

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Perkembangan teknologi di berbagai bidang dan kemajuan budaya serta hubungan sosial manusia di dunia merupakan faktor pendorong peningkatan kebutuhan manusia, sehingga meningkatkan kegiatan bisnis dan peran pemerintah di masing-masing negara untuk memfasilitasinya. Peran pemerintah yang semakin meluas tersebut mengakibatkan semakin besarnya dana yang harus disediakan untuk membiayai pengeluaran berbagai kegiatan pembangunan yang dilakukan pemerintah. Sesuai dengan konstitusi Undang – Undang Dasar telah disebutkan peran pemerintah yaitu menjaga kelangsungan kedaulatan negara dan meningkatkan kemakmuran masyarakat. Kewajiban – kewajiban pemerintah antara lain pertahanan negara, keamanan negara, kesejahteraan sosial, menyediakan fasilitas kesehatan, menyediakan layanan pendidikan untuk mencerdaskan masyarakat.

Sebagai konsekuensi dari pelaksanaan kewajiban – kewajiban tersebut pemerintah memerlukan dana yang cukup besar, yang harus disediakan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Untuk membiayai semua kegiatan yang begitu kompleks tersebut, sementara penerimaan negara dari pajak tidak mencukupi

pemerintah mengalami defisit dalam hal membiayai pengeluaran negara. Sehingga mengharuskan pemerintah untuk melakukan utang.

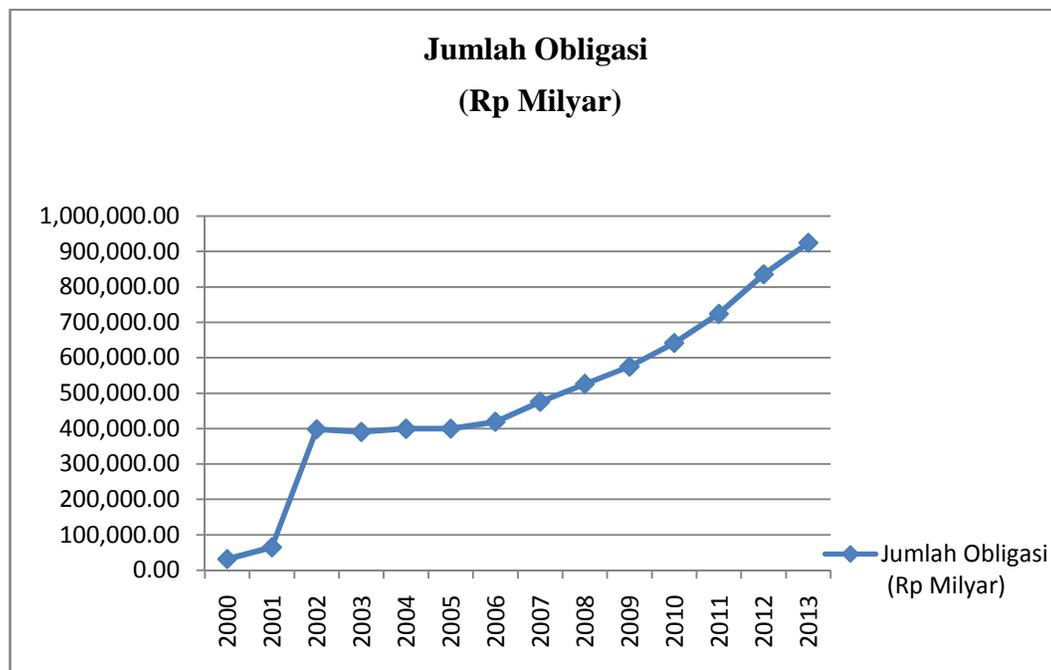
Struktur utang pemerintah Indonesia saat ini terdiri dari utang swasta dan utang pemerintah. Utang luar negeri pemerintah Indonesia merupakan pinjaman dari pihak – pihak asing, seperti : negara sahabat, lembaga internasional, dan pihak lain yang bukan penduduk Indonesia. Total utang pemerintah per April 2015 pada angka Rp 2.780,97 triliun. Jumlah tersebut, turun Rp 14,87 triliun dibanding posisi utang periode Maret 2015 yang sebesar Rp 2.795,84 triliun. Pada tahun 2012 utang melonjak dari Rp 1.808,95 triliun menjadi Rp 1.977,71 triliun. Kemudian kenaikan utang pemerintah terus meningkat di tahun 2013 dan 2014 yaitu masing – masing sebesar Rp 2.375,50 triliun dan Rp 2.604,93 triliun. Dari total utang pemerintah per April 2015 yang mencapai Rp 2.780,97 triliun, Rp 689,24 triliun berasal dari pinjaman sedangkan yang dari surat utang negara (SUN) atau surat berharga negara (SBN) Rp 2.091,72 triliun. Pinjaman luar negeri Rp 685,90 triliun dan pinjaman dalam negeri yang hanya Rp 3,34 triliun (DJPPR, 2015).

