

**DETERMINAN *YIELD* OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA**

**SKRIPSI**

**Oleh:**

**Syaffa Alizza Mukukhawa**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2025**

## **ABSTRACT**

### **DETERMINANTS OF INDONESIAN GOVERNMENT BOND YIELDS**

**By**

**Syaffa Alizza Mukukhawa**

*As an investment instrument, bonds are chosen because of their relatively fixed income, resulting in lower risk compared to stocks. Therefore, changes in bond yields are an important indicator for investors and market participants. Based on the Arbitrage Pricing Theory, which states that the return of a security is influenced by several macroeconomic factors, this study aims to analyze the factors that influence the movement of the yield of the Indonesian Government Bond series FR0070 and the yield's response to shocks from these macroeconomic factors. The Arbitrage Pricing Theory will be used as a reference in selecting research variables, which consist of Inflation, BI-rate, Exchange Rate, Foreign Exchange Reserves, and the Volatility Index (VIX). The research method uses an error correction model. The results show that the BI-Rate and the exchange rate each have a significant positive effect on the yield of the Indonesian Government Bond series FR0070 in both the short and long term, while foreign exchange reserves and the volatility index (VIX) each have a significant negative effect only in the long term on the yield of the Indonesian Government Bond series FR0070. Inflation did not have a significant effect on the yield of Indonesian Government Bonds series FR0070 in both research periods.*

**Keywords:** *Indonesian Government Bond Yield, Arbitrage Pricing Theory, error correction model*

## **ABSTRAK**

### **DETERMINAN *YIELD* OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA**

**Oleh**

**Syaffa Alizza Mukukhawa**

Sebagai salah satu instrumen investasi, obligasi dipilih karena pendapatan yang relatif tetap sehingga risikonya lebih rendah dibandingkan saham, sehingga perubahan *yield* obligasi menjadi indikator penting bagi investor dan pelaku pasar. Berdasarkan Teori *Arbitrage Pricing Theory* yang menyatakan return suatu sekuritas dipengaruhi oleh beberapa faktor makroekonomi. Penelitian ini bertujuan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dan respons *yield* terhadap guncangan faktor-faktor makroekonomi tersebut. Teori *Arbitrage Pricing Theory* akan digunakan sebagai acuan dalam pemilihan variabel penelitian, yang mana variabel tersebut terdiri dari Inflasi, BI-rate, Nilai Tukar, Cadangan Devisa dan Indeks Volatilitas (VIX). Metode penelitian menggunakan model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*) Hasil penelitian menunjukkan bahwa BI-Rate dan nilai tukar masing masing berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 baik dalam jangka pendek maupun panjang, sedangkan cadangan devisa dan indeks volatilitas (VIX) masing masing berpengaruh negatif signifikan hanya dalam jangka panjang terhadap *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070. Inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 pada kedua jangka waktu penelitian.

**Kata kunci:** *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia, *Arbitrage Pricing Theory*, *error correction model*

**DETERMINAN YIELD OBLIGASI PEMERINTAH  
INDONESIA**

**Oleh**

**SYAFFA ALIZZA MUKUKHAWA**

**Skripsi**

**Sebagai Salah Satu Syarat untuk Mencapai Gelar  
SARJANA EKONOMI**

**Pada**

**Jurusan Ekonomi Pembangunan  
Fakultas Ekonomi dan Bisnis**



**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS LAMPUNG  
BANDAR LAMPUNG  
2025**

Judul Skripsi : **DETERMINAN *YIELD* OBLIGASI  
PEMERINTAH INDONESIA**

Nama Mahasiswa : **Syaffa Alizza Mukukhawa**

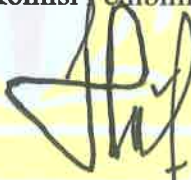
Nomor Pokok Mahasiswa : **2111021091**

Jurusan : **Ekonomi Pembangunan**

Fakultas : **Ekonomi dan Bisnis**

**MENYETUJUI**

Komisi Pembimbing



**Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc.**  
NIP. 198406152008122004

**MENGETAHUI**

Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan



**Dr. Arivina Ratih Y.T., S.E., M.M.**  
NIP. 198007052006042002

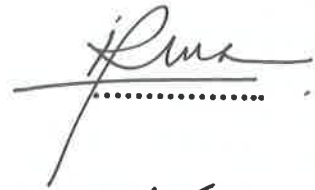
**MENGESAHKAN**

**1. Tim Penguji**

**Ketua : Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc.**



**Penguji I : Irma Febriana M K, S.E., M.Si.**



**Penguji II : Nurbetty Herlina Sitorus, S.E. M.Si.**



**2. Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis**



**Prof. Dr. Nairani, S.E., M.Si.**  
NIP. 196606211990031003

**Tanggal lulus ujian skripsi: 26 Agustus 2025**

## PERNYATAAN BEBAS PLAGIARISME

Saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : Syaffa Aliza Mukukhawa

NPM : 2111021091

Dengan ini menyatakan bahwa skripsi saya yang berjudul “Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia” adalah hasil karya saya sendiri dan dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat pemikiran dari peneliti lain tanpa pengakuan peneliti aslinya. Apabila terdapat hal tersebut sepenuhnya tanggung jawab ada pada penyusun.

Bandar Lampung, 14 Agustus 2025

Penulis



Syaffa Alizza Mukukhawa

NPM. 2111021091

## RIWAYAT HIDUP



Penulis memiliki nama lengkap Syaffa Alizza Mukukhawa terlahir di kota Bekasi Rabu 25 Juni 2003, dan tumbuh besar di Cikarang dan Bandar Lampung. Penulis merupakan putri sulung dari tiga bersaudara dari pasangan bapak Sahudi Sulasmana dan ibu Yulianti. Penulis mulai mengenyam pendidikan sejak tahun 2007 di TK Assalam Bandar Lampung selama dua tahun, yang kemudian diteruskan dengan pendidikan dasar di SD Swasta Al-Azhar Bandar Lampung sampai kelas tiga kemudian di SD Swasta Harapan 3 Medan sampai kelas lima dan di SDN 3 Way Kandis hingga lulus pada tahun 2015. Pada tahun 2015, penulis melanjutkan pendidikannya di SMP Islam Rabbaanii di Cikarang dan lulus pada tahun 2018. Kemudian penulis melanjutkan pendidikan ke jenjang berikutnya di SMA Negeri 9 Bandar Lampung sebagai siswa jurusan Ilmu Pengetahuan Sosial dan lulus pada tahun 2021. Setelah lulus, pada tahun yang sama penulis diterima sebagai mahasiswa S1 Jurusan Ekonomi Pembangunan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung melalui jalur SBMPTN. Selama menjadi mahasiswa, penulis tergabung ke dalam kepengurusan Radio Kampus Universitas Lampung dan tergabung ke dalam anggota Kelompok Studi Pasar Modal. Penulis juga telah melaksanakan kegiatan Kuliah Kerja Nyata (KKN) pada tahun 2024 di Desa Gedung Boga, Kecamatan Way Serdang, Kabupaten Mesuji.

## MOTTO

فَإِنَّ مَعَ الْعُسْرِ يُسْرًا ۖ إِنَّ مَعَ الْعُسْرِ يُسْرًا ۚ

“... Maka, sesungguhnya beserta kesulitan ada kemudahan (5)  
Sesungguhnya beserta kesulitan ada kemudahan(6)...”

**(QS. Al-Insyirah: 5-6)**

“Ketika yang di depan membuatmu takut dan yang di belakang  
membuatmu luka, lihatlah ke atas sesungguhnya pertolongan Allah  
itu sangat dekat.”

## **PERSEMBAHAN**

Alhamdulillahirabbil‘alamin, dengan segala puji dan syukur atas kehadiran Allah SWT dan Nabi Muhammad SAW, karena berkat limpahan rahmat dan karunia-Nya, saya dapat menyelesaikan karya tulis ini. Dengan segala ketulusan dan kerendahan hati, saya persembahkan karya ini kepada: Kedua orang tuaku yang tersayang, Ayah Sahudi Sulasmana (Alm) dan Bunda Yuliati.

Ucapan terimakasih yang sebesar-besarnya penulis sampaikan kepada Ayah dan Bunda yang telah senantiasa memberikan dukungan baik dalam bentuk materi maupun moral demi kesuksesan penulis. Terimakasih atas segala pengorbanan, perjuangan, nasehat, doa, serta cinta dan kasih sayang yang telah kalian berikan sehingga penulis mampu menghadapi segala tantangan dalam kehidupan.

Adik-adikku tersayang, Syazza Naziha Mukukhawa dan Syarra Hanifa Mukukhawa serta Nenekku Mutmainah. Penulis ucapkan terimakasih banyak atas semua dukungan dan doa-doa nya hingga saat ini, keberadaan kalian telah menjadi sosok yang telah memberikan semangat kepada penulis untuk terus berusaha menjadi sosok yang dapat dibanggakan oleh keluarga.

Dosen-dosen Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis yang selama ini telah banyak memberikan ilmu yang bermanfaat, arahan serta nasehat yang amat sangat membantu dalam pengembangan pribadi penulis. Serta almameter tercinta Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

## SANWANCANA

Puji syukur penulis panjatkan atas kehadiran Allah SWT karena berkat rahmat dan karunia-Nya, penulis dapat menyelesaikan skripsi yang berjudul “Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia” yang merupakan salah satu syarat untuk memperoleh gelar sarjana Ekonomi di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.

Penulis menyadari bahwa dalam penyelesaian skripsi ini penulis telah menerima banyak dukungan dan pertolongan dari berbagai pihak. Untuk itu, penulis dengan segala kerendahan hati ingin mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Nairobi, S.E., M.Si., selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
2. Ibu Dr. Arivina Ratih Y.T, S.E., M.M., selaku Ketua Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
3. Ibu Zulfa Emalia, S.E., M.Sc. selaku Sekretaris Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung.
4. Bapak Dedy Yuliawan, S.E., M.Si. selaku dosen Pembimbing Akademik yang senantiasa memberikan bimbingan dengan penuh kesabaran, memberikan arahan, dukungan dan nasehat yang berharga kepada penulis dari semester awal sampai semester akhir sehingga penulis dapat mengerjakan skripsi dan perkuliahannya hingga selesai.
5. Ibu Dr. Tiara Nirmala, S.E., M.Sc. selaku dosen Pembimbing Skripsi yang senantiasa memberikan bimbingan dengan penuh kesabaran, memberikan arahan, dukungan dan nasehat yang berharga kepada penulis sehingga penulis dapat mengerjakan skripsi dan perkuliahannya hingga selesai.
6. Ibu Nurbetty Herlina Sitorus, S.E. M.Si. selaku dosen penguji ujian komprehensif yang telah memberikan arahan, bimbingan, masukan serta dukungannya kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.

7. Ibu Irma Febriana M K, S.E., M.Si., selaku dosen penguji ujian komprehensif yang telah memberikan arahan, bimbingan, masukan serta dukungannya kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.
8. Ibu Dian Fajarini, S.E., M.E. selaku dosen pembahas seminar proposal yang telah memberikan arahan, bimbingan, masukan serta dukungannya kepada penulis dalam penyelesaian skripsi ini.
9. Seluruh Dosen Pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Lampung yang telah memberikan ilmu yang bermanfaat bagi penulis selama menempuh pendidikan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis.
10. Kepada (Alm.) Ayah Sahudi Sulasmana, S.E., M.M. tercinta yang meskipun tidak sempat mendampingi penulis secara langsung namun nasihat, motivasi, dan semangatnya yang selalu tersimpan dalam hati penulis serta doa dan kasih sayangnya yang senantiasa mendampingi dalam setiap langkah penulis.
11. Bundaku tercinta Ibu Yuliati, S.E. yang begitu luar biasa dukungannya, tidak kenal lelah dan tiada hentinya memberikan doa serta kasih sayangnya kepada penulis sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi ini.
12. Adik-adikku tersayang, Syazza Naziha Mukukhawa dan Syarra Hanifa Mukukhawa terimakasih telah menghibur dikala penat, canda dan tawa kalian yang sederhana namun sangat berarti bagi penulis. Terimakasih karena kalian adalah sosok yang membuat penulis dapat terus termotivasi untuk menjadi sosok kakak yang bisa dibanggakan bahkan hingga saat ini.
13. Nenekku Mut'Mainah yang tak pernah lelah sedikitpun untuk selalu mendoakan penulis sehingga penulis diberikan kelancaran untuk dapat menyelesaikan skripsi ini.
14. Kepada Muhammad Rayhan Jaya Alfinsya, yang telah memberikan dukungan serta menjadi penyemangat penulis sejak awal ujian masuk penerimaan perguruan tinggi hingga saat ini. Terimakasih telah menjadi garda terdepan yang selalu mendampingi setiap prosesnya saat dalam suka serta selalu menghibur dikala duka.

15. Sahabatku EMO girls, Rps, Elza dan Jihan terimakasih atas semua bantuan dan dukungan dalam kebersamaannya selama perkuliahan hingga menyelesaikan Skripsi Ini. Terimakasih sudah ada dan ikut merayakan suka serta selalu memberikan dukungan dan penghibur dikala duka, Terimakasih telah bersedia berjalan berdampingan dalam setiap proses perkuliahan ini.
16. Sahabat Rakanila Kudeta 2024, Rehan, Putri, Widya, Intan, Alliya, Nisrina, dan juga Anin serta seluruh keluarga besar Radio Kampus Unila. Terimakasih karena telah membuat kehidupan kampus penulis lebih berwarna dan memberikan berbagai sudut pandang baru. Terimakasih juga atas semangat dan dukungannya dalam menyelesaikan skripsi Ini.
17. Teman teman KKN Gedung Boga, Clara, Ratih, Yeni, Ilham dan Fido yang ikut memberikan cerita dan pengalaman baru. Terimakasih juga atas semangat dan dukungannya dalam menyelesaikan Skripsi Ini.
18. Teman-teman Sahabat seperjuangan Ekonomi Moneter 2021 serta teman teman Jurusan Ekonomi Pembangunan 2021 yang tidak bisa penulis sebutkan satu persatu. Penulis ucapkan terimakasih banyak atas bantuan dan dukungannya dalam menyelesaikan skripsi ini.
19. Semua pihak yang telah memberikan bantuan dan kontribusinya dalam penyelesaian skripsi ini yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu, penulis mengucapkan terimakasih yang sebesar-besarnya.
20. Terakhir, ucapan terimakasih kepada diri sendiri Syaffa Alizza Mukukhawa, terimakasih karena telah memilih bertahan sampai di titik ini, meskipun dalam prosesnya sangat berat tetaplah percaya bahwa di setiap kesulitan akan ada kemudahan.

Bandar Lampung, 14 Agustus 2025

Syaffa Alizza Mukukhawa

NPM 2111021091

## DAFTAR ISI

|                                                        | Halaman     |
|--------------------------------------------------------|-------------|
| <b>DAFTAR ISI.....</b>                                 | <b>i</b>    |
| <b>DAFTAR TABEL .....</b>                              | <b>xvi</b>  |
| <b>DAFTAR GAMBAR.....</b>                              | <b>xvii</b> |
| <br>                                                   |             |
| <b>I. PENDAHULUAN .....</b>                            | <b>1</b>    |
| 1.1 Latar Belakang Masalah .....                       | 1           |
| 1.2 Rumusan Masalah .....                              | 18          |
| 1.3 Tujuan Penelitian .....                            | 19          |
| 1.4 Manfaat Penelitian .....                           | 19          |
| <br>                                                   |             |
| <b>II. KAJIAN PUSTAKA.....</b>                         | <b>20</b>   |
| 2.1 Dasar Teori .....                                  | 20          |
| 2.1.1 <i>Arbitrate Pricing Theory</i> .....            | 20          |
| 2.1.2 Obligasi .....                                   | 22          |
| 2.1.3 Inflasi .....                                    | 29          |
| 2.1.4 <i>BI-Rate</i> .....                             | 31          |
| 2.1.5 Nilai tukar .....                                | 32          |
| 2.1.6 Cadangan Devisa .....                            | 34          |
| 2.1.7 Indeks Volatilitas .....                         | 35          |
| 2.2 Tinjauan Empiris .....                             | 37          |
| 2.2 Kerangka Pemikiran .....                           | 37          |
| 2.3 Hipotesis Penelitian .....                         | 46          |
| <br>                                                   |             |
| <b>III. METODE PENELITIAN.....</b>                     | <b>47</b>   |
| 3.1 Ruang Lingkup Penelitian .....                     | 47          |
| 3.2 Jenis dan Sumber Data.....                         | 47          |
| 3.3 Definisi Operasional Variabel .....                | 48          |
| 3.4 Metode Analisis Data .....                         | 50          |
| 3.5 Prosedur Analisis Data .....                       | 51          |
| 3.5.1 Uji Stasioneritas ( <i>Unit Root Test</i> )..... | 51          |
| 3.5.2 Uji Kointegrasi.....                             | 53          |
| 3.5.3 <i>Error Model Correction</i> (ECM) .....        | 54          |
| 3.5.4 Pengujian Hipotesis .....                        | 54          |

|                                                                                                                     |           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>IV. HASIL DAN PEMBAHASAN.....</b>                                                                                | <b>57</b> |
| 4.1 Hasil Analisis Data .....                                                                                       | 57        |
| 4.1.1. Uji Stasioneritas.....                                                                                       | 57        |
| 4.1.2 Uji Kointegrasi.....                                                                                          | 58        |
| 4.1.3 Hasil Regresi <i>Error Correction Model</i> (ECM).....                                                        | 60        |
| 4.1.4 Uji Asumsi Klasik.....                                                                                        | 61        |
| 4.1.5 Pengujian Hipotesis .....                                                                                     | 65        |
| 4.2. Penjelasan.....                                                                                                | 70        |
| 4.2.1 Pengaruh Inflasi (INF) Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah Indonesia<br>seri FR0070.....                | 70        |
| 4.2.2 Pengaruh BI-Rate (BIR) Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah Indonesia<br>seri FR0070.....                | 73        |
| 4.2.3 Pengaruh Nilai Tukar ( <i>KURS</i> ) Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah<br>Indonesia seri FR0070 ..... | 74        |
| 4.2.4 Pengaruh Cadangan Devisa (CADEV) Terhadap <i>Yield</i> Obligasi<br>Pemerintah Indonesia seri FR0070 .....     | 76        |
| 4.2.5 Pengaruh Indeks Volatilitas (VIX) Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah<br>Indonesia seri FR0070 .....    | 78        |
| <b>V. KESIMPULAN DAN SARAN.....</b>                                                                                 | <b>80</b> |
| 5.1 Simpulan.....                                                                                                   | 80        |
| 5.1 Saran.....                                                                                                      | 82        |
| <b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>                                                                                          | <b>83</b> |

## DAFTAR TABEL

| <b>Tabel</b>                                                                                                    | <b>Halaman</b> |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|
| 2.1 Penelitian Terdahulu.....                                                                                   | 37             |
| 2.2 Data dan Sumber Data.....                                                                                   | 48             |
| 4.1 Hasil Uji Stationer.....                                                                                    | 57             |
| 4.2 Hasil Uji Kointegrasi.....                                                                                  | 59             |
| 4.3 Nilai Uji Kointegrasi dengan Metode <i>Augmented Dickey-Fuller</i> (ADF)<br>pada Tingkat <i>Level</i> ..... | 59             |
| 4.4 Hasil Uji Model ECM Jangka Pendek.....                                                                      | 60             |
| 4.5 Hasil Uji Normalitas.....                                                                                   | 62             |
| 4.6 Hasil Deteksi Multikolinearitas.....                                                                        | 63             |
| 4.7 Hasil Uji Heteroskedastisitas.....                                                                          | 64             |
| 4.8 Hasil Uji Autokorelasi.....                                                                                 | 64             |
| 4.9 Hasil Uji Model ECM Jangka Pendek.....                                                                      | 65             |
| 4.10 Tabel Uji ECM Jangka Panjang.....                                                                          | 67             |
| 4.11 Hasil Uji F-statistik jangka pendek.....                                                                   | 69             |
| 4.12 Hasil Uji F-statistik jangka panjang.....                                                                  | 69             |

