

II. TINJAUAN PUSTAKA

1. Obligasi dan Pasar Modal

1.1 Pengertian obligasi

Obligasi merupakan surat hutang jangka menengah atau panjang yang diterbitkan oleh penerbit (perusahaan atau pemerintah) dengan member imbalan berupa bunga pada periode tertentu dan melunasi pokok hutang pada waktu yang telah ditentukan kepada pihak pembeli obligasi tersebut (Rahardjo, 2003).

1.2 Jenis Obligasi

Menurut *Indonesia Stock Exchange* atau Bursa Efek Indonesia, obligasi memiliki beberapa jenis yang berbeda antara lain:

Dilihat dari sisi penerbit obligasi dibedakan menjadi:

- a. *Corporate Bonds* : Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan baik yang berbentuk BUMN maupun badan usaha swasta.
- b. *Government Bonds*: obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Pusat.
- c. *Municipal Bonds* : obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Daerah untuk membiayai proyek infrastruktur dan utilitas di daerah tersebut.

Dilihat dari segi nilai nominal obligasi dibedakan menjadi:

- a. *Retail Bonds*: obligasi yang diperdagangkan di lantai bursa dengan nilai nominal yang lebih kecil.
- b. *Conventional Bonds*: Obligasi yang diperjualbelikan dalam satu nominal, Rp50.000.000.

Dilihat dari perhitungan imbal hasil:

- a. *Conventional Bonds*: obligasi yang diperhitungkan dengan menggunakan sistem kupon bunga.
- a. *Sharia Bonds*: obligasi yang nilai kuponnya ditentukan berdasarkan prinsip bagi hasil.

1.3 Karakteristik Obligasi:

Obligasi memiliki beberapa jenis karakteristik menurut Bursa Efek Indonesia antara lain:

1. Nilai Nominal (*Face Value*) adalah nilai pokok dari suatu obligasi yang akan diterima oleh pemegang obligasi pada saat obligasi tersebut jatuh tempo.
2. Kupon (*the Interest Rate*) adalah nilai bunga yang diterima pemegang obligasi secara berkala (kelaziman pembayaran kupon obligasi adalah setiap 3 atau 6 bulanan). Kupon obligasi dinyatakan dalam annual prosentase.
3. Jatuh Tempo (*Maturity*) adalah tanggal dimana pemegang obligasi akan mendapatkan pembayaran kembali pokok atau Nilai Nominal obligasi yang dimilikinya. Periode jatuh tempo obligasi bervariasi mulai dari 365 hari sampai dengan diatas 5 tahun. Obligasi yang akan jatuh tempo dalam waktu 1

tahun akan lebih mudah untuk di prediksi, sehingga memiliki risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi yang memiliki periode jatuh tempo dalam waktu 5 tahun. Secara umum, semakin panjang jatuh tempo suatu obligasi, semakin tinggi Kupon / bunga nya.

4. Penerbit / Emiten (*Issuer*) Mengetahui dan mengenal penerbit obligasi merupakan faktor sangat penting dalam melakukan investasi Obligasi Ritel. Mengukur resiko / kemungkinan dari penerbit obligasi tidak dapat melakukan pembayaran kupon dan atau pokok obligasi tepat waktu (disebut *default risk*) dapat dilihat dari peringkat (rating) obligasi yang dikeluarkan oleh lembaga pemeringkat seperti PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) atau Kasnic Indonesia (Bursa Efek Indonesia).

1.4 Harga Obligasi

Harga obligasi dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal, berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang.

Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:

1. Par (nilai Pari) : Harga Obligasi sama dengan nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$.
2. at premium (dengan Premi) : Harga Obligasi lebih besar dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal RP 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$.
3. at discount (dengan Discount) : Harga Obligasi lebih kecil dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%,

maka nilai dari obligasi adalah $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$ (Bursa Efek Indonesia).

1.5 Faktor-faktor yang mempengaruhi harga obligasi

Harga obligasi yang ada dapat berubah karena ada beberapa faktor yang mempengaruhinya, antara lain:

1. Adanya perbedaan karakteristik dari obligasi itu sendiri mempengaruhi harga obligasi seperti, obligasi yang menamakan bunga tetap, *floating rate*, obligasi *zero coupon bond*, obligasi konversi dan *income bond*.
2. Tingkat suku bunga
3. Jangka waktu tempo obligasi
4. Risiko untuk tidak menerima bunga maupun pokok pinjaman
5. Besarnya *coupon rate* dari obligasi
6. Faktor pembayaran pajak dari hasil/pendapatan obligasi (pajak obligasi yang dibayar pemodal).

1.6 Macam-macam Risiko Obligasi

Selain keuntungan, risiko merupakan hal yang diperhatikan dalam berinvestasi.

Beberapa risiko yang ada jika berinvestasi pada obligasi antara lain:

1. *Interest Rate Risk*, yaitu risiko yang berkaitan dengan tingkat suku bunga. Jika suku bunga meningkat maka harga obligasi akan turun begitu pula sebaliknya apabila tingkat suku bunga turun maka harga obligasi akan meningkat naik.