Dengan struktur utang tersebut, Indonesia termasuk peringkat kedua negara dengan utang terbesar di ASEAN. Di posisi teratas ada Singapura dengan utang sebesar USD 307,9 miliar. Posisi ketiga dan selanjutnya masing-masing ditempati oleh Malaysia USD 180,7 miliar, Thailand USD 176,7 miliar, Filipina USD 106,3 miliar, Vietnam USD 88,05 miliar, serta Myanmar USD 26,8 miliar (Worldbank, 2015)

Pengalaman Indonesia dengan meminjam utang luar negeri akibat pembengkakan defisit anggaran belanja negara dari tahun ke tahun terus mengalami kenaikan. Akibat utang luar negeri yang meningkat akan menyebabkan *Capital Outflow*. Selain itu kebijakan utang luar negeri juga sangat beresiko karena fluktuasi nilai tukar dan fluktuasi tingkat bunga sangat tinggi.

Alternatif yang lebih aman untuk pembiayaan defisit APBN pemerintah saat ini adalah dengan menerbitkan obligasi pemerintah / Surat Utang negara (SUN) sebagai salah satu instrumen pembiayaan dalam negeri pemerintah (Munawar, 2014). Sesuai dengan strategi pengelolaan utang, untuk mengurangi resiko terhadap fluktuasi nilai tukar dan fluktuasi tingkat bunga, maka penerbitan utang negara baru di prioritaskan dalam mata uang rupiah dengan perbandingan yang seimbang antara SUN berbunga tetap dan berbunga mengambang. Pembiayaan defisit APBN dengan SUN sangat strategis karena merupakan jenis pembiayaan yang berkesinambungan dengan adanya konsep pembiayaan kembali (*refinancing*). Selain itu perdagangan SUN berbunga tetap dapat membantu likuiditas pasar dengan pembentukan kurva acuan harga (*benchmark yield curve*) di pasar sekunder SUN (Achmad, 2013).

Pasar obligasi yang berkembang di Indonesia menunjukkan tren yang positif. Nilai emisi obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia setiap tahunnya terus mengalami kenaikan. Berikut disajikan perkembangan jumlah obligasi di Indonesia dari tahun 2000 hingga tahun 2013.



Sumber : Bank Indonesia

Gambar 1. Perkembangan Jumlah Obligasi di Indonesia dari Tahun 2000 hingga tahun 2013

Berdasarkan gambar terlihat bahwa jumlah obligasi di Indonesia rata-rata mengalami kenaikan setiap tahunnya yaitu dari tahun 2000 jumlah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah sebesar Rp.31.634,88 miliar. Kemudian di tahun berikutnya tahun 2001 obligasi yang diterbitkan pemerintah mengalami kenaikan yaitu sebesar Rp.64.654,28 miliar. Hal tersebut terus berlanjut di tahun 2002 dan mengalami penurunan di tahun 2003 dimana obligasi yang diterbitkan pemerintah sebesar Rp.390.482,24 miliar. Setelah mengalami penurunan di tahun 2003 obligasi yang diterbitkan pemerintah terus mengalami kenaikan yaitu pada tahun 2004 sebesar Rp.399.304,20 miliar hingga tahun 2013 jumlah obligasi yang diterbitkan pemerintah Indonesia mencapai Rp.924.028,90 miliar. Hal ini menunjukkan bahwa penerbitan obligasi pemerintah merupakan suatu kebijakan yang strategis untuk mengatasi pembiayaan defisit APBN

hal tersebut ditunjukkan dengan tren emisi obligasi pemerintah yang diterbitkan terus meningkat setiap tahunnya.