## DAFTAR GAMBAR

| <b>Gambar</b>                                               | <b>Halaman</b> |
|-------------------------------------------------------------|----------------|
| 1.1 Volume Harian Obligasi Pemerintah .....                 | 3              |
| 1.2 Perkembangan Investor Indonesia .....                   | 7              |
| 1.3 Perkembangan Inflasi Indonesia .....                    | 9              |
| 1.4 Perkembangan BI- <i>Rate</i> di Indonesia.....          | 11             |
| 1.5 Perkembangan <i>Kurs</i> di Indonesia.....              | 13             |
| 1.6 Perkembangan Cadangan Devisa di Indonesia.....          | 14             |
| 1.7 Perkembangan Indeks Volatilitas (VIX) di Indonesia..... | 16             |
| 2.1 Kerangka Berpikir.....                                  | 45             |

## I. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang Masalah

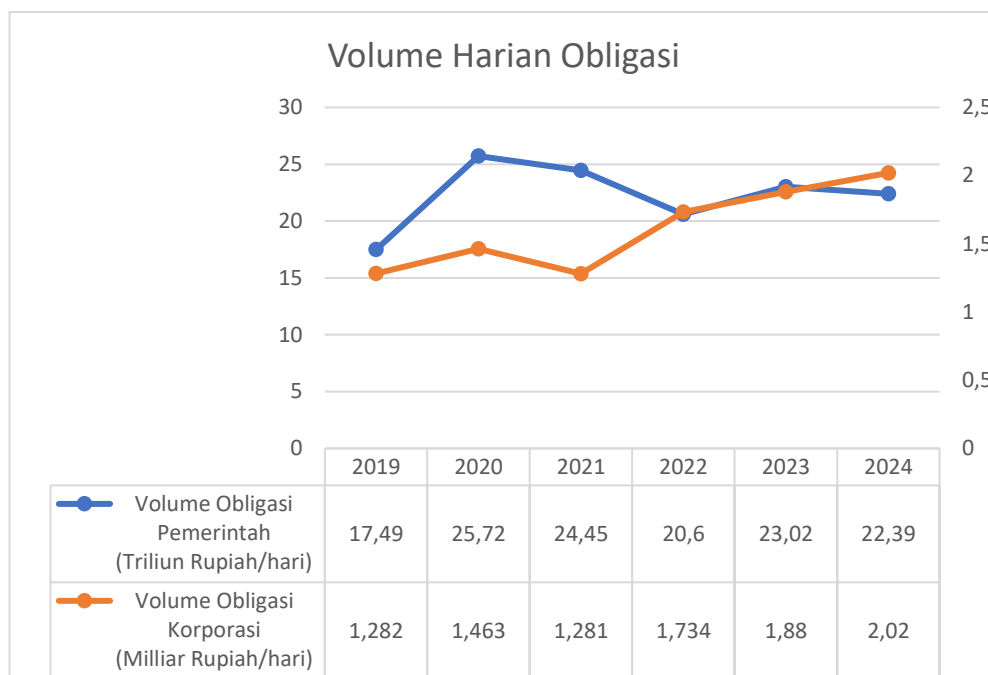
Dalam era perekonomian saat ini di Indonesia ataupun di dunia, investasi menjadi salah satu pilihan untuk menghadapi masa depan. Investasi merupakan suatu tindakan penanaman modal yang dapat dilakukan oleh individu, perusahaan, dan juga pemerintah dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan di masa depan. Investasi juga merupakan salah satu kegiatan penting bagi perusahaan dan negara untuk mendorong kegiatan ekonominya (Paramita, 2016). Investasi dijadikan suatu pilihan untuk memperoleh keuntungan karena investasi dinilai dapat menghasilkan *passive income* secara berkala. Dengan berinvestasi secara bijak, individu dapat mempersiapkan diri untuk menghadapi ketidakpastian ekonomi di masa depan. Selain itu, penting bagi investor untuk melakukan diversifikasi portofolio guna meminimalkan risiko dan memaksimalkan potensi keuntungan dari berbagai instrumen investasi. Investasi dapat diwujudkan dengan berbagai cara seperti membeli surat-surat berharga, emas, tanah, *crypto*, dan berbagai investasi lainnya (Fikhriani & Seftarita, 2022)

Investasi merupakan salah satu alternatif untuk meningkatkan nilai aset pada masa depan sehingga dengan melakukan investasi, penurunan daya beli dapat diimbangi dengan *return* dari investasi (Ayuning, 2014). Dalam arti luas, investasi terdiri dari dua bagian utama yakni investasi dalam bentuk aktiva riil (*real assets*) dan investasi dalam surat-surat berharga atau sekuritas (*marketable securities/financial assets*). Kedua jenis investasi ini memiliki karakteristik dan risiko yang berbeda, sehingga penting bagi investor untuk memahami pilihan yang ada. *Real asset* (aset riil) dapat berupa emas, perak, intan, barang seni, dan *real estate* sedangkan *financial asset* (aset finansial)

umumnya tidak berwujud namun tetap memiliki nilai tinggi. Contoh *financial asset* yaitu deposito, piutang, reksadana, saham dan juga obligasi (Sunariyah, 2006).

Obligasi adalah surat pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran (Djajadi, 2023). Perusahaan yang menerbitkan obligasi tersebut bertanggung jawab untuk membayar bunga dalam jumlah yang sudah ditentukan selama jangka waktu tertentu. Menurut penerbitnya obligasi dapat dibedakan menjadi dua jenis yaitu obligasi korporasi dan obligasi pemerintah. Obligasi korporasi merupakan surat hutang yang diterbitkan oleh perusahaan umum ataupun badan usaha, biasanya perusahaan tersebut berbentuk Badan Usahan Milik Negara (BUMN). Obligasi pemerintah juga dapat diartikan sebagai surat hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah.

Obligasi pemerintah adalah instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah untuk menghimpun dana dari masyarakat dengan tujuan membiayai berbagai proyek pembangunan dan kegiatan ekonomi. Obligasi pemerintah berperan sebagai pilihan dalam pembiayaan pembangunan ekonomi. Pemerintah dapat menjadikan Obligasi Negara sebagai sumber pendanaan, sehingga tidak hanya bergantung pada penerimaan pajak, bea cukai, utang luar negeri dan pendapatan lainnya (Wulandari, 2023). Melalui pasar obligasi, pemerintah dapat memperluas akses terhadap layanan keuangan, mengurangi biaya layanan keuangan, serta meningkatkan stabilitas sistem keuangan, sekaligus memberikan dukungan finansial jangka panjang untuk proyek infrastruktur dan perusahaan. Oleh karena itu, obligasi pemerintah tidak hanya menjadi sumber dana, tetapi juga berkontribusi pada pengembangan ekonomi yang berkelanjutan. Selain itu, sektor keuangan yang kokoh akan menciptakan fondasi yang kuat untuk mendorong pertumbuhan ekonomi.



Sumber: Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI)

**Gambar 1.1. Volume Harian Obligasi 2019-2024**

Berdasarkan publikasi Tinjauan Pasar Surat Utang Indonesia Tahun 2023 yang dikeluarkan oleh Penilai Harga Efek Indonesia (PHEI) selama lima tahun terakhir mengalami kenaikan dan penurunan. Volume transaksi harian obligasi pemerintah Indonesia pada tahun 2024 yaitu sebesar Rp22,39 triliun/hari dimana angka ini mengalami penurunan dari tahun sebelumnya pada 2023 yaitu Rp23,02 triliun rupiah/harinya. Kenaikan paling besar terjadi pada tahun 2020 yaitu sebesar Rp8,23 triliun rupiah /hari, sedangkan penurunan paling besar terjadi pada tahun 2022 yaitu sebesar Rp3,85 triliun rupiah /hari. Berdasarkan gambar diatas dapat kita lihat bahwa meskipun volume harian obligasi korporasi lebih rendah jika dibandingkan dengan obligasi pemerintah, namun volume harian obligasi korporasi selama tiga tahun terakhir yaitu selama periode 2021-2024 terus mengalami peningkatan, berberda halnya dengan volume obligasi pemerintah yang pada periode tersebut masih mengalami fluktuasi. Fluktuasi ini mencerminkan dinamika pasar yang yang dipengaruhi oleh berbagai faktor ekonomi yang juga menunjukkan respons investor terhadap perubahan kondisi makroekonomi dan sentimen pasar yang terus berkembang. Dengan demikian, pemantauan

terhadap faktor-faktor ini menjadi penting untuk memahami arah pasar obligasi di masa mendatang.

Pengembangan pasar obligasi dilakukan pemerintah melalui Direktorat Jendral Pengelolaan Surat Utang dan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dengan berupaya mempersiapkan aturan hukum dan infrastruktur penunjang pasar obligasi secara bertahap. Di Indonesia, pemerintah membutuhkan pasar obligasi yang maju guna menunjang peningkatan efisiensi dalam penyaluran dana serta memperluas ketersediaan modal. Terbentuknya pasar obligasi domestik yang solid mampu menurunkan ketergantungan terhadap utang luar negeri sekaligus memperkuat ketahanan sistem keuangan nasional terhadap volatilitas eksternal. Untuk negara berkembang seperti Indonesia, pembayaran utang luar negeri menjadi salah satu komponen utama dalam pengeluaran devisa. Karena itu, pemerintah terdorong untuk mengadopsi strategi pengelolaan utang yang menitikberatkan pada peningkatan proporsi utang domestik dalam total kewajiban utang pemerintah.

Obligasi pemerintah Indonesia dikenal dengan nama Surat Berharga Negara (SBN). Obligasi selama ini telah berperan penting bagi pemerintah dalam mencari dana untuk pembangunan. Di Indonesia SBN adalah salah satu instrumen yang digunakan untuk memenuhi pembiayaan APBN. SBN merupakan instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia untuk mengatasi defisit anggaran dan mendanai proyek-proyek pembangunan. SBN berfungsi sebagai bukti pengakuan utang yang dijamin oleh negara, dengan menawarkan imbal hasil yang menarik bagi investor. Pembagian lebih lanjut dilakukan berdasarkan karakteristik instrumen, di mana SBN Ritel dibagi lagi menjadi produk yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder (*tradable*) seperti Obligasi Negara Ritel (ORI) dan Sukuk Ritel (SR), serta yang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradable*) seperti *Savings Bond Ritel* (SBR) dan Sukuk Tabungan (ST). Surat Berharga Negara terbagi menjadi dua jenis utama, yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Surat Utang Negara (SUN) dikelola dengan cara konvensional dan memberikan imbal hasil berupa bunga tetap atau mengambang, sedangkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) mengikuti prinsip syariah dengan memberikan imbal hasil berupa uang sewa (ujrah) yang dibayar setiap bulan. Berdasarkan jangka waktunya, terdapat 2 (dua) jenis SUN yaitu Obligasi Negara dan Surat Perbendaharaan Negara (SPN). Sedangkan SBSN juga terbagi menjadi 2 (dua) jenis yaitu SBSN jangka panjang dan Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS). Obligasi Negara adalah Surat Utang Negara (SUN) yang berjangka waktu lebih dari 12 (dua belas) bulan baik dengan kupon/bunga atau tanpa kupon/bunga. Obligasi negara ini juga terbagi lagi menjadi 2 (dua) jenis sesuai dengan mata uang yaitu obligasi negara berdenominasi rupiah dan obligasi negara berdenominasi valuta asing.

Obligasi negara berdenominasi rupiah terbagi juga menjadi 2 jenis berdasarkan tingkat bunganya yaitu: *variable rate* dan *fixed rate*. Obligasi negara yang memiliki *variable rate* adalah VR *Reguler* dan *Savings Bond Ritel* (SBR), sedangkan obligasi negara yang memiliki *fixed rate* adalah FR *Reguler*, *Zero Coupon Bonds*, Obligasi Negara Ritel (ORI). Dari berbagai jenis Surat Berharga Negara (SBN), terdapat beberapa instrumen yang hanya dapat dimiliki oleh individu Warga Negara Indonesia (WNI) secara ritel, instrumen ini biasa disebut dengan SBN Ritel. SBN ritel memiliki beberapa instrumen yaitu Obligasi Negara Ritel (ORI), *Savings Bond Ritel* (SBR), Sukuk Ritel (SR), Sukuk Tabungan (ST), dan Sukuk Wakaf Ritel (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko)

Penelitian ini berfokus pada SUN karena secara umum, Surat Utang Negara (SUN) lebih banyak dipilih oleh investor dibandingkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Hal ini terjadi karena beberapa alasan, seperti imbal hasil yang lebih kompetitif dan risiko yang lebih rendah, karena SUN diterbitkan oleh pemerintah yang memiliki stabilitas keuangan tinggi. Di sisi lain, pajak atas imbal hasil SUN lebih rendah, yaitu 10 persen, dibandingkan dengan pajak pada deposito yang mencapai 20 persen, yang membuat SUN lebih menguntungkan dari segi pajak (Kementrian Keuangan). Selain itu, SUN

memiliki tingkat likuiditas yang lebih baik di pasar sekunder, memungkinkan investor untuk lebih fleksibel dalam membeli dan menjualnya. Imbal hasil SUN juga sering kali lebih tinggi daripada instrumen investasi lainnya, termasuk deposito. Meskipun SBSN menarik bagi investor yang menginginkan produk yang sesuai dengan prinsip syariah, SUN tetap lebih banyak diminati oleh kalangan investor yang mencari keuntungan lebih besar dan kemudahan akses serta likuiditas.

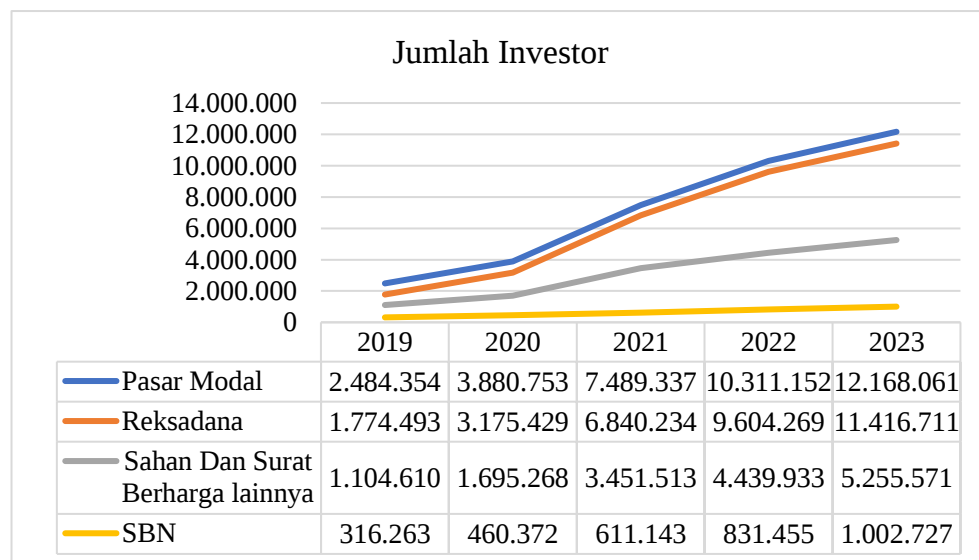
Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kementerian Keuangan mencatat, kepemilikan Surat Berharga Negara (SBN) domestik yang dapat diperdagangkan sepanjang tahun berjalan hingga 31 Desember 2024 mencapai Rp6.039,54 triliun. Jumlah tersebut terdiri dari kepemilikan di Surat Utang Negara (SUN) sebesar Rp4.900,08 triliun dan di Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara sebanyak Rp1.139,45 triliun. Berdasarkan data tersebut komponen Surat Utang Negara (SUN) masih mendominasi kepemilikan Surat Berharga Negara (SBN) domestik yang dapat diperdagangkan.

Berdasarkan sumber data Publikasi Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPU) dan Kementerian Keuangan pada Desember 2024. Saat ini kepemilikan SBN terbesar dimiliki oleh pihak *non-bank*, yang didalamnya terdapat kepemilikan asing, reksadana, asuransi, sekuritas, dan individu yang memiliki persentasi sebesar 54,13 persen yaitu senilai Rp2.652,48 triliun, sedangkan kepemilikan oleh pihak bank baik bank konvensional maupun bank indonesia sebesar 45,87 persen yaitu senilai Rp2.652,48 triliun. Sehingga sampai saat ini pihak non-bank telah menjadi investor terbesar. Hal ini dikarenakan keputusan investasi para investor yang mengindikasikan bahwa *outstanding* asset berupa obligasi pemerintah dianggap sebagai investasi aman dan memberikan imbal hasil yang menguntungkan.

Investor dalam memilih dan memutuskan pembelian suatu obligasi tentunya mengharapkan imbalan atau keuntungan yang lebih besar (Lumbantobing, 2014). Obligasi dengan jatuh tempo yang berbeda masing masing memiliki

harga dan suku bunga terkait, yang disebut imbal hasil hingga jatuh tempo (*yield to maturity*), atau cukup disebut imbal hasil atau *yield* (Blanchard, 2014). Investor yang melakukan investasi obligasi mendapatkan keuntungan berupa imbal hasil (*return*) atau disebut sebagai *yield*. Pendapatan atau imbal hasil yang akan didapatkan oleh investor dari hasil penempatan dananya pada obligasi dinamakan *yield*. *Yield* dihitung sebagai persentase dari pendapatan bunga (kupon) yang diperoleh investor setiap tahun dibandingkan dengan harga pembelian obligasi. (Louhenapessy et al., 2024). Biasanya para investor memakai suatu tolak ukur untuk melihat perkembangan nilai dari portofolio obligasi yang dimiliki yaitu dengan cara memantau pergerakan imbal hasil atau *yield* obligasi. Investor lebih memilih suatu instrumen investasi yang memiliki *yield* lebih besar dibandingkan dengan instrumen lainnya.

Penelitian menunjukkan bahwa *yield* obligasi Indonesia memberikan pengaruh signifikan positif terhadap kepemilikan SBN oleh investor domestik (Panjaitan, 2022). Secara grafik dapat dilihat nilai perkembangan investor di Indonesia sebagai berikut.



Sumber: Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI)

**Gambar 1.2. Perkembangan Investor Indonesia 2019-2023**

Berdasarkan publikasi Statistik Pasar Modal Indonesia Tahun 2023 yang dikeluarkan oleh Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) selama periode 2019-2023 jumlah investor SBN masih tergolong rendah dibandingkan dengan

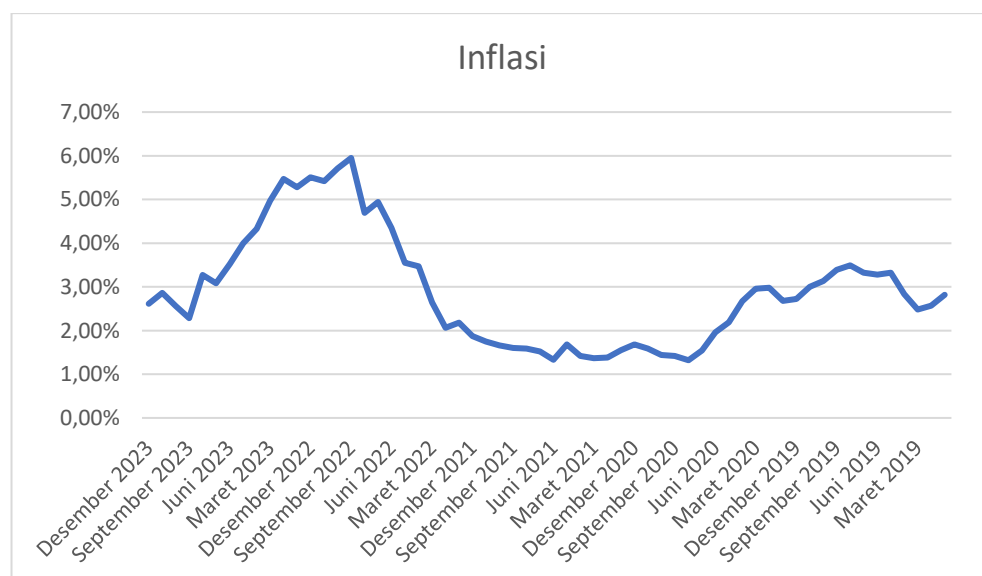
instrumen investasi lainnya seperti pasar modal, reksa dana, saham dan surat berharga lainnya. Walaupun jumlah investor SBN terus mengalami peningkatan dalam kurun waktu lima tahun terakhir, namun presentase kenaikan setiap tahunnya termasuk lebih rendah dibandingkan dengan instrumen investasi lainnya. Data Maret 2024 menunjukkan jumlah investor SBN sekitar 460,372 orang, masih jauh lebih rendah dibandingkan investor saham dan surat berharga lainnya yang mencapai 4,596,542 investor. Hal mengindikasikan perlunya upaya lebih intensif untuk meningkatkan aksesibilitas SBN agar dapat menjadi pilihan investasi yang lebih menarik bagi masyarakat luas.

