

Asal :	Nadiah	Klass
Terima :		80.5
No. induk :		PRA
Pen_katalog :		P

**PENILAIAN OBLIGASI NEGARA SEBAGAI DASAR  
PERTIMBANGAN KEPUTUSAN INVESTASI DI  
INDONESIA**

**SKRIPSI**

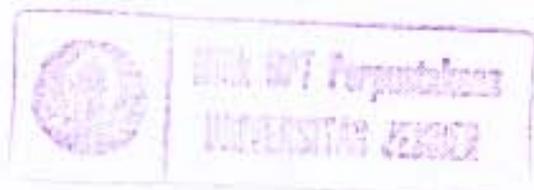
Diajukan sebagai salah satu syarat guna memperoleh  
gelar Sarjana Ekonomi Pada Fakultas Ekonomi  
Universitas Jember



Oleh :

**ARIES PRASETYO**  
NIM. 010810201190

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS JEMBER  
2005**



## JUDUL SKRIPSI

### **PENILAIAN OBLIGASI NEGARA SEBAGAI DASAR PERTIMBANGAN KEPUTUSAN INVESTASI DI INDONESIA**

Yang dipersiapkan dan disusun oleh :

Nama : Aries Prasetyo

N.I.M : 010810201190

Jurusan : Manajemen

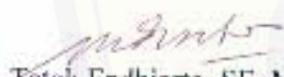
telah dipertahankan di depan Panitia Penguji pada tanggal :

11 Juli 2005

dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima sebagai kelengkapan guna memperoleh gelar Sarjana dalam Ilmu Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember.

### Susunan Panitia Penguji

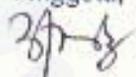
Ketua

  
Tatok Endhiarto, SE, M.Si  
NIP : 131 832 339

Sekretaris,

  
Dra. Elok Sri Utami, M.Si  
NIP : 131 877 449

Anggota,

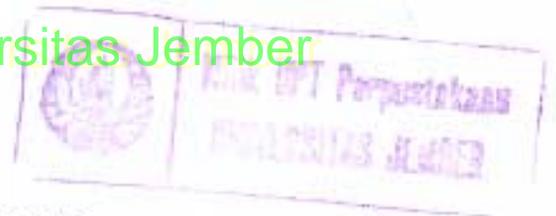
  
Hadi Parama, SE, MBA, PhD  
NIP : 132 056 183



Mengetahui/Menyetujui  
Universitas Jember  
Fakultas Ekonomi  
Dekan



  
Dr. H. Sarwedi, MM  
NIP. 131 276 658



**TANDA PERSETUJUAN**

Judul Skripsi : Penilaian Obligasi Negara Sebagai Dasar Pertimbangan  
Keputusan Investasi di Indonesia  
Nama Mahasiswa : Aries Prasetyo  
NIM : 010810201190  
Jurusan : Manajemen  
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Pembimbing I

Hadi Paramu, SE, MBA, PhD  
NIP : 132 056 183

Pembimbing II

Dra. Lilik Farida, M.Si  
NIP : 131 832 338

Ketua Jurusan

Dra. Diah Yulisetiarini, Msi  
NIP : 131 624 474

Tanggal Persetujuan: 29 Juni 2005

## PERSEMBAHAN

*Semoga karya sederhanaaku ini diberi Rahmat oleh Allah SWT dan skripsi ini  
dipersembahkan untuk....*

**Ayahanda Socprayitno dan Ibunda Suhartatik tercinta**  
*Yang dengan sabar dan penuh kasih sayang merawat, membimbing dan  
mendoakanku demi keberhasilan dan kebahagiaanku*

**Adikku tersayang, Chandra Ichsaroni dan Putri Indah Karunia**  
*Yang selalu memberikanku keceriaan dan dorongan*

**Keluarga Besar Bapak Wiyono dan Bapak Sunarno**  
*Terima kasih atas dukungan, bantuan, dan doanya untuk kesuksesanku*

**Sahabat-sahabatku di Dinasti Jember**  
*Aku akan selalu merindukan masa-masa itu...*

**My Beloved Girl**  
*Terima kasih atas kesabaran dan kesetiiaannya menemani dan memahami diriku.  
Kau telah memberiku semangat dan inspirasi dalam memaknai arti  
senyuman dan air mata*

**Almamater yang kubanggakan**  
*Aku akan mengenangmu sebagai kawah candradimuka hidupku*

## MOTTO

"Katakanlah (Hai Muhammad) apakah sama orang-orang yang  
berpengetahuan dan orang-orang yang tidak berpengetahuan.  
Sesungguhnya orang yang berakallah yang dapat menerima  
pelajaran"

(Az Zumar: 9)

"Ada empat pantangan bagi orang yang ingin sukses yaitu: pantang  
dzolim dan membenci orang lain, pantang berputus asa, pantang  
menyia-nyiakakan waktu, serta pantang menjadi beban orang lain"

(KH. Abdullah Gymnastiar)

"Ada orang yang tidak tahu, namun tidak tahu bahwa dirinya tidak tahu. Itulah orang  
tolol, jauhilah dia!

Ada orang yang tidak tahu, namun tahu bahwa dirinya tidak tahu. Itulah orang bodoh,  
ajarilah dia!

Ada orang yang tahu, namun tidak tahu bahwa dirinya tahu. Itulah orang yang  
pelupa, ingatkanlah dia!

Ada orang yang tahu, namun tahu bahwa dirinya tahu. Itulah orang bijaksana, ikutilah  
dia!"

(Anonim)

**"MANUSIA BELAJAR DARI KEGAGALAN, BUKAN DARI KESUKSESAN"**

(Thomas Alva Edison)

"TIAP-TIAP ORANG YANG BERJUMPA DENGAN SAYA, DALAM SUATU HAL,  
DIA LEBIH PANDAI DAN LEBIH MULIA DARIPADA SAYA. DALAM HAL  
TERSEBUT SAYA BISA BELAJAR DAN MENGAMBIL CONTOH DARINYA"

(R.W. Emmerson)

## KATA PENGANTAR

Syukur Alhamdulillah penulis panjatkan kehadiran Allah SWT, karena atas segala Rahmat dan Hidayah-Nya penulis mampu menyelesaikan skripsi ini yang berjudul: **Penilaian Obligasi Negara Sebagai Dasar Pertimbangan Keputusan investasi di Indonesia**, sebagai salah satu kewajiban untuk mendapatkan gelar Sarjana Ekonomi pada Fakultas Ekonomi Universitas Jember dengan baik dan lancar.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini tidak terlepas dari bantuan moril dan materil dari berbagai pihak yang tidak terhingga nilainya. Oleh karena itu pada kesempatan yang berbahagia ini, penulis menyampaikan ucapan terima kasih yang setulusnya kepada:

1. Dr. Sarwedi, MM selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Jember;
2. Dra. Diah Yulisetiari, M.Si selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Jember;
3. Hadi Paramu, SE, MBA, PhD dan Dra. Lilik Farida, M.Si selaku dosen pembimbing atas kesabarannya memberikan bimbingan dan arahan kepada penulis dalam menyelesaikan skripsi ini;
4. Bapak-bapak dan Ibu-ibu dosen Fakultas Ekonomi Universitas Jember yang telah memberikan perhatian dalam mentransformasikan ilmunya;
5. Staf dan karyawan Fakultas Ekonomi Universitas Jember yang telah membantu penulis sehingga proses belajar dan penyusunan skripsi penulis berjalan dengan lancar;
6. Pihak Kantor Bank Indonesia di Jember yang telah membantu dalam penyediaan data dan kesediaan sebagai tempat penelitian
7. Pihak Direktorat Sumber Daya Manusia Bank Indonesia di Jakarta atas bantuan data dan informasinya;
8. Rekan-rekan seperjuangan "pembela nurani umat", terima kasih atas segala dorongan dan motivasi kalian hingga manambah keyakinanku dalam menyongsong masa depan baik di dunia maupun di akhirat;

9. Keluarga besar Kelompok Studi Kewirausahaan dan Industri Kecil. Teruskan perjuangan dan warnai terus kehidupanmu dengan sesuatu yang bermanfaat;
10. Ikatan Mahasiswa Sumbawa yang ada di Jember, tempatku menuangkan rasa gelisah, suka, duka, dan juga pelarianku di saat aku rindu kampung halaman nan jauh di mata;
11. Sobat sejutiku di Pondok Impian Jawa VIB/2, Doni, Rudi, Toni, Slamet, Adjie, Husni, Aditya, Asegaf, Agung, Paijo, Teyluko, Durjo, Yuyu, David, dan Docil. Terima kasih atas segala pengertian dan canda tawa kalian. Tanpa kalian, hari-hariku terasa sepi dan sunyi;
12. Teman-teman yang senasib dan sepenanggungan di Manajemen Genap 2001, terima kasih telah menjadi mitra belajarku di Jember;
13. Sahabat karibku, Sandi, Hamdan, Dudik, akan selalu kukenang kebersamaan kita. *Keep stay tune in F4.com*;
14. Dini, Rina, Mita, terima kasih telah membentuk dan mewarnai hidupku. Tetap solid dan bulatkan tekad. Ingat!! Hidup itu tidak hanya dimensi yang ada di depan mata kita, melainkan hidup itu adalah suatu ruang yang dapat dilihat dari sisi manapun. *So keep smile and take your chance*;
15. Semua pihak yang telah membantu memperlancar proses penyusunan skripsi ini, baik secara langsung maupun tidak langsung yang tidak bisa disebutkan satu persatu.