2. *Reinvestment Rate*, yaitu resiko yang berkaitan dengan perubahan strategi dari tingkat penanaman kembali investasi dimana hal tersebut sangat dipengaruhi suku bunga pasar.
3. *Call Risk*, resiko yang berkaitan dengan penarikan atau seluruh obligasi yang telah diterbitkan sebelum obligasi tersebut jatuh tempo.
4. *Credit Risk*, resiko apabila penerbit gagal memenuhi kewajiban keuangan meliputi pembayaran bunga dan pembayaran kembali jumlah uang yang dipinjam (pokok utang atau utang nominal). *Credit risk* biasa disebut juga *Default risk*. *Default risk* atau resiko gagal bayar dapat dilihat dari *credit rating* atau default rating yang dikeluarkan oleh perusahaan pemeringkat, seperti: Pemeringkat Efek Indonesia (PEFINDO), Standard and Poor's, Moody's, atau Fitch. Peringkat tertinggi adalah AAA dan terendah adalah D. Obligasi dengan peringkat AAA sampai dengan BBB adalah yang dikategorikan sebagai aman dari resiko gagal bayar.
5. *Inflation Risk atau purchasing power risk*, yaitu resiko yang dapat meningkat karena variasi dalam nilai arus kas sekuritas yang dipengaruhi oleh inflasi. Resiko ini diukur dengan kekuatan pembelian.
6. *Exchange Rate Risk*, yaitu resiko yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar.
7. *Liquidity Risk*, ukuran utama dari likuiditas adalah selisih antara harga jual dan harga beli yang ditetapkan oleh penjual. Semakin besar selisih antara harga jual dengan harga beli maka resiko likuiditasnya juga akan semakin besar.
8. *Volatility Risk*, salah satu faktor yang mempengaruhi adalah ekspektasi tingkat bunga yang berubah-ubah. Secara spesifik, nilai opsi meningkat apabila

ekpektasi perubahan tingkat bunga juga meningkat. Risiko yang mempengaruhi perubahan dalam volatilitas akan mempengaruhi harga suatu obligasi. (Fabozzi, 2004:6).

2. Pasar Modal

Secara umum pasar modal adalah suatu sistem keuangan yang terorganisasi termasuk di dalamnya adalah bank-bank komersial dan semua lembaga perantara di bidang keuangan serta keseluruhan surat-surat berharga yang beredar. Dalam arti sempit, pasar modal adalah suatu pasar (tempat berupa gedung) yang disiapkan guna memperdagangkan saham-saham, obligasi-obligasi, dan jenis surat berharga lainnya dengan memakai jasa para perantara pedagang efek.

Pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk meningkatkan kebutuhan dana jangka panjang dengan menjual sahamnya atau mengeluarkan obligasi, dimana saham merupakan bukti kepemilikan sebagian dari perusahaan (Jogiyanto, 1998:10). Sedangkan Suad Husnan (1996:5) menuliskan definisi lain bahwa pasar modal adalah pasar untuk berbagai instrumen keuangan (sekaligus) jangka panjang yang bisa diperjualbelikan, baik dalam bentuk hutang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.

Pengertian lain menyebutkan bahwa pasar modal adalah pasar dimana diterbitkan serta diperdagangkan surat-surat berharga jangka panjang khususnya obligasi dan saham. (Panji Anoraga, 1995:5). Dengan kata lain, pasar modal merupakan sarana perusahaan untuk menawarkan surat berharga jangka panjang baik itu berupa saham maupun obligasi guna menambah modal perusahaan.

2.1 Jenis Pasar Modal

Dalam menjalankan fungsinya, pasar modal dibagi menjadi dua macam, yaitu pasar perdana, dan pasar sekunder:

1. Pasar perdana adalah penjualan perdana efek atau penjualan efek oleh perusahaan yang menerbitkan efek sebelum efek tersebut dijual melalui bursa efek. Pada pasar perdana, efek dijual dengan harga emisi, sehingga perusahaan yang menerbitkan emisi hanya memperoleh dana dari penjualan tersebut.
2. Pasar sekunder adalah penjualan efek setelah penjualan pada pasar perdana berakhir. Pada pasar sekunder ini harga efek ditentukan berdasarkan kurs efek tersebut. Naik turunnya kurs suatu efek ditentukan oleh daya tarik menarik antara permintaan dan penawaran efek tersebut. Bagi efek yang dapat memenuhi syarat listing dapat menjual efeknya di dalam bursa efek, sedangkan bagi efek yang tidak memenuhi syarat listing dapat menjual efeknya di luar bursa efek.

3. Inflasi

Ada dua teori yang membahas tentang inflasi, yaitu teori kuantitas yang menekankan kepada peranan jumlah uang yang beredar dan harapan (ekspektasi) masyarakat mengenai kenaikan harga terhadap timbulnya inflasi. Yang kedua, yaitu teori struktural mengatakan bahwa inflasi bukan semata-mata dikarenakan fenomena moneter, tetapi juga terjadi oleh fenomena struktural. Hal ini terjadi umumnya di negara-negara sedang berkembang yang umumnya masih bercorak agraris ataupun mengenai hal yang berhubungan dengan luar negeri, misalnya

term of trade, utang luar negeri dan kurs valuta asing dapat menimbulkan fluktuasi harga di pasar domestik.

Dalam teori ekonomi, inflasi dapat dibedakan menjadi dua jenis (Nopirin, 1987:28), pertama, *Demand Pull Inflation*, yaitu inflasi yang disebabkan oleh terlalu kuatnya peningkatan permintaan agregat dari masyarakat terhadap komoditi-komoditi hasil produksi di pasar barang.

Kemudian *Cost Push Inflation*, inflasi ini juga sering disebut *supply-side inflation* karena yang terpengaruh adalah sisi permintaannya. Karena yang terpengaruh adalah sisi permintaannya maka akan menimbulkan perbedaan dengan *demand-pull inflation*, *cost-push inflation* terjadi karena akibat dari kenaikan harga serta dibarengi dengan turunnya produksi. Menurut teorinya bahwa semakin tinggi harga maka semakin rendah penawaran yang dilakukan dan produksi pun akan diturunkan.