Penerbitan obligasi pemerintah sebagai kebijakan pembiayaan defisit APBN memang merupakan kebijakan utang yang dirasa paling aman. Tetapi kebijakan ini pun bukan tanpa resiko jika pemerintah tidak hati – hati dan cermat dalam melakukan kebijakan tersebut tentunya ada efek negatif yang ditimbulkan bagi perekonomian domestik.

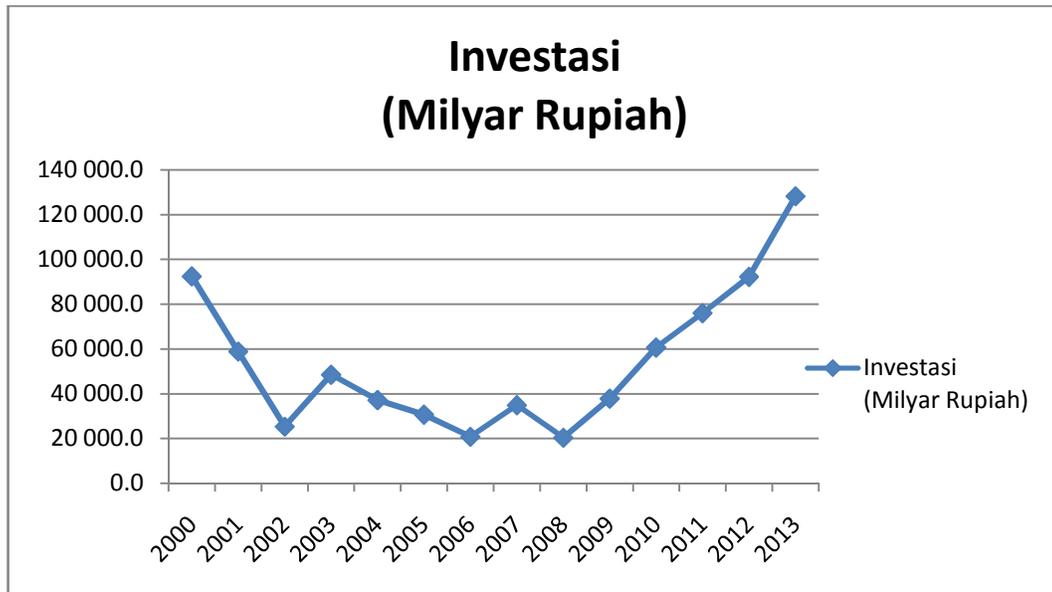
Menurut penelitian empiris yang dilakukan oleh Achmad (2013) penerbitan obligasi pemerintah memiliki pengaruh negatif terhadap investasi swasta. Itu artinya kenaikan terhadap permintaan obligasi pemerintah akan menyebabkan investasi swasta cenderung mengalami penurunan. Selain itu teori menurut pandangan Klasikal dan Keynesian, peningkatan defisit fiskal pemerintah akan meningkatkan permintaan agregat dan menstimulus output dalam jangka pendek, namun dapat menghambat investasi dan pertumbuhan stok kapital dalam jangka panjang yang pada akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi. Ketika pemerintah melakukan pembiayaan defisit anggaran melalui penerbitan obligasi maka obligasi tersebut akan berkompetisi dengan obligasi swasta dan instrumen keuangan lainnya dalam menarik dana yang tersedia di masyarakat (Achmad, 2013). Apabila sektor swasta memutuskan untuk berinvestasi di obligasi pemerintah dan hal ini tidak diimbangi dengan kenaikan penawaran uang maka kenaikan pasokan obligasi tersebut akan mendorong kenaikan suku bunga. Sebagai akibatnya penawaran dana bagi sektor swasta akan lebih terbatas dan terjadi *crowding out effect* terhadap investasi swasta dan *interest sensitive spending* lainnya.

Investasi sendiri diartikan sebagai pembentukan modal tetap domestik. Investasi merupakan salah satu komponen penting dari permintaan agregat yang merupakan faktor krusial bagi suatu proses pembangunan (*sustainable development*). Salah satu tingkat keberhasilannya yaitu dengan tingginya tingkat pendapatan nasional atau laju pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yang tinggi dan stabil (Tambunan, 2001).