Obligasi sebagai utang dalam jangka panjang akan dibayar kembali oleh negara kepada para investor jika sudah jatuh tempo dengan bunga yang tetap. Hasil dari obligasi yang telah jatuh tempo dan ditambah dengan bunga kupon dari periode berjalan merupakan pendapatan yang akan diperoleh investor dan biasa disebut dengan istilah imbal hasil (*yield*) obligasi. Untuk membandingkan obligasi yang ingin dipilih, cara yang paling mudah dilakukan adalah dengan menilai besaran *yield* yang sudah memperhitungkan *return* dari segi maturitas obligasi dan harga pasar. Sebagai investor yang rasional, penilaian mengenai kondisi-kondisi yang memengaruhi *yield* obligasi sangat diperlukan (Maulidya, 2024). Besarnya *yield* obligasi tidak hanya dipengaruhi oleh karakteristiknya saja. Melainkan masih banyak faktor lain yang berpengaruh terhadap besarnya *yield* yang akan kita peroleh dari investasi obligasi.

Berdasarkan Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976), *return* suatu sekuritas dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi. *Arbitrage Pricing Theory* menyatakan bahwa realisasi *return* pada aset terdiri dari return ekspektasi atas aset tersebut pada awal periode waktu dan realisasi tak terduga dari  $k$  faktor risiko selama periode itu ditambah risiko tertentu dalam perusahaan. Asumsi utama dari APT adalah setiap investor, yang memiliki peluang untuk meningkatkan *return* portofolionya tanpa meningkatkan risikonya, akan memanfaatkan

peluang tersebut. (Gojali, 2012). Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi imbal hasil (*yield*) obligasi yang akan diterima investor adalah inflasi. Inflasi adalah kondisi ekonomi dengan situasi kenaikan harga dan biaya kebutuhan secara umum, seperti harga beras, bahan bakar, tenaga kerja, lahan, dan barang modal (E. Fatmawati, 2020). Kenaikan inflasi menyebabkan peningkatan risiko pada seluruh aset investasi, termasuk obligasi (OJK, 2024). Perubahan laju inflasi yang sangat fluktuatif berdampak pada investasi surat-surat berharga karena dengan adanya peningkatan inflasi berarti berinvestasi pada surat berharga seperti saham dan obligasi dirasa sangat berisiko (Lady, 2016).

Inflasi yang berfluktuasi akan berdampak pada sektor investasi apapun termasuk juga dengan obligasi. Hal ini terjadi karena inflasi dapat menyebabkan peningkatan harga konsumen yang membuat tingkat keuntungan produsen akan mengalami penurunan. Pada saat terjadi penurunan keuntungan bagi produsen maka harga surat berharga seperti obligasi pemerintah mengalami penurunan. Jika harga obligasi pemerintah mengalami penurunan, hal ini akan menyebabkan *yield* obligasi pemerintah mengalami kenaikan. Oleh karena itu, investor akan mempertimbangkan dampak inflasi terhadap potensi keuntungan obligasi sebelum berinvestasi.



Sumber: Bank Indonesia (data diolah)

**Gambar 1.3. Perkembangan Inflasi Indonesia 2019-2023**

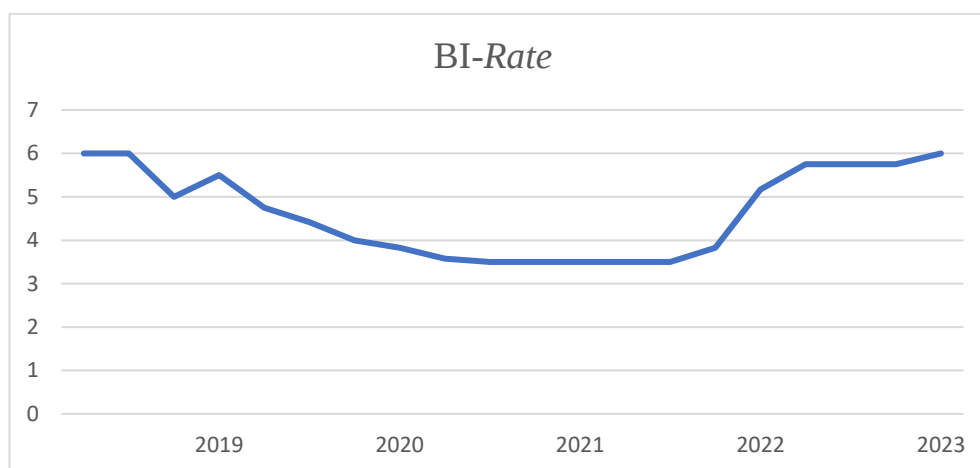
Berdasarkan data gambar di atas bahwa nilai inflasi mengalami kecenderungan fluktuatif dari tahun 2019-2023. Tercatat nilai inflasi tertinggi terjadi pada periode desember 2022 sebesar 5,59 persen atau melonjak naik sebesar 3,72 persen dari Desember tahun sebelumnya yaitu sebesar 1,87 persen, sedangkan angka terendah terjadi pada periode agustus 2020 sebesar 1,32 persen atau turun sebesar 0,95 persen dari desember tahun sebelumnya yaitu sebesar 2,27 persen.

Inflasi yang terus meningkat menyebabkan kenaikan harga secara keseluruhan, sehingga investasi pada surat-surat berharga seperti obligasi akan dirasa semakin beresiko. Akibatnya, investor akan mengharapkan imbal hasil (*yield*) yang lebih besar atas investasinya. Oleh karena itu, laju inflasi berpengaruh positif terhadap *yield* obligasi yang diinginkan oleh investor. Hal ini sejalan dengan penelitian dari Muktiyanto & Aulia (2019) yang menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi. Laju inflasi juga menjadi faktor pemicu utama kenaikan *yield* obligasi pemerintah (Pinho & Barradas, 2021). Kenaikan laju inflasi dalam suatu perekonomian biasanya diiringi dengan kecenderungan kenaikan suku bunga yang berimplikasi pada permintaan *yield* yang lebih tinggi oleh pemegang obligasi (Paul, 2018). Santosa (2021) membuktikan bahwa laju inflasi berdampak positif terhadap *yield* obligasi. Tjandrasa (2017) menemukan bahwa laju inflasi berdampak positif terhadap *yield* obligasi pemerintah 10 tahun.

Selain inflasi adapun variabel kebijakan moneter yaitu suku bunga. Suku bunga yang merupakan variabel makroekonomi yang paling penting dalam menentukan *yield* obligasi pemerintah. Suku bunga yang diterbitkan oleh Bank Indonesia kepada publik merupakan acuan bagi investor untuk berinvestasi pada asset. Investasi dalam bentuk deposito ataupun Sertifikat Bank Indonesia (SBI) merupakan investasi yang menghasilkan bunga bebas risiko sehingga pengelolaannya sangat mudah dan cenderung aman.

Hubungan antara tingkat suku bunga dengan *yield* obligasi adalah positif, sehingga apabila tingkat suku bunga mengalami kenaikan maka tingkat

keuntungan yang diisyaratkan oleh investor atau *yield* juga akan mengalami kenaikan atau keduanya berkorelasi positif (Aprilian, 2016). Jadi tingkat imbal hasil pada obligasi diharapkan lebih besar dibandingkan dengan tingkat suku bunga yang ada saat ini. Investor sebelum berinvestasi dalam bentuk obligasi selalu membandingkan dengan besarnya tingkat suku bunga deposito supaya investor mendapatkan imbal hasil yang maksimal pada obligasi tersebut. Ketika tingkat suku bunga naik maka *yield* obligasi juga akan meningkat, karena apabila imbal hasil obligasi tidak naik maka investor akan lebih memilih pada deposito. Hal itu akan menyebabkan tidak menariknya obligasi dimata investor.



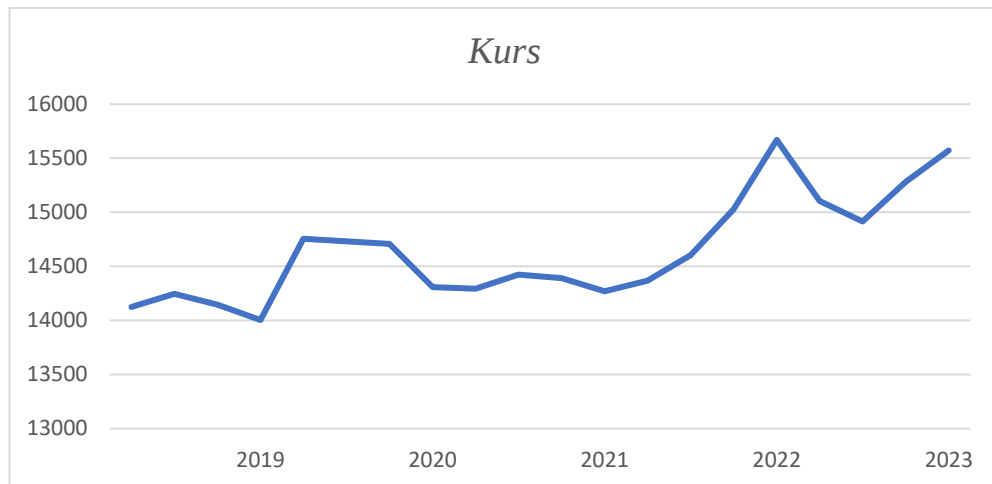
Sumber: Bank Indonesia (data diolah)

#### **Gambar 1.4. Perkembangan BI-Rate di Indonesia 2019-2023**

Berdasarkan data gambar di atas bahwa nilai *BI-Rate* mengalami kecenderungan fluktuatif dari tahun 2019-2023. Menurut Tandelilin (2010), harga obligasi dapat berubah jika ada perubahan pada suku bunga dan *yield* yang disyaratkan oleh investor. Ketika suku bunga dinaikkan, harga obligasi menurun dan *yield* obligasi ikut mengalami kenaikan serta sebaliknya (Tandelilin, 2010). Sensitivitas perubahan harga obligasi itu dipengaruhi oleh besarnya kupon dan maturitas dari obligasi tersebut. Sihombing dan Sundoro (2017) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa variabel makroekonomi seperti suku bunga BI memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan bahwa perubahan suku bunga memiliki pengaruh positif *yield* obligasi korporasi di India.

Faktor-faktor lain yang juga mempengaruhi *yield* obligasi adalah nilai tukar. Nilai tukar juga dapat dikatakan sebagai variabel kondisi makro ekonomi (Fajarini et al., 2023). Adapun nilai tukar rupiah terhadap dolar AS atau sering disebut juga dengan *kurs*. *Kurs* merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara asing lainnya. Ada dua pendekatan moneter dan pendekatan pasar. Dalam pendekatan moneter, nilai tukar mata uang didefinisikan sebagai harga dimana mata uang asing diperjualbelikan terhadap mata uang domestik dan harga tersebut berhubungan dengan penawaran dan permintaan uang. Sedangkan dalam pendekatan pasar menunjukkan tingkat harga di mana pelaku ekonomi dapat memperdagangkan barang dari suatu negara untuk barang dari negara lain atau disebut juga harga relatif barang atau jasa di antara dua negara.

Nilai tukar mata uang menjadi salah satu penentu kebijakan moneter bank sentral (Bank Indonesia, 2020). Pergerakan mata uang suatu negara dan dampaknya terhadap pasar modal berkaitan dengan naik turunnya permintaan baik dari investor domestik maupun asing (Fidora et al., 2007). Depresiasi nilai tukar mata uang domestik dapat meningkatkan arus masuk investasi asing baru. Depresi tersebut dinilai menguntungkan bagi investor baru yang mempertimbangkan biaya investasi asing di dalam negeri. Depresiasi menimbulkan biaya memasuki investasi baru yang lebih murah. Sedangkan jika terjadi apresiasi dimana biaya penanaman modal asing menjadi mahal maka akan mengurangi masuknya investor asing ke dalam negeri (Fajarini et al., 2023). Ketika nilai tukar dollar terlampaui tinggi menyebabkan suku bunga tinggi sehingga melambatkan laju pertumbuhan ekonomi. Suku bunga yang tinggi cenderung mengurangi investasi. Mata uang lokal suatu negara yang mengalami depresiasi, artinya mata uang lokal melemah terhadap mata uang US Dollar, mendorong suku bunga yang tinggi dan selanjutnya akan menurunkan harga obligasi serta meningkatkan *yield*.



Sumber: Kementerian Perdagangan (data diolah)

**Gambar 1.5. Perkembangan Kurs di Indonesia 2019-2023**

Berdasarkan data gambar di atas bahwa nilai *Kurs* mengalami kecenderungan meningkat dari tahun 2019-2023. Menurut Fidora, Fratzscher, & Thimann (2007), volatilitas *kurs* menyebabkan adanya *home bias*, yaitu kecenderungan investor untuk membeli saham atau obligasi di negaranya sendiri. Hal ini disebabkan oleh potensi kerugian akibat perubahan nilai tukar mata uang jika menanamkan modal dalam denominasi mata uang lain. Oleh karena itu, hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pelemahan mata uang dianggap sebagai penambahan risiko bagi investor asing sehingga cenderung menjual obligasi yang dimiliki dan memilih tempat yang lebih aman untuk berinvestasi. Hal ini menyebabkan harga obligasi turun dan *yield* mengalami kenaikan. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan dalam penelitiannya bahwa kurs mata uang memiliki dampak positif terhadap *yield* obligasi korporasi di India.

Perubahan yang diharapkan dalam nilai tukar mata uang dan suku bunga internasional merupakan penjumlahan dari suku bunga domestik. Oleh karena itu, peningkatan suku bunga menyebabkan depresiasi nilai tukar dan, secara implisit, imbal hasil obligasi meningkat. Pramana dan Nachrowi (2016) membuktikan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap imbal hasil obligasi pemerintah. Santosa (2021) dan Arshad *et al.* (2018) mengungkapkan bahwa nilai tukar berpengaruh positif terhadap imbal hasil obligasi dalam jangka panjang. Sebaliknya, Kurniasih dan Restika (2015) menemukan bahwa

nilai tukar berpengaruh negatif terhadap imbal hasil dalam jangka panjang. Zhou dan McMillan (2022) juga mengungkapkan bahwa nilai tukar efektif nominal berpengaruh negatif terhadap imbal hasil obligasi dalam jangka panjang. Pelemahan nilai tukar dapat menarik minat investor terutama asing untuk masuk ke pasar modal Indonesia sehingga berdampak pada kenaikan harga obligasi dan penurunan *yield*.

Berbagai faktor makroekonomi berperan penting dalam menentukan tingkat *yield* obligasi, salah satunya adalah cadangan devisa yang dimiliki oleh suatu negara. Cadangan devisa adalah aset keuangan berupa mata uang asing dan instrumen keuangan lain yang dimiliki dan dikelola oleh bank sentral suatu negara, seperti Bank Indonesia. Cadangan ini berfungsi untuk menjaga stabilitas nilai tukar mata uang, membiayai ketidakseimbangan neraca pembayaran, dan melindungi ekonomi dari guncangan global. Faktor cadangan devisa dinilai ikut mempengaruhi *yield* obligasi. Muharam (2011) dalam penelitiannya membuktikan bahwa terdapat pengaruh negatif signifikan antara cadangan devisa terhadap imbal hasil obligasi pemerintah. Lebih lanjut, penelitian Jacobs, *et al.* (2011) juga menunjukkan bahwa persentase perubahan *foreign reserves* (cadangan devisa) mempengaruhi secara negatif terhadap *yield sovereign global bond*.



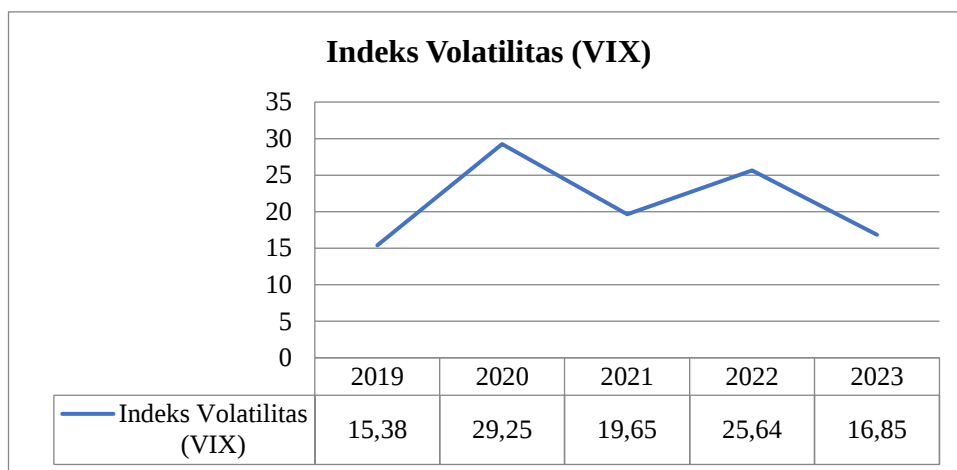
Sumber: Bank Indonesia (data diolah)

**Gambar 1.6. Cadangan Devisa 2019-2023**

Berdasarkan informasi yang terdapat pada gambar 6 di atas bahwa nilai Cadangan Devisa cenderung bergerak fluktuatif dari tahun 2019-2023.

Besarnya cadangan devisa menjadi indikator penting bagi kredibilitas kebijakan moneter serta stabilitas ekonomi negara di mata investor dan lembaga internasional. Faktor cadangan devisa dinilai ikut mempengaruhi *yield* obligasi. Risiko gagal bayar (*default risk*) dapat tercermin dari kemampuan penerbit obligasi untuk membayarkan *yield* bagi para investornya. Salah satu indikator yang digunakan untuk menentukan keamanan investasi obligasi ialah melalui rasio likuiditas. Muharam (2011) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa faktor yang dapat meningkatkan risiko gagal bayar dari obligasi pemerintah adalah krisis likuiditas, dimana cadangan devisa menjadi salah satu ukuran tingkat likuiditas tersebut. Bank Indonesia menyatakan pula ketika jumlah cadangan devisa memadai, maka investor tidak akan terburu-buru untuk mengalihkan dananya ke luar negeri.

Faktor eksternal yang mempengaruhi *yield* secara signifikan adalah *volatility index* (Purba, 2018). Peningkatan Indeks Volatilitas menggambarkan adanya peningkatan volatilitas di pasar global, hal ini dikarenakan Indeks Volatilitas (VIX) merupakan sebuah perhitungan yang dirancang untuk menyajikan ukuran ekspektasi volatilitas pasar saham AS dalam jangka waktu 30 hari ke depan, Indeks Volatilitas dihitung dari opsi S&P 500 (SPX). Perubahan Indeks Volatilitas bisa membuat pasar keuangan bereaksi, Indeks Volatilitas yang meningkat membuat risiko pasar keuangan global meningkat, Indeks Volatilitas yang menurun membuat volatilitas di pasar rendah (Listiyana dan Robiyanto, 2021). Peningkatan *volatility index* yang merupakan cerminan dari sentimen risiko pasar ini kemudian akan direspon oleh investor dengan melakukan aksi penjualan obligasi (Sihombing et al, 2013). Dalam studi yang dilakukan oleh Singleton (2007), Gonzalez-Hermosillo (2008), Bellas, Papaioannou, dan Petrova (2010) ditemui bahwa *volatility index* sebagai proksi dari faktor ketidakpastian di pasar keuangan global berpengaruh terhadap perubahan *risk appetite investor* yang pada akhirnya berpengaruh terhadap dinamika *yield curve*.