Faktor-faktor yang menyebabkan kurva agregat penawaran bergeser adalah meningkatnya harga-harga faktor produksi (baik yang berasal dari dalam maupun dari luar negeri) di pasar faktor produksi, sehingga menaikkan harga komoditi dipasar komoditi.

Menurut Atmadja (1999: 54) penggolongan inflasi menurut asalnya, dibedakan menjadi dua, yaitu, *domestic inflation*, yaitu inflasi yang sepenuhnya disebabkan oleh kesalahan pengelolaan perekonomian baik di sektor riil ataupun di sektor moneter dalam negeri oleh para pelaku ekonomi dan masyarakat; serta *imported inflation*, yaitu inflasi yang disebabkan oleh karena adanya kenaikan harga-harga

komoditi di luar negeri (di negara asing yang memiliki hubungan perdagangan dengan negara yang bersangkutan).

Faktor utama yang menjadi penyebab timbulnya inflasi di Indonesia, adalah jumlah uang yang beredar. Di Indonesia jumlah uang beredar lebih banyak diterjemahkan dalam konsep *narrow money* (M1) karena masih ada anggapan bahwa uang kuasi hanya merupakan bagian dari likuiditas perbankan. Faktor kedua adalah defisit anggaran belanja pemerintah yang banyak sekali menyangkut tentang struktural ekonomi Indonesia karena mendorong permintaan agregat (Atmadja, 1999). Faktor ketiga adalah penawaran agregat dan luar negeri. Kelambanan faktor penawaran agregat disebabkan oleh adanya hambatan struktural yang ada di Indonesia.

Harga pangan merupakan salah satu penyumbang terbesar terhadap tingkat inflasi di Indonesia. Umumnya laju penawaran bahan pangan tidak dapat mengimbangi permintaannya, sehingga menyebabkan *excess demand*. Sedangkan disisi lain metode dan teknologi yang digunakan masih kurang canggih dan tidak maksimal (Atmadja, 1999).

Laju inflasi merupakan faktor penting dalam menganalisa dan meramalkan suku bunga. Selisih antara suku bunga nominal dan inflasi adalah ukuran yang sangat penting mengenai beban sesungguhnya dari biaya suku bunga yang dihadapi individu dan perusahaan. Suku bunga riil juga menjadi ukuran yang sangat penting bagi otorisasi moneter. Peningkatan ekspektasi inflasi akan cenderung meningkatkan suku bunga nominal. Hal ini berarti pada suku bunga nominal akan

cenderung terkandung ekspektasi inflasi untuk memberikan tingkat kembalian riil atas penggunaan uang.

Teori Ekspektasi Menurut Dornbusch (1994:470), bahwa pelaku ekonomi membentuk ekspektasi laju inflasi berdasarkan ekspektasi adaptif dan ekspektasi rasional. Ekspektasi rasional adalah ramalan optimal mengenai masa depan dengan menggunakan semua informasi yang ada. Pengertian rasional adalah suatu tindakan yang logik untuk mencapai tujuan berdasarkan informasi yang ada. Artinya secara sederhana teori ekspektasi dapat dinotasikan menjadi:

Inflasi = f(ekspektasi adaptif, ekspektasi rasional)

Robert E Lucas (1973) peraih nobel tahun 1995 mengenai Harapan Rasional menyatakan bahwa pada umumnya para individu atau pihak-pihak dalam ekonomi adalah rasional dalam pengertian berupaya mengumpulkan informasi yang ada sebanyak-banyaknya dan menggunakan informasi ini seefisien mungkin untuk tujuan menghindarkan kesalahan dalam gerak tindaknya. Atas dasar yang dikumpulkan, para individu atau unit-unit ekonomi dalam masyarakat akan memformulasikan dugaan-dugaan mereka mengenai perkembangan masa yang akan datang, sehingga mempengaruhi gerak tindak mereka.

Selain ekspektasi rasional dalam teori ekspektasi, untuk meramalkan inflasi terdapat juga pendekatan *adaptive expectation*. Menurut Baye dan Jansen (1994:372) pendekatan *adaptive expectation* mengasumsikan bahwa individu-individu selalu belajar dari kesalahan dan pengalaman di masa lalu. Individu-individu akan memperbaiki kesalahan ekspektasi masa lalu dalam membentuk ekspektasi di masa mendatang. Jika tingkat inflasi berperilaku stabil atau berubah

dengan perubahan yang relatif kecil sepanjang waktu, maka *adaptive expectation* akan membentuk ekspektasi yang mendekati aktual.

4. Tingkat Suku Bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI)

Sertifikat Bank Indonesia adalah surat berharga dalam bentuk mata uang rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan hutang jangka pendek dengan menggunakan sistem diskonto. SBI juga merupakan salah satu instrumen operasi pasar terbuka yang dilaksanakan oleh Bank Indonesia dalam rangka mengendalikan jumlah uang beredar dan tingkat suku bunga.

