

I. PENDAHULUAN

A. Latar Belakang

Pertumbuhan investasi di suatu negara akan dipengaruhi oleh pertumbuhan ekonomi negara tersebut. Semakin baik tingkat perekonomian suatu negara, maka semakin baik pula tingkat kemakmuran penduduknya. Tingkat kemakmuran yang lebih tinggi ini umumnya ditandai dengan adanya kenaikan tingkat pendapatan masyarakatnya. Dengan adanya peningkatan pendapatan tersebut, maka akan semakin banyak orang yang memiliki kelebihan dana, kelebihan dana tersebut dapat dimanfaatkan untuk disimpan dalam bentuk tabungan atau diinvestasikan dalam bentuk surat-surat berharga yang diperdagangkan dalam pasar modal.

Pasar modal adalah pertemuan antara pihak yang memiliki kelebihan dana dengan pihak yang membutuhkan dana dengan cara memperjualbelikan sekuritas. Kasmir (1999:179) mendefinisikan pasar modal sebagai tempat bertemunya para penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi dalam rangka memperoleh modal. Pihak penjual disebut emiten sedangkan pihak pembeli disebut investor.

Seorang investor dalam memilih instrumen investasi pada umumnya selalu memperhatikan tingkat investasi yang tinggi dengan tingkat risiko yang rendah. Hasil investasi yang tinggi akan memotivasi seseorang untuk mengambil pilihan

investasi tersebut, namun sebaliknya risiko yang tinggi akan segera mengurungkan niatnya dalam memiliki pilihan investasi yang ditawarkan. Setiap bentuk ataupun jenis investasi memberikan tingkat keuntungan dan risiko yang berbeda-beda. Semakin besar kemungkinan tingkat keuntungan dari suatu investasi maka semakin besar pula tingkat risikonya.

Pada dasarnya investasi dalam pasar modal dapat digolongkan menjadi dua jenis, yaitu investasi dalam surat kepemilikan (saham) dan investasi dalam surat utang (obligasi). Instrumen obligasi merupakan bagian dari instrumen investasi berpendapatan tetap (*fixed income securities*). Obligasi termasuk kedalam kelompok investasi berpendapatan tetap sebab jenis pendapatan keuntungan yang diberikan kepada investor obligasi didasarkan pada tingkat suku bunga yang telah ditentukan sebelumnya menurut perhitungan tertentu (Rahardjo, 2003:2).

Sebagai salah satu produk investasi di pasar modal sekarang ini, perkembangan produk obligasi pada awal tahun 1990 di Indonesia masih cukup lamban bila dibandingkan dengan perkembangan produk saham. Produk obligasi mengalami perkembangan yang cukup pesat sejak tahun 2000, dimana dengan adanya pengetatan prosedur pinjaman di lembaga perbankan menyebabkan pihak perusahaan yang sedang membutuhkan dana untuk ekspansi bisnis atau melakukan pelunasan utangnya mulai melirik instrumen pembiayaan lainnya salah satunya obligasi.

Banyak perusahaan berkepentingan untuk menerbitkan obligasi karena sifat struktur obligasi itu sendiri dianggap cukup menarik, diantaranya tingkat suku bunga yang relatif fleksibel dan relatif lebih rendah dari suku bunga perbankan.

Tingkat pertumbuhan minat investasi obligasi di Indonesia juga meningkat cukup pesat terutama dilihat dari besarnya nilai investasi yang digunakan untuk membeli obligasi. Investor tersebut datang dari lembaga keuangan perbankan, dana pensiun, manajemen aset, asuransi ataupun reksadana. Tingginya minat investasi pada obligasi disebabkan oleh tingkat suku bunga atau kupon obligasi yang lebih menarik dibandingkan suku bunga perbankan seperti deposito.

Proses penerbitan obligasi yang tidak selalu ketat dibandingkan dengan prosedur meminjam utang lewat perbankan juga menjadi daya tarik bagi perusahaan. Obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan biasanya menggunakan sistem kupon bunga dan obligasi itu disebut obligasi konvensional. Obligasi konvensional diterbitkan dengan menjanjikan hasil dengan kupon yang tetap (*fixed*), mengambang (*floating*), atau juga bisa dengan diskonto (*zero coupon bond*) (Amir, 2007:17).