*Sumber: Chicago Board Options Exchange (data diolah)*

**Gambar 1.7. Indeks Volatilitas (VIX) 2019-2023**

Berdasarkan informasi yang terdapat pada gambar 6 di atas bahwa nilai Volatilitas mengalami kecenderungan fluktuatif dari tahun 2019-2023. Nilai terendah terdapat pada tahun 2019 yaitu sebesar 15,38 persen yang dimana angka ini menunjukkan Indeks Volatilitas stabil. Indikator Indeks Volatilitas dianggap stabil ketika berada dalam kisaran normal yaitu antara 12 hingga 20, mencerminkan kondisi pasar yang relatif tenang. Dalam kisaran ini, volatilitas yang rendah menunjukkan bahwa investor merasa lebih percaya diri dan tidak ada kekhawatiran yang signifikan mengenai pergerakan pasar. Sedangkan nilai tertinggi terdapat pada tahun 2020 yaitu sebesar 29,25 persen yang dimana angka ini menunjukkan Indeks Volatilitas meningkat. Indeks volatilitas Indeks Volatilitas dianggap meningkat ketika berada pada 20 hingga 25, mencerminkan ketidakpastian yang mulai meningkat. Nilai Indeks Volatilitas di atas 30 menunjukkan volatilitas yang tinggi dan rasa takut di bagi investor, sementara nilai di atas 40-45 menandakan tingkat ketakutan yang sangat tinggi di pasar.

Indeks Volatilitas dapat naik dan turun tergantung pada kondisi pasar dan sentimen investor. Kenaikan Indeks Volatilitas biasanya terjadi saat pasar mengalami ketidakstabilan atau penurunan harga saham, yang mencerminkan meningkatnya ketakutan dan ketidakpastian bagi investor. Faktor-faktor seperti berita negatif, laporan ekonomi yang buruk, atau ketegangan geopolitik dapat memicu lonjakan Indeks Volatilitas. Sebaliknya, Indeks Volatilitas

cenderung turun ketika pasar stabil dan ada lebih banyak posisi beli dibandingkan jual, menunjukkan kepercayaan investor yang lebih tinggi. Dalam kondisi *bullish*, di mana harga saham meningkat, permintaan berkurang, sehingga menyebabkan penurunan nilai Indeks Volatilitas.

Indeks Volatilitas dianggap sebagai pengukur tingkat ketakutan atau kecemasan investor di pasar keuangan. Menurut penelitian yang dilakukan oleh Listiyana dan Robiyanto (2021), perubahan pada nilai Indeks Volatilitas dapat menimbulkan reaksi signifikan di pasar keuangan global. Ketika nilai Indeks Volatilitas meningkat, hal ini mencerminkan meningkatnya ketidakpastian dan risiko di pasar, yang kemudian mendorong investor untuk mencari perlindungan dengan mengalihkan dana mereka dari aset-aset berisiko tinggi seperti saham, ke aset-aset yang lebih aman seperti obligasi pemerintah. Pergeseran ini mengakibatkan meningkatnya permintaan terhadap obligasi, yang selanjutnya menyebabkan kenaikan harga obligasi dan penurunan *yield*-nya. Sebaliknya, apabila nilai Indeks Volatilitas menurun, hal ini menunjukkan bahwa tingkat ketakutan dan volatilitas di pasar mereda, sehingga investor menjadi lebih berani mengambil risiko dan kembali ke pasar saham, yang kemudian menurunkan permintaan terhadap obligasi dan dapat menaikkan *yield*-nya. Sejalan dengan itu, hasil penelitian yang dilakukan oleh Darsono, Firman, Nugraha, dan Isnaini (2024) juga menunjukkan bahwa Indeks Volatilitas memiliki pengaruh positif yang signifikan terhadap imbal hasil obligasi di Indonesia, yang mempertegas pentingnya memperhatikan dinamika Indeks Volatilitas dalam analisis pasar obligasi, baik di tingkat global maupun domestik.

Ada beberapa faktor yang membuat investor lebih tertarik menginvestasikan dananya pada obligasi daripada saham. Diantaranya adalah obligasi mempunyai pendapatan yang relatif tetap sehingga menyebabkan risiko kerugian yang akan diterima investor rendah. Selanjutnya jika perusahaan penerbit obligasi mengalami kebangkrutan, maka investor obligasi akan didahulukan dalam menerima pelunasan pokok obligasi. Pedoman umum yang digunakan oleh para investor dan pelaku pasar untuk dapat memantau

perkembangan nilai portofolio obligasi pemerintah yang dimiliki adalah dengan memantau perkembangan pergeseran *yield curve*. *Yield Curve* merupakan hubungan antara jatuh tempo dan imbal hasil (Blanchard, 2017). Dengan demikian maka analisa terhadap pergeseran *yield curve* menjadi hal yang penting untuk dipahami oleh para investor dan pelaku pasar. Pergerakan *yield curve* dipengaruhi oleh berubahnya *yield* obligasi yang menjadi kontributor sebagai akibat adanya shock ekonomi makro yang terjadi. Berdasarkan latar belakang di atas, maka dalam penelitian ini bertujuan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield* obligasi di Indonesia dengan melihat bagaimana respon *yield curve* terhadap guncangan dari faktor-faktor tersebut. Dengan melihat adanya teori, data dan penelitian sebelumnya, maka atas dasar penjelasan tersebut penelitian ini mengambil judul **“Determinan Yield Obligasi Pemerintah Indonesia”**

## 1.2 Rumusan Masalah

Sebagaimana yang sudah dipaparkan pada latar belakang di atas, dalam penelitian ini akan ditentukan beberapa rumusan masalah yang menjadi objek kajian pembahasan, yaitu:

1. Bagaimana pengaruh Inflasi terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?
2. Bagaimana pengaruh BI-Rate terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?
3. Bagaimana pengaruh Nilai Tukar terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?
4. Bagaimana pengaruh Cadangan Devisa terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?
5. Bagaimana pengaruh Indeks Volatilitas terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?
6. Bagaimana pengaruh Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar, Cadangan Devisa dan Indeks Volatilitas secara bersama sama terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia?

### 1.3 Tujuan Penelitian

Pada dasarnya, setiap kegiatan penelitian memiliki tujuan dan kegunaan tertentu, sesuai dengan topik masalah dan subjek penelitian. Tujuan dan kegunaan penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk menganalisis pengaruh Inflasi terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
2. Untuk menganalisis pengaruh *BI-Rate* terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
3. Untuk menganalisis pengaruh Nilai Tukar terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
4. Untuk menganalisis pengaruh Cadangan Devisa terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
5. Untuk menganalisis pengaruh Indeks Volatilitas terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia
6. Untuk menganalisis apakah Inflasi, *BI-Rate*, Nilai Tukar, Cadangan Devisa dan Indeks Volatilitas berpengaruh secara bersama sama terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

### 1.4 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah :

1. Bagi peneliti, penelitian ini sebagai syarat pengajuan judul skripsi dan dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat memperluas pengetahuan dan wawasan peneliti yang berkaitan dengan Determinan *Yield* Obligasi pemerintah Indonesia.
2. Bagi dunia ilmu pengetahuan, dengan adanya penelitian ini diharapkan dapat menambah referensi literatur dalam ilmu pengetahuan keuangan di Indonesia dan sebagai dasar acuan memberikan masukan sebagai bahan penelitian lebih lanjut di masa mendatang.

## II. KAJIAN PUSTAKA

### 2.1 Dasar Teori

#### 2.1.1 *Arbitrage Pricing Theory*

Pada dunia investasi terdapat suatu risiko dan untuk meminimalkannya investor akan mengestimasi tingkat pengembalian yang diharapkan (*expected return*) (Ayuning, 2014). Salah satu teori yang menjelaskan tentang *return* suatu sekuritas ialah Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976) . Asumsi utama dari Arbitrage Pricing Theory adalah setiap investor, yang memiliki peluang untuk meningkatkan *return* portofolionya tanpa meningkatkan risikonya, akan memanfaatkan peluang tersebut. (Gojali, 2012). Arbitrage Pricing Theory menyatakan bahwa realisasi *return* pada aset terdiri dari return ekspektasi atas aset tersebut pada awal periode waktu dan realisasi tak terduga dari  $k$  faktor risiko selama periode itu ditambah risiko tertentu dalam perusahaan. Faktor-faktor tersebut terbatas dan tidak berkorelasi dengan faktor tertentu dan saling *independen* antara faktor.

*Arbitrage Pricing Theory* (APT) ini berawal dari adanya kelemahan dari teori *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), dimana dalam teorinya CAPM menyatakan bahwa tingkat keuntungan yang diisyaratkan sekuritas adalah sama dengan tingkat keuntungan bebas risiko yang ditambah dengan koefisien beta kali premi risiko pasar. Namun dalam *Arbitrage Pricing Theory* mengasumsikan bahwa tingkat keuntungan pasar tidaklah hanya dipengaruhi oleh satu faktor saja namun oleh beberapa faktor seperti faktor makro pendapatan nasional, produk domestik bruto, suku bunga, inflasi, perubahan perpajakan dan kejadian-kejadian/*noice* dalam perusahaan seperti prestasi dan kinerja perusahaan bersangkutan. Dengan demikian tingkat keuntungan

sekuritas tidak hanya merupakan fungsi dari satu faktor saja, melainkan fungsi dari berbagai faktor secara umum (Sartono, 2001)

*Arbitrage Pricing Theory* mengasumsikan bahwa investor percaya *return* sekuritas ditentukan oleh sebuah model faktorial dengan sejumlah faktor risiko. Risiko dalam *Arbitrage Pricing Theory* didefinisikan sebagai sensitivitas saham terhadap faktor – faktor makro ekonomi. Pada model *Arbitrage Pricing Theory* faktor – faktor makro ekonomi seperti inflasi, tingkat suku bunga, nilai tukar mata uang turut diperhitungkan dalam memprediksi *return* suatu sekuritas. Model ini menyatakan bahawa investor ingin memperoleh kompensasi atas seluruh faktor yang secara matematis mempengaruhi pengembalian sekuritas (Ayuning et al., 2014). Model *Arbitrage Pricing Theory* memiliki asumsi bahwa tingkat pengembalian acak atas sekuritas  $i$  dipengaruhi oleh beberapa faktor. Asumsi tersebut dapat dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut:

$$\tilde{R}_i = E(R_i) + \beta_{i,1}\tilde{F}_1 + \dots + \beta_{i,n}\tilde{F}_n + \tilde{\epsilon}_i \quad (1)$$

dengan  $\tilde{R}_i$  menyatakan tingkat pengembalian acak dari sekuritas  $i$ ,  $E(R_i)$  menyatakan pengembalian yang diharapkan dari sekuritas  $i$ ,  $\beta_{i,n}$  menyatakan kepekaan sekuritas ke- $i$  terhadap faktor ke- $n$ ,  $\tilde{F}_1$  menyatakan faktor ke- $n$  yang umum bagi pengembalian sekuritas, dan  $\tilde{\epsilon}_i$  menyatakan pengembalian tidak sistematis bagi sekuritas.

Teori penetapan harga arbitrase memungkinkan penentuan harga aset berdasarkan faktor-faktor ekonomi makro yang memengaruhi pengembalian aset. Teori ini menekankan bahwa pengembalian aset dapat ditentukan melalui hubungan langsung antara pengembalian yang diharapkan dan faktor-faktor sistematis yang memengaruhi harga aset. Dalam *Arbitrage Pricing Theory*, asumsi dasarnya adalah bahwa ada peluang arbitrase jika dua aset dengan karakteristik serupa diperdagangkan pada harga yang berbeda. *Arbitrage Pricing Theory* berbeda dari model penetapan harga aset modal karena mengakui bahwa pasar terkadang salah menilai sekuritas.

### 2.1.2 Obligasi

Obligasi adalah surat pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran (Djajadi, 2023). Melakukan investasi pada obligasi juga dapat diartikan bahwa kita meminjamkan uang kepada penerbit obligasi. Secara umum obligasi merupakan utang tetapi dalam bentuk sekuritas yang memberikan pendapatan yang stabil dengan risiko minimal. Ada dua tipe secara umum obligasi yaitu obligasi pemerintah dan obligasi perusahaan (*government and corporate bond*). Para investor biasanya akan mendapat pendapatan *coupon* dan *capital gain*, sedangkan obligasi perusahaan adalah obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan dengan tujuan meningkatkan modal atau pengembangan bisnisnya serta tipikal struktur yang sama dengan obligasi pemerintah.

Obligasi yang likuid adalah obligasi yang banyak beredar di kalangan pemegang obligasi serta sering diperdagangkan oleh investor di pasar obligasi (Soebagyo & Panjawa, 2016). Obligasi dengan likuiditas yang tinggi menyebabkan harga obligasi tersebut meningkat dan cenderung stabil. Sedangkan, apabila obligasi tersebut memiliki likuiditas yang rendah maka harganya terus menurun sehingga sulit untuk diperdagangkan. Oleh karena itu obligasi yang likuid biasanya lebih diminati oleh para investor karena dianggap lebih menarik.

Karakteristik Obligasi:

#### A. Kupon (*Coupon*)

Kupon adalah imbal hasil yang dibayarkan kepada pemegang obligasi. Kupon dapat berupa pembayaran tetap atau *fixed rate* dan *floating rate* yang pembayarannya mengikuti suku bunga Bank Indonesia dengan batas bawah minimum yang telah ditetapkan. Kupon umumnya dituliskan sebagai persentase dari nilai nominal obligasi. Kupon obligasi memiliki frekuensi pembayaran yang berbeda-beda. Pembayaran kupon dapat dilakukan secara bulanan, triwulanan, semesteran, dan tahunan.

#### B. Jatuh Tempo (*Maturity*)

Jatuh tempo adalah periode waktu di mana pokok pinjaman obligasi harus dilunasi. Semakin lama jangka waktu jatuh tempo, semakin besar kupon yang ditawarkan sebagai imbalan kepada pemegang obligasi guna mengkompensasi risiko dan ketidakpastian yang mungkin terjadi.

#### C. Nilai Nominal/Nilai Par (*Face Value/Par Value*)

Nilai nominal adalah jumlah pokok yang wajib dibayarkan kembali oleh penerbit obligasi kepada pemegangnya. Nilai nominal atau nilai par ditentukan pada angka yang tetap. Misalnya, Surat Berharga Negara (SBN) Ritel memiliki nilai nominal sebesar Rp1.000.000 (satu juta rupiah) untuk setiap lembar obligasi.

#### D. Peringkat (*Rating*)

Peringkat obligasi menunjukkan peluang bagi investor untuk menerima pembayaran kupon dan pokok sesuai jadwal serta risiko kegagalan pembayaran. Semakin tinggi peringkat suatu obligasi, semakin besar tingkat keamanannya. Peringkat ini dibagi menjadi dua kategori, yaitu *investment grade* dan *non-investment grade*. Obligasi dengan *investment grade* berarti risiko gagal bayar rendah, sedangkan obligasi *non-investment grade* menunjukkan risiko gagal bayar yang lebih tinggi.

#### E. *Sinking Fund*

*Sinking Fund* merupakan ketentuan yang mengharuskan penerbit obligasi untuk menyimpan dana secara rutin demi pembayaran pokok obligasi. Ketentuan ini bertujuan memberikan perlindungan kepada investor dari risiko gagal bayar pokok obligasi.

Berdasarkan Otoritas Jasa Keuangan (OJK) terdapat beberapa tipe obligasi antara lain:

#### A. Berdasarkan Penerbit

##### 1) Obligasi Korporasi

Obligasi korporasi merupakan surat utang yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang dimiliki negara (BUMN) maupun swasta. Jenis

obligasi ini biasanya memiliki risiko yang lebih tinggi dibandingkan obligasi pemerintah. Mandiri.

## 2) Obligasi Pemerintah

Obligasi pemerintah, atau Surat Utang Negara (SUN), adalah surat utang yang dikeluarkan oleh pemerintah untuk membiayai berbagai proyek dan menutupi defisit anggaran. Jenis obligasi ini dianggap sebagai investasi yang relatif aman karena dijamin oleh negara.

## B. Berdasarkan Kupon

### 1) *Fixed Rate*

Obligasi dengan kupon tetap (*Fixed Rate*) memberikan imbal hasil berupa bunga tetap yang dibayarkan secara berkala kepada pemegang obligasi hingga jatuh tempo. Ini memberikan kepastian bagi investor mengenai pendapatan yang akan mereka terima.

### 2) *Floating Rate*

Obligasi dengan kupon mengambang (*Floating Rate*) menawarkan imbal hasil yang bervariasi, tergantung pada suku bunga acuan tertentu. Imbal hasil ini dapat berubah sesuai dengan kondisi pasar, memberikan potensi keuntungan lebih besar jika suku bunga meningkat.

### 3) *Zero Coupon*

Obligasi *zero coupon* tidak membayar bunga secara berkala, melainkan dijual dengan harga diskon dari nilai nominalnya dan membayar nilai nominal penuh pada saat jatuh tempo. Ini menjadikannya menarik bagi investor yang tidak memerlukan pendapatan tetap selama periode investasi.

## C. Berdasarkan Peringkat

### 1) *Investment grade*

Obligasi dengan peringkat investasi (*Investment Grade*) memiliki risiko gagal bayar yang rendah dan dianggap aman untuk diinvestasikan. Peringkat ini biasanya diberikan oleh lembaga pemeringkat berdasarkan kesehatan keuangan penerbit.

2) *Non-Investment grade (High Yield Bond/Junk Bond)*

Obligasi *non-investment grade*, atau junk bond, memiliki risiko gagal bayar yang lebih tinggi dan menawarkan imbal hasil yang lebih besar sebagai kompensasi atas risiko tersebut. Investor perlu berhati-hati saat mempertimbangkan jenis obligasi ini.

D. Berdasarkan Konvertibilitas

1) Obligasi dengan Hak Konversi

Obligasi ini memberikan hak kepada pemegangnya untuk mengonversi obligasi menjadi saham perusahaan pada harga tertentu dalam periode waktu tertentu. Ini memberikan potensi keuntungan tambahan jika nilai saham meningkat.

2) Obligasi Wajib Konversi

Obligasi wajib konversi mengharuskan pemegang untuk mengonversi obligasinya menjadi saham pada saat jatuh tempo. Jenis ini biasanya digunakan oleh perusahaan untuk meningkatkan modal tanpa menambah beban utang.

E. Berdasarkan Jaminan

1) *Secured* (Jaminan Umum dan Jaminan Khusus)

Obligasi *secured* adalah jenis obligasi yang dilindungi oleh aset tertentu dari penerbit, memberikan perlindungan tambahan bagi investor jika penerbit gagal memenuhi kewajibannya. Jaminan ini bisa bersifat umum atau khusus.

2) *Unsecured* (Obligasi Subordinasi)

Obligasi *unsecured* tidak memiliki jaminan aset dan biasanya berada di peringkat lebih rendah dalam hal klaim terhadap aset penerbit jika terjadi kebangkrutan. Obligasi subordinasi adalah contoh dari jenis ini, di mana pemegangnya akan dibayar setelah kreditor lain jika terjadi likuidasi.