Penulis telah berusaha semaksimalnya tetapi kesempurnaan hanya milik Allah SWT sehingga kritik dan saran dari berbagai pihak sangat penulis harapkan. Akhir kata, penulis berharap semoga skripsi ini dapat memberikan manfaat bagi pembaca dan pihak-pihak yang membutuhkan.

Jember, 28 Juni 2005

Penulis



## DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN PERSETUJUAN	iii
HALAMAN PERSEMBAHAN	iv
HALAMAN MOTTO	v
KATA PENGANTAR	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xi
DAFTAR GAMBAR	xii
DAFTAR LAMPIRAN	xiii
ABSTRAKSI	xiv
I. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Perumusan Permasalahan	5
1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian	5
II. TINJAUAN PUSTAKA	7
2.1 Kajian Teoritis	7
2.1.1 Pengertian Investasi	7
2.1.2 Surat Berharga	11
2.1.3 Instrumen dan Pasar Pembiayaan Jangka Panjang	12
2.1.4 Obligasi dan Karakteristiknya	14
2.1.5 Penarikan Kembali Obligasi	16
2.1.6 Keunggulan dan Kelemahan Obligasi	18
2.1.7 Surat Utang Negara (SUN)	20
2.1.8 Obligasi Negara	24
2.1.9 Penilaian Obligasi Negara	28
2.2 Kajian Empiris	33

2.2.1 Tinjauan Penelitian Sebelumnya	33
2.2.2 Kerangka Pemikiran	35
2.3 Hipotesis	37
III. METODE PENELITIAN	38
3.1 Rancangan Penelitian	38
3.2 Populasi dan Sampel	38
3.3 Jenis dan Sumber Data	38
3.4 Definisi Operasional Variabel	38
3.5 Metode Analisis Data	40
3.6 Kerangka Pemecahan Masalah	42
3.7 Keterangan Kerangka Pemecahan Masalah	43
IV. HASIL DAN PEMBAHASAN	44
4.1 Gambaran Umum Surat Utang Negara (SUN)	44
4.1.1 Sejarah Surat Utang Negara (SUN)	44
4.1.2 Jenis Surat Utang Negara (SUN) Dalam Rangka Rekapitalisasi Perbankan	47
4.1.3 Perkembangan Sistem Perdagangan Surat Utang Negara (SUN)	48
4.2 Gambaran Umum Seri Obligasi Negara yang Dijadikan Sampel Penelitian	52
4.3. Tingkat Bunga (Kupon) Obligasi Negara, <i>Yield to Maturity</i> , dan Harga Pasar	53
4.4 Statistik Deskriptif	61
4.5 Analisis Data	61
4.5.1 Uji Korelasi Pearson	61
4.5.2 Analisis Metode Kapitalisasi Pendapatan	63
4.6 Pembahasan	71
4.6.1 Korelasi antara Tingkat Bunga (Kupon) Obligasi Negara dan <i>Yield to Maturity</i>	71
4.6.2 Penilaian Obligasi Negara	72
V. SIMPULAN DAN SARAN	80
5.1 Simpulan	80

5.2 Saran	80
DAFTAR PUSTAKA	82
DAFTAR LAMPIRAN	84

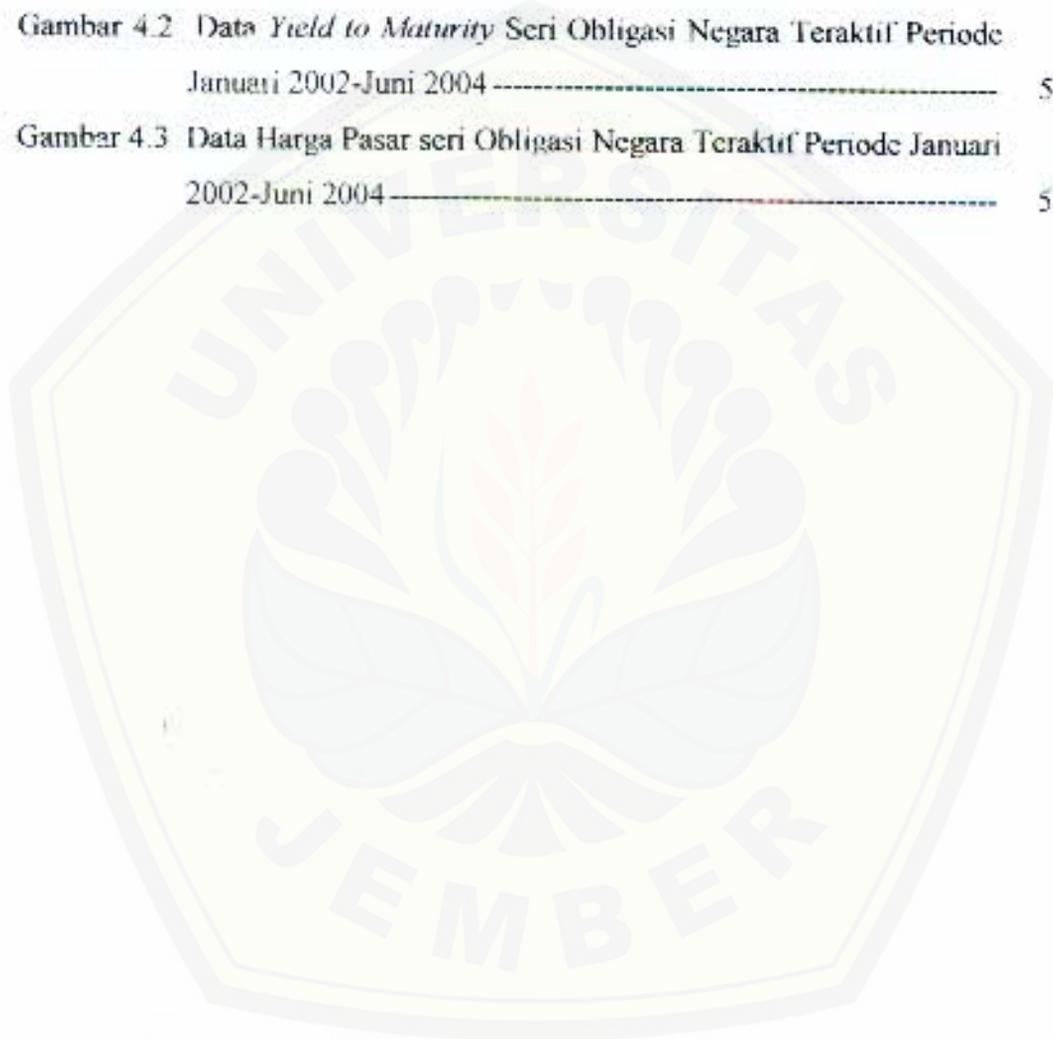


DAFTAR TABEL

Tabel 4.1	Seri Obligasi Negara yang Diteliti	52
Tabel 4.2	Data Tingkat Bunga (Kupon) Obligasi Negara Seri <i>Fixed Rate</i>	53
Tabel 4.3	Statistik Deskriptif Tingkat Bunga (Kupon) Obligasi Negara, <i>Yield to Maturity</i> , dan Harga Pasar	61
Tabel 4.4	Korelasi Tingkat Bunga (Kupon) Obligasi Negara dan <i>Yield to Maturity</i>	62
Tabel 4.5	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0002 Periode Januari 2002-Juni 2004	64
Tabel 4.6	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0004 Periode Januari 2002-Juni 2004	65
Tabel 4.7	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0006 Periode Januari 2002-Juni 2004	66
Tabel 4.8	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0007 Periode Januari 2002-Juni 2004	67
Tabel 4.9	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0008 Periode Januari 2002-Juni 2004	68
Tabel 4.10	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri FR 0009 Periode Januari 2002-Juni 2004	69
Tabel 4.11	Perhitungan <i>Mispriced</i> Seri VR 0005 Periode Januari 2002-Juni 2004	70

DAFTAR GAMBAR

Gambar 2.1	<i>Security Market Line (SML)</i> .....	36
Gambar 3.1	Kerangka Pemecahan Masalah .....	42
Gambar 4.1	Data Tingkat Bunga (Kupon) Seri <i>Variable Rate</i> Periode Januari 2002-Juni 2004 .....	55
Gambar 4.2	Data <i>Yield to Maturity</i> Seri Obligasi Negara Teraktif Periode Januari 2002-Juni 2004 .....	57
Gambar 4.3	Data Harga Pasar seri Obligasi Negara Teraktif Periode Januari 2002-Juni 2004 .....	59



DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	<i>Descriptive Statistics</i> dan Uji Korelasi Pearson	84
Lampiran 2	Perhitungan <i>Yield</i> per bulan	85
Lampiran 3	Formulasi Perhitungan <i>Yield</i> per bulan	86



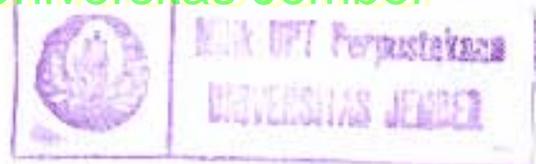
## ABSTRAKSI

Penelitian tentang Penilaian Obligasi Negara ini bertujuan untuk mengetahui ada tidaknya hubungan antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* dan juga untuk mengetahui ada tidaknya *mispriced* (*underpriced/ overpriced*) pada Obligasi Negara. Penelitian ini dilakukan di Kantor Bank Indonesia Jember. Sampel yang digunakan berjumlah 7 seri Obligasi Negara yang aktif diperdagangkan selama periode 30 bulan penelitian, yaitu dari bulan Januari 2002 sampai dengan bulan Juni 2004.