Menurut Laksmono (2001: 130), nilai suku bunga domestik di Indonesia sangat terkait dengan suku bunga internasional. Hal ini disebabkan oleh akses pasar keuangan domestik terhadap pasar keuangan internasional dan kebijakan nilai tukar yang kurang fleksibel. Terdapat tiga teori yang menjelaskan hubungan antara suku bunga yang berbeda jangka waktu antara lain:

1. *Segmented Market Theory*, mengatakan bahwa masing-masing instrumen dengan jangka waktu berbeda ditentukan oleh pasar yang berbeda dengan permintaan dan pasokan pasar yang berbeda. Teori ini mengasumsikan peminjam dan pemberi pinjaman memiliki preferensi terhadap jangka waktu tertentu. Dalam teori ini diasumsikan bahwa peminjam dan pemberi pinjaman tidak berpindah dari satu pasar ke pasar lain sehingga instrumen dengan jangka waktu berbeda tidak dapat saling berganti. Pendapatan di setiap pasar dianggap tercipta dari permintaan dan pasokan di pasar tersebut.

2. *Expectation Theory* menganggap instrumen jangka waktu berbeda dapat saling berganti secara sempurna. Suku bunga merupakan rata-rata ekspektasi suku bunga jangka pendek selama periode instrumen jangka panjang. Teori ini menjelaskan perbedaan *term structure of interest rate* dari waktu ke waktu dan juga menerangkan kecenderungan suku bunga instrumen jangka waktu yang berbeda bergerak searah karena adanya pergantian,
3. *Preferred Habitat Theory* mengatakan bahwa suku bunga jangka panjang merupakan rata-rata ekspektasi suku bunga jangka pendek sepanjang periode instrumen jangka panjang ditambah dengan *liquidity premium* yang besarnya tergantung pada kondisi penawaran dan permintaan saat itu.

Teori ini mengasumsikan adanya substitusi antar instrumen dan adanya preferensi investor atau instrumen tertentu yang disebut juga pergantian tidak sempurna.

Dalam *preferred habitat theory* ini, suku bunga pada periode n sama dengan rata-rata dari ekspektasi suku bunga bulan ke depan selama periode n ditambah dengan premium. Adanya *liquidity premium* membedakan teori ini dengan lainnya.

Umumnya peminjam dana menawarkan *liquidity premium* yang positif untuk menarik pembeli instrumen jangka panjang sebagai kompensasi atas resiko likuiditas yang lebih besar dibandingkan instrumen jangka pendek. Salah satu faktor penting dalam menganalisa dan meramalkan tingkat suku bunga adalah inflasi. Pengertian inflasi dalam arti luas didefinisikan sebagai suatu kenaikan relatif dalam tingkat harga umum.

Inflasi dapat timbul bila jumlah uang atau uang deposito dalam peredaran banyak, dibandingkan dengan jumlah barang-barang serta jasa-jasa yang ditawarkan atau

bila karena hilangnya kepercayaan terhadap mata uang nasional, terdapat adanya gejala yang meluas untuk menukar dengan barang-barang (Winardi, 1995:235).

4.1 Pengaruh Suku bunga terhadap Permintaan Obligasi

Krisis moneter yang melanda Indonesia pada tahun 1997-1998 cukup menjadi pelajaran yang berharga dimana Bank Indonesia selaku otoritas moneter menaikkan tingkat suku bunga hingga mencapai 60%, hal ini dimaksudkan untuk menahan terjadinya *capital flight*. Namun, hal ini mengakibatkan bencana bagi perbankan nasional sehingga harus menghadapi *negatif spread* dan ancaman likuidasi.

Suku bunga yang tinggi dengan *negatif spread* dan ancaman likuidasi membuat industri perbankan menjadi tidak menarik dikalangan investor dan akibatnya saham maupun obligasi yang diperdagangkan juga tidak akan menarik dimata investor. Sebaliknya tingkat suku bunga yang rendah bisa jadi tidak menarik bagi pemilik modal untuk menginvestasikan dana yang dimilikinya pada instrumen obligasi di sektor perbankan sehingga menimbulkan kecenderungan berinvestasi pada alternatif investasi di sektor lain yang lebih menarik, dan salah satunya adalah berinvestasi dalam pasar modal.

Oleh karena itu, investor dalam melakukan investasi membutuhkan adanya keterbukaan informasi dari perusahaan-perusahaan yang menjual obligasi di pasar modal sehingga *assymetric information* tidak terjadi.

Fabozzi (2000:148) menyatakan perlu dilakukan langkah penilaian terhadap *financial aset*, guna mengetahui nilai wajar dari *aset* tersebut, dan prinsip dasar

dalam menilai *financial aset* tersebut adalah dengan menghitung nilai sekarang dari *cash flow* yang diharapkan.

Obligasi konvensional dalam menetapkan harga/nilai wajar adalah dengan mengetahui tingkat hasil investasi/return yang diharapkan dan menjadikannya nilai sekarang atau nilai aset pada saat mengambil keputusan dalam berinvestasi.

Proses menjadikan hasil investasi yang diharapkan menjadi nilai sekarang memerlukan suatu penetapan tingkat suku bunga tertentu. Berdasarkan hasil penelitian Salim (2002) bahwa SBI dapat dijadikan untuk memprediksi pergerakan harga obligasi dengan bantuan *duration* dan *covecity*. Kemudian penelitian tersebut diteliti lebih lanjut oleh Amir (2007), yang menghasilkan bahwa secara teoritis harga obligasi dipengaruhi oleh suku bunga dengan korelasi negatif.

Harga pasar obligasi di *secondary market* akan bereaksi sama dengan faktor-faktor yang mempengaruhi *interest rate* yaitu siklus bisnis dan tingkat inflasi. Harga pasar bisa tergantung dari siklus bisnis yang ada, pada saat iklim investasi membaik atau dalam masa pemulihan (*recovery*) akan terdapat peningkatan permintaan agregat, termasuk permintaan akan dana oleh perusahaan yang ingin mengekspansi usahanya.