*Yield* Obligasi sebaga pertimbangan investor Adapun perhitungan *yield* dengan cara sebagai berikut:

A. *Nominal Yield (Coupon Yield)*

Nominal *yield (coupon yield)* adalah pendapatan kupon yang didasarkan pada nilai nominal obligasi. Dalam jumlah nilai obligasi tertentu maka diberikan pendapatan tingkat suku bunga yang hasilnya telah ditentukan sebelumnya. Nominal *yield (coupon yield)* dapat diformulasikan sebagai berikut

$$\text{Coupon Yield} = \frac{\text{coupon}}{\text{nominal}} \times 100\%$$

B. *Current Yield*

*Current Yield* adalah pendapatan kupon yang didasarkan pada harga pasar obligasi tersebut . *Current yield* dapat diformulasikan sebagai berikut.

$$\text{Coupon Yield} = \frac{\text{coupon}}{\text{harga pasar}} \times 100\%$$

C. *Yield to Maturity*

Metode penghitungan *yield to maturity* (YTM) digunakan untuk mengetahui nilai imbal hasil yang diterima oleh investor obligasi hingga periode jatuh tempo. *Yield to maturity* (YTM) adalah tingkat imbal hasil (*return*) yang akan diperoleh oleh investor jika mereka membeli sebuah obligasi pada suatu harga tertentu dan memegang obligasi tersebut hingga jatuh tempo (Purba, 2012). Metode penghitungan *yield* menggunakan *yield to maturity* pada umumnya digunakan oleh investor yang berinvestasi dalam jangka panjang agar bisa melakukan perbandingan tingkat pendapatan obligasi yang satu dengan yang lain. YTM dapat diformulasikan sebagai berikut

$$YTM = \frac{c + \frac{F - p}{n}}{\frac{F + p}{2}} \times 100\%$$

dimana,

YTM : *Yield to Maturity*

C : *Coupon*

F : Nilai Nominal (*Face value*)

P : Harga Pasar Obligasi

N : Jangka waktu (*time to maturity*)

#### D. *Yield to Call*

Beberapa obligasi mencantumkan bahwa pada waktu yang telah ditentukan di depan, emiten memiliki hak untuk dapat membeli kembali semua atau sebagian obligasi yang telah diterbitkan dengan *call price* yang sudah ditentukan. Oleh karena itu, diperlukan perhitungan untuk dapat menentukan berapa imbal hasil yang akan diterima oleh investor pada saat obligasi tersebut dibeli kembali oleh emiten, sehingga investor dapat memutuskan akan membeli obligasi yang memiliki *call option* tersebut, terutama apabila harga obligasi tersebut saat ini sudah di harga premium (misalnya obligasi dengan kupon tinggi serta harga di atas *par value*). *Yield to call* (YTC) dirumuskan sebagai berikut

$$P_0 = \frac{n \times Ct \times m}{(1 + YTC)(1 + YTC)^n} \times 100\%$$

Dimana,

P<sub>0</sub> : Harga obligasi saat akan dibeli

N : Jangka waktu

C<sub>t</sub> : *Coupon* obligasi

M : Harga obligasi

YTC : *Yield to call*

Obligasi Pemerintah Indonesia disebut juga Surat Berharga Negara yang sering disingkat SBN merupakan instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah suatu negara sebagai salah satu cara untuk membiayai kebijakan dan programnya. Di Indonesia SBN adalah salah satu instrumen yang digunakan untuk memenuhi pembiayaan APBN. SBN terdiri dari Surat Utang

Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Menurut Undang-Undang nomor 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara, Surat Utang Negara adalah surat berharga yang merupakan surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai masa berlakunya. Sedangkan menurut Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Surat Berharga Syariah Negara atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Berdasarkan jangka waktunya, terdapat 2 jenis SUN yaitu Obligasi Negara dan Surat Perbendaharaan Negara (SPN). Obligasi Negara adalah Surat Utang Negara (SUN) yang berjangka waktu lebih dari 12 (dua belas) bulan baik dengan kupon/bunga atau tanpa kupon/bunga. SPN adalah Surat Utang Negara (SUN) yang berjangka waktu paling lama 12 (dua belas) bulan dan dengan pembayaran kupon/bunga secara diskonto. SPN dikeluarkan dalam denominasi rupiah. Sedangkan SBSN juga terbagi menjadi 2 jenis yaitu SBSN jangka panjang dan Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS). SBSN Jangka Panjang adalah Surat Berharga Syariah Negara yang berjangka waktu lebih dari 12 (dua belas) bulan dan dengan pembayaran imbalan berupa kupon dan/atau secara diskonto. Sedangkan SPNS adalah Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang berjangka waktu paling lama 12 (dua belas) bulan dan dengan pembayaran imbalan berupa kupon dan/atau secara diskonto. SPNS dikeluarkan dalam denominasi rupiah.

Obligasi negara ini juga terbagi lagi menjadi 2 jenis sesuai dengan mata uang yaitu obligasi negara berdenominasi rupiah dan obligasi negara berdenominasi valuta asing. Untuk obligasi negara berdenominasi rupiah terbagi juga menjadi 2 jenis berdasarkan tingkat bunganya yaitu: *variable rate* dan *fixed rate*. Obligasi negara yang memiliki *variable rate* adalah VR *Reguler* dan *Savings Bond Ritel* (SBR), sedangkan obligasi negara yang memiliki *fixed rate* adalah FR *Reguler*, *Zero Coupon Bonds*, Obligasi Negara Ritel (ORI). Dari berbagai

jenis Surat Berharga Negara (SBN), terdapat beberapa instrumen yang hanya dapat dimiliki oleh individu Warga Negara Indonesia (WNI) secara ritel, instrumen ini biasa disebut dengan SBN Ritel.

SBSN jangka panjang ini juga terbagi lagi menjadi 2 jenis sesuai dengan mata uang yaitu obligasi negara berdenominasi rupiah dan obligasi negara berdenominasi valas. Untuk SBSN jangka panjang berdenominasi rupiah terbagi juga menjadi 2 jenis berdasarkan tingkat bunganya yaitu: Variable Rate Contoh dari SBSN jenis ini yang memiliki variable rate adalah Sukuk Tabungan. Fixed Rate Contoh dari SBSN jenis ini yang memiliki fixed rate adalah SDHI, Islamic Fixed Rate, Project Based Sukuk, Sukuk Wakaf, dan Sukuk Ritel. (Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko)

### **2.1.3 Inflasi**

Inflasi adalah proses di mana terjadi peningkatan umum dan berkelanjutan dalam harga barang dan jasa dalam suatu ekonomi selama periode waktu tertentu. Teori Fisher tentang inflasi mengatakan bahwa dengan adanya inflasi daya beli masyarakat menjadi turun karena kekuatan uang secara riil tidak ada atau melemah yang akan mempengaruhi permintaan dan harga suatu barang dimana dengan tingginya inflasi akan membuat masyarakat lebih mementingkan masalah investasi dari pada masalah konsumsi. Mankiw (2007) menggambarkan inflasi sebagai suatu kenaikan level harga secara umum pada suatu perekonomian. Kenaikan harga-harga ini dapat diukur dengan Indeks Harga Konsumen (IHK), yaitu suatu pengukuran tingkat biaya secara umum dari barang dan jasa yang dibeli oleh masyarakat kebanyakan. Inflasi dapat diartikan sebagai suatu proses meningkatnya harga-harga secara umum dan terus-menerus (berkelanjutan) berkaitan dengan mekanisme pasar; yang dapat disebabkan oleh berbagai faktor, antara lain: permintaan masyarakat yang meningkat, berlebihan likuiditas di pasar yang memicu konsumsi atau bahkan spekulasi, dan gangguan pasokan atau akibat adanya ketidaklancaran distribusi barang.

Inflasi inti (*core inflation*) adalah salah satu elemen dari inflasi yang dipengaruhi oleh faktor-faktor fundamental, seperti interaksi antara

permintaan dan penawaran, harga komoditas di pasar global, serta ekspektasi inflasi dari konsumen dan pedagang. Inflasi inti ini cenderung mengabaikan faktor-faktor non-fundamental, seperti fluktuasi harga bahan makanan dan harga barang atau jasa yang ditentukan oleh pemerintah (Bank Indonesia, 2018). Tingkat inflasi nilainya akan berbeda antara satu negara ke negara lain dan akan selalu berubah seiring waktu yang pada akhirnya akan memengaruhi dan berdampak luas dalam berbagai bidang baik ekonomi, sosial maupun politik. Berikut ini penggolongan inflasi menurut (Boediono, 1998):

1. Inflasi ringan (di bawah 10% setahun)
2. Inflasi sedang (antara 10% - 30% setahun)
3. Inflasi berat (antara 30% - 100% setahun)
4. Hiperinflasi (di atas 100%).

Kenaikan inflasi biasanya disebabkan oleh meningkatnya permintaan barang dan jasa, kenaikan biaya produksi, serta bertambahnya jumlah uang yang beredar dalam perekonomian. Ketika permintaan melebihi penawaran, harga cenderung naik, dan jika biaya produksi, seperti bahan baku dan upah, meningkat, produsen akan meneruskan biaya tersebut kepada konsumen dalam bentuk harga yang lebih tinggi. Di sisi lain, penurunan inflasi dapat terjadi akibat penurunan permintaan terhadap barang dan jasa, pengendalian biaya produksi, atau kebijakan moneter yang ketat yang bertujuan untuk mengurangi jumlah uang yang beredar, sehingga mengurangi tekanan inflasi.

Inflasi juga menjadi salah satu faktor risiko dalam investasi obligasi yang menggunakan mata uang lokal. Ketika inflasi meningkat, premi risiko obligasi juga akan naik, yang pada gilirannya akan meningkatkan imbal hasil (*yield*). Adanya hubungan positif dan signifikan antara inflasi dan tingkat imbal hasil obligasi negara di pasar berkembang. Secara umum, para investor berusaha untuk mempertahankan imbal hasil riil yang diharapkan dengan menyesuaikan tingkat *yield* yang diminta sesuai dengan nilai inflasi yang terjadi (Jaramillo & Weber, 2013).

#### 2.1.4 BI-Rate

Bank Indonesia mengatakan bahwa suku bunga acuan Bank Indonesia biasa disebut dengan *BI-Rate* adalah sebuah kebijakan suku bunga patokan (*benchmark*) dengan tenor satu bulan yang dikeluarkan dalam mencerminkan kebijakan moneter yang diterapkan oleh Bank Indonesia sejak 1970 dan diumumkan ke publik. Bank Indonesia selaku bank sentral di Indonesia memiliki wewenang untuk mengatur tingkat suku bunga acuan yang akan dipakai dalam perekonomian dalam jangka waktu tertentu. *BI-Rate* diumumkan oleh Dewan Gubernur BI setiap rapat bulanan dan diimplementasikan dalam operasi moneter melalui manajemen likuiditas di pasar uang untuk mencapai sasaran operasional kebijakan moneter. Sasaran ini tercermin dalam perkembangan suku bunga Pasar Uang Antar Bank *Overnight* (PUAB O/N).

*BI-Rate* merupakan suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia sebagai upaya mencapai ekspektasi inflasi. Sebagai suku bunga acuan, *BI-Rate* menjadi acuan dalam pergerakan suku bunga di pasar keuangan. Peningkatan ataupun penurunan *BI-Rate* diharapkan dapat menstabilkan pergerakan peredaran uang di masyarakat. Gerakan di suku bunga PUAB ini diharapkan akan membantu dalam pergeseran suku bunga deposito dan suku bunga kredit perbankan serta nilai aset seperti obligasi, saham, atau properti. Dengan mempertimbangkan faktor-faktor eksternal dalam perekonomian, BI biasanya akan meningkatkan *BI-Rate* jika inflasi masa depan diproyeksikan melebihi sasaran yang telah ditetapkan; sebaliknya, BI akan menurunkan *BI-Rate* jika inflasi masa depan diproyeksikan berada di bawah sasaran yang telah ditetapkan. Mulai bulan Agustus 2016, BI menggunakan instrumen 7-Hari *Reverse Repo Rate* (7d-RRR) sebagai acuan suku bunga kebijakan moneter yang baru, menggantikan tingkat suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) tenor 12 bulan (Soebagyo & Panjawa, 2016)

Kenaikan suku bunga acuan seperti *BI-Rate* menjadi daya tarik utama bagi investor asing untuk melakukan alokasi modal ke berbagai instrumen keuangan di Indonesia, terutama produk-produk yang berbasis bunga.

Fenomena ini terjadi karena tingkat pengembalian (*yield*) yang lebih tinggi memberikan insentif yang menarik bagi pemilik modal asing. Dari perspektif intermediasi keuangan, mekanisme ini menjelaskan imbal hasil yang diperoleh bank dan nasabah melalui *spread* suku bunga - selisih antara bunga simpanan yang dibayarkan bank kepada nasabah dengan bunga pinjaman yang dibebankan kepada debitur. (Fatmawati & Sugiharti, 2021). mengungkapkan bahwa kondisi moneter yang ketat dengan suku bunga tinggi cenderung meningkatkan minat investor portofolio untuk menempatkan dananya dalam bentuk deposito berjangka atau surat utang negara, karena memberikan proteksi terhadap inflasi sekaligus imbal hasil yang kompetitif dibandingkan instrumen sejenis di negara maju. Namun demikian, efek penarikan modal asing ini perlu diimbangi dengan kebijakan moneter yang hati-hati untuk menjaga stabilitas nilai tukar mata uang.

#### **2.1.5 Nilai tukar**

Nilai tukar adalah nilai dari satu mata uang domestik yang diartikan ke dalam mata uang negara lain. Saat nilai tukar tinggi maka barang-barang dari luar negeri relatif lebih murah dan barang-barang domestik lebih mahal. Jika nilai tukar rendah maka barang-barang dari luar negeri relatif mahal dan barang-barang domestik relatif lebih murah (Mankiw, 2018). Nilai tukar adalah variabel ekonomi yang berperan secara signifikan terhadap dinamika kestabilan moneter suatu negara. Pengaruh nilai tukar sangat besar terutama pada neraca transaksi berjalan. Nilai tukar (*kurs*) juga dijadikan sebagai pengukur ekonomian negara. Pertumbuhan yang konstan pada nilai mata uang menunjukkan keseimbangan kegiatan perekonomian pada suatu negara. Nilai ini menunjukkan bahwa sebuah negara mempunyai keadaan ekonomi yang konstan atau mapan dan tidak mudah berfluktuasi dalam jangka pendek singkatnya, bahwa keadaan kurs yang dimiliki negara tersebut memiliki nilai begitu baik. (Dominick, 1997).

Depresiasi atau apresiasi nilai tukar Rupiah di suatu negara akan berdampak secara luas (efek domino) pada perekonomian internasional. Perubahan nilai tukar Rupiah merupakan hasil kebijakan yang melibatkan hubungan antar

pelaku ekonomi di dalam negeri dan negara lain untuk melaksanakan transaksi ekonomi (Sahrani et al., 2023). Peningkatan arus jasa, modal, dan barang suatu negara dapat memengaruhi perubahan nilai tukar Rupiah antara satu negara dengan negara lain, menciptakan ketidakstabilan nilai tukar yang pada gilirannya dapat memicu ketidakstabilan ekonomi makro di negara tersebut. Oleh karena itu pemerintah menerapkan suatu kebijakan untuk menjaga stabilitas nilai tukar.

Nilai tukar terbagi menjadi dua jenis yaitu nilai tukar riil dan nilai tukar nominal. Nilai tukar riil menunjukkan tingkat harga di mana pelaku ekonomi dapat memperdagangkan barang dari suatu negara untuk barang dari negara lain atau disebut juga harga relatif barang atau jasa di antara dua negara. Nilai tukar riil dihitung dari nilai tukar nominal dikalikan dengan rasio tingkat harga di kedua negara. Nilai tukar nominal merupakan harga relatif mata uang dua negara, nilai tukar nominal dapat dinyatakan sebagai perbandingan antara mata uang domestik dengan mata uang asing, atau sebaliknya.

Terdapat beberapa alasan mengapa risiko nilai tukar merupakan salah satu faktor yang sangat berpengaruh pada tingkat imbal hasil obligasi domestik suatu negara. Pertama, investor asing terpapar risiko turunnya nilai investasi mereka di surat utang akibat terdepresiasi mata uang lokal. Imbal hasil akan meningkat sejalan dengan melemahnya nilai tukar. Dengan demikian, ekspektasi atas naik atau turunnya nilai mata uang suatu negara akan berpengaruh terhadap tingkat imbal hasil yang diminta. Kedua, terjadinya ketidaksesuaian mata uang (*currency mismatches*) dalam jumlah besar di neraca perusahaan swasta dan perbankan di negara *emerging markets* akan meningkatkan risiko gagal bayar obligasi negara yang akan direspon dengan meningkatnya premi risiko yang diminta investor. Ketiga, persepsi atas risiko nilai tukar dapat mengurangi likuiditas valas dan pasar obligasi domestik di negara *emerging markets*. Hal ini dapat terjadi apabila depresiasi mata uang lokal yang di luar ekspektasi akan mendorong investor asing untuk melepas kepemilikan mereka atas aset-aset dalam mata uang domestik, seperti obligasi

dan saham, yang pada akhirnya akan mengurangi likuiditas dan meningkatkan tingkat imbal hasil yang diminta investor.

### **2.1.6 Cadangan Devisa**

Cadangan devisa adalah kumpulan aset keuangan berupa mata uang asing dan instrumen keuangan lain yang dimiliki oleh suatu negara dan dikelola oleh bank sentral, seperti Bank Indonesia. Cadangan ini merupakan sumber daya penting yang dimiliki negara untuk menghadapi berbagai kebutuhan ekonomi dan keuangan. Fungsi utama cadangan devisa adalah menjaga stabilitas nilai tukar mata uang domestik terhadap mata uang asing. Dengan cadangan devisa yang cukup, bank sentral dapat melakukan intervensi di pasar valuta asing untuk mengendalikan fluktuasi nilai tukar yang berlebihan

Selain itu, cadangan devisa juga digunakan untuk membiayai ketidakseimbangan neraca pembayaran negara. Ketika terjadi defisit perdagangan atau aliran modal keluar, cadangan devisa dapat digunakan untuk menutup kekurangan tersebut agar tidak mengganggu kondisi ekonomi nasional. Cadangan devisa juga berperan dalam membayar utang luar negeri dan melindungi perekonomian dari guncangan global. Dengan memiliki cadangan devisa yang memadai, negara dapat memenuhi kewajiban pembayaran luar negeri dan menghadapi krisis ekonomi dunia dengan lebih kuat.

Cadangan devisa, yang berperan sebagai sumber pembiayaan bagi perdagangan internasional, menjadi tanggung jawab Bank Indonesia sesuai dengan ketentuan yang telah diatur dalam Undang-Undang Bank Indonesia No. 23 Tahun 1999, yang kemudian telah mengalami perubahan dengan Undang-Undang No. 3 Tahun 2004 (Uli, 2016). Bentuk cadangan devisa bervariasi, mulai dari valuta asing, obligasi pemerintah asing, emas, hak tarik khusus (SDR) dari IMF, hingga aset likuid lainnya. Cadangan devisa dicatat dalam neraca pembayaran oleh Bank Indonesia. Dalam mengelola cadangan devisa, Bank Indonesia memiliki wewenang untuk melakukan berbagai transaksi valuta asing serta menerima pinjaman. Besaran cadangan devisa

dipengaruhi oleh faktor ekspor, impor, dan nilai tukar rupiah. Besarnya cadangan devisa menjadi indikator penting bagi kredibilitas kebijakan moneter serta stabilitas ekonomi negara di mata investor dan lembaga internasional.

### 2.1.7 Indeks Volatilitas

Volatilitas adalah ukuran statistik untuk perubahan komoditas atau sekuritas dalam periode tertentu, volatilitas juga diartikan sebagai risiko karena dapat diukur menggunakan standar deviasi (Handayani et al. 2018). Indeks Volatilitas (VIX) adalah perhitungan yang diterbitkan oleh *Chicago Board Options Exchange* (CBOE), digunakan untuk mengukur ekspektasi pasar terhadap volatilitas harga saham dalam 30 hari ke depan, yang berasal dari harga tengah kuotasi opsi beli dan jual Indeks S&P 500 secara *real-time*. Secara global, ini adalah salah satu ukuran volatilitas yang paling dikenal dan banyak dilaporkan oleh media keuangan dan diikuti secara ketat oleh berbagai pelaku pasar sebagai indikator pasar harian (*Chicago Board Exchange*).

Indeks Volatilitas (VIX) dihitung menggunakan formula khusus yang mempertimbangkan *implied volatility* dari berbagai opsi beli dan jual atas indeks S&P 500. Perhitungan ini tidak didasarkan pada volatilitas historis, melainkan pada ekspektasi pasar terhadap volatilitas di masa mendatang, yang tercermin dalam premi opsi. Formula tersebut memperkirakan distribusi probabilitas pergerakan harga saham berdasarkan data harga opsi yang tersedia di pasar secara *real-time*. Semakin tinggi premi dari opsi-opsi tersebut, maka semakin tinggi pula ekspektasi pasar terhadap ketidakstabilan harga saham dalam jangka pendek. Hal ini terjadi karena investor bersedia membayar lebih untuk opsi sebagai bentuk perlindungan terhadap potensi fluktuasi pasar yang besar. Oleh karena itu, ketika harga opsi meningkat, Indeks Volatilitas (VIX) akan mengalami kenaikan, yang mengindikasikan meningkatnya ketakutan atau ketidakpastian investor. Sebaliknya, premi opsi yang rendah mencerminkan kondisi pasar yang stabil dan ekspektasi volatilitas yang minim.

Nilai VIX biasanya berkisar antara:

- a) 10–20: Pasar tenang.
- b) 20–30: Volatilitas meningkat.
- c) >30: Ketakutan investor tinggi dan pasar tidak stabil.