Metode penelitian yang digunakan adalah penelitian empiris dengan data sekunder yang berasal dari Bank Indonesia, Bursa Efek Jakarta (BEJ), Bursa Efek Surabaya (BES), dan Departemen Keuangan Republik Indonesia. Data yang dibutuhkan dalam penelitian ini adalah data tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara, *yield to maturity* seri Obligasi Negara, dan harga pasar seri Obligasi Negara.

Hasil penelitian tentang ada tidaknya hubungan antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* diuji dengan menggunakan uji Korelasi Pearson. Hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* memiliki hubungan negatif yang lemah. Hal tersebut dapat dilihat dari nilai koefisien korelasi sebesar  $-0,424$ . Hubungan tersebut menjelaskan bahwa setiap kenaikan tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara menyebabkan *yield to maturity* menurun, dan demikian juga sebaliknya setiap penurunan tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara menyebabkan *yield to maturity* meningkat. Uji hipotesis menunjukkan bahwa antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* terdapat hubungan. Adapun hasil penelitian tentang ada tidaknya *mispriced* (*underpriced/ overpriced*) pada Obligasi Negara dianalisis dengan menggunakan Analisis Metode Kapitalisasi Pendapatan. Hasil Penelitian tersebut menunjukkan bahwa terdapat *mispriced* pada seri Obligasi Negara. Dalam hal ini, seri Obligasi Negara teraktif lebih banyak mengalami *overpriced*, artinya *yield* yang diperoleh investor sebagian besar lebih rendah daripada tingkat bunga (kupon).

Berdasarkan hasil analisis data, dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif yang lemah antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity*. Dari uji hipotesis, terlihat bahwa antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* terdapat hubungan. Dari hasil Analisis Metode Kapitalisasi Pendapatan, seri Obligasi Negara teraktif mengalami *mispriced*. Dalam hal ini, seri Obligasi Negara tersebut lebih banyak mengalami *overpriced*.



## I. PENDAHULUAN

### 1.1 Latar Belakang

Menurut Rancangan Penjelasan Undang-undang RI No.24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara, keberhasilan pembangunan nasional untuk mewujudkan masyarakat yang adil, makmur, dan sejahtera berdasarkan Pancasila dan Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945 ditentukan antara lain oleh adanya:

1. kemandirian bangsa untuk melaksanakan pembangunan ekonomi nasional secara berkesinambungan dengan bertumpu pada kekuatan masyarakat;
2. partisipasi masyarakat secara optimal dalam program pembiayaan pembangunan nasional melalui mekanisme pengelolaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) yang dapat dipertanggungjawabkan;
3. kepastian hukum bagi pemodal dan komitmen pemerintah untuk mengelola sektor keuangan yang transparan, profesional, dan bertanggung jawab.

Dalam konteks kemandirian bangsa, potensi yang tersedia di dalam negeri harus dioptimalkan untuk melaksanakan kegiatan ekonomi dan membiayai kegiatan pembangunan. Sehubungan dengan hal tersebut, pemerintah perlu diberikan peluang untuk meningkatkan akses yang dapat menggali potensi sumber pembiayaan pembangunan dan memperkuat basis pemodal domestik. Pembiayaan tersebut akan terjamin keamanannya apabila mobilisasi dana masyarakat disertai dengan bekerjanya sistem keuangan, meliputi sistem perbankan, pasar uang, dan pasar modal yang efisien. Terciptanya keagamaan dalam mobilisasi dana dapat menghasilkan sistem keuangan yang kuat dan memberikan alternatif bagi para pemodal.

Dalam kegiatan pasar keuangan, peranan pasar Surat Utang Negara sangat strategis. Artinya tingkat keuntungan (*yield*) dari Surat Utang Negara sebagai instrumen keuangan yang bebas risiko dapat dipergunakan oleh para pelaku pasar sebagai acuan atau referensi dalam menentukan tingkat keuntungan suatu investasi atau aset keuangan lain.

Dengan demikian, penerbitan Surat Utang Negara secara teratur dan terencana diperlukan untuk membentuk suatu tolok ukur yang dapat dipergunakan dalam menilai kewajaran suatu harga aset keuangan atau surat berharga. Adanya pasar keuangan yang efisien yang memberikan manfaat, antara lain:

1. memberikan peluang dan partisipasi yang lebih besar kepada pemodal untuk melakukan diversifikasi portofolio investasinya;
2. membantu terciptanya suatu tata kelola yang baik (*good governance*) dikarenakan adanya tingkat transparansi informasi keuangan yang tinggi dalam pasar modal;
3. membantu terwujudnya suatu sistem keuangan yang stabil karena berkurangnya risiko sistemik (*systemic risk*) akibat menurunnya ketergantungan pada modal yang berasal dari sistem perbankan. ( sumber: Rancangan Penjelasan UU RI No.24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara )

Dengan demikian, adanya pasar keuangan yang efisien sangat membantu investor dalam melakukan diversifikasi investasi pada Surat Utang Negara (SUN) yang terdiri atas dua jenis yaitu investasi Surat Utang Negara jangka pendek atau yang lebih dikenal dengan Surat Perbendaharaan Negara (SPN) dan investasi Surat Utang Negara jangka panjang atau Obligasi Negara. Investor mendapat kesempatan yang besar dalam memilih jalur investasi Surat Utang Negara yang sesuai dengan keinginan mereka. Pemerintah juga memberikan sarana dan prasarana yang cukup memadai dalam hal membantu investor mempertimbangkan jenis investasi Surat Utang Negara yang aman dan menguntungkan. Di sisi lain, pasar keuangan yang efisien membentuk suatu transparansi informasi tentang Surat Utang Negara sehingga berimplikasi pada peningkatan kepercayaan investor terhadap Surat Utang Negara.

Dari sisi mobilisasi dana masyarakat melalui mekanisme APBN, penggunaan Surat Utang Negara secara potensial dapat mengurangi ketergantungan pada pembiayaan luar negeri yang sangat rentan terhadap fluktuasi nilai tukar. Di samping itu, pengelolaan surat utang negara secara baik dapat mengurangi kerugian negara yang ditimbulkan oleh berbagai risiko

keuangan dalam portofolio utang negara. Melalui mekanisme APBN, dengan sendirinya akan terselenggara pengawasan langsung oleh publik.

Perdagangan Surat Utang Negara secara potensial juga bermanfaat jika dilihat dari sisi investor khususnya investor dari kalangan korporasi atau perusahaan. Hal tersebut mengarah pada kepentingan suatu perusahaan untuk memilih alternatif investasi yang mudah, aman, dan menguntungkan. Kepastian hukum dan mekanisme perdagangan yang teratur dalam penerbitan Surat Utang Negara menjadi acuan yang kuat bagi perusahaan untuk berinvestasi pada instrumen Surat Utang Negara.

Pelaku pasar keuangan sangat berkepentingan terhadap informasi tentang arah kebijakan pembangunan ekonomi nasional yang tercermin dalam APBN, mengingat implikasi kebijakan tersebut terhadap minat dan kesempatan investasi di pasar keuangan domestik. Persepsi pasar akan sangat tergantung pada konsistensi tindakan pemerintah dalam menjalankan kebijakan tersebut. Di samping itu, para investor membutuhkan adanya kepastian hukum dan jaminan adanya pengelolaan pasar keuangan yang profesional dan berstandar internasional.

Semua hal tersebut dapat terwujud jika suatu sekuritas diatur dan dikelola dengan manajemen yang baik. Berkaitan dengan hal tersebut, sangat perlu bagi investor dan emiten mengetahui kondisi sekuritas yang diincarinya, yang dalam hal ini adalah instrumen Surat Utang Negara khususnya Obligasi Negara.

Manajer perusahaan sebagai calon investor memilih instrumen investasi bebas risiko seperti Obligasi Negara sangat membantu dalam mengurangi risiko kerugian di kemudian hari. Obligasi Negara sebagai instrumen investasi yang memiliki kepastian hukum dan adanya komitmen dari pemerintah sebagai penerbit untuk mengelola jenis investasi ini secara transparan dan bertanggungjawab, berperan aktif dalam meningkatkan pertumbuhan investasi di Indonesia khususnya pada sektor korporasi. Oleh karena itu, manajer perusahaan dituntut untuk selalu tanggap dan terus berinovasi dalam menganalisis jenis investasi yang dapat menjamin keuntungan perusahaan di masa yang akan datang. Salah satunya dengan mempertimbangkan investasi pada Obligasi Negara yang telah terbukti

dikelola secara profesional dan yang lebih penting lagi adalah adanya perlindungan hukum bagi investor.