Harga pasar obligasi akan menyesuaikan *yield* yang ditawarkan apabila terjadi perubahan tingkat suku bunga. Di Indonesia SBI masih merupakan investasi bebas risiko, sehingga kupon obligasi yang diterbitkan di bawah suku bunga SBI tidak akan dijadikan sarana yang tepat untuk melakukan investasi.

5. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG)

5.1 Definisi IHSG

Menurut Undang-undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) adalah angka yang menunjukkan perkembangan harga seluruh saham yang tercatat di bursa pada suatu saat tertentu.

Indeks harga saham adalah suatu indikator yang menunjukkan pergerakan harga saham, salah satu indeks harga saham adalah Indeks Harga Saham Gabungan.

Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) atau juga dikenal dengan *Jakarta Composite Index (JSI)*, mencakup pergerakan harga seluruh saham biasa dan saham preferen yang tercatat di BEJ.

Anoraga dan Piji (2001: 100) mengatakan, secara sederhana yang disebut dengan indeks harga adalah suatu angka yang digunakan untuk membandingkan suatu peristiwa dengan peristiwa lainnya.

Indeks Harga Saham merupakan indikator utama yang menggambarkan pergerakan harga saham. (Sjahrir, 1995:41). Di pasar modal sebuah indeks diharapkan memiliki 5 fungsi, yaitu

1. Sebagai indikator *trend* pasar
2. Sebagai indikator tingkat keuntungan
3. Sebagai tolok ukur (*benchmark*) kinerja suatu portofolio
4. Memfasilitasi pembentukan portofolio dengan strategi pasif, dan
5. Memfasilitasi berkembangnya produk derivatif.

Dasar perhitungan IHSB adalah agregat nilai pasar di seluruh saham yang tercatat. Agregat nilai pasar adalah total dari perkalian setiap saham yang tercatat dengan masing-masing harga penutupan pada hari tersebut. Sedangkan nilai dasar didapat dari total perkalian harga pada saat penawaran umum pada pasar perdana ipo (*initial public offering*) dengan banyaknya saham yang terjual pada hari tersebut.

$$\text{IHSB} = \frac{\text{Nilai pasar}}{\text{Nilai dasar}} \times 100$$

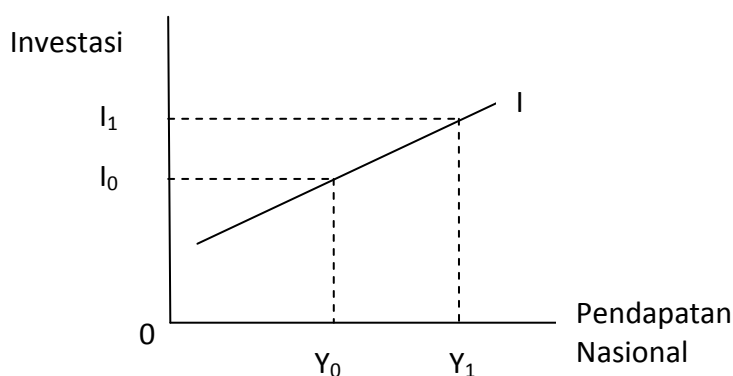
5.2 Hubungan IHSB dengan Permintaan Obligasi

Saham dan obligasi merupakan produk investasi yang di perdagangkan di Bursa Efek. IHSB yang meningkat menunjukkan meningkatnya gairah berinvestasi pada saham sehingga dengan demikian akan mempengaruhi tingkat investasi pada produk yang lain yakni menurunkan investasi pada obligasi. Oleh karena itu, dengan asumsi bahwa dana yang diasumsikan tetap maka IHSB berkorelasi negatif terhadap harga obligasi yakni setiap kenaikan IHSB akan mengakibatkan penurunan harga obligasi sehingga permintaan akan obligasi juga akan meningkat dan begitu pula sebaliknya apabila IHSB mengalami penurunan akan mendorong harga obligasi ke arah yang lebih tinggi sehingga permintaan akan obligasi juga menurun. Dengan asumsi bahwa harga obligasi berbanding terbalik dengan *Yield* /imbal hasil obligasi.

6. Pendapatan Nasional, Produk Domestik Bruto (PDB)

6.1 Pendapatan Nasional

Tingkat pendapatan nasional mempunyai pengaruh yang cukup besar terhadap investasi, dimana tingkat pendapatan yang tinggi akan memperbesar tingkat pendapatan masyarakat, dan kemudian akan memperbesar permintaan terhadap barang dan jasa. Perusahaan selaku penyedia barang dan jasa akan memiliki keuntungan yang tinggi dan hal tersebut akan mendorong dilakukannya banyak investasi. Jadi, dengan kata lain apabila pendapatan nasional bertambah maka investasi akan bertambah pula.



Gambar 1. Fungsi Investasi

Gambar 1 menunjukkan bahwa semakin tinggi pendapatan nasional, maka semakin tinggi pula tingkat investasi. Dimana kenaikan pendapatan nasional dari Y_0 menjadi Y_1 menyebabkan investasi meningkat dari I_0 menjadi I_1 . Investasi yang demikian disebut investasi terpengaruh atau *induced investment* (Sukirno, 2004:130).