Indeks Volatilitas dapat naik dan turun tergantung pada kondisi pasar dan sentimen investor. Kenaikan Indeks Volatilitas biasanya terjadi saat pasar mengalami ketidakstabilan atau penurunan harga saham, yang mencerminkan meningkatnya ketakutan dan ketidakpastian di kalangan investor. Faktor-faktor seperti berita negatif, laporan ekonomi yang buruk, atau ketegangan geopolitik dapat memicu lonjakan Indeks Volatilitas. Sebaliknya, Indeks Volatilitas cenderung turun ketika pasar stabil dan ada lebih banyak posisi beli dibandingkan jual, menunjukkan kepercayaan investor yang lebih tinggi. Dalam kondisi bullish, di mana harga saham meningkat, permintaan untuk opsi put berkurang, sehingga menyebabkan penurunan nilai Indeks Volatilitas. Selain itu, perubahan dalam kebijakan moneter, seperti penyesuaian suku bunga oleh bank sentral, juga dapat mempengaruhi sentimen pasar dan, pada gilirannya, nilai Indeks Volatilitas. Dengan demikian, pemantauan Indeks Volatilitas menjadi penting bagi investor untuk memahami dinamika pasar dan merencanakan strategi investasi yang tepat.

Indeks Volatilitas sering disebut sebagai “indeks ketakutan” karena nilainya meningkat saat ketidakpastian pasar naik. Hubungan antara Indeks Volatilitas dan obligasi terletak pada pergerakan modal dan persepsi risiko. Saat Indeks Volatilitas tinggi menandakan ketakutan investor meningkat sehingga banyak investor akan mengalihkan dana dari aset berisiko seperti saham ke aset yang lebih aman seperti obligasi pemerintah, terutama obligasi AS (*US Treasury*). Hal ini sering menyebabkan harga obligasi naik dan imbal hasilnya turun. Investor yang memahami dinamika ini bisa menggunakan Indeks Volatilitas sebagai sinyal untuk menyesuaikan alokasi portofolio antara saham dan obligasi. Dalam kondisi pasar yang tidak menentu, Indeks Volatilitas menjadi alat bantu penting untuk strategi manajemen risiko.

## 2.2 Tinjauan Empiris

Berikut adalah beberapa penelitian terdahulu yang memiliki keterkaitan dengan permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini.

**Tabel 2.1. Penelitian Terdahulu**

| No. | Penelitian/Judul                                                                                                                 | Variabel/Metode                                                                                                                                                                                                                   | Analisis Kesimpulan                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1.  | Naning Fatmawatie, Endri, Destyanah Husein (2023)<br><br>“ <i>Macroeconomic factors and government bond yield in Indonesia</i> ” | Variabel:<br><br>Variabel Terikat : Imbal Hasil Obligasi Pemerintah<br><br>Variabel Bebas: stabilitas pasar keuangan, suku bunga, inflasi, harga minyak dunia, suku bunga <i>The Fed</i><br><br>Metode: GARCH                     | Temuan penelitian mengungkapkan bahwa suku bunga Indonesia secara signifikan mempengaruhi imbal hasil obligasi tenor 10 dan 15 tahun. Inflasi tidak berdampak pada imbal hasil obligasi di semua tenor. Peningkatan cadangan devisa mengurangi imbal hasil obligasi di semua tenor. Indeks bursa saham Indonesia merugikan imbal hasil obligasi jangka panjang. Harga minyak dunia berdampak signifikan terhadap imbal hasil obligasi tenor 5 dan 10 tahun. Suku bunga <i>The Fed</i> berdampak positif terhadap imbal hasil obligasi tenor 15 tahun. |
| 2.  | Yu Hsing (2015)<br><br>“ <i>Determinants of the Government Bond Yield in Spain: A Loanable Funds Model</i> ”                     | Variabel:<br><br>Variabel Terikat: Yield Obligasi Pemerintah Spanyol<br><br>Variabel Bebas: utang pemerintah; tingkat bunga jangka panjang; inflasi; tingkat bunga dunia; <i>kurs</i> ; model dana pinjaman<br><br>Metode: EGARCH | Imbal hasil obligasi pemerintah Spanyol berhubungan positif dengan rasio utang pemerintah/PDB, tingkat tagihan Treasury jangka pendek, tingkat inflasi yang diharapkan, Amerika Serikat Imbal hasil obligasi pemerintah 10 tahun dan variabel dummy yang mewakili krisis utang dan dipengaruhi secara negatif oleh tingkat pertumbuhan PDB dan nilai tukar efektif nominal yang diharapkan.                                                                                                                                                           |

|    |                                                                                                                                                        |                                                                                                                                                                                                                                                                   |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 3. | Tanweer Akram dan Anupam Das (2019)<br><br>“ <i>The Long-Run Determinants of Indian Government Bond Yields</i> ”                                       | Variabel:<br><br>Variabel terikat: India <i>Government Bond</i> (IGB)<br><br>Variabel Bebas: suku bunga, kebijakan moneter<br><br>Metode: <i>autoregressive distributive lag</i> (ARDL)                                                                           | Dalam makalah ini menunjukkan bahwa di India tingkat bunga jangka pendek adalah pendorong utama imbal hasil obligasi pemerintah jangka panjang dalam jangka panjang. Namun, rasio utang pemerintah tidak mempunyai dampak buruk terhadap IGB hasil dalam jangka panjang.                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 4. | Fajar Akbari, Sri Ulfa Sentosa (2019)<br><br>“Pengaruh Faktor Makroekonomi Dan Kebijakan Moneter Negara Maju Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia” | Variabel:<br><br>Variabel Terikat: <i>Yield</i> Obligasi Indonesia<br><br>Variabel Bebas: Inflasi, Cadangan Devisa, JUB M2, Suku Bunga Amerika Dan Suku Bunga Eropa<br><br>Metode: (1) Regresi Linear Berganda, (2) Uji Asumsi Klasik (3) Koefisien Determinansi. | Hasil Penelitian Ini Menunjukkan Bahwa : (1) Inflasi Berpengaruh Signifikan Positif Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia. (2) Cadangan Devisa Berpengaruh Signifikan Negatif Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia. (3) Jumlah Uang Beredar M2 Tidak Memiliki Pengaruh Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia. (4) Suku Bunga Amerika Berpengaruh Signifikan Positif Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia.. (5) Suku Bunga Eropa Tidak Memiliki Pengaruh Signifikan Positif Terhadap <i>Yield</i> Obligasi Indonesia. |
| 5. | Dr. Daryono Soebagiyo, MEc dan Jihad Lukis Panjawa, SE (2016)<br><br>“Determinan Surat Utang Negara (Sun) Dengan Pendekatan ECM”                       | Variabel:<br><br>Variabel terikat : <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah Indonesia<br>Variabel bebas : BI-Rate, Likuiditas, Tenor Harga<br><br>Metode: <i>Error correction model</i> (ECM)                                                                            | Hasil menunjukkan bahwa semua terpenuhi atau lolos uji asumsi klasik. Terjadi keseimbangan dalam jangka panjang dan model termasuk ECM. Dalam jangka pendek, variabel likuiditas obligasi dan tenor berpengaruh positif signifikan, sedangkan birate berpengaruh negatif signifikan terhadap harga surat utang negara. Jangka panjang, variabel likuiditas obligasi, tenor dan BI-Rate berpengaruh                                                                                                                                 |

|    |                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|    |                                                                                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              | negatif signifikan terhadap harga SUN.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
| 6. | <p>Zhou Shunsu (2021)</p> <p><i>“Macroeconomic determinants of long-term sovereign bond yields in South Africa”</i></p>                                                                  | <p>Variabel:</p> <p>Variabel terikat :<br/>Imbal Hasil Obligasi Pemerintah</p> <p>Variabel Bebas :<br/>Tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar efektif nominal, dan kredit bank, suku bunga jangka pendek, Utang pemerintah dan imbal hasil jangka panjang AS</p> <p>Metode:<br/><i>autoregressive distributive lag</i> (ARDL)</p> | <p>Hasil menunjukkan bahwa suku bunga jangka pendek merupakan determinan utama imbal hasil jangka panjang baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Utang pemerintah dan imbal hasil jangka panjang AS berdampak positif terhadap imbal hasil obligasi jangka panjang baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Tingkat inflasi, pertumbuhan ekonomi, nilai tukar efektif nominal, dan kredit bank semuanya memiliki efek negatif terhadap imbal hasil obligasi dalam jangka panjang. Uji non-linearitas mengungkapkan suku bunga jangka pendek memiliki hubungan asimetris dengan imbal hasil obligasi jangka panjang.</p>                             |
| 7. | <p>Fredy H. Louhenapessy , Amin Ramly, Andre Sapthu , Fibryano Sapttenno (2024)</p> <p><i>“Interest Rate and Exchange Rate Analysis Against Government Bond Yields in Indonesia”</i></p> | <p>Variabel:</p> <p>Variabel terikat :<br/>imbal hasil (<i>yield</i>) Surat Utang Negara (SUN)</p> <p>Variabel Bebas :<br/>tingkat suku bunga, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat dan IHK</p> <p>Metode: Regresi linier berganda</p>                                                                                          | <p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa tingkat suku bunga berpengaruh positif tetapi tidak signifikan terhadap <i>yield</i> SUN atau tidak cukup kuat untuk dianggap signifikan dalam penentuan <i>yield</i> SUN secara keseluruhan. Nilai tukar rupiah memiliki pengaruh negatif tetapi signifikan terhadap <i>yield</i> SUN, dimana depresiasi rupiah terhadap dolar cenderung meningkatkan <i>yield</i> sebagai kompensasi atas risiko nilai tukar. Sementara IHK berpengaruh negatif dan tidak signifikan terhadap <i>yield</i> SUN, menunjukkan bahwa meskipun peningkatan IHK yang mencerminkan inflasi cenderung diikuti oleh penurunan <i>yield</i> SUN.</p> |

|    |                                                                                                                                                              |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 8. | <p>Syed Al-Helal Uddin dan Tanweer Akram (2024)</p> <p><i>“Chilean government bond yields: an econometric analysis”</i></p>                                  | <p>Variabel:</p> <p>Variabel terikat: <i>Chilean government bond (CLGB) yields</i></p> <p>Variabel Bebas: Suku bunga jangka pendek, inflasi, pertumbuhan produksi industri, presentase perubahan indeks harga ekuitas, nilai tukar peso chili (CLP), dan total <i>asset Banco Central de Chile (BCCH)</i></p> <p>Metode: GARCH</p>                                                                                                                                                                                                         | <p>Temuan menunjukkan bahwa Ketika BCCH menetapkan kebijakannya dan menyesuaikan neracanya, itu memengaruhi imbal hasil CLGB dan kurva imbal hasil <i>Treasury</i>. Hasil perkiraan model GARCH menguatkan dugaan Keynes bahwa Suku bunga kebijakan bank sentral memengaruhi imbal hasil obligasi pemerintah jangka panjang melalui efeknya pada suku bunga jangka pendek. Temuan ini menegaskan bahwa dugaan Keynes bertahan Pasar keuangan Chili.</p>                                                        |
| 9. | <p>Irwan Diko Purba (2018)</p> <p><i>“Pengaruh Variabel Ekonomi Makro Terhadap Yield Spread Negara-Negara Di Asia Timur, Amerika Latin Dan Karibian”</i></p> | <p>Variabel:</p> <p>Variabel terikat : <i>Yield Spread</i> Negara-Negara Di Asia Timur, Amerika Latin Dan Karibian</p> <p>Variabel Bebas : rasio utang luar negeri terhadap PDB, rasio keseimbangan anggaran fiskal terhadap PDB, rasio amortisasi terhadap cadangan devisa, rasio transaksi berjalan terhadap PDB, nilai tukar riil (<i>real effective exchange rate</i>) dan pertumbuhan PDB per kapita. <i>yield US Treasury</i> 10 tahun dan <i>Volatility Index (VIX)</i>.</p> <p>Metode: analisis regresi data panel menggunakan</p> | <p>Hasil penelitian menunjukkan bahwa variabel ekonomi makro yang memengaruhi <i>yield spread</i> adalah rasio utang luar negeri terhadap PDB, rasio keseimbangan anggaran fiskal terhadap PDB, rasio amortisasi terhadap cadangan devisa, rasio transaksi berjalan terhadap PDB, nilai tukar riil (<i>real effective exchange rate</i>) dan pertumbuhan PDB per kapita. Faktor eksternal yang memengaruhi <i>yield spread</i> adalah <i>yield US Treasury</i> 10 tahun dan <i>Volatility Index (VIX)</i>.</p> |

|     |                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 10. | <p>Darsono, Firman, Nugraha, Isnaini (2024)</p> <p><i>“Dynamics Effect Of Volatility Index, Interest Rates, And Commodity Prices On Indonesian Bond Yields”</i></p> | <p>Variabel:</p> <p>Variabel terikat : Imbal Hasil Obligasi di Indonesia</p> <p>Variabel Bebas : Suku Bunga, Nilai Tukar IDR terhadap USD, Indeks Volatilitas (VIX), Harga Emas dan Minyak</p> <p>Metode: autoregressive distributed lag (ARDL)</p> | <p>Suku Bunga, Indeks Volatilitas (VIX), dan Harga Minyak memiliki pengaruh positif yang signifikan. Sementara itu, variabel Harga Emas memiliki pengaruh negatif yang signifikan. Penelitian ini memiliki beberapa implikasi kebijakan penting bagi investor terkait kebijakan moneter nasional, fluktuasi nilai tukar, dan indeks volatilitas global untuk menciptakan strategi portofolio yang menguntungkan dan berkelanjutan. Selain itu, manajer investasi dan investor harus memperhatikan harga komoditas global yang akan memengaruhi kinerja imbal hasil obligasi. Penelitian ini berkontribusi pada literatur terkini yang menyajikan hubungan kausalitas indeks volatilitas global (VIX) terhadap imbal hasil obligasi Indonesia.</p> |
|-----|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

## 2.2 Kerangka Pemikiran

Investasi merupakan suatu tindakan penanaman modal yang dapat dilakukan oleh individu, perusahaan, dan juga pemerintah dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan di masa depan. Investasi dijadikan suatu pilihan untuk memperoleh keuntungan karena investasi dinilai dapat menghasilkan *passive income* secara berkala. Penting bagi investor untuk melakukan diversifikasi portofolio guna meminimalkan risiko dan memaksimalkan potensi keuntungan dari berbagai instrumen investasi. Investasi dapat diwujudkan dengan berbagai cara seperti membeli surat-surat berharga, emas, tanah, *crypto*, dan berbagai investasi lainnya (Fikhriani & Seftarita, 2022).

Obligasi adalah surat pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran (Djajadi, 2023). Obligasi

pemerintah Indonesia dikenal dengan nama Surat Berharga Negara (SBN). Obligasi selama ini telah berperan penting bagi pemerintah dalam mencari dana untuk pembangunan. Di Indonesia SBN adalah salah satu instrumen yang digunakan untuk memenuhi pembiayaan APBN. Surat Berharga Negara (SBN) merupakan instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia untuk mengatasi defisit anggaran dan mendanai proyek-proyek pembangunan. SBN berfungsi sebagai bukti pengakuan utang yang dijamin oleh negara, dengan menawarkan imbal hasil yang menarik bagi investor. Surat Berharga Negara terbagi menjadi dua jenis utama, yaitu Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Investor dalam memilih dan memutuskan pembelian suatu obligasi tentunya mengharapkan imbalan atau keuntungan yang lebih besar (Lumbantobing, 2014). Investor yang melakukan investasi obligasi mendapatkan keuntungan berupa imbal hasil (*return*) atau disebut sebagai *yield*. *Yield* dihitung sebagai persentase dari pendapatan bunga (kupon) yang diperoleh investor setiap tahun dibandingkan dengan harga pembelian obligasi. (Louhenapessy et al., 2024). Biasanya para investor memakai suatu tolak ukur untuk melihat perkembangan nilai dari portofolio obligasi yang dimiliki yaitu dengan cara memantau pergerakan imbal hasil atau *yield* obligasi. Investor lebih memilih suatu instrumen investasi yang memiliki *yield* lebih besar dibandingkan dengan instrumen lainnya.

Berdasarkan Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976), return suatu sekuritas dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi imbal hasil (*yield*) obligasi yang akan diterima investor adalah inflasi. Inflasi adalah kondisi ekonomi dengan situasi kenaikan harga dan biaya kebutuhan secara umum, seperti harga beras, bahan bakar, tenaga kerja, lahan, dan barang modal (E. Fatmawati, 2020). Kenaikan inflasi menyebabkan peningkatan risiko pada seluruh aset investasi, termasuk obligasi (OJK, 2024). Perubahan laju inflasi yang sangat fluktuatif berdampak pada investasi surat-surat berharga karena dengan adanya peningkatan inflasi berarti berinvestasi

pada surat berharga seperti saham dan obligasi dirasa sangat berisiko (Lady, 2016). Hal ini sejalan dengan penelitian dari Muktiyanto & Aulia (2019) yang menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi.

Laju inflasi juga menjadi faktor pemicu utama kenaikan *yield* obligasi pemerintah (Pinho & Barradas, 2021). Kenaikan laju inflasi dalam suatu perekonomian biasanya diiringi dengan kecenderungan kenaikan suku bunga yang berimplikasi pada permintaan *yield* yang lebih tinggi oleh pemegang obligasi (Paul, 2018). Selain inflasi adapun variabel yang dapat dilihat melalui indikator pasar keuangan yaitu tingkat suku bunga. Suku bunga yang merupakan variabel makroekonomi yang paling penting dalam menentukan *yield* obligasi pemerintah. Hubungan antara tingkat suku bunga dengan *yield* obligasi adalah positif, sehingga apabila tingkat suku bunga mengalami kenaikan maka tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor atau *yield* juga akan mengalami kenaikan atau keduanya berkorelasi positif (Aprilian, 2016).

Menurut Tandelilin (2010), harga obligasi dapat berubah jika ada perubahan pada suku bunga dan *yield* yang disyaratkan oleh investor. Ketika suku bunga dinaikkan, harga obligasi menurun dan *yield* obligasi ikut mengalami kenaikan serta sebaliknya (Tandelilin, 2010). Sensitivitas perubahan harga obligasi itu dipengaruhi oleh besarnya kupon dan maturitas dari obligasi tersebut. Sihombing dan Sundoro (2017) dalam penelitiannya menyebutkan bahwa variabel makroekonomi seperti suku bunga BI memiliki pengaruh positif terhadap *yield* obligasi. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan bahwa perubahan suku bunga memiliki pengaruh positif *yield* obligasi korporasi di India.

Faktor-faktor lain yang juga mempengaruhi *yield* obligasi adalah nilai tukar rupiah terhadap dolar AS atau sering disebut juga dengan *kurs*. *Kurs* merupakan harga mata uang suatu negara terhadap mata uang negara asing lainnya. Menurut Fidora, Fratzscher, & Thimann (2007), volatilitas *kurs* menyebabkan adanya *home bias*, yaitu kecenderungan investor untuk membeli

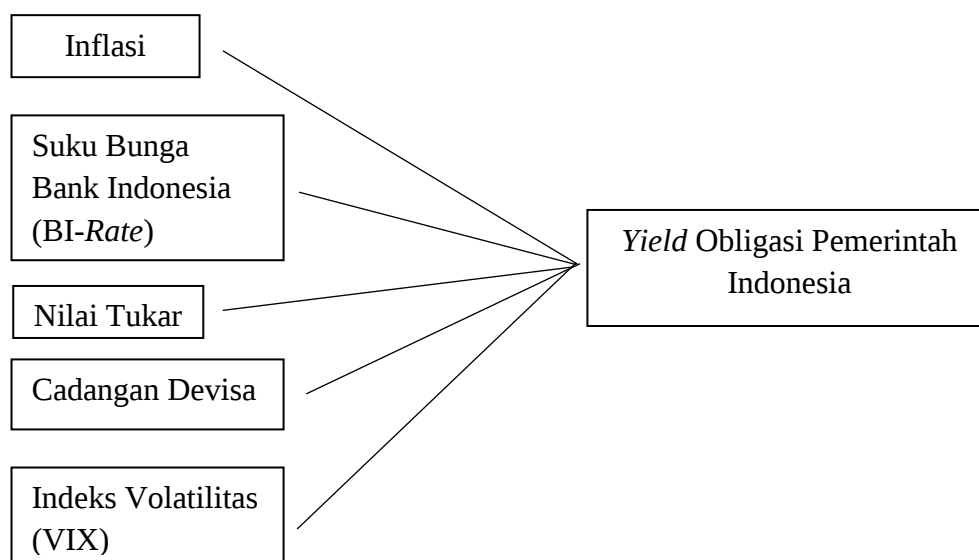
saham atau obligasi di negaranya sendiri. Hal ini disebabkan oleh potensi kerugian akibat perubahan nilai tukar mata uang jika menanamkan modal dalam denominasi mata uang lain. Oleh karena itu, hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pelemahan mata uang dianggap sebagai penambahan risiko bagi investor asing sehingga cenderung menjual obligasi yang dimiliki dan memilih tempat yang lebih aman untuk berinvestasi. Hal ini menyebabkan harga obligasi turun dan *yield* mengalami kenaikan. Sensarma & Bhattacharyya (2016) menyatakan dalam penelitiannya bahwa kurs mata uang memiliki dampak terhadap *yield* obligasi korporasi di India.

