70-74.
- Martin, John D.; Keown Arthur J.; 1998, *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*, 5th ed, Jilid 1 dan 2, Alih Bahasa : Haris Munandar, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Moutos, Thomas; Vines, David, 1992, *Output, Inflation, and Commodity Prices*, *Oxford Economic Papers*, July, 44; 3, pg. 355.
- Riyanto, Bambang; 1996, *Dasar-Dasar Pembelian Perusahaan*, 4th ed, BPFE, Yogyakarta.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, 2006, *Corporate Finance Fundamental*, 7th ed, McGraww-Hill, Ney York.
- Sekaran, Uma, 2006, *Metode Penelitian Untuk Bisnis*, 4th ed, Penerjemah : Kwan Men Yon, Penerbit Salemba Empat, Jakarta
- Setiadi, A.; 1996, *Obligasi Dalam Perspektif Hukum Indonesia*, PT Citra Aditya Bakti, Bandung.
- Sharpe, William F., Gordon J. Alexander, Jeffrey V. Bailey, 1995, *Investment*, Prentice Hall.

- Siegel, Joel G.; Shim, Jae K., 1993, *Mengatur Keuangan*, 1st ed., Alih Bahasa : Soesanto Budidarmo, PT Elex Media Komputindo, Jakarta.
- Silalahi, Donalson; 2008, *Hasil Konstruksi Model Struktural Harga Obligasi*, Disertasi, Program Doktor Ilmu ekonomi, Universitas Katolik Parahyangan, Bandung.
- Sunariyah, 2000, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, UPP AMP YKPN Yogyakarta.
- Weston, Fred; Thomas E. Copeland; 1995, *Manajemen Keuangan*, 9th ed, Jilid 1 dan 2, Alih Bahasa : A. Jaka Wasana dan Kibrandoko, Binarupa Aksara, Jakarta.
- Weygandt, Jerry J., Donald E. Kieso, Paul D. Kimmel, 2002, *Accounting Principles*, 6th ed, John Wiley & Sons Inc., New Jersey.
- Williams, Jan R., Susan F. Haka, Mark S. Bettner, 2005, *Financial And Managerial Accounting*, 13th ed, McGraww-Hill, Ney York.