Masalah penggunaan dana yang dilakukan oleh para investor dipengaruhi oleh dimensi waktu yang menentukan berhasil tidaknya investasi tersebut. Kondisi yang melahirkan risiko dalam melakukan investasi yaitu risiko ketidakpastian dalam masa yang akan datang. Ketidakpastian ini diakibatkan oleh kita tidak dapat mengetahui secara persis berapa keuntungan yang akan diperoleh dan seberapa besar risiko yang ditanggung. Namun masih ada instrumen investasi lain yang memberi kepastian berapa keuntungan yang akan diperoleh dengan risiko yang sangat kecil bahkan ada kemungkinan investasi tersebut bebas risiko.

Dalam mengantisipasi adanya beberapa risiko terhadap keuntungan yang akan diraih, perlu diketahui beberapa hubungan penting yang sangat mempengaruhi nilai obligasi ( $V_b$ ). Salah satu hubungan yang sangat menentukan terhadap penilaian suatu obligasi khususnya obligasi negara adalah hubungan antara tingkat pengembalian yang diinginkan investor dengan tingkat bunga (kupon) obligasinya. Hal ini berpengaruh pada nilai pasar suatu obligasi. Keown et.al. (1999:260) menjelaskan bahwa nilai pasar dari sebuah obligasi akan lebih kecil dari nilai parinya jika tingkat pengembalian yang diinginkan investor lebih besar daripada tingkat bunga (kupon) obligasi. Namun obligasi akan dinilai lebih tinggi dari nilai parinya jika tingkat pengembalian yang diinginkan investor lebih kecil dari tingkat bunga (kupon) obligasi.

Ada hubungan lain yang juga mempengaruhi nilai obligasi. Tapi hubungan ini berdampak pada nilai intrinsik suatu obligasi yang nantinya tercermin dalam penentuan apakah suatu obligasi dikatakan mengalami *mispriced*. Seperti halnya dengan hubungan di atas yang lebih mengarah pada nilai pasar, hubungan berikut ini juga menjelaskan bagaimana tingkat bunga (kupon) dan *yield to maturity* sangat menentukan dalam penilaian suatu obligasi.

Hubungan antara tingkat bunga (kupon) dan *yield to maturity* dikembangkan untuk menjelaskan nilai intrinsik suatu obligasi khususnya obligasi negara. Dalam teorinya, semakin tinggi tingkat bunga (kupon) obligasi maka nilai intrinsiknya juga semakin semakin tinggi, sedangkan semakin tinggi

*yield to maturity* suatu obligasi maka nilai intrinsiknya justru semakin rendah. Dengan kata lain, antara tingkat bunga (kupon) obligasi dan *yield to maturity* memiliki pengaruh yang berbeda terhadap nilai intrinsiknya.

Hal ini pada kenyataannya akan mempengaruhi nilai obligasi negara di pasaran. Pengaruh tersebut dapat dilihat jika antara tingkat bunga (kupon) obligasi negara dan *yield to maturity* memiliki hubungan yang erat.

Dari hubungan tersebut, akan membentuk suatu kondisi bahwa hubungan antara tingkat pengembalian dan suku bunga obligasi (suku bunga kupon) mempengaruhi nilai obligasi tersebut di pasar.

## 1.2 Perumusan Permasalahan

Berdasarkan latar belakang di atas, dalam penelitian ini disusun rumusan permasalahan sebagai berikut:

1. apakah terdapat hubungan antara tingkat bunga (kupon) obligasi negara dengan *yield to maturity*?
2. apakah terjadi *mispriced* (*underpriced/ overpriced*) pada obligasi negara?

## 1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

### 1.3.1 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan permasalahan, dapat diketahui bahwa tujuan penelitian ini adalah:

1. untuk mengetahui hubungan antara tingkat bunga (kupon) obligasi negara dengan *yield to maturity*;
2. untuk mengetahui ada tidaknya *mispriced* (*underpriced/ overpriced*) pada obligasi negara.

### 1.3.2 Manfaat Penelitian

Adapun manfaat yang dapat diperoleh dari penelitian ini adalah:

**1. Bagi Penelitian Lain/ Lanjutan**

- a. dapat memperoleh pengetahuan mengenai penilaian obligasi negara yang dapat digunakan sebagai dasar pertimbangan keputusan investasi Surat Utang Negara (SUN);
- b. sebagai referensi dalam menganalisa obligasi negara di kemudian hari;
- c. menjadi stimulan bagi peneliti lain dalam melaksanakan penelitian lebih lanjut atau menganalisis lebih jauh tentang penilaian obligasi negara.

**2. Bagi Investor dan Calon Investor**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi kepada investor atau calon investor mengenai perkembangan obligasi negara, khususnya perkembangan perdagangan obligasi negara di Indonesia.

**3. Bagi Pemerintah**

Penelitian ini dapat memberikan masukan positif bagi pemerintah dalam mengeluarkan dan menetapkan kebijakan-kebijakan yang mendukung perkembangan obligasi negara di Indonesia, misalnya dalam kebijakan penerbitan surat utang yang relevan dengan kebutuhan negara.

## II. TINJAUAN PUSTAKA

### 2.1 Kajian Teoritis

#### 2.1.1 Pengertian Investasi

Investasi menurut Sharpe et. al. (1997:1) adalah mengorbankan uang pada saat sekarang untuk mendapatkan uang di masa yang akan datang. Pengorbanan terjadi pada saat sekarang dan mengandung kepastian, sedangkan hasil baru akan diperoleh kemudian dan besarnya tidak pasti. Lebih lanjut mereka menjelaskan perlunya membedakan antara investasi riil dan investasi finansial. Investasi riil melibatkan asset nyata seperti mesin-mesin, tanah dan bangunan. Investasi finansial melibatkan kontrak-kontrak tertulis seperti saham biasa dan obligasi.

Investasi adalah kegiatan manusia dalam menggunakan kekayaannya pada aktivitas-aktivitas yang produktif sehingga diharapkan memperoleh pengembalian yang lebih tinggi di masa yang akan datang. Samuelson (1997:143) menjelaskan bahwa yang dimaksud dengan investasi adalah kegiatan pembentukan modal riil yaitu menambahkan barang-barang pada persediaan, pembangunan pabrik baru, rumah dan peralatan-peralatan baru.

Investasi atau penanaman modal dapat dilakukan dengan membeli saham dan obligasi. Investasi juga dikatakan sebagai suatu aktivitas perekonomian yang dilakukan sekarang dengan sejumlah risiko untuk mendapatkan hasil di masa mendatang.

Orang yang melakukan investasi disebut investor. Sebagai investor atau calon investor memerlukan beberapa pertimbangan dalam proses pembuatan keputusan investasinya. Menurut Agus Sabardi (1994:132) setidaknya terdapat 5 hal yang dijadikan sebagai pertimbangan dalam pengambilan keputusan investasi. Kelima hal dimaksud berturut-turut sebagai berikut:

1. kondisi investor yaitu sikap investor terhadap risiko;
2. motif investasi, yaitu pendapatan, keamanan, fasilitas pajak atau spekulasi;
3. media investasi;
4. teknik dan model analisis;
5. strategi investasi.

Manajemen investasi adalah proses pengelolaan uang. Menurut Frank J. Fabozzi (1999:1) dua terminologi yang umum digunakan untuk menjabarkan proses ini adalah manajemen portofolio dan manajemen uang. Individu yang melakukan pengelolaan portofolio investasi disebut manajer investasi, manajer uang/ keuangan atau manajer portofolio.

Dalam bahasa industri, manajer investasi "mengelola uang". Proses ini membutuhkan suatu pemahaman terhadap berbagai piranti investasi, cara penilaian piranti investasi tersebut, dan berbagai strategi yang dapat digunakan untuk menyeleksi piranti investasi yang seharusnya dimasukkan dalam portofolio untuk dapat mencapai tujuan-tujuan investasi.

Menurut Fabozzi (1999:1), investor dapat dikelompokkan menjadi investor ritel dan investor institusional. Investor ritel terdiri dari individu-individu, sedangkan investor institusional terdiri dari perusahaan asuransi, institusi simpanan (meliputi bank, asosiasi simpanan, dan pinjaman serta serikat kredit), dana pensiun, perusahaan-perusahaan investasi, dana bantuan/ *endowmen*).

Fabozzi (1999:2) menjelaskan bahwa tanpa melakukan perbedaan terhadap investor institusional, proses manajemen investasi meliputi lima langkah sebagai berikut:

#### 1. Menetapkan sasaran investasi

Langkah pertama dalam proses manajemen investasi, menetapkan sasaran investasi. Hal tersebut tergantung dari institusi itu sendiri. Sebagai contoh, dana pensiun yang berkewajiban untuk membayar sejumlah dana kepada pesertanya di masa yang akan datang, akan memiliki sasaran untuk memperoleh dana yang cukup dari portofolio investasi sehingga dapat memenuhi kewajiban dana pensiunnya. Oleh karena itu, sasaran investasi dari perusahaan asuransi jiwa adalah untuk memenuhi kewajiban perusahaan dan menghasilkan laba. Sebagai contoh ketiga, bagi bank dan asosiasi simpanan dan pinjaman, dana diperoleh melalui penerbitan sertifikat deposito. Dana-dana itu kemudian diinvestasikan dalam bentuk pinjaman dan surat-surat berharga. Sasaran institusi ini adalah memperoleh pengembalian dari dana yang diinvestasikan yang jumlahnya lebih besar dari biaya yang dikeluarkan.