Tingkat suku bunga dapat dijadikan indikator untuk melihat perkembangan suatu investasi. Bank Indonesia menggunakan tingkat suku bunga sebagai alat pengendali jumlah uang beredar dengan sasaran akhir tingkat inflasi. Bank Indonesia dapat melakukan kebijakan moneter untuk memengaruhi tingkat suku bunga dan jumlah uang beredar dengan cara OPT (Operasi Pasar Terbuka), kebijakan ini dilakukan dengan menerbitkan surat-surat berharga yang diperdagangkan di pasar uang, baik itu SBI (Sertifikat Bank Indonesia) maupun SBPU (Surat Berharga Pasar Uang). Secara teoritis harga obligasi konvensional ditentukan oleh suku bunga dengan berbanding terbalik, dan tingkat bunga yang menjadi perhatian para pengelola obligasi yaitu tingkat bunga SBI (Sertifikat

Bank Indonesia). SBI adalah surat berharga atas unjuk dalam rupiah yang diterbitkan oleh Bank Indonesia sebagai pengakuan hutang berjangka waktu pendek dengan sistem diskonto. Tingkat bunga ini ditentukan oleh Dewan Gubernur Bank Indonesia.

Perubahan tingkat suku bunga akan menyebabkan terjadinya fluktuasi harga surat berharga terutama surat berharga dengan pendapatan tetap seperti obligasi (Ahmad, 1996:94). Apabila perkiraan tingkat suku bunga di masa depan semakin tinggi, maka semakin rendah perkiraan imbal hasil atas obligasi jangka panjang maka akan menurunkan permintaan terhadap obligasi (Mishkin, 2008:135). Dengan kata lain, para pembeli obligasi akan kehilangan uang karena obligasi yang mereka miliki tidak memberikan hasil sebaik obligasi yang baru diemisi, sehingga mereka tidak dapat memperoleh uang dalam jumlah utuh sebanyak yang mereka keluarkan untuk membeli obligasi pada pasar modal.

Faktor lain yang mempengaruhi seorang investor berinvestasi dalam instrumen obligasi adalah kondisi pasar modal yang terjadi secara umum, dan hal tersebut tercermin dalam IHSG.

IHSG merupakan cerminan dari kegiatan pasar modal secara umum. IHSG merupakan variabel yang menunjukkan sejauh mana keuntungan yang akan diperoleh investor bila melakukan investasi. Dengan melihat IHSG para investor dapat memprediksi preferensi risiko yang mereka peroleh dengan melakukan investasi di pasar modal. Peningkatan IHSG menunjukkan kondisi pasar modal sedang *bullish*, sebaliknya jika menurun menunjukkan kondisi pasar modal

sedang *bearish*. Untuk itu, seorang investor harus memahami pola perilaku harga aset di pasar modal.

Pertumbuhan PDB berpengaruh pada permintaan obligasi di Indonesia. Dimana bila pertumbuhan PDB suatu negara cukup tinggi maka akan membuat jumlah dana yang beredar di masyarakat menjadi melimpah. Dengan dana yang melimpah tersebut akan membuat masyarakat akan menginvestasikan dananya tersebut dalam instrumen-instrumen investasi yang ada seperti obligasi.

Selain Produk Domestik Bruto, permintaan obligasi juga dipengaruhi oleh ekspektasi inflasi. Ekspektasi laju inflasi yang tinggi akan mendorong investor untuk mengalihkan aset finansial yang dimilikinya menjadi aset riil, seperti tanah, rumah, dan barang-barang konsumsi lainnya. Karena meningkatnya inflasi di masa depan akan mendorong harga aset riil menjadi lebih tinggi di masa mendatang dan juga keuntungan modal yang lebih tinggi. Begitu juga sebaliknya ekspektasi laju inflasi yang rendah akan memberikan insentif terhadap investor untuk menabung serta melakukan investasi pada sektor-sektor produktif seperti obligasi. Sehingga peningkatan pada perkiraan inflasi akan menurunkan perkiraan imbal hasil obligasi yang menyebabkan permintaan obligasi juga menurun.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang diuraikan di atas, maka permasalahan yang akan dikaji dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh variabel Suku Bunga SBI terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal?

2. Bagaimana pengaruh variabel IHSG terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal?
3. Bagaimana pengaruh variabel PDB terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal?
4. Bagaimana pengaruh variabel Ekspektasi Inflasi terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal?