Investasi merupakan komponen penting namun relatif sulit diperhitungkan karena bersifat *volatile* atau lebih tidak stabil dibandingkan konsumsi swasta (Samuelson, 2002). Investasi dikatakan bersifat *volatile* atau tidak stabil karena investasi tidak saja dipengaruhi oleh faktor-faktor ekonomi, tetapi juga faktor non ekonomi seperti faktor psikologis para investor, iklim politik serta keadaan sosial masyarakat yang beraneka ragam bentuknya. Oleh sebab itu, investasi dikatakan variabel yang mudah goncang dan tidak stabil. Selain itu, investasi juga meningkatkan modal, kapasitas produksi perekonomian. Salah satu alasan negara – negara dengan pertumbuhan tinggi adalah karena mereka mencurahkan bagian substansial output mereka ke dalam investasi (Dornbusch, 2008).

Pada hakekatnya investasi merupakan langkah awal kegiatan pembangunan ekonomi. Dinamika penanaman modal mempengaruhi tinggi rendahnya pertumbuhan ekonomi dan mencerminkan kondisi marak atau lesunya pembangunan. Dalam upaya menumbuhkan perekonomian, maka setiap negara berupaya menciptakan iklim yang dapat menggairahkan investasi.

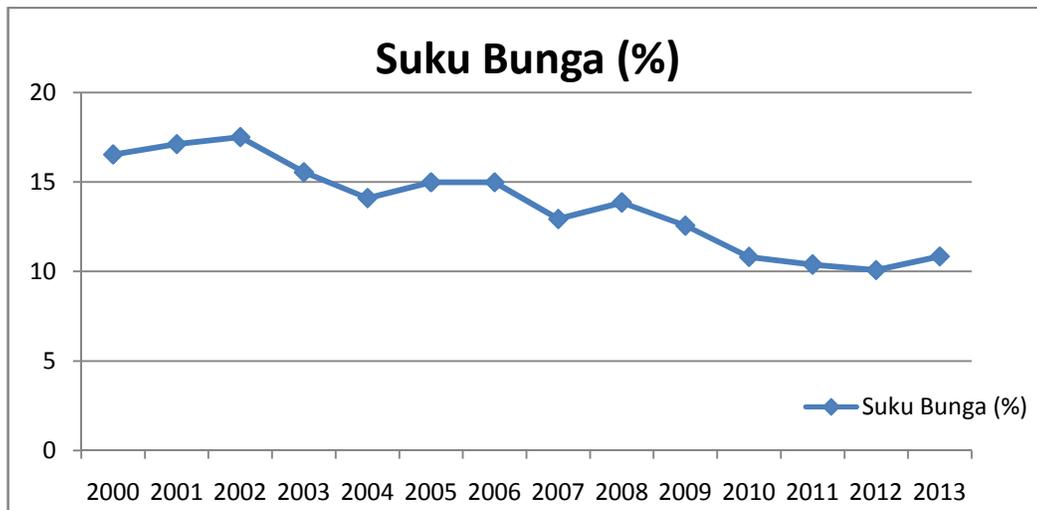
Perkembangan investasi di Indonesia sendiri cenderung fluktuatif setiap tahunnya. Hal tersebut terlihat dari gambar grafik perkembangan investasi di Indonesia dari tahun 2000 hingga tahun 2013.



Sumber : Bank Indonesia

Gambar 2. Perkembangan Investasi di Indonesia Tahun 2000 - 2013

Jika berbicara investasi tentunya tidak terlepas dari faktor suku bunga. Dimana kondisi investasi akan mengalami peningkatan jika tingkat suku bunga yang cenderung stabil atau bahkan cenderung mengalami penurunan (Setyowati, 2007). Biaya investasi (suku bunga) merupakan landasan atau ukuran bagi layak atau tidak layaknya suatu usaha/investasi. Suku bunga juga merupakan indikator penentuan tingkat pengembalian modal atas resiko yang ditanggung oleh pemilik modal di pasar keuangan dan pasar modal. Jadi makin rendah tingkat bunga maka pengusaha akan terdorong untuk mengadakan investasi karena biaya pemakaian dana yang lebih kecil (Sukirno, 2003).