## 2. Membuat kebijakan investasi

Langkah kedua dalam proses manajemen investasi adalah membuat pedoman kebijakan untuk memenuhi sasaran investasi. Penetapan kebijakan dimulai dengan keputusan alokasi aktiva/ aset yaitu investor harus memutuskan bagaimana dana institusi sebaiknya didistribusikan terhadap kelompok-kelompok aktiva utama yang ada. Kelompok aktiva umumnya meliputi saham, obligasi, real estate, dan sekuritas-sekuritas luar negeri.

Kendala-kendala dari klien dan peraturan yang ada harus dipertimbangkan dalam menetapkan kebijakan investasi. Misalnya, klien berkeinginan untuk mempertahankan tingkat diversifikasi dan keamanan tertentu dan membatasi persentase dana yang diinvestasikan pada kelompok aktiva tertentu. Contoh dari kendala peraturan adalah pembatasan terhadap kelompok aktiva yang dapat diinvestasikan oleh institusi keuangan. Implikasi dari laporan pajak dan keuangan juga harus dipertimbangkan dalam menetapkan kebijakan investasi. Sebagai contoh, institusi bebas pajak tidak menganggap investasi bebas pajak sebagai sesuatu yang menarik, karena institusi-institusi tersebut sudah memperoleh kebebasan dari kewajiban membayar pajak. Di samping itu, hasil dari investasi bebas pajak umumnya tidak tinggi. Persyaratan pembuatan laporan keuangan mempengaruhi cara yang dipilih investor institusional dalam menetapkan kebijakan investasi. Sayangnya, pertimbangan pelaporan keuangan terkadang menyebabkan institusi menetapkan suatu kebijakan investasi, yang dalam jangka panjang, tidak dapat memberikan keuntungan ekonomi terbaik bagi institusi.

## 3. Memilih strategi portofolio

Pemilihan strategi portofolio yang konsisten terhadap sasaran dan pedoman kebijakan investasi dari klien maupun institusi merupakan langkah ketiga dalam proses manajemen investasi. Strategi-strategi portofolio dapat dibedakan menjadi strategi aktif dan pasif. Strategi portofolio aktif menggunakan informasi-informasi yang tersedia dan teknik-teknik peramalan untuk memperoleh kinerja yang lebih baik dibandingkan portofolio yang hanya didiversifikasi secara luas. Hal penting bagi seluruh strategi aktif adalah

harapan terhadap faktor-faktor yang dapat mempengaruhi kinerja dari kelompok aktiva. Sebagai misal, dengan strategi saham biasa yang aktif hal ini mencakup peramalan pendapatan di masa depan, dividen, atau rasio harga terhadap pendapatan. Dengan portofolio obligasi yang dikelola secara aktif, ekspektasi melibatkan pula ramalan suku bunga di masa depan. Strategi portofolio aktif yang melibatkan sekuritas asing membutuhkan adanya suatu peramalan terhadap nilai tukar di masa depan.

Strategi portofolio pasif melibatkan input ekspektasional minimal dan sebagai gantinya bergantung kepada diversifikasi untuk mencocokkan kinerja dari beberapa indeks pasar. Sebagai akibatnya, strategi pasif mengasumsikan bahwa pasar akan merefleksikan seluruh informasi yang tersedia pada harga sekuritas. Diantara kedua strategi ekstrem, pasif dan aktif ini telah muncul suatu strategi baru yang memiliki kedua elemen tersebut. Sebagai contoh, inti suatu portofolio dikelola secara pasif dan sisanya dikelola secara aktif.

Dalam ruang lingkup obligasi, beberapa strategi yang dikelompokkan sebagai strategi portofolio terstruktur telah sering digunakan. Strategi portofolio terstruktur merupakan suatu strategi dimana portofolio dirancang untuk dapat mencapai kinerja dari beberapa kewajiban yang harus dibayar. Strategi ini seringkali digunakan dalam usaha mencocokkan dana yang diterima dari portofolio investasi dengan kewajiban yang harus diselesaikan di masa yang akan datang.

#### 4. Memilih aktiva/ aset

Setelah strategi portofolio dipilih, langkah selanjutnya adalah memilih aktiva tertentu untuk dimasukkan dalam portofolio. Hal ini membutuhkan evaluasi terhadap masing-masing sekuritas. Dalam strategi aktif, hal ini berarti usaha untuk mengidentifikasi kesalahan penetapan harga sekuritas.

Pada tahap ini, manajer investasi berusaha untuk merancang portofolio yang efisien. Portofolio yang efisien adalah portofolio yang memberikan pengembalian yang diharapkan terbesar untuk tingkat risiko tertentu, atau dengan kata lain tingkat risiko terendah untuk tingkat pengembalian tertentu.

## 5. Mengukur dan mengevaluasi kinerja

Mengukur dan mengevaluasi kinerja investasi merupakan langkah terakhir dalam proses manajemen investasi. Sebenarnya, penggunaan istilah langkah terakhir dapat menyesatkan, karena proses investasi merupakan proses yang berkesinambungan. Langkah ini meliputi pengukuran kinerja portofolio dan selanjutnya pengevaluasian kinerja tersebut secara relatif terhadap beberapa patok-duga (*benchmark*). Patok-duga merupakan kinerja dari serangkaian sekuritas yang telah ditentukan, diperoleh untuk tujuan perbandingan. *Benchmark* adalah indeks yang umum digunakan, seperti halnya *Standard & Poor's 500* untuk portofolio saham atau indeks-indeks obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan sekuritas ternama.

Walaupun manajer portofolio dapat bekerja lebih baik dibandingkan portofolio *benchmark*, hal ini tidak berarti portofolio yang ada dapat memuaskan kebutuhan klien. Sebagai misal, suatu institusi keuangan menetapkan maksimalisasi pengembalian portofolio sebagai sasarannya dan mengalokasikan 75% dari dananya ke dalam bentuk saham dan sisanya ke dalam bentuk obligasi. Dimisalkan lebih lanjut bahwa manejer portofolio yang bertanggung jawab terhadap portofolio saham menghasilkan pengembalian selama satu tahun yang besarnya 3% lebih tinggi daripada portofolio patok-duga. Dengan mengasumsikan bahwa risiko portofolio sama dengan risiko portofolio patok-duga, maka manejer portofolio telah menunjukkan kinerja yang lebih baik daripada portofolio patok-duga. Namun, ternyata keberhasilan tersebut tidak dapat membawa keberhasilan bagi perusahaan dalam memenuhi kewajibannya. Jadi, kegagalan yang ada terletak pada usaha penetapan tujuan dan kebijakan investasi, bukan karena kinerja manajer portofolio.

### 2.1.2 Surat Berharga

Pasar modal menawarkan berbagai instrumen utang termasuk surat berharga yang berupa saham dan obligasi. Pengertian surat berharga menurut Husnan (1996:4) menjelaskan bahwa "sekuritas atau surat berharga merupakan searik kertas yang menunjukkan hak pemodal untuk memperoleh bagian dari

prospek atau kekayaan organisasi yang menerbitkan sekuritas dan berbagai kondisi yang memungkinkan pemodal tersebut menjalankan haknya.

Menurut Weston dan Coepland (1992:51) manfaat surat berharga ada empat, meliputi:

1. bursa surat berharga memperlancar proses investasi dengan menyelenggarakan pasar dimana dapat dilakukan transaksi yang relatif lebih murah dan efisien;
2. bursa mampu menyelenggarakan transaksi yang kontinyu dan menguji nilai dari surat berharga;
3. harga surat berharga relatif stabil dengan adanya operasi bursa surat berharga;
4. harga surat berharga membantu dalam penyerapan saham baru terbit dan memperlancar proses penjualannya.

Perusahaan yang belum dapat memanfaatkan bursa, bisa memperoleh manfaat yang sama dengan cara memperdagangkan sahamnya melalui pasar besar.

### 2.1.3 Instrumen dan Pasar Pembiayaan Jangka Panjang

Perusahaan besar umumnya mencari dana baik di pasar umum maupun secara pribadi. Dalam penawaran kepada umum (*public offering*), surat berharga dijual kepada ratusan, bahkan kepada ribuan investor menurut kontrak resmi yang diawasi badan yang berwenang dari pemerintah pusat. Sebaliknya, penawaran pribadi dilakukan kepada sejumlah investor yang terbatas, kadang-kadang hanya satu, dan dengan pengaturan yang jauh lebih sedikit. Contohnya adalah pinjaman yang diberikan sekelompok perusahaan asuransi kepada sebuah perusahaan. Jadi, kedua jenis penjualan surat berharga tersebut terutama berbeda dalam jumlah investor yang tersangkut dan dalam pengaturan (*regulasi*) yang mengatur penerbitannya.