Faktor cadangan devisa dinilai ikut mempengaruhi *yield* obligasi. Cadangan devisa adalah aset keuangan berupa mata uang asing dan instrumen keuangan lain yang dimiliki dan dikelola oleh bank sentral suatu negara, seperti Bank Indonesia. Cadangan ini berfungsi untuk menjaga stabilitas nilai tukar mata uang, membiayai ketidakseimbangan neraca pembayaran, dan melindungi ekonomi dari guncangan global. Cadangan Devisa memiliki pengaruh terhadap *yield* obligasi ditinjau dari segi risiko gagal bayar (*default risk*) yang tercermin dari kemampuan penerbit obligasi untuk membayarkan *yield* bagi para investornya. Muharam (2011) dalam penelitiannya menjelaskan bahwa faktor yang dapat meningkatkan risiko gagal bayar dari obligasi pemerintah adalah krisis likuiditas, dimana cadangan devisa menjadi salah satu ukuran tingkat likuiditas tersebut. Bank Indonesia menyatakan pula ketika jumlah cadangan devisa memadai, maka investor tidak akan terburu-buru untuk mengalihkan dananya ke luar negeri. Sejalan dengan penelitian Jacobs, *et al.* (2011) yang juga menunjukkan bahwa persentase perubahan *foreign reserves* (cadangan devisa) mempengaruhi secara negatif terhadap *yield sovereign global bond*.

Adapun faktor eksternal yang juga turut memengaruhi *yield* atau imbal hasil obligasi adalah Indeks Volatilitas (VIX). Indeks Volatilitas (VIX) merupakan suatu ukuran yang dihitung dan diterbitkan oleh Chicago Board Options Exchange (CBOE), dan digunakan secara luas oleh para pelaku pasar sebagai indikator ekspektasi volatilitas pasar saham dalam 30 hari ke depan. VIX

dihitung berdasarkan harga tengah dari kuotasi opsi beli dan opsi jual terhadap indeks S&P 500, yang mencerminkan harapan pasar terhadap fluktuasi harga saham secara real-time. Menurut Listiyana & Robiyanto (2021) perubahan Indeks Volatilitas (VIX) bisa membuat pasar keuangan bereaksi, Indeks Volatilitas (VIX) yang meningkat membuat risiko pasar keuangan global meningkat, Indeks Volatilitas (VIX) yang menurun membuat volatilitas di pasar rendah. Saat Indeks Volatilitas (VIX) tinggi menandakan ketakutan investor meningkat sehingga banyak investor akan mengalihkan dana dari aset berisiko seperti saham ke aset yang lebih aman seperti obligasi pemerintah, terutama obligasi AS (US Treasury), akibatnya harga obligasi mengalami kenaikan kemudian diikuti oleh imbal hasilnya yang menurun. Hal ini seperti yang dikatan oleh penelitian Purba (2018) bahwa Faktor eksternal yang memengaruhi *yield spread* adalah *Volatility Index* (VIX). Sejalan dengan penelitian Darsono, Firman, Nugraha, Isnaini (2024) Indeks Volatilitas (VIX) memiliki pengaruh positif yang signifikan dengan Imbal Hasil Obligasi di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang yang telah dikemukakan adapun kerangka pemikiran secara garis besar dapat dilihat dalam penelitian ini sebagai berikut:



Gambar 2.1. Kerangka Berpikir

### 2.3 Hipotesis Penelitian

1. Diduga variabel Inflasi berpengaruh positif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
2. Diduga variabel *BI-Rate* berpengaruh positif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
3. Diduga variabel Nilai Tukar berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
4. Diduga variabel Nilai Cadangan Devisa berpengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia
5. Diduga variabel Indeks Volatilitas (VIX) berpengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.
6. Diduga variabel Inflasi, *BI-Rate*, Nilai Tukar, Cadangan Devisa, dan Indeks Volatilitas secara bersama sama berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

### **III. METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Ruang Lingkup Penelitian**

Penelitian ini merupakan analisis mengenai “Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia”. Penelitian ini merupakan sebuah penelitian deskriptif kuantitatif yang dilakukan dengan lokasi penelitian di Indonesia, menggunakan *yield* obligasi pemerintah Indonesia pada periode 2014-2023, dengan beberapa faktor yang mempengaruhinya yaitu Inflasi, BI-Rate, Nilai tukar Indonesia terhadap dollar Amerika, Cadangan Devisa dan juga Index Volatilitas (VIX).

#### **3.2 Jenis dan Sumber Data**

Jenis penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif karena fokus penelitian menekankan pada analisis data numerik (angka) yang diperoleh berdasarkan populasi dan sampel yang dianalisis dengan metode statistik tertentu yang selanjutnya akan diinterpretasikan. Pendekatan ini memungkinkan peneliti untuk mengidentifikasi pola dan hubungan yang signifikan dalam data. Data yang digunakan dalam penelitian ini merupakan data sekunder. Data sekunder ini diperoleh dari berbagai sumber, termasuk situs web resmi dan sumber lainnya. Dalam penelitian ini, data dikumpulkan dari sejumlah referensi yang berbeda untuk memastikan keakuratan dan kelengkapan informasi. Data yang diteliti pada studi ini ialah data time series yakni data kuartal mulai dari Januari 2014 sampai dengan Desember 2023, yaitu sebanyak 40 data kuartal. Variabel independen yang digunakan adalah Inflasi, Bi-Rate, Nilai Tukar, Cadangan Devisa juga Index Volatilitas (VIX). Variabel dependen yang digunakan adalah *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia. Berdasarkan pengumpulan data sekunder, data penelitian yang digunakan diterbitkan oleh IDX ([www.idx.go.id](http://www.idx.go.id)), Bank Indonesia

([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)), Kementrian Perdagangan ([www.satudata.kemendag.go.id](http://www.satudata.kemendag.go.id)), dan Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Resiko ([www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id)).

Tabel 2.2 Data dan Sumber Data

| Variabel                         | Periode | Satuan Pengukuran | Sumber Data                   |
|----------------------------------|---------|-------------------|-------------------------------|
| <i>Yield</i> Obligasi Pemerintah | Kuartal | Persen            | IDX                           |
| Inflasi                          | Kuartal | Persen            | Bank Indonesia                |
| <i>BI-Rate</i>                   | Kuartal | Persen            | Bank Indonesia                |
| Nilai Tukar                      | Kuartal | Rupiah            | Kementrian Perdagangan        |
| Cadangan Devisa                  | Kuartal | Rupiah            | Bank Indonesia                |
| Indeks Volatilitas (VIX)         | Kuartal | Satuan            | Chicago Board Exchange (CBOE) |

### 3.3 Definisi Operasional Variabel

Dalam penelitian ini menggunakan 5 variabel bebas (*independen*) dan 1 variabel terikat (*dependen*). Variabel yang digunakan dalam penelitian ini antara lain :

#### 1. *Yield* Obligasi Pemerintah

*Yield* adalah imbal hasil atau return yang diharapkan investor ketika berinvestasi pada obligasi. *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia merupakan imbal hasil yang diperoleh investor dari investasi obligasi yang dikeluarkan oleh pemerintah Indonesia. Obligasi pemerintah Indonesia yang menjadi fokus penelitian ini yaitu Surat Berharga Negara (SBN) dengan jenis Surat Utang Negara (SUN) kategori *fixes rate* seri FR0070 dengan tenor 10 tahun. Sedangkan jenis *yield* yang digunakan dalam penelitian ini yaitu *Yield to*

*Maturity*. *Yield to Maturity* merupakan *return* yang akan diperoleh dari investasi obligasi dengan mempertimbangkan aspek harga obligasi, tingkat bunga (kupon), serta waktu hingga jatuh tempo. Data yang diperoleh merupakan berupa data kuatal dari *Yield To Maturity* obligasi FR0070 dalam bentuk persen yang diperoleh dari Publikasi Tahunan dalam web resmi IDX ([www.idx.go.id](http://www.idx.go.id)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023.

## 2. Inflasi

Inflasi dapat diartikan sebagai suatu kenaikan harga barang maupun jasa secara umum dan terjadi terus menerus dalam jangka waktu tertentu. Kenaikan harga yang terjadi juga kian meluas dan mengakibatkan kenaikan harga pada barang barang lainnya. Perhitungan tingkat inflasi dilakukan dengan mengukur tingkat perubahan harga secara umum yang terjadi di indonesia. Data diperoleh dalam bentuk persen yang diperoleh dari website resmi Bank Indonesia (BI) ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023.

## 3. BI-Rate

Suku Bunga Bank Indonesia atau suku bunga acuan yang disebut juga sebagai *BI- rate* adalah suku bunga yang ditetapkan oleh Bank Indonesia (BI) dan digunakan sebagai acuan untuk menentukan besarnya suku bunga yang ditawarkan kepada nasabah, baik suku bunga pinjaman maupun suku bunga tabungan yang ditawarkan oleh lembaga keuangan yang ada di seluruh Indonesia. Data diperoleh dalam bentuk persen yang diperoleh dari *website* resmi Bank Indonesia (BI) ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023.

## 4. Nilai Tukar Rupiah

Nilai tukar adalah nilai sebuah mata uang suatu negara jika dibandingkan dengan mata uang negara lain. Nilai tukar Rupiah dapat diartikan sebagai seberapa besar jumlah mata uang dalam negeri yaitu rupiah yang harus

dibayarkan untuk memperoleh satu unit mata uang asing. Data diperoleh dalam bentuk Rupiah yang diperoleh dari *website* resmi Kementerian Perdagangan ([www.satudata.kemendag.go.id](http://www.satudata.kemendag.go.id)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023.

## 5. Cadangan Devisa

Cadangan devisa adalah kumpulan aset keuangan berupa mata uang asing dan instrumen keuangan lain yang dimiliki oleh suatu negara dan dikelola oleh bank sentral, seperti Bank Indonesia. Data diperoleh dalam bentuk Milyar Rupiah yang diperoleh dari *website* resmi Bank Indonesia (BI) ([www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023

## 6. Indeks Volatilitas

Indeks Volatilitas (VIX) adalah perhitungan yang dirancang untuk menghasilkan ukuran volatilitas pasar saham AS yang konstan dan diharapkan selama 30 hari, yang berasal dari harga tengah kuotasi opsi beli dan jual Indeks S&P 500 (SPX<sup>SM</sup>) secara *real-time*. Secara global, ini adalah salah satu ukuran volatilitas yang paling dikenal -- banyak dilaporkan oleh media keuangan dan diikuti secara ketat oleh berbagai pelaku pasar sebagai indikator pasar harian. Data diperoleh dalam bentuk Rupiah yang diperoleh dari *website* resmi *Chicago Board Exchange* (CBOE) ([www.cboe.com](http://www.cboe.com)) dalam runtun waktu bulan Januari 2014 sampai dengan Desember 2023.

## 3.4 Metode Analisis Data

Metode analisis data yang digunakan dalam penelitian ini yaitu dengan *Error Correction Model* (ECM) atau model koreksi kesalahan. Metode *Error Correction Model* (ECM) dipilih karena ECM memiliki kemampuan untuk menganalisis fenomena ekonomi baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang, serta untuk mengevaluasi konsistensi antara model empiris dan teori ekonomi. Selain itu, penggunaan metode ECM dalam penelitian ini didasarkan pada data time series yang sering kali bersifat tidak stasioner, yang dapat menyebabkan hasil regresi menjadi meragukan atau dikenal sebagai regresi

lancung. Merujuk pada model penelitian tersebut, model penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

$$\Delta \text{Yield}_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta \text{INF}_t + \alpha_2 \Delta \text{BIRATE}_t + \alpha_3 \Delta \text{KURS}_t + \alpha_4 \Delta \text{CADEV}_t + \alpha_5 \Delta \text{VIX}_t + \alpha_6 \text{EC}_t + e_t$$

Keterangan

|                |                                                                         |
|----------------|-------------------------------------------------------------------------|
| <i>Yield</i>   | = <i>Yield</i> (Persen)                                                 |
| Inflasi        | = Nilai Inflasi (Persen)                                                |
| <i>BI-Rate</i> | = Nilai <i>BI-Rate</i> (Persen)                                         |
| <i>Kurs</i>    | = Nilai <i>Kurs</i> (Rupiah)                                            |
| CADEV          | = Cadangan Devisa (Milyar Rupiah)                                       |
| VIX            | = Nilai Indeks Volatilitas VIX (Persen)                                 |
| $\text{EC}_t$  | = $(Y_{t-1} - \beta_0 - \beta_1 X_{t-1})$                               |
| <i>t</i>       | = 1, 2, ..., n, menunjukkan dimensi runtut waktu ( <i>time series</i> ) |
| $\varepsilon$  | = <i>Error Term</i>                                                     |

### 3.5 Prosedur Analisis Data

Proses pengolahan data pada penelitian ini menggunakan software *Eviews* 10. Adapun tahapan dalam melakukan analisis penelitian ini adalah sebagai berikut.

#### 3.5.1 Uji Stasioneritas (*Unit Root Test*)

Secara umum yang dimaksud stasioner pada data runtut waktu (*time series*) adalah data yang memiliki rerata dan varians yang cenderung konstan. Salah satu konsep penting untuk data *time series* adalah kondisi data yang stasioner atau tidak stasioner. Suatu data dikatakan stasioner jika memenuhi tiga kriteria yaitu rata-rata dan variannya konstan sepanjang waktu dan kovarian antara dua data runtut waktu hanya tergantung dari kelambanan antara dua periode waktu tersebut. Apabila data yang digunakan dalam suatu model tidak stasioner, maka akan menyebabkan hasil regresi yang meragukan atau disebut regresi lancung (*spurious regression*). Regresi lancung adalah hasil regresi yang menunjukkan koefisien regresi yang signifikan dan nilai koefisien

determinasi yang tinggi namun variabel di dalam model tidak saling berhubungan (Widarjono, 2018).

Untuk mengetahui stasioneritas data, digunakan uji akar unit *Dickey-Fuller*. Uji akar unit pertama kali dikembangkan oleh *Dickey-Fuller* dan dikenal dengan uji akar unit *Dickey-Fuller* (DF). *Dickey-Fuller* kemudian mengembangkan uji akar unit dengan memasukkan unsur AR yang lebih tinggi dalam modelnya dan menambahkan kelambanan variabel diferensi di sisi kanan persamaan yang dikenal dengan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF). Dalam prakteknya uji ADF inilah yang seringkali digunakan untuk mendeteksi apakah data stasioner atau tidak.

Adapun persamaan uji ADF sebagai berikut:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \gamma Y_{t-1} + \sum_{i=2}^p \beta_i \Delta Y_{t-i+1} + e_t$$

Pada uji ADF persamaan di atas adalah prosedur untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak dengan cara membandingkan antara nilai statistik ADF dengan nilai kritisnya distribusi statistik Mackinnon. Nilai statistik ADF ditunjukkan oleh nilai t-statistik koefisien  $\gamma Y_{t-1}$ . Jika nilai absolut statistik ADF lebih besar dari nilai kritisnya, maka data yang diamati menunjukkan stasioner dan jika sebaliknya nilai absolut statistik ADF lebih kecil dari nilai kritisnya maka data tidak stasioner. Hal krusial dalam uji ADF ini adalah menentukan panjangnya kelambanan. Panjangnya kelambanan bisa ditentukan berdasarkan kriteria AIC atau SIC.

Jika suatu data runtun waktu tidak stasioner pada order nol,  $I(0)$ , maka stasioneritas data tersebut bisa dicari melalui orde berikutnya sehingga diperoleh tingkat stasioneritas pada orde ke-n *first-difference* atau  $I(1)$ , atau *second-difference* atau  $I(2)$ , dan seterusnya. Berdasarkan Persamaan (6) hipotesis untuk penelitian ini adalah:

$H_0 : \gamma = 0$  (Terdapat akar unit, tidak stasioner)

$H_a : \gamma > 0$  (Tidak terdapat akar unit, stasioner)

Jika hasil uji menolak hipotesis adanya akar unit untuk semua variabel, berarti semua adalah stasioner atau dengan kata lain, variabel-variabel terkointegrasi pada I (0), sehingga estimasi akan dilakukan dengan menggunakan regresi linier. Jika semua variabel adalah tidak stasioner, estimasi terhadap model dapat dilakukan dengan teknik kointegrasi (Widarjono, 2018)

### 3.5.2 Uji Kointegrasi

Uji kointegrasi merupakan pengujian untuk menguji apakah residual regresi yang dihasilkan stasioner atau tidak. Menurut firdaus, variabel yang tidak stasioner sebelum dideferensikan namun stasioner pada *first difference*, kemungkinan besar terjadi kointegrasi. Pengujian kointegrasi ini dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui kemungkinan terjadinya kestabilan jangka panjang antar variabel yang ada sehingga bisa digunakan dalam sebuah persamaan. Dalam penelitian ini uji kointegrasi menggunakan uji kointegrasi *Engel-Granger*. Uji kointegrasi *Engel-Granger* (EG) berhubungan dengan uji akar unit yang dikembangkan oleh *Dickey-Fuller* melalui uji ADF. Untuk melakukan uji kointegrasi dengan EG, maka kita harus melakukan regresi persamaan dan kemudian mendapatkan residualnya. Dari residual ini kemudian bisa di uji dengan ADF yang dapat ditulis sebagai berikut:

$$e_t = \beta_1 e_{t-1}$$

$$e_t = \beta_1 e_{t-1} + \sum_{i=2}^p \alpha_i \Delta e_{t-i+1}$$

Dari hasil estimasi nilai statistik ADF kemudian dibandingkan dengan nilai kritisnya. Nilai statistik ADF diperoleh dari koefisien  $\beta_1$ . Jika nilai statistiknya lebih besar dari nilai kritisnya maka variabel-variabel yang diamati saling berkointegrasi dan jika sebaliknya maka variabel yang diamati tidak terkointegrasi. Apabila variabel terkointegrasi maka terdapat hubungan yang stabil dalam jangka panjang. Sebaliknya jika tidak terdapat kointegrasi antar variabel maka implikasi tidak adanya keterkaitan hubungan dalam jangka panjang. Dalam hal ini nilai kritis statistik ADF tidak lagi bisa digunakan karena variabel gangguannya didasarkan dari

parameter kointegrasi. Untuk keperluan ini *Engle-Granger* telah mengembangkan nilai kritis statistik tersendiri. Sekarang beberapa *software* ekonometrika telah menyediakan nilai kritis ini (Widarjono, 2018).

### 3.5.3 *Error Model Correction* (ECM)

Model yang memasukkan penyesuaian untuk melakukan koreksi bagi ketidakseimbangan disebut sebagai *Error Correction Model* (ECM). Kegunaan utama model ECM adalah mengatasi masalah data *time series* yang tidak stasioner dan masalah regresi lancung. Data yang tidak stasioner kecenderungan terjadinya hubungan ketidakseimbangan dalam jangka pendek, tetapi ada kecenderungan terjadi hubungan keseimbangan jangka panjang Menurut *Engle-Granger* (EG) jika dua variabel Y dan X tidak stasioner tetapi terkointegrasi maka hubungan antara keduanya dapat dijelaskan dengan model ECM (Widarjono, 2018).