6.2 Definisi dan Pengaruh PDB terhadap permintaan Obligasi

Produk Domestik Bruto (PDB) atau *Gross Domestic Product* merupakan nilai keseluruhan semua barang dan jasa yang diproduksi di dalam suatu wilayah dalam jangka waktu tertentu (biasanya per tahun). Dalam perhitungan PDB, hasil produksi barang dan jasa yang dihasilkan perusahaan/ orang asing yang beroperasi di wilayah tersebut masih dimasukkan. Barang-barang yang dihasilkan termasuk barang modal belum diperhitungkan penyusutannya, sehingga jumlah yang didapat dari PDB masih bersifat kotor/bruto. Data dalam perhitungan PDB menjelaskan besarnya kontribusi berbagai sektor perekonomian terhadap pendapatan nasional, misalnya sektor pertanian, pertambangan, industri, perdagangan, jasa dan sebagainya (BPS:2007). Sehingga PDB dapat mencerminkan pendapatan yang diterima masyarakat dalam suatu periode.

Kenaikan Produk Domestik Bruto berarti terjadinya kenaikan daya beli masyarakat Indonesia. Kenaikan daya beli masyarakat Indonesia memungkinkan kenaikan permintaan akan barang-barang domestik maupun barang impor. Hal tersebut sejalan dengan Teori Investasi yang dikemukakan oleh Keynes yakni apabila kenaikan pendapatan dalam suatu masyarakat meningkat maka permintaan atau konsumsi masyarakat akan barang dan jasa pun akan meningkat. Dengan kata lain, apabila pendapatan bertambah tinggi maka investasi akan bertambah

6.3 Pendekatan Perhitungan PDB

PDB dapat dihitung dengan memakai tiga pendekatan, antara lain:

- a. Pendekatan pendapatan, dengan cara menjumlahkan seluruh pendapatan empat faktor produksi diantaranya (tanah, tenaga kerja, modal, keahlian

kewirausahaan) yang diterima rumah tangga konsumsi dalam suatu negara/wilayah selama satu periode tertentu sebagai imbalan atas faktor-faktor produksi.

- b. Pendekatan Produksi, dengan cara menjumlahkan seluruh nilai produk yang dihasilkan suatu negara dari bidang industri, agraris, ekstraktif, jasa, dan niaga selama satu periode tertentu. Nilai produk yang dihitung dengan pendekatan ini adalah nilai jasa dan barang jadi.
- c. Pendekatan pengeluaran, dengan cara menghitung jumlah seluruh pengeluaran untuk membeli barang dan jasa yang diproduksi dalam suatu negara/wilayah selama periode tertentu. Perhitungan dengan pendekatan ini dilakukan dengan menghitung pengeluaran yang dilakukan oleh empat pelaku kegiatan ekonomi negara yaitu: Rumah Tangga, Pemerintah, Pengeluaran investasi dan selisih antara nilai ekspor dikurangi impor ($X-M$). Di mana konsumsi adalah pengeluaran yang dilakukan oleh rumah tangga, investasi oleh sektor usaha, pengeluaran pemerintah oleh pemerintah, dan ekspor dan impor melibatkan sektor luar negeri (BPS, 2007).

7. Teori Permintaan

7.1 Definisi Permintaan

Permintaan adalah berbagai kombinasi harga dan jumlah yang menunjukkan jumlah suatu barang yang ingin dan dapat dibeli oleh konsumen pada berbagai tingkat harga untuk suatu periode tertentu. Beberapa kata kunci terdapat dalam definisi ini, pertama permintaan adalah berbagai kondisi harga dan jumlah bukan satu harga dan satu jumlah tertentu. Kedua, permintaan tersebut akan terjadi jika

ada keinginan dan kemampuan membeli. Ketiga, permintaan menunjukkan pembelian pada satu periode tertentu. Permintaan individu terhadap suatu barang menunjukkan jumlah yang siap untuk dibeli pada berbagai kemungkinan harga.

Menurut Samuelson (1990:81) selain harga barang itu sendiri, terdapat beberapa faktor lain yang mempengaruhi permintaan terhadap permintaan suatu barang atau jasa. Faktor tersebut memiliki pengaruh terhadap permintaan suatu barang, yaitu:

1. Harga barang lain, kenaikan harga barang pengganti akan menaikkan permintaan barang yang digantinya, sedangkan penurunan harga barang pengganti, akan menurunkan permintaan barang yang digantikannya.
2. Pendapatan rata-rata konsumen, apabila pendapatan konsumen meningkat dan dengan asumsi harga tetap, maka permintaan akan meningkat.
3. Perkiraan (Ekspektasi), apabila individu memperkirakan harga akan naik di kemudian hari, maka individu tersebut cenderung membeli lebih banyak saat ini.
4. Besarnya pasar atau jumlah rumah tangga, apabila faktor-faktor lain tidak berubah maka jumlah daerah yang memiliki konsumen dua kali lipat akan menaikkan jumlah yang diminta dua kali lipat juga.
5. Selera. Permintaan konsumen akan meningkat apabila selera konsumen meningkat, dan permintaan akan menurun jika selera konsumen berkurang.

7.2 Teori Permintaan Aset untuk Obligasi

Teori ini merupakan pengembangan dari teori permintaan secara umum yang digunakan untuk menjelaskan permintaan terhadap aset-aset, sehingga teori ini

lebih tepat untuk menjelaskan permintaan terhadap obligasi. Obligasi merupakan surat hutang berharga jangka panjang, berupa surat hutang pihak yang menerbitkan dengan janji untuk membayar penuh atas obligasi dengan pembayaran bunga tetap berupa kupon setiap periodenya.