C. Tujuan Penulisan

Adapun yang menjadi tujuan penulisan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui pengaruh variabel Suku Bunga SBI terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal.
2. Untuk mengetahui pengaruh variabel IHSG terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal.
3. Untuk mengetahui pengaruh variabel PDB terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal.
4. Untuk mengetahui pengaruh variabel Ekspektasi Inflasi terhadap permintaan obligasi konvensional pada pasar modal.

D. Manfaat Penelitian

Adapun manfaat dari penelitian ini adalah

1. Sebagai proses pembelajaran dan penambah wawasan bagi penulis dalam hal menganalisis dan berpikir.

2. Dapat menjadi bahan studi ataupun literatur tambahan terhadap penelitian yang telah ada.
3. Sebagai referensi dan informasi bagi penelitian-penelitian selanjutnya dengan topik yang sama.
4. Hasil penelitian ini dapat bermanfaat sebagai edukasi maupun informasi bagi masyarakat yang akan berinvestasi dalam obligasi.

E. Kerangka Pemikiran

Kebijakan moneter pemerintah yang menetapkan inflasi dan tingkat suku bunga banyak berpengaruh terhadap kegiatan perekonomian nasional, salah satunya berdampak pada kegiatan investasi. Salah satu kegiatan investasi yang terpengaruh adalah investasi obligasi.

Obligasi merupakan sekuritas yang memberikan pendapatan dalam jumlah tetap kepada pemiliknya. Pada saat membeli obligasi, investor sudah dapat mengetahui dengan pasti berapa pembayaran bunga yang akan diperolehnya secara periodik dan berapa pembayaran kembali nilai par (*par value*) pada saat jatuh tempo (Tandelilin, 2001:19). Obligasi dapat diperdagangkan di pasar modal selama rentang waktu sebelum jatuh tempo.

Pasar modal merupakan lembaga yang mempertemukan pihak-pihak yang memerlukan dana jangka panjang dengan pihak yang memiliki dana tersebut. Lembaga tersebut juga sebagai lembaga pelengkap dari sektor keuangan terhadap dua lembaga lainnya, yaitu bank dan lembaga pembiayaan.

Teori permintaan menerangkan tentang ciri hubungan antara jumlah permintaan dan harga. Dalam teori permintaan, jumlah barang yang akan diminta dipengaruhi oleh harga barang itu sendiri, harga barang lain, pendapatan, besarnya pasar atau jumlah rumah tangga dan selera dengan asumsi *ceteris paribus* (Samuelson,1990:81). Permintaan akan barang tersebut dapat berubah apabila faktor-faktor lainnya berubah karena perubahan atas nilai guna yang diperoleh akibat perubahan dari faktor tersebut. Sehingga, dapat disimpulkan bahwa permintaan terhadap suatu barang didasari oleh nilai guna yang dimiliki barang tersebut. Nilai guna suatu barang cukup bervariasi, tergantung dari jenis barang tersebut.

Permintaan atas obligasi maupun saham didasari oleh nilai guna yang diperoleh atas kepemilikan instrumen obligasi ataupun saham tersebut. Menurut Mishkin (2008:134), permintaan obligasi merupakan fungsi dari Perkiraan Imbal Hasil, Risiko, Likuiditas, dan Kekayaan. Perkiraan Imbal Hasil, yakni 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.

Untuk obligasi dengan jatuh tempo lebih dari satu tahun, perkiraan imbal hasil dapat berbeda dengan suku bunga, yakni peningkatan suku bunga pada obligasi jangka panjang yakni SBI akan mendorong penurunan yang tajam pada harga dan imbal hasil negatif yang besar.

Oleh karena itu, semakin tinggi perkiraan suku bunga di masa depan, maka semakin rendah perkiraan imbal hasil atas obligasi jangka panjang, menurunkan permintaan, dan begitu pula sebaliknya.

Perubahan ekspektasi inflasi juga dapat mempengaruhi perkiraan perkiraan imbal hasil pada aset riil seperti mobil dan rumah, sehingga mempengaruhi aset finansial seperti obligasi. Meningkatnya ekspektasi inflasi akan mendorong harga-harga aset riil seperti mobil dan rumah lebih tinggi di masa mendatang dan juga keuntungan modal yang lebih tinggi. Meningkatnya ekspektasi inflasi maka akan meningkatkan perkiraan imbal hasil saat ini pada aset riil sehingga akan mendorong turunnya perkiraan obligasi relatif terhadap perkiraan imbal hasil atas aset riil hari ini dan selanjutnya menyebabkan permintaan untuk obligasi menurun.