Sumber : Bank Indonesia

Gambar 3. Perkembangan Suku Bunga di Indonesia Tahun 2000 –2013

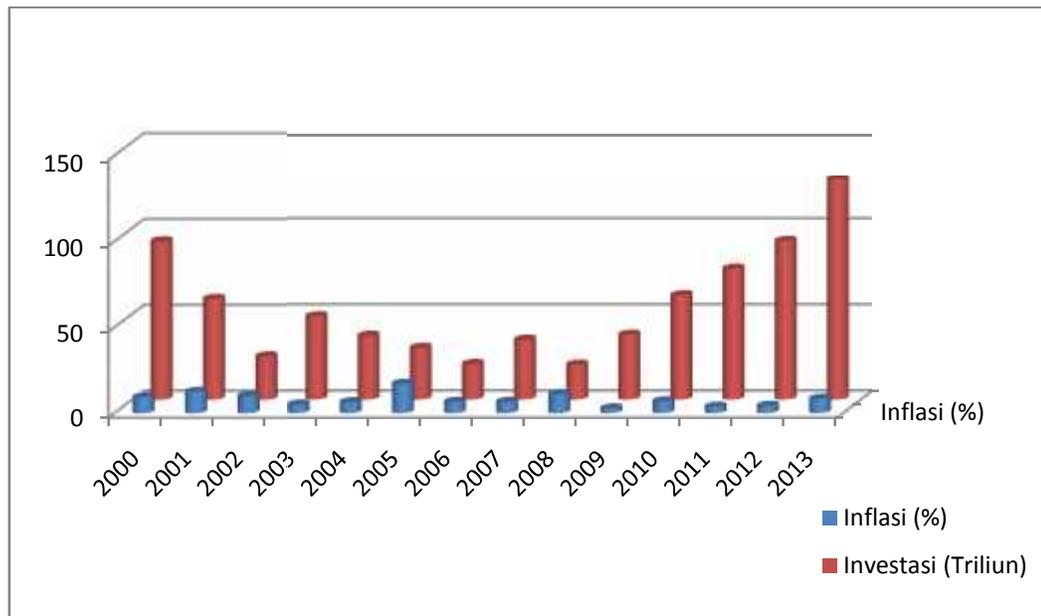
Berdasarkan kedua gambar diatas terlihat hubungan antara suku bunga dan investasi.

Perkembangan investasi cenderung fluktuatif dan terus meningkat serta suku bunga relatif stabil. Pada tahun 2000 suku bunga sebesar 16,53% diikuti dengan besarnya investasi sebesar Rp.92,4 triliun. Kemudian di tahun 2001 suku bunga mengalami kenaikan sebesar 17,11% hal itu berdampak pada investasi yang mengalami penurunan sebesar Rp.58,8 triliun. Hal tersebut sesuai dengan teori bahwa jika suku bunga cenderung stabil atau bahkan cenderung mengalami penurunan maka kondisi investasi akan mengalami kenaikan begitupun sebaliknya jika suku bunga mengalami kenaikan maka investasi akan mengalami penurunan. Pada tahun berikutnya tahun 2002 suku bunga mengalami penurunan yaitu sebesar 17,5% tetapi investasi cenderung mengalami penurunan yaitu sebesar Rp.25,3 triliun. Hal tersebut dipengaruhi faktor stabilisasi keamanan dimana pada tahun 2002 terjadi peristiwa BOM Bali yang secara tidak langsung berdampak pada iklim investasi yang mengakibatkan penurunan investasi di indonesia karena pertimbangan keamanan

suatu negara juga turut mempengaruhi pertimbangan investasi. Kemudian pada tahun 2003 suku bunga mengalami penurunan sebesar 15,54% sehingga menyebabkan kenaikan investasi sebesar Rp.48,4 triliun. Kemudian pada tahun 2004-2008 investasi cenderung fluktuatif yaitu masing-masing sebesar Rp.37,1 triliun, Rp.30,6 triliun, Rp.20,7 triliun, Rp.34,8 triliun dan pada tahun 2008 kembali mengalami penurunan sebesar Rp.20,7 triliun. Pada tahun 2008 penurunan dipicu oleh krisis yang terjadi di Amerika yang hal ini secara tidak langsung juga mempengaruhi iklim investasi di Indonesia. Kemudian pada tahun 2009 hingga tahun 2013 trend investasi terus mengalami kenaikan yaitu pada tahun 2009 sebesar Rp.37,7 triliun dengan suku bunga sebesar 12,56%. Kemudian di tahun 2010 investasi sebesar Rp.60,6 triliun dengan suku bunga sebesar 10,81%. Di tahun 2011 investasi kembali mengalami kenaikan sebesar Rp.76 triliun dengan suku bunga sebesar 10,39%. Begitupun di tahun berikutnya tahun 2012 investasi mengalami kenaikan sebesar Rp.92,1 triliun dengan suku bunga sebesar 10,08%. Dan terakhir tahun 2013 trend positif investasi di Indonesia terus berlanjut yaitu sebesar Rp.95,6 triliun dengan tingkat suku bunga sebesar 10,84%.