Pada waktu perusahaan menerbitkan (menjual) surat berharga kepada publik, sering dia meminta bantuan dari bankir investasi. Fungsi utama bankir ini menurut Van Horne dan Wachowich (1997:83) adalah untuk membeli surat berharga dari perusahaan dan kemudian menjualnya kembali kepada para investor. Untuk jasa ini, bankir investasi menerima perbedaan atau *spread* antara

harga yang mereka bayar untuk surat berharga tersebut dan harga penjualannya kepada publik. Oleh karena kebanyakan perusahaan hanya kadang-kadang saja memasuki pasar modal, mereka bukanlah spesialis dalam distribusi surat berharga. Sebaliknya bankir investasi mempunyai keahlian, hubungan, dan organisasi penjualan yang diperlukan untuk melakukan pekerjaan yang efisien guna memasarkan surat berharga kepada para investor. Oleh karena mereka secara kontinu bergerak dalam bidang usaha pembelian surat berharga dari perusahaan-perusahaan dan menjualnya kepada investor, maka para bankir investasi dapat menyediakan jasa ini dengan biaya yang lebih rendah daripada perusahaan itu sendiri.

Van Horne dan Wachowich (1997:84) menjelaskan bahwa ada dua sarana penawaran surat berharga oleh perusahaan kepada publik yaitu pertanggung-jawaban (*underwriting*) tradisional dan pendaftaran berlapis (*shelf registration*). Pada tahun belakangan ini, cara kedua lebih banyak digunakan di Amerika Serikat, paling tidak bagi perusahaan yang besar. Cara ini menimbulkan masalah bagi para bankir investasi. Di masa lalu, mereka memperoleh banyak uang dari kegiatan *underwriting*. Akan tetapi, dengan dimulainya *shelf registration* pada tahun 1982, *spread* semakin menipis dan demikian juga profitabilitas dari banyak bank investasi. Popularitas *shelf registration* telah mengubah secara dramatis peranan bank investasi dalam industri jasa keuangan.

Perlu diketahui bahwa bank komersial merupakan sumber utama pembiayaan jangka panjang. Dua ciri pinjaman (kredit) bank jangka panjang membedakannya dari jenis-jenis pinjaman komersial lainnya. Pertama, pinjaman jangka panjang mempunyai jatuh tempo lebih dari 1 tahun, kedua, pinjaman itu merupakan kredit yang diberikan menurut perjanjian pinjaman yang formal. Sebagian besar pinjaman ini harus dibayar dalam bentuk cicilan periodik: tiga bulanan, setengah tahunan, atau tahunan. Jadwal pembayaran pinjaman biasanya dicocokkan dengan kemampuan arus kas pinjaman untuk membayar utang. Umumnya jadwal ini mengharuskan cicilan periodik yang sama, tetapi bisa juga menetapkan jumlah yang tidak sama atau pembayaran kembali secara sekaligus pada akhir jatuh tempo. Kadang-kadang pinjaman ini diamortisasi dengan cicilan



periodik yang sama besarnya kecuali untuk pembayaran akhir, yang dikenal sebagai pembayaran "balon" yang lebih besar dari pembayaran-pembayaran lainnya.

#### 2.1.4 Obligasi dan Karakteristiknya

Pemenuhan dana finansial perusahaan dapat dilakukan melalui penyertaan pemilik melalui saham baru atau penerbitan surat utang (obligasi), baik surat utang jangka pendek dan surat utang jangka panjang. Oleh karena itu, obligasi merupakan salah satu alternatif komponen pendanaan selain saham. Pengertian obligasi sendiri adalah salah satu komponen utang jangka panjang yang mempunyai jatuh tempo tertentu dengan jaminan atau tanpa jaminan. Menurut Van Horne dan Wachowich (1997:524) "obligasi adalah instrumen utang jangka panjang dengan maturitas akhir lebih dari atau sama dengan 10 tahun".

Obligasi tidak hanya berjangka waktu lama tetapi biasanya juga mempunyai nilai yang besar. Untuk memperlancar komunikasi antara pihak emiten dan para pemegang obligasi diperlukan *trustee* yang bertugas mewakili kepentingan para pemegang obligasi. Jadi, *trustee* adalah pribadi atau institusi yang ditunjuk oleh penerbit obligasi sebagai wakil resmi pemegang obligasi, biasanya bank bertindak sebagai pengawas keuangan.

Menurut Van Horne dan Wachowich (1997:127), surat utang jangka panjang perusahaan mempunyai sejumlah ciri dan banyak dari ciri ini yang cukup menarik. Beberapa ciri ini sudah umum. Hasil pengembalian yang tetap dari surat utang jangka panjang ditunjukkan dengan tarif kupon. *Yield to maturity* atas obligasi dihitung dengan mencari tingkat diskonto yang menyamakan nilai sekarang dari pembayaran-pembayaran pokok dan bunga dengan harga pasar pada masa kini dari obligasi itu.

Akad perjanjian dalam obligasi dapat dibagi menjadi empat kategori utama: (1) kategori yang membatasi utang baru, (2) kategori yang membatasi pembayaran deviden, (3) kategori yang membatasi aktivitas merger, (4) kategori yang membatasi penjualan harta perusahaan (Weston dan Copeland:1997:470).

Menurut Van Horne dan Wachowich (1999:551), obligasi dapat diterbitkan menurut dasar jaminan atau tanpa jaminan. Obligasi tanpa jaminan meliputi *debenture*, *debenture* bernilai rendah dan obligasi penghasilan, sedangkan obligasi hipotik merupakan instrumen utang jangka panjang dengan jaminan. Pemegang *debenture* menjadi kreditor umum perusahaan pada saat likuidasinya karena *debenture* tidak dijamin dengan kekayaan perusahaan. Oleh karena itu, investor melihat kemampuan menghasilkan laba perusahaan sebagai jaminan. Walaupun obligasi ini tidak memiliki jaminan, pemegang *debenture* mendapat perlindungan dalam bentuk persyaratan atau batasan-batasan dalam perjanjian, terutama dalam bentuk klausa jaminan negatif, dimana perusahaan dilarang menjaminkan aktiva perusahaan yang belum dijamin kepada kreditor lain. Karena pemegang *debenture* harus melihat kemampuan peminjam untuk melakukan pembayaran pokok dan pinjaman utang, maka umumnya hanya perusahaan-perusahaan besar dan dengan reputasi yang baik dapat menerbitkan *debenture*. *Debenture* bernilai rendah merupakan utang tanpa jaminan dengan tuntutan tanpa terhadap aktiva di bawah *debenture*. Jika terjadi likuidasi, pemegang *debenture* bernilai rendah ini menerima pembayaran hanya jika seluruh kreditor dengan nilai yang lebih tinggi telah dibayar. Namun *debenture* bernilai rendah ini memiliki hak untuk menuntut pembayaran pada saat likuidasi lebih dulu daripada pemegang saham preferen dan saham biasa. Keberadaan *debenture* bernilai rendah ini akan memberikan keuntungan bagi pemegang *debenture* karena mereka dapat mengasumsikan tuntutan pemegang *debenture* bernilai rendah. Unsur obligasi tanpa jaminan yang lain adalah obligasi penghasilan. Pada obligasi jenis ini, perusahaan wajib membayar bunga atas obligasi penghasilan hanya jika dihasilkan bunga. Pembayaran bunga ini bersifat kumulatif. Namun kewajiban kumulatif ini terbatas hanya 3 tahun. Jenis surat berharga ini menawarkan pengembalian tetap yang tidak terlalu pasti. Namun obligasi penghasilan memiliki peringkat di atas saham preferen, saham biasa, dan utang bernilai rendah lainnya. Tidak seperti dividen saham preferen, pembayaran bunga dapat dikurangi untuk laporan pajak. Penerbitan obligasi penghasilan dibatasi pada situasi yang melibatkan reorganisasi.

Van Horne dan Wachowich (1999:552) menjelaskan obligasi hipotik yang merupakan instrumen dari utang jangka panjang dengan jaminan dijaminan dengan hak gadai (tuntutan kreditor) atas aktiva tertentu perusahaan yang biasanya aktiva tetap. Aktiva yang digunakan sebagai jaminan obligasi dijelaskan secara terperinci pada hipotik, yang merupakan dokumen resmi yang memberikan pemegang obligasi hak gadai atas aktiva. Seperti pada perjanjian pinjaman dengan jaminan lainnya, nilai pasar dari aktiva yang dijaminan harus melebihi nilai obligasi yang diterbitkan. Jika perusahaan tidak memenuhi persyaratan dalam perjanjian obligasi, maka *trustee* atas nama pemegang obligasi memiliki hak untuk menyita aktiva. Dalam penyitaan, *trustee* mengambil alih aktiva dan menjualnya serta menggunakan hasil penjualan untuk membayar pada harga tebus (*call price*) setiap saat. Di samping itu, provisi hak beli mungkin ditangguhkan untuk periode waktu tertentu. Periode penangguhan tersebut biasanya 5 tahun untuk obligasi fasilitas umum dan 10 tahun untuk obligasi industri. Selama periode penangguhan ini, investor dilindungi dari pembelian kembali oleh penerbit. Dewasa ini kebanyakan obligasi perusahaan memiliki provisi hak beli ditangguhkan.