Menurut Mishkin (2008:134) dengan asumsi faktor lainnya tetap, terdapat beberapa faktor yang menentukan jumlah permintaan suatu aset diantaranya adalah:

1. Kekayaan, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan positif dengan kekayaan. Ketika kekayaan masyarakat meningkat, maka orang tersebut memiliki sumber daya yang tersedia untuk membeli aset, sehingga jumlah aset yang diminta akan meningkat. Dengan kata lain, dengan asumsi faktor lainnya tetap, peningkatan kekayaan menaikkan jumlah permintaan suatu aset.
2. Perkiraan Imbal Hasil, merupakan perkiraan imbal hasil pada periode yang akan datang pada suatu aset relatif terhadap aset yang lain. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan positif dengan perkiraan imbal hasil relatif terhadap aset alternatif. Ringkasnya, meningkatnya perkiraan imbal hasil dari suatu aset relatif terhadap aset alternatif, dengan asumsi lainnya tetap, maka akan meningkatkan permintaan atas aset tersebut.
3. Risiko, merupakan derajat ketidakpastian yang terkait dengan imbal hasil pada suatu aset relatif terhadap aset yang lain. Jika harga pada pasar obligasi menjadi lebih berfluktuatif, maka risiko yang terkait dengan obligasi akan meningkat, dan obligasi menjadi kurang menarik. Sehingga, jumlah

permintaan suatu aset berhubungan negatif dengan risiko imbal hasilnya relatif terhadap aset alternatif. Oleh karena itu, dengan asumsi lainnya tetap, kalau resiko suatu aset meningkat relatif terhadap aset alternatif, maka jumlah permintaan atas aset tersebut akan turun.

4. Likuiditas, merupakan kecepatan dan kemudahan suatu aset untuk diubah menjadi uang relatif terhadap aset yang lain. Apabila banyak orang melakukan perdagangan di pasar obligasi, dan akibatnya semakin mudah untuk menjual obligasi secara cepat, maka meningkatnya likuiditas obligasi ini akan menyebabkan jumlah obligasi yang diminta pada setiap suku bunga akan meningkat. Sehingga, jumlah permintaan suatu aset berhubungan positif dengan likuiditasnya relatif terhadap aset alternatif. Dengan kata lain, semakin likuid suatu aset relatif terhadap aset lainnya, dengan asumsi lainnya tetap, aset tersebut semakin menarik dan semakin besar jumlah aset yang diminta.

Berikut ini, diperlihatkan secara ringkas pengaruh variabel-variabel yang dapat memengaruhi permintaan terhadap obligasi

Tabel 1. Faktor-faktor yang Menggeser Kurva Permintaan Obligasi

No	Variabel	Δ dlm Variabel	Δ Jumlah yg Diminta	Sebab
1	Perkiraan imbal hasil obligasi relatif terhadap aset lainnya	Meningkat	Meningkat	Memegang obligasi relatif lebih menarik
2	Tingkat risiko obligasi relatif terhadap aset lainnya	Meningkat	Menurun	Memegang obligasi relatif kurang menarik
3	Likuiditas obligasi relatif terhadap aset lainnya	Meningkat	Meningkat	Memegang obligasi relatif lebih menarik
4	Kekayaan	Meningkat	Meningkat	Lebih banyak dana dialokasikan untuk obligasi
5	Perkiraan inflasi	Meningkat	Menurun	Memegang obligasi relatif kurang menarik

Sumber: Frederic S Mishkin

8. Teori Investasi

Pengeluaran investasi yang direncanakan (I) adalah jumlah pengeluaran yang direncanakan oleh perusahaan untuk membeli modal fisik baru ditambah dengan pengeluaran yang direncanakan untuk membeli rumah baru. Jenis investasi meliputi ; Investasi pada aset tetap (*fixed investment*) yaitu pengeluaran oleh perusahaan untuk peralatan (mesin, computer, pesawat terbang) dan struktur (pabrik, gedung perkantoran, pusat perbelanjaan), serta pengeluaran direncanakan untuk rumah tinggal. Jenis kedua, investasi persediaan (*inventory investment*)

yaitu pengeluaran oleh perusahaan untuk persediaan tambahan seperti bahan mentah, suku cadang dan barang jadi, dihitung sebagai perubahan pada persediaan barang-barang tersebut dalam suatu periode waktu tertentu.

Definisi yang lebih lengkap diberikan oleh Reilly dan Brown, yang mengatakan bahwa investasi adalah komitmen mengikat aset saat ini untuk beberapa periode waktu ke masa depan guna mendapatkan penghasilan yang mampu mengkompensasi pengorbanan investor berupa: (1) keterikatan aset pada waktu tertentu, (2) tingkat inflasi, dan (3) ketidaktentuan penghasilan pada masa mendatang. Secara garis besar, lahan investasi secara umum dapat dibagi dua, yaitu *real asset investment* and *financial asset investment*. *Real asset investment* adalah komitmen mengikat aset pada sektor riil. Seperti diketahui, istilah sektor riil sering digunakan untuk menunjukkan sektor diluar keuangan, seperti perdagangan, industri, pertanian dan lain sebagainya. Dengan demikian, investasi pada sektor riil adalah komitmen mangikatkan aset di luar sektor keuangan. Sebagai contoh dari *real asset investment*, misalnya membeli ruko untuk berdagang tekstil atau barang lainnya, membangun pabrik, membeli apartemen kemudian disewakan, membeli lukisan untuk; dijual kembali dan masih banyak lagi. Ciri-ciri investasi di sektor keuangan -yang membedakannya, dengan investasi di sektor riil- adalah dalam melakukan investasi perantara mutlak diperlukan, kemudian informasi hanya bisa didapat dari prospektus, laporan tahunan atau proposal.