Menurut Fajar (2011) faktor lain yang mempengaruhi perkembangan investasi di Indonesia adalah faktor inflasi. Seorang investor akan cenderung melakukan investasi apabila tingkat inflasi di suatu negara adalah stabil. Hal ini dikarenakan dengan adanya kestabilan dalam tingkat inflasi, maka tingkat harga barang-barang secara umum tidak akan mengalami kenaikan dalam jumlah yang signifikan. Oleh karena itu, investor akan merasa lebih terjamin untuk berinvestasi pada saat tingkat inflasi di

suatu negara cenderung stabil atau rendah Dengan kata lain kenaikan inflasi akan menurunkan minat investor untuk melaksanakan investasi, sebaliknya jika inflasi turun maka investasi akan meningkat (Nopirin, 2000).



Sumber : Bank Indonesia

Gambar 4. Perkembangan Inflasi dan Investasi di Indonesia Tahun 2000 - 2013

Berdasarkan tabel terlihat bahwa tingkat inflasi di Indonesia fluktuatif begitupun dengan perkembangan investasi di Indonesia cenderung fluktuatif . Pada tahun 2000 inflasi sebesar 9,35% kemudian diikuti dengan besarnya investasi sebesar Rp. 92,4 triliun. Kemudian di tahun 2001 inflasi mengalami kenaikan sebesar 12,55% sehingga investasi mengalami penurunan sebesar Rp.58,8 triliun. Di tahun 2002 inflasi turun 10,03% tetapi investasi juga ikut turun sebesar Rp. 25,3 triliun hal tersebut dipengaruhi oleh faktor stabilisasi keamanan dimana pada tahun 2002 terjadi peristiwa BOM Bali. Di tahun 2003 dan 2004 tingkat inflasi masing – masing sebesar 5,06% dan 6,40% dikuti besarnya investasi sebesar Rp.48,4 triliun dan Rp.31,7

triliun. Kemudian di tahun 2005 meningkat signifikan sebesar 17,11% sehingga menurunkan investasi sebesar Rp. 30,6 triliun. Pada tahun 2006 dan 2007 turun sebesar 6,60% dan 6,59% diikuti besarnya investasi sebesar Rp 20,7 triliun dan Rp. 34,8 triliun. Di tahun 2008 tingkat inflasi kembali naik sebesar 11,06% sehingga menurunkan investasi sebesar Rp. 20,3 triliun. Kemudian inflasi cenderung fluktuatif ditahun berikutnya yaitu masing – masing 2,78% tahun 2009, 6,96% tahun 2010, 3,79% tahun 2011 diikuti besarnya investasi sebesar Rp. 37,7 triliun di tahun 2009, Rp. 60,6 triliun di tahun 2010 dan di tahun 2011 sebesar Rp. 76 triliun. Pada tahun 2012 dan 2013 inflasi masing – masing sebesar 4,30% dan 8,38% dan investasi sebesar Rp. 92,1 triliun serta Rp. 95,6 triliun di tahun 2013. Inflasi yang fluktuatif dan tidak stabil tentunya akan mempengaruhi iklim investasi yang ada di Indonesia. Tingginya inflasi akan menyebabkan daya beli pada masyarakat menurun yang kemudian menyebabkan berkurangnya pengembalian atau keuntungan investasi, sehingga menurunkan minat investor untuk berinvestasi. Investor akan lebih terjamin untuk berinvestasi pada saat tingkat inflasi di suatu negara cenderung stabil atau rendah.