#### 2.1.5 Penarikan Kembali Obligasi

Penarikan kembali obligasi dapat dilakukan dengan berbagai cara. Misalnya obligasi dapat ditarik kembali dengan melakukan seluruh pembayaran pada akhir maturitas, menukarkan obligasi dengan saham, membeli obligasi jika terdapat hak beli atau dengan pembayaran periodik. Pembayaran periodik utang dimungkinkan jika terdapat dana pelunasan atau jika obligasi merupakan obligasi berseri.

Van Horne dan Wachowich (1999:553) menjelaskan bahwa kebanyakan obligasi perusahaan memiliki dana pelunasan yang mengharuskan perusahaan untuk melakukan pembayaran dana pelunasan (*sinking fund*) periodik kepada *trustee* untuk menarik sejumlah nilai nominal obligasi di setiap periode. Penarikan kembali obligasi yang menggunakan dana pelunasan dapat dilakukan dengan menggunakan dua cara. Perusahaan dapat melakukan pembayaran kas kepada

*trustee* yang kemudian membeli obligasi untuk pelunasan pada harga tebus (*call price*) dana pelunasan. Cara kedua adalah dengan membeli obligasi pada pasar terbuka dan menyerahkan sejumlah obligasi kepada *trustee*.

Perusahaan sebaiknya membeli obligasi pada pasar terbuka sepanjang harga pasar lebih rendah dari harga tebus dana pelunasan. Jika harga pasar melebihi harga tebus maka dilakukan pembayaran kas kepada *trustee*. Jika tingkat bunga meningkat dan atau kualitas kredit menurun, harga obligasi akan menurun sehubungan dengan harga tebus dana pelunasan. Akibatnya, pilihan perusahaan untuk menyerahkan kas atau obligasi kepada *trustee* akan memiliki nilai yang penting. Seperti halnya opsi lain, karakteristik opsi memberikan keuntungan bagi pemegang, dalam hal ini perusahaan dan memberikan kerugian kepada pemegang obligasi. Semakin besar perubahan tingkat bunga dan atau nilai perusahaan, semakin berharga opsi tersebut bagi perusahaan.

Lebih lanjut Van Horne dan Wachowich (1999:553) menjelaskan bahwa provisi dana pelunasan akan menguntungkan pemegang obligasi. Dengan memberikan obligasi yang biayanya lebih rendah dari harga tebus, perusahaan menyimpan kas yang dapat mengurangi kegagalan. Oleh karena adanya penarikan yang teratur dari utang dana pelunasan, maka dikenal dengan amortisasi utang. Ada pendapat yang menyatakan jenis utang ini memiliki risiko kegagalan yang lebih rendah daripada utang tanpa dana pelunasan. Di samping itu, kegiatan pembelian kembali yang konstan menambah likuiditas pasar, yang menguntungkan pemegang obligasi.

Seluruh obligasi dana pelunasan memiliki tangga maturitas yang sama walaupun ada obligasi khusus yang ditarik kembali sebelum tanggal tersebut. Akan tetapi, obligasi berseri memiliki maturitas yang jatuh tempo secara periodik hingga maturitas akhir. Dengan obligasi berseri ini, investor dapat memilih maturitas yang sesuai dengan kebutuhannya. Hal ini menyebabkan jenis obligasi ini lebih menarik ketimbang obligasi dengan maturitas yang sama.

Obligasi perusahaan seringkali memiliki provisi hak beli (*call provision*) yang memberikan opsi kepada perusahaan untuk membeli kembali obligasinya pada harga tertentu sebelum maturitas. Namun tidak semua obligasi dapat dibeli

kembali. Umumnya pada saat tingkat bunga rendah, perusahaan menerbitkan obligasi yang tidak dapat dibeli kembali. Jika obligasi dapat dibeli kembali, harga tebus biasanya di atas nilai pari obligasi dan biasanya harga tebus ini mengalami penurunan.

Menurut Van Horne dan Wachowich (1999:555), terdapat dua jenis provisi hak beli yang tergantung saat pelaksanaannya. Surat berharga mungkin dapat langsung dapat dibeli kembali yang berarti instrumen dapat dibeli kembali oleh penerbit pada harga tebus (*call price*) setiap saat. Di samping itu, provisi hak beli mungkin ditangguhkan untuk periode waktu tertentu. Periode penangguhan tersebut biasanya 5 tahun untuk obligasi fasilitas umum dan 10 tahun untuk obligasi industri. Selama periode penangguhan ini, investor dilindungi dari pembelian kembali oleh penerbit. Dewasa ini kebanyakan obligasi perusahaan memiliki provisi hak beli ditangguhkan.

Provisi hak beli memberikan fleksibilitas dalam pendanaan perusahaan. Jika tingkat bunga mengalami penurunan yang besar, perusahaan dapat membeli kembali obligasi dan melakukan pendanaan kembali melalui penerbitan obligasi baru dengan biaya bunga lebih rendah. Perusahaan tidak harus menunggu maturitas akhir untuk melakukan pendanaan kembali. Di samping itu, provisi dapat menguntungkan perusahaan jika batasan yang diberikan dalam perjanjian terlalu mengikat. Dengan membeli kembali obligasi sebelum maturitasnya, perusahaan dapat menghilangkan batasan tersebut. Tentu saja jika pendanaan kembali dilakukan dengan penerbitan obligasi baru dengan adanya kemungkinan bahwa batasan yang sama mungkin berlaku.

### 2.1.6 Keunggulan dan Kelemahan Obligasi

Menurut sudut pandang para pemegang obligasi ada tiga keunggulan obligasi. Weston dan Copeland (1997:487) menjelaskan ketiga keunggulan tersebut adalah sebagai berikut:

1. dari segi risiko, obligasi dipandang lebih menguntungkan dibanding saham karena obligasi memberi prioritas dalam laba dan likuidasi;

2. dari segi laba, para pemegang obligasi memiliki hasil pengembalian tetap, kecuali dalam obligasi pendapatan atau surat utang dengan suku bunga mengambang;
3. dari segi pengendalian, pemegang obligasi biasanya tidak memiliki hak suara. Meskipun begitu, jika sampai obligasi dinyatakan tidak dapat dibayar, pemegang obligasi dapat mengambil alih kendali perusahaan.

Dari sudut pandang emiten, Weston dan Copeland (1997:488) menjelaskan terdapat lima keunggulan obligasi. Kelima keunggulan tersebut adalah sebagai berikut:

1. biaya utang terbatas, pemegang obligasi tidak ikut memiliki laba yang sedang melambung;
2. tidak hanya biaya saja yang terbatas, tetapi juga hasil pengembalian yang diharapkan biasanya lebih rendah dibandingkan saham biasa;
3. jika digunakan pembiayaan utang, pemilik perusahaan tidak berbagi pengendalian pengelolaannya;
4. pembayaran bunga utang bisa sebagai pengurang beban pajak;
5. fleksibilitas dalam struktur pembiayaan perusahaan dapat dicapai dengan pencantuman persyaratan opsi tarik dalam *indenture* obligasi.

Sedangkan enam kelemahan obligasi dari sudut pandang emiten menurut Weston dan Copeland (1997:488) adalah sebagai berikut:

1. utang memiliki biaya tetap,
2. tingkat leverage keuangan yang semakin tinggi memerlukan tingkat laba yang semakin tinggi pula,
3. utang biasanya memiliki masa jatuh tempo yang pasti;
4. karena utang jangka panjang merupakan sebuah ikatan dalam waktu relatif lama, bobot risiko yang terkandung di dalamnya cukup tinggi;
5. dalam ikatan kontrak utang jangka panjang, persyaratan *indenture* cenderung lebih berat dibandingkan persyaratan dalam kredit jangka pendek;
6. selalu ada batasannya sampai seberapa besar dana bisa digali melalui utang jangka panjang.

### 2.1.7 Surat Utang Negara (SUN)

Dalam Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 83/KMK.01/2003 tentang Lelang Surat Utang Negara di Pasar Perdana, dijelaskan bahwa Surat Utang Negara adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang sebagaimana dimaksud dalam Undang-undang Nomor 24 tahun 2002 tentang surat utang negara, yang terdiri atas Surat Perbendaharaan Negara dan Obligasi Negara. Ringkasnya bahwa Surat Utang Negara (SUN) merupakan surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga dan pokoknya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya.

Bentuk Surat Utang Negara (SUN) menurut Undang-undang Nomor 24 tahun 2002 Pasal 2 tentang Surat Utang Negara meliputi:

1. warkat, diperdagangkan atau tidak diperdagangkan di pasar sekunder;
2. tanpa warkat, diperdagangkan atau tidak diperdagangkan di pasar sekunder.

Sedangkan jenis Surat Utang Negara (SUN) menurut Undang-undang Nomor 24 tahun 2002 Pasal 3 yaitu:

1. Surat Perbendaharaan Negara, berjangka waktu sampai dengan 12 bulan dengan pembayaran bunga secara diskonto;
2. Obligasi Negara, berjangka waktu di atas 12 bulan dengan kupon dan/atau dengan pembayaran bunga secara diskonto.