### 3.5.4 Pengujian Hipotesis

Uji hipotesis merupakan komponen utama yang diperlukan untuk dapat menarik kesimpulan dari suatu penelitian, uji hipotesis juga digunakan untuk mengetahui keakuratan data. Uji hipotesis dibagi menjadi beberapa pengujian diantaranya yaitu uji t-statistik dan uji F-statistik (Gujarati, 2015).

#### a. Uji t-statistik

Uji t-statistik ini digunakan untuk melihat signifikansi pengaruh dari masing-masing variabel bebas terhadap variabel terikat dengan asumsi variabel lain yang dianggap konstan. Untuk menguji pengaruh dari masing-masing variabel bebas, maka harus dilakukan dengan membandingkan antara t-hitung dengan t-tabel. Untuk nilai t-tabel dapat diperoleh dengan melihat tabel distribusi t untuk  $\alpha = 0,05$  dengan derajat kebebasan  $n-k-1$ .

#### 1. Inflasi

$H_0 : \beta_1 \geq 0$  menunjukkan bahwa Inflasi tidak berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

$H_a : \beta_1 < 0$  menunjukkan bahwa Inflasi berpengaruh positif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

## 2. Suku Bunga Bank Indonesia

$H_0 : \beta_2 \geq 0$  menunjukkan bahwa *BI-Rate* tidak berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

$H_a : \beta_2 < 0$  menunjukkan bahwa *BI-Rate* berpengaruh positif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

## 3. Kurs

$H_0 : \beta_3 = 0$  menunjukkan bahwa *Kurs* tidak berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

$H_a : \beta_3 \neq 0$  menunjukkan bahwa *Kurs* berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia

## 4. Cadangan Devisa

$H_0 : \beta_4 \geq 0$  menunjukkan bahwa Cadangan Devisa tidak berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

$H_a : \beta_4 < 0$  menunjukkan bahwa Cadangan Devisa berpengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia

## 5. Indeks Volatilitas (VIX)

$H_0 : \beta_5 \geq 0$  menunjukkan bahwa Indeks Volatilitas (VIX) tidak berpengaruh terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia.

$H_a : \beta_5 < 0$  menunjukkan bahwa Indeks Volatilitas (VIX) berpengaruh negative terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia

$H_0$  diterima, jika  $t\text{-hitung} < t\text{-tabel}$ . Artinya variabel bebas secara parsial tidak berpengaruh nyata terhadap variabel terikat.

$H_0$  ditolak, jika  $t\text{-hitung} > t\text{-tabel}$ . Artinya variabel bebas secara parsial berpengaruh nyata terhadap variabel terikat.

#### **b. Uji F – Statistik**

Uji F-statistik merupakan uji yang digunakan untuk mengetahui apakah variabel-variabel bebas secara keseluruhan berpengaruh signifikan atau tidak signifikan terhadap variabel terikat. Dengan derajat kepercayaan yang digunakan adalah 95%, apabila nilai-F hasil perhitungan lebih besar daripada nilai-F menurut tabel maka hipotesis alternatif yang menyatakan bahwa semua variabel bebas secara keseluruhan berpengaruh signifikan terhadap variabel terikat. Pengujian dilakukan menggunakan distribusi-F dengan cara membandingkan nilai F-hitung yang diperoleh dari hasil regresi dengan F-tabelnya. Untuk pengujian ini digunakan hipotesis sebagai berikut:

$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = 0$ .  $H_0$  diterima (Prob F-statistik signifikan pada  $\alpha = 5\%$  atau F-statistik  $< F\text{-tabel}$ ), artinya variabel bebas secara bersama-sama tidak berpengaruh nyata terhadap variabel terikat.

$H_a$  : paling tidak satu dari  $\beta_k \neq 0$ , dimana  $k = 1,2,3,4$ .  $H_a$  ditolak (Prob F-statistik tidak signifikan pada  $\alpha = 5\%$  atau F-statistik  $< F\text{-tabel}$ ), artinya variabel bebas secara bersama-sama berpengaruh nyata terhadap variabel terikat.

## V. KESIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Simpulan

Berdasarkan analisis dan pembahasan yang telah dilakukan dalam studi ini, kesimpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut:

1. Variabel Inflasi menunjukkan pengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 namun tidak signifikan baik dalam jangka waktu pendek maupun jangka Panjang. Tingkat inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap imbal hasil (*yield*) Surat Utang Negara (SUN) di Indonesia dikarenakan Bank Indonesia biasanya menanggapi kenaikan inflasi dengan kebijakan moneter yang ketat, seperti menaikkan suku bunga acuan. Suku bunga yang lebih tinggi ini dapat mendorong investor untuk membeli obligasi sehingga harga obligasi naik dan *yield* yang berbanding terbalik dengan harga obligasi justru turun. Selain itu, jika inflasi dianggap masih terkendali dan di bawah ekspektasi pasar, kepercayaan investor terhadap stabilitas ekonomi tetap terjaga, sehingga *yield* obligasi tidak naik atau bahkan turun.

2. Variabel BI-Rate menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 baik dalam jangka waktu pendek maupun jangka Panjang. Arah hubungan suku bunga yang positif menunjukkan suku bunga merespon positif oleh *yield* obligasi. Kenaikan suku bunga menyebabkan tingkat *return* yang lebih tinggi pada instrumen keuangan lain yang memiliki tingkat kupon lebih tinggi yang mengakibatkan investor yang telah menginvestasikan dananya pada jangka panjang akan menuntut pengembalian (*return*) yang lebih besar, banyaknya permintaan tersebut akan menyebabkan harga obligasi akan bergerak turun dan akan menaikkan *Yield* Obligasi.

3. Variabel Nilai Tukar (KURS) menunjukkan pengaruh positif signifikan terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 baik dalam jangka waktu pendek maupun jangka Panjang. Fluktuasi *kurs* menjadi indikator penting kondisi ekonomi makro yang mempengaruhi persepsi risiko terhadap pasar keuangan Indonesia secara keseluruhan. *Kurs* yang stabil berkaitan dengan ekonomi yang kuat dan kebijakan moneter yang efektif selanjutnya *yield* obligasi pemerintah Indonesia cenderung stabil karena investor merasa lebih percaya diri dalam mempertahankan investasinya dan mengurangi keinginan untuk kompensasi tambahan atas risiko *kurs*.

4. Variabel Cadangan Devisa menunjukkan pengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dampak negatif yang tidak signifikan dalam periode jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan. Arah hubungan negatif disebabkan guncangan devisa dapat memberikan respon negatif terhadap *yield* obligasi jangka pendek dan jangka panjang. *Yield* obligasi menurun ketika suatu negara memiliki likuiditas ekonomi yang kuat, ditandai dengan cadangan devisa yang besar, karena kondisi likuiditas yang baik tersebut mencerminkan risiko gagal bayar yang rendah. Sebaliknya, cadangan devisa yang kecil dapat mengindikasikan risiko gagal bayar yang lebih tinggi, sehingga membuat investor menginginkan *yield* obligasi yang lebih tinggi sebagai kompensasi.

5. Variabel Indeks Volatilitas (VIX) menunjukkan pengaruh negatif terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dampak negatif yang tidak signifikan dalam periode jangka pendek. Sedangkan dalam jangka panjang berpengaruh negatif dan signifikan. Arah hubungan negatif disebabkan Ketika VIX meningkat, menandakan ketakutan atau ketidakpastian pasar yang tinggi, investor cenderung memperbesar permintaan pada aset yang dianggap aman, seperti obligasi pemerintah. Permintaan obligasi yang lebih tinggi ini pada awalnya dapat menurunkan *yield* obligasi karena harga obligasi naik.

6. Berdasarkan hasil dalam penelitian ini, pengaruh dari Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar, Cadangan Devisa, dan Indeks Volatilitas secara bersama sama berpengaruh positif terhadap terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia

seri FR0070 sejalan dengan teori *Arbitrage Pricing Theory*. Teori ini menyatakan bahwa *return* suatu sekuritas dapat dipengaruhi oleh beberapa faktor risiko sistematis. Dalam penelitian ini, beberapa faktor makro ekonomi telah terbukti memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia baik dalam jangka Panjang maupun jangka pendek. Hasil penelitian ini memberikan kesimpulan bahwa investor perlu melakukan pertimbangan berbagai sumber risiko dalam pengambilan keputusan investasi.

### 5.1 Saran

1. Bagi peneliti dianjurkan untuk melakukan studi lebih mendalam mengenai perilaku investor dalam mempertimbangkan *Yield* Obligasi yang mereka pilih. Selain itu, disarankan pula untuk melakukan perbandingan dengan berbagai Obligasi Pemerintah sejenis guna mengidentifikasi apakah terdapat pola perilaku yang serupa terhadap *yield* obligasi.
2. Untuk memperkuat pemahaman dan juga memasukkan variabel tambahan seperti harga minyak dunia, tingkat imbal hasil US *Treasury*, suku bunga JIBOR, dan SIBOR, dan Suku bunga The Fed (*Federal Reserve*). Peneliti juga dapat membandingkan perbedaan reaksi pasar terhadap variable variable tersebut secara lebih menyeluruh.
3. Pada penelitian ini, Inflasi tidak menunjukkan dampak yang signifikan, baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Disarankan untuk mengkaji indikator ekonomi lainnya yang juga memiliki fluktuasi yang tinggi. Serta disarankan juga untuk menguji model *Arbitrage Pricing Theory* (APT) pada beberapa jenis dan seri obligasi pemerintah lainnya untuk melihat factor faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi secara signifikan.

## DAFTAR PUSTAKA

- Adi Vithara Purba, F. (2012). *Fixed Income Risk & Portfolio Management*. Finance Research Institute, August.
- Agus R Sartono. (2001). *Manajemen Keuangan Teori Dan Aplikasi* (Keempat). Bef.
- André Pinho & Ricardo Barradas. (2021). *Determinants Of The Portuguese Government Bond Yields*. International Journal Of Finance & Economics. <https://Onlinelibrary.Wiley.Com/Doi/10.1002/Ijfe.1912>
- Aprilian Teguh. (2016). *Pengaruh Variabel Fundamental Makroekonomi Terhadap Yield Obligasi*. 1–14.
- Ayuning Tyas, V. R., Dharmawan, K., & Asih, M. (2014). *Penerapan Model Arbitrage Pricing Theory Dengan Pendekatan Vector Autoregression Dalam Mengestimasi Expected Return Saham (Studi Kasus: Saham-Saham Kompas100 Periode 2010-2013)*. E-Jurnal Matematika, 3(1), 17. <https://Doi.Org/10.24843/Mtk.2014.V03.I01.P061>
- D Soebagiyo, JL Panjawa.(2016). *Determinan Surat Utang Negara (SUN) dengan Pendekatan ECM*. The 3rd University Research Colloquium. Kudus: LPPM Muhammadiyah.
- Darsono, S. N. A. C., Firman, A., Nugraha, P., & Isnaini, N. (2024). *Dynamics effect of volatility index, interest rates, and commodity prices on Indonesian bond yields*. Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan, 25(1), 47–61. <https://doi.org/10.18196/jesp.v25i1.22189>
- Djajadi, I. (2023). *Buku Saku Pasar Modal*. 1–294. [https://Www.Ojk.Go.Id/Id/Berita-Dan-Kegiatan/Info-Terkini/Documents/Pages/Buku-Saku-Pasar-Modal/Buku Saku Psr Modal Ojk 2023.Pdf](https://Www.Ojk.Go.Id/Id/Berita-Dan-Kegiatan/Info-Terkini/Documents/Pages/Buku-Saku-Pasar-Modal/Buku_Saku_Psr_Modal_Ojk_2023.Pdf)
- Dominick, S. (1997). *Ekonomi Internasional*. Erlangga.
- Akbari, Fajar, and Sri Ulfa Sentosa. "Pengaruh Faktor Makroekonomi Dan Kebijakan Moneter Negara Maju Terhadap Yield Obligasi Indonesia." Jurnal Kajian Ekonomi dan Pembangunan 1, no. 2 (2019): 287. <http://dx.doi.org/10.24036/jkep.v1i2.6171>.

- Fajarini, D., Nirmala, T., & Purwaningsih, V. T. (2023). *Kebijakan Moneter Dan Investasi Portofolio Asing*. Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Nias Selatan, 6(2), 1–8. <https://Jurnal.Uniraya.Ac.Id/Index.Php/Jeb>
- Fatmawati, E. (2020). *Effect Of Age Of Bonds, Interest Rate, And Inflation Level On Bonds Results*. Journal Of Research In Business, Economics, And Education, 2(3), 645–652.
- Fatmawati, M., & Sugiharti, R. R. (2021). *Dinamika Nilai Tukar Rupiah Terhadap Us Dollar: Metode Monetary Approach*. Jurnal Ekonomi-Qu, 11(2), 265. <https://doi.org/10.35448/Jequ.V11i2.13227>
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). *Home Bias In Global Bond And Equity Markets: The Role Of Real Exchange Rate Volatility*. Journal Of International Money And Finance, 26(4), 631–655. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.03.002>
- Fikhriani, D. M., & Seftarita, C. (2022). *Dara Mutia Fikhriani, Chenny Seftarita, Nita Faiziah Dan Fitrah Afandi Determinan Yield Obligasi Pemerintah Ditinjau Dari Variabel Moneter* 266. 7(4), 266–276.
- Gojali, A. (2012). *Model Capital Asset Pricing Model (Capm) Dan Arbitrage Pricing Theory (Apt) Dalam Memprediksi Imbal Hasil Saham (Return Saham) Di Bursa Efek Indonesia (Bei)*. Jurnal Ekonomi, 14(3), 284–311. <https://ejournal.borobudur.ac.id/index.php/1/article/view/225>
- Gujarati, D Dan Porter, D. C. (2015). *Dasar-Dasar Ekonometrika* (Buku 1 Edisi). Salemba Empat.
- Husaini, D. H., & Lean, H. H. (2021). *Asymmetric impact of oil price and exchange rate on disaggregation price inflation*. Resources Policy, 73, Elsevier. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301420721001896>
- Hsing Yu. (2015). *Determinants of the Government Bond Yield in Spain: A Loanable Funds Model*. International Journal of Financial Studies 2015, 3, 342-350; doi:10.3390/ijfs3030342
- Jacobs, Peter., Arlyana Abubakar., dan Tora Erita Siallagan. (2013). *Analisis Perilaku Indikator Debt Market.*, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan .
- Jaramillo, L., & Weber, A. (2013). *Global Spillovers Into Domestic Bond Markets In Emerging Market Economies*. Imf Working Papers, 13(264), 1. <https://doi.org/10.5089/9781484328446.001>

- Lady, S.E., M. M., & Halim, Dharma, D. (2016). *Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Korporasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Malaysia*. Diponegoro Journal Of Management, 1(1), 1–12.
- Lidya Kristina. (2010). *Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Tingkat Inflasi, Growth, Maturitas dan Peringkat Obligasi Terhadap YTM Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2008*. Diponegoro Journal Of Management. Surabaya. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbana.
- Louhenapessy, F. H., Ramly, A., Sapthu, A., & Saptanno, F. (2024). *Analisis Suku Bunga Dan Nilai Tukar Terhadap Imbal Hasil Surat Interest Rate And Exchange Rate Analysis Against*. 18(2), 66–75.
- Lumbantobing, A. L. (2014). *Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Suku Bunga Pasar Uang Domestik Dan Suku Bunga Pasar Uang Luar Negeri Terhadap Yield To Maturity Obligasi Ritel Indonesia Di Bursa Antar Bank Periode 2010-2013*. Iv(2), 151–173.
- Uli Lusua Bunga (2016). *Analisis Cadangan Devisa Indonesia*. Jurnal Perspektif Pembiayaan dan Pembangunan Daerah Vol. 4 No. 1, 16.
- Mankiw, N. G. (2007). *Makroekonomi* (Edisi Keen). Erlangga.
- Mankiw, N. G. (2018). *Teori Makro Ekonomi Terjemahan*. Pt Gramedia Pustaka Utama.
- Maulidya, F. D., & Rachmat Sudarsono, L. (2024). *Determinan Yield Obligasi ( Studi Pada Obligasi Pemerintah Indonesia )*. 1–11.
- Muharam, Harjum. (2011). *Model Determinan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah*. Semarang. Disertasi Universitas Diponegoro
- Muktiyanto, I., & Aulia, M. (2019). *Determinan Tingkat Imbal Hasil (Yield) Surat Berharga Negara (Sbn) Domestik*. Kajian Ekonomi Dan Keuangan, 3(1), 18–30. <https://doi.org/10.31685/Kek.V3i1.190>
- Naning Fatmawatie, Endri Endri and Destyanah Husein (2024). *Macroeconomic factors and government bond yield in Indonesia*. *Public and Municipal Finance*, 13(1), 95-105. doi:10.21511/pmf.13(1).2024.08
- Olivier Blanchard, D. R. J. (2017). *Makroekonomi* (Keenam). Erlangga.

- Panjaitan, S. I. H. (2022). *Analisis Perubahan Struktural Kepemilikan Surat Berharga Negara Indonesia Pra Dan Pasca Pandemi Covid19*. <https://Etd.Repository.Ugm.Ac.Id/Penelitian/Detail/218095>
- Paramita, R. P., Rini, I., Pangestuti, D., & Manajemen, J. (2016). *Determinan Yield Obligasi Pemerintah Tenor 5 Tahun Dengan Menggunakan Model Egarch Pada Negara Indonesia, Malaysia, Thailand, Dan Filipina*. *Diponegoro Journal Of Management*, 5(3), 1–14. [Http://Ejournal-S1.Undip.Ac.Id/Index.Php/Dbr](http://Ejournal-S1.Undip.Ac.Id/Index.Php/Dbr)
- Purba Irwan Diko (2018). *Pengaruh Variabel Ekonomi Makro terhadap Yield Spread Negara-negara di Asia Timur, Amerika Latin, dan Karibian. Indonesian Treasury*. *Review Jurnal Perbendaharaan, Keuangan Negara Dan Kebijakan Publik*, Vol.3 No.1, 2018, Hal. 61-67.
- Qisthina, Ganistie Furry, Achsani, Noer Azam, Novianti, Tanti. (2021). *Analisis Determinan Yield Obligasi Pemerintah Indonesia*. <http://repository.ipb.ac.id/handle/123456789/105995>
- Ratna Wulandari, Ulil Farrohah, & Sumriyah Sumriyah. (2023). *Penerbitan Obligasi Negara Sebagai Alternatif Pendanaan Defisit Apbn Indonesia*. *Jurnal Riset Rumpun Ilmu Sosial, Politik Dan Humaniora*, 2(2), 18–29. <https://doi.org/10.55606/Jurrih.V2i2.1249>
- Sahrani, Nasir, N. A., & Tauhid, L. (2023). *Konsep Nilai Tukar Uang Perspektif Ekonomi Islam*. *Balanca : Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Islam*, 4(2), 1–7. <https://doi.org/10.35905/Balanca.V4i2.4702>
- Sam'ani. (2009). *Pengaruh Good Corporate Governance dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia*, Thesis Magister pada Universitas Udayana Denpasar
- Soebagyo, D., & Panjawa, J. L. (2016). *Determinan Surat Utang Negara (Sun) Dengan Pendekatan Ecm*. *The 3rd University Research Colloquium 2016*, 54.
- Sunariyah. (2006). *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal Edisi Kelima*. Upp Sekolah Tinggi Ilmu Manajemen Ykpn.
- T Akram, SAH Uddin. (2025). *Chilean government bond yields: an econometric analysis.I*. *Journal of Applied Economics* Volume 28. 28:1, 2434918, DOI:10.1080/15140326.2024.2434918
- Tandelilin, E. (2010). *Portofolio Dan Investasi: Teori Dan Aplikasi* (Edisi 1). Kanisius.

- Tanweer Akram & Anupam Das, 2019. "*The Long-Run Determinants of Indian Government Bond Yields*," Asian Development Review, MIT Press, vol. 36(1), pages 168-205, March.
- Widarjono. (2018). *Ekonometrika* (Kelima). Upp Stim Ykpn.
- Zhou, Sheunesu, (2020). *Macroeconomic determinants of Long-term Sovereign bond yields in South Africa*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3623775>
- Zorzano Mateos, A. (2023). *Analysis of the impact of inflation against assets and creation of an investment strategy to hedge against inflation*. <http://hdl.handle.net/11531/68786>