Berdasarkan latar belakang diatas peneliti tertarik untuk meneliti seberapa besar pengaruh kebijakan penerbitan obligasi yang dilakukan oleh pemerintah, dan beberapa variabel lain seperti inflasi dan suku bunga kredit terhadap investasi. Dengan judul penelitian ini “Analisis Pengaruh Kebijakan Penerbitan Obligasi Pemerintah Terhadap Investasi Di Indonesia”

B. Rumusan Masalah

Rumusan masalah dalam penelitian adalah sebagai berikut :

1. Apakah penerbitan obligasi pemerintah, inflasi dan suku bunga kredit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi di Indonesia dalam jangka pendek dan jangka panjang selama periode tahun 2006:Q1 – 2014:Q4?
2. Apakah penerbitan obligasi pemerintah akan menggeser sejumlah investasi di Indonesia?

C. Tujuan

Tujuan dari penelitian ini adalah :

1. Untuk menganalisis pengaruh penerbitan obligasi pemerintah, inflasi dan suku bunga kredit terhadap investasi di Indonesia dalam jangka pendek dan jangka panjang selama periode tahun 2006:Q1 – 2014:Q4
2. Untuk mengetahui pengaruh dari kebijakan penerbitan obligasi pemerintah tersebut apakah akan menggeser sejumlah investasi di Indonesia

D. Manfaat Penelitian

Manfaat dari penelitian ini adalah :

1. Manfaat ilmiah, untuk memahami dan mendalami masalah-masalah di bidang ilmu ekonomi khususnya yang berkaitan dengan investasi, obligasi pemerintah, inflasi dan suku bunga kredit.
2. Manfaat praktis, diharapkan penelitian ini dapat bermanfaat sebagai referensi bagi peneliti-peneliti selanjutnya yang tertarik untuk melakukan penelitian yang berhubungan dengan masalah serupa.
3. Manfaat kebijakan, diharapkan penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan pemerintah dalam pengambilan kebijakan, khususnya yang berkaitan dengan investasi, penerbitan obligasi pemerintah, inflasi dan suku bunga kredit.

E. Kerangka Pemikiran

Kebijakan penerbitan obligasi pemerintah merupakan salah satu kebijakan yang dilakukan oleh pemerintah dalam rangka untuk mengatasi defisit fiskal. Kebijakan ini sering dilakukan oleh pemerintah karena kebijakan ini dianggap lebih aman untuk pembiayaan defisit APBN pemerintah saat ini (Munawar, 2014). Kebijakan ini aman karena resiko terhadap fluktuasi nilai tukar dan fluktuasi tingkat bunga dapat dikurangi dan ditekan dibandingkan jika pemerintah melakukan utang luar negeri yang tentunya dengan fluktuasi nilai tukar dan suku bunga yang tinggi. Tetapi ada

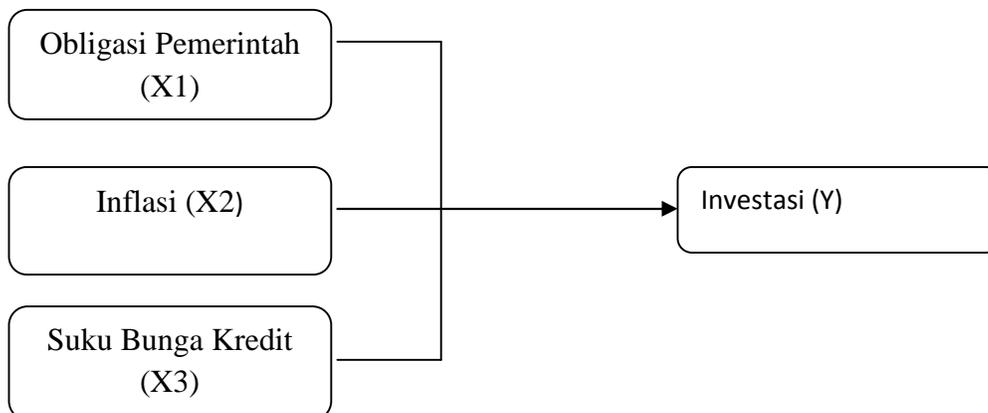
efek yang ditimbulkan dari kebijakan penerbitan obligasi pemerintah yaitu cenderung dapat menurunkan investasi di Indonesia. Hasil penelitian empiris yang dilakukan oleh Achmad (2013) menunjukkan bahwa penerbitan obligasi pemerintah mempunyai pengaruh negatif terhadap investasi swasta. Itu artinya kenaikan terhadap permintaan obligasi pemerintah akan menyebabkan investasi swasta cenderung mengalami penurunan. Secara teoritis menurut teori Keynesian, peningkatan defisit fiskal pemerintah akan meningkatkan permintaan agregat dan menstimulus output dalam jangka pendek, namun dapat menghambat investasi dan pertumbuhan stok kapital dalam jangka panjang yang pada akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi. Ketika pemerintah melakukan pembiayaan defisit fiskal melalui penerbitan obligasi maka obligasi tersebut akan berkompetisi dengan obligasi swasta dan instrumen keuangan lainnya dalam menarik dana yang tersedia di masyarakat. Apabila sektor swasta memutuskan untuk berinvestasi di obligasi Pemerintah dan hal ini tidak diimbangi dengan kenaikan penawaran uang maka kenaikan pasokan obligasi tersebut akan mendorong kenaikan suku bunga. Sebagai akibatnya penawaran dana bagi sektor swasta akan lebih terbatas dan terjadi *crowding out effect* terhadap investasi dan *interest sensitive spending* lainnya.