Penentuan utama inventaris adalah tingkat output, biaya modal (seperti yang ditentukan oleh kebijakan pajak, suku bunga dan kondisi keuangan lainnya), serta

harapan masa depan. Saluran utama dimana kebijakan ekonomi dapat mempengaruhi inventasi adalah kebijakan moneter.

B. Tinjauan Empiris

Beberapa penelitian terdahulu akan diuraikan secara ringkas karena penelitian ini mengacu pada beberapa penelitian sebelumnya. Meskipun ruang lingkup hampir sama tetapi karena obyek dan periode waktu yang digunakan berbeda maka terdapat banyak hal yang tidak sama sehingga dapat dijadikan sebagai referensi untuk saling melengkapi.

Berikut ringkasan beberapa penelitian terdahulu:

1. Ni Putu Wiwin Setyari dan Anak Agung Bagus Putu Widanta (2008). Dalam penelitiannya yang berjudul *Determinan Investasi di Indonesia* bertujuan untuk menganalisis determinan investasi swasta dengan memasukkan berbagai variabel yang secara teoretis diduga berpengaruh kuat, yaitu suku bunga, pengeluaran investasi pemerintah, produk domestik bruto (PDB), kurs, dan inflasi. Dengan menggunakan model ECM

$$\Delta \text{INV}_t = \beta_0 + \beta_1 \Delta \text{R}_t + \beta_2 \Delta \text{G}_t + \beta_3 \Delta \text{PDB}_t + \beta_4 \Delta \text{KUR}_t + \beta_5 \Delta \text{INF}_t + \beta_6 \text{ECT}_{t-1} + \text{et}$$

Hasil penelitian tersebut menyatakan bahwa walaupun faktor ekonomi memiliki pengaruh yang signifikan, iklim investasi juga sangat penting. Selain itu, beberapa faktor penunjang, seperti penyediaan infrastruktur melalui model *public private partnership*, mencari sumber pembiayaan selain pinjaman, kebijakan stabilisasi yang konsisten dan menumbuhkan kepercayaan, baik dari masyarakat maupun investor swasta asing dan domestik sangat dibutuhkan

2. Rene M. Stulz (1985). Dalam penelitiannya yang berjudul *Asset Pricing and Expected Inflation* bertujuan untuk memberikan model keseimbangan imbal hasil yang diharapkan pada saham biasa yang secara negatif terkait dengan ekspektasi inflasi dan pertumbuhan uang.

$$\mu_k = r + \sigma_{k,w} = r + (k/w) \sigma k^2 + (m/w) \sigma_{k,\pi}$$

dimana, μ_k adalah tingkat pengembalian riil yang diharapkan, r adalah tingkat suku bunga riil, w adalah kekayaan, $\sigma_{k,\pi}$ adalah *instantaneous covariance* antara tingkat pertumbuhan modal saham dan tingkat pertumbuhan dari π .

Dengan asumsi $\sigma_{k,\pi}$ sama dengan 0.

Model ini menunjukkan bahwa penurunan kekayaan riil berhubungan dengan kenaikan ekspektasi inflasi serta menurunnya tingkat suku bunga riil dan tingkat pengembalian yang diharapkan pada portofolio pasar.

3. Richard Noviandi Lubis (2009). Meneliti tentang variabel makro yang memengaruhi permintaan obligasi swasta di Indonesia. Dengan menggunakan model $\text{Log } Y = \alpha + \beta_1 \text{Log } X_1 + \beta_2 \text{Log } X_2 + \beta_3 \text{Log } X_3 + \mu$. Dimana X_1 adalah Kurs, X_2 adalah Suku bunga Deposito, dan X_3 adalah GDP. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa GDP dan Kurs memiliki pengaruh positif terhadap permintaan obligasi, sedangkan suku bunga deposito memiliki pengaruh negatif terhadap permintaan obligasi.

4. Harmansyah Malik (2005). Meneliti tentang pengaruh Tingkat Produk Domestik Bruto, Tingkat Inflasi, Indeks Harga Saham Gabungan, dan Tingkat Suku Bunga SBI terhadap Permintaan Saham di BEJ. Dengan menggunakan model analisis regresi hasil yang diperoleh dari penelitian ini adalah PDB, inflasi dan IHSG berpengaruh secara positif terhadap variabel terikat sedangkan variabel tingkat suku bunga SBI tidak berpengaruh secara signifikan.

5. Andrea Berardi (2001). Dalam papersnya yang berjudul *How strong is the relation between the term structure, inflation and GDP* bertujuan untuk mengestimasi model kesimbangan dalam menyelidiki hubungan struktur jangka waktu tingkat suku bunga, inflasi dan pertumbuhan GDP. Model perhitungan untuk efek tidak netral pada inflasi sehingga riil dan variabel moneter saling berhubungan dan secara bersama-sama memengaruhi struktur jangka waktu pada tingkat suku bunga, sementara imbal hasil obligasi menyampaikan informasi mengenai pertumbuhan output dan inflasi. Hasil yang diperoleh dalam penelitian ini adalah kovarian antara pertumbuhan output dan inflasi secara signifikan memengaruhi harga obligasi nominal jangka panjang sedangkan pembatasan *cross section* yang mana berhubungan dengan kurva imbal hasil pada variabel makroekonomi memberikan peningkatan akurat secara relatif dalam sampel maupun di luar sampel inflasi dan PDB yang diperkirakan.