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. Jumlah permintaan suatu aset berhubungan negatif dengan risiko imbal hasilnya relatif terhadap aset alternatif. Sehingga, menyebabkan permintaan obligasi akan menurun. Sebaliknya, peningkatan volatilitas harga pada aset lainnya seperti pasar saham, akan membuat obligasi menjadi lebih menarik hal ini dapat tercermin dari perubahan IHSG selaku indikator pada pasar modal. Oleh karena itu, kenaikan tingkat risiko dari aset alternatif akan menyebabkan permintaan obligasi meningkat.

Likuiditas, yakni 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. Jadi, 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. Kekayaan, yaitu keseluruhan sumber daya yang dimiliki oleh individu, termasuk semua aset. Ketika kekayaan masyarakat meningkat, maka orang tersebut memiliki sumber daya yang tersedia untuk membeli aset, sehingga jumlah aset yang diminta akan meningkat.

James Tobin dalam teori keseimbangan portofolionya memberikan suatu analisis mengenai perilaku individu dalam permintaan uang untuk spekulasi. Tobin menganalisis alokasi kekayaan ke dalam bentuk obligasi atau uang. Uang merupakan kekayaan yang paling likuid karena uang mempunyai kemampuan untuk membeli setiap saat. Sedangkan obligasi tidak dapat untuk membeli sesuatu kecuali kalau diubah terlebih dahulu kedalam bentuk uang tunai. Seorang individu dalam mengalokasikan kekayaan juga tergantung pada tingkat suku bunga dan harapan akan tingkat perolehan dan risiko dari *capital gains* dan menunjukkan bagaimana keinginan individu dalam memegang uang yang diturunkan dari pengaruh risiko terhadap pemegang obligasi.

Sebagaimana telah diuraikan sebelumnya bahwa permintaan obligasi dipengaruhi oleh beberapa faktor, antara lain: Suku bunga SBI, IHSG, PDB, dan Ekspektasi inflasi. Dimana suku bunga SBI merupakan alat pengendali inflasi dan secara teori berpengaruh negatif terhadap harga obligasi. IHSG merupakan indikator penting mengenai kinerja di pasar modal yang secara signifikan memengaruhi pilihan investasi di kalangan investor. PDB merupakan salah satu konsep pendapatan dalam ekonomi makro, kenaikan PDB dapat diartikan sebagai naiknya pendapatan masyarakat. Sehingga pengaruhnya terhadap permintaan obligasi adalah apabila PDB meningkat maka pendapatan masyarakat meningkat dan secara otomatis daya beli masyarakat pun meningkat.

Tingkat inflasi merupakan sasaran akhir dari kebijakan moneter Bank Indonesia selaku otoritas moneter, inflasi sangat erat kaitannya dengan dengan sektor investasi, dimana perkembangan sektor investasi sangat tergantung pada perubahan tingkat inflasi. Untuk menganalisis perubahan tingkat inflasi seorang investor dapat melakukan peramalan perubahan tingkat inflasi dengan melakukan ekspektasi inflasi, dimana peningkatan ekspektasi inflasi akan mendorong investor untuk mengalihkan aset finansial yang dimilikinya menjadi aset riil, seperti tanah, rumah, dan barang-barang konsumsi lainnya. Karena meningkatnya inflasi di masa depan akan mendorong harga aset riil menjadi lebih tinggi di masa mendatang dan juga keuntungan modal yang lebih tinggi. Menurut kaum monetarist apabila tingkat inflasi (p) naik maka tingkat suku bunga (r) akan naik untuk merespon pergerakan inflasi dan sektor investasi (I) akan mengalami penurunan.

F. Hipotesis

Berdasarkan permasalahan di atas, maka hipotesa yang muncul sebagai berikut:

1. Diduga tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) berpengaruh negatif terhadap permintaan Obligasi Konvensional.
2. Diduga Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) berpengaruh positif terhadap permintaan Obligasi Konvensional.
3. Diduga Produk Domestik Bruto (PDB) berpengaruh positif terhadap permintaan Obligasi Konvensional.
4. Diduga Ekspektasi inflasi berpengaruh negatif terhadap permintaan Obligasi Konvensional.