Selain itu faktor lain yang juga mempengaruhi naik turunnya investasi di Indonesia adalah inflasi. Inflasi yang tinggi mengakibatkan penawaran uang atau *money supply* meningkat, kemudian diikuti dengan tingginya suku bunga, dengan suku bunga yang cenderung tinggi maka investasi akan turun. Tingginya inflasi juga menyebabkan daya beli pada masyarakat menurun yang kemudian menyebabkan berkurangnya

pengembalian atau keuntungan investasi, sehingga menurunkan minat investor untuk berinvestasi.

Jika kita berbicara tentang investasi tentunya tidak terlepas dari faktor suku bunga dimana suku bunga merupakan salah satu faktor penting yang mempengaruhi investasi. Fluktuasi tingkat suku bunga menjadi pertimbangan bagi investor. Apabila tingkat suku bunga lebih rendah dari yang diharapkan, maka seseorang akan memilih menginvestasikan uangnya daripada menyimpan uangnya di Bank ataupun meminjamkan uangnya kepada orang lain. Jika dana investasi diperoleh dari meminjam Bank atau pihak lain dengan tingkat bunga lebih rendah dari keuntungan yang akan diperoleh tersebut dapat digunakan untuk menutup tingkat bunga pinjaman (Setyowati, 2007).

Oleh karenanya untuk menganalisis dan mengetahui gambaran seberapa besar pengaruh kebijakan penerbitan obligasi pemerintah dan faktor-faktor yang dapat mempengaruhi investasi perlu diberikan kerangka pembahasan yang sistematis sehingga akan memperjelas kerangka konseptual penelitian ini:



Gambar 5. Skema Kerangka Pemikiran

F. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan teori dan penelitian terdahulu maka hipotesis yang dapat dirumuskan dalam penelitian ini adalah

1. Diduga obligasi pemerintah, inflasi dan suku bunga kredit berpengaruh negatif dan signifikan terhadap investasi di Indonesia dalam jangka pendek dan jangka panjang.
2. Diduga terjadi pergeseran sejumlah investasi di Indonesia ke obligasi pemerintah.

G. Sistematika Penulisan

Penulisan hasil penelitian dibagi menjadi lima bab yang akan diuraikan sesuai dengan kaidah penulisan dan disusun dengan sistematika tulisan sebagai berikut:

BAB I : Pendahuluan

Merupakan bab yang berisikan latar belakang masalah, rumusan masalah, tujuan, dan kerangka pemikiran, hipotesis penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II : Tinjauan pustaka

Bab ini berisi tentang teori-teori yang melandasi dan mendukung penelitian ini yang diperoleh dari literatur dan sumber lainnya.

BAB III : Metodologi penelitian

Bab ini menjelaskan mengenai bagaimana penelitian ini dilakukan yang terdiri dari jenis dan sumber data, definisi operasional variabel yang diteliti, metode analisis, prosedur analisis data dan uji hipotesis.

BAB IV : Hasil dan pembahasan

Merupakan bab yang berisi analisis dan pembahasan hasil penelitian pengaruh kebijakan penerbitan obligasi pemerintah terhadap investasi di Indonesia.

BAB V : Penutup

Bab ini berisi simpulan dan saran dari hasil pembahasan di bab IV.