Surat Utang Negara yang diperdagangkan adalah Surat Utang Negara yang diperjualbelikan di pasar sekunder baik di dalam maupun di luar negeri. Perdagangan dapat dilakukan melalui bursa dan/atau di luar bursa yang biasa disebut *over the counter* (OTC). Surat Utang Negara yang tidak diperdagangkan adalah Surat Utang Negara yang tidak diperjualbelikan di pasar sekunder dan biasanya diterbitkan secara khusus untuk pemodal institusi tertentu, baik domestik maupun asing, yang berminat untuk memiliki Surat Utang Negara sesuai dengan kebutuhan spesifik dari portofolio investasinya. (Rancangan Penjelasan UU RI Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara Pasal 2 ayat2)

Adapun tujuan diterbitkannya Surat Utang Negara (SUN) adalah sebagai salah satu sumber pembiayaan jika suatu saat APBN mengalami defisit. Negara

sebagai sumber dari berbagai sumber pembiayaan lainnya didasarkan atas perhitungan yang cermat dengan meminimalkan biaya utang pada anggaran negara. Agar kegiatan-kegiatan dan/atau proyek yang telah ditetapkan di dalam APBN tidak mengalami hambatan, penerbitan Surat Utang Negara berjangka pendek (Surat Perbendaharaan Negara) digunakan untuk menutup kekurangan kas tersebut. Apabila penerimaan yang direncanakan tersebut terealisasi, dananya digunakan untuk menebus kembali Surat Perbendaharaan Negara.

Manajemen portofolio utang negara bertujuan untuk meminimalkan biaya bunga utang pada tingkat risiko yang dapat ditoleransi. Untuk itu, portofolio utang negara terutama portofolio Surat Utang Negara dilakukan secara efisien berdasarkan praktik-praktik yang berlaku umum di berbagai negara. Manajemen portofolio dimaksud meliputi penerbitan, pembelian kembali sebelum jatuh tempo (*buyback*), dan pertukaran (*bond swap*) sebagian Surat Utang Negara yang beredar.

Pengelolaan Surat Utang Negara (SUN) dilakukan oleh Menteri Keuangan (UU Nomor 24 Tahun 2002 Pasal 9 ayat 1). Aktivitas pengelolaan antara lain meliputi: (UU Nomor 24 Tahun 2002 Pasal 9 ayat 2)

1. penetapan strategi dan kebijakan pengelolaan SUN;
2. perencanaan dan penetapan struktur portofolio utang negara;
3. penerbitan dan penjualan SUN di pasar perdana melalui lelang dan/ atau tanpa lelang (*issuance*);
4. pembelian kembali (*buyback*);
5. penukaran (*debt switching/ exchange offer*);
6. pelunasan SUN (*redemption*);
7. aktifitas lain dalam rangka pengembangan pasar SUN.

Pengelolaan Surat Utang Negara (SUN) meliputi kegiatan panatausahaan yang mencakup pencatatan kepemilikan, kliring dan setelmen, serta agen pembayar bunga dan pokok SUN yang seluruhnya dilaksanakan oleh Bank Indonesia. (UU Nomor 24 tahun 2002 Pasal 12 ayat 1).

Selain pemerintah sebagai penerbit, penerbitan Surat Utang Negara juga melibatkan beberapa pihak yaitu: (1) DPR-RI yang memberikan persetujuan atas

rencana penerbitan Surat Utang Negara untuk satu tahun ke depan pada setiap pengesahan APBN; (2) Bank Indonesia sebagai penasihat pemerintah dalam penerbitan dan sebagai penatausaha Surat Utang Negara; (3) Bapepam sebagai pengatur dan pengawas kegiatan perdagangan Surat Utang Negara di pasar modal. Adapun perincian peranan masing-masing pihak adalah sebagai berikut:

### **1. Peranan Pemerintah (Menteri Keuangan)**

Undang-undang Surat Utang Negara (SUN) memberikan kewenangan kepada pemerintah dalam menerbitkan dan mengelola Surat Utang Negara termasuk kewajiban yang menyertainya yaitu akuntabilitas dan transparansi pengelolaan Surat Utang Negara. Dalam pelaksanaannya, kewenangan ini dilaksanakan oleh Menteri Keuangan yang telah membentuk badan khusus yang menangani pengelolaan Surat Utang Negara di Departemen Keuangan yaitu Pusat Manajemen Obligasi Negara (PMON).

Dalam pengelolaan Surat Utang Negara, Menteri Keuangan antara lain berwenang menunjuk agen lelang di pasar perdana termasuk ketentuan-ketentuan yang terkait dengan lelang (metode, kriteria peserta, dan penetapan hasil akhir lelang) serta pihak yang menjadi pelaksana pembelian dan penjualan Surat Utang Negara di pasar sekunder. Sehubungan dengan akuntabilitas dan transparansi pengelolaan Surat Utang Negara, pemerintah diwajibkan membuat laporan pertanggungjawaban sebagai bagian pelaksanaan APBN kepada DPR dan secara berkala mempublikasikan informasi tentang kebijakan pengelolaan utang, rencana penerbitan, jumlah Surat Utang Negara yang beredar beserta komposisinya.

### **2. Peranan Dewan Perwakilan Rakyat- Republik Indonesia**

Sebagai lembaga legislatif yang salah satu tugasnya melakukan pengawasan terhadap pihak pemerintah, peranan DPR dilakukan pada saat sebelum dan setelah penerbitan Surat Utang Negara. Sebelum menerbitkan Surat Utang Negara, pemerintah terlebih dahulu perlu mendapat persetujuan DPR sebagaimana diatur dalam Pasal 7 UU SUN. Persetujuan DPR ini memegang peranan yang penting karena merupakan jaminan pemerintah kepada pasar untuk membayar semua kewajiban bunga dan pokok utang yang timbul akibat

penerbitan Surat Utang Negara sampai dengan jatuh waktu Surat Utang Negara yang bersangkutan dengan mengalokasikan dana yang dianggarkan dari APBN setiap tahunnya. Setelah penerbitan Surat Utang Negara, DPR dapat melakukan pengawasan melalui laporan pertanggungjawaban dan publikasi yang disampaikan pemerintah.

### 3. Peranan Bank Indonesia

Undang-undang Surat Utang Negara (SUN) memberikan beberapa peran kepada Bank Indonesia dalam rangka pelaksanaan penerbitan Surat Utang Negara. Pertama, UU SUN menentukan bahwa pemerintah terlebih dahulu berkonsultasi dengan Bank Indonesia ketika akan menerbitkan Surat Utang Negara. Konsultasi dengan Bank Indonesia dilakukan pada saat pemerintah merencanakan penerbitan Surat Utang Negara untuk satu tahun anggaran dan dimaksudkan untuk mengevaluasi implikasi moneter dari penerbitan Surat Utang Negara agar tercapai keselarasan antara kebijakan fiskal, termasuk manajemen utang, dan kebijakan moneter.

Kedua, UU SUN memberikan landasan hukum bagi Bank Indonesia untuk bertindak sebagai penatausaha Surat Utang Negara. Bank Indonesia melakukan 3 fungsi yaitu pencatatan kepemilikan penyelesaian transaksi; serta pembayaran bunga dan pokok Surat Utang Negara. Kedua hal pertama merupakan fungsi Bank Indonesia sebagai *central registry* sedangkan hal terakhir merupakan fungsi Bank Indonesia sebagai *paying agent*.

Ketiga, UU SUN memberikan landasan hukum bagi Bank Indonesia sebagai agen lelang di pasar perdana dalam penerbitan Surat Perbendaharaan Negara (SPN). Sedangkan untuk penerbitan Obligasi Negara (ON) Bank Indonesia dapat ditunjuk pemerintah sebagai agen lelang. Penunjukan Bank Indonesia sebagai agen lelang ini diharapkan dapat meningkatkan efektivitas pelaksanaan kebijakan moneter dan sesuai dengan arah kebijakan Bank Indonesia untuk menggunakan Surat Utang Negara sebagai piranti Operasi Pasar Terbuka (OPT) alternatif di masa mendatang dan secara bertahap dapat menggantikan SBI.

Keeempat, UU SUN dapat memberikan peran kepada Bank Indonesia sebagai agen pemerintah dalam kegiatan di pasar sekunder yaitu bahwa pemerintah dapat menunjuk Bank Indonesia sebagai agen pembelian atau penjualan ketika pemerintah melakukan manajemen utang di pasar sekunder, misalnya saat melakukan *buy back* atas Surat Utang Negara yang masih *outstanding*.

#### 4. Peranan Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM)

Undang-undang Surat Utang Negara (SUN) juga menyinggung peranan instansi pemerintah dalam pengaturan dan pengawasan terhadap kegiatan perdagangan Surat Utang Negara yang berfungsi sebagai otoritas Pasar Modal. Otoritas pasar modal dimaksud adalah Bapepam sebagaimana diatur dalam UU No. 8 Tahun 1995 tentang pasar modal. Pengaturan dan pengawasan ini dimaksudkan untuk memberikan perlindungan terhadap kepentingan pemodal dan para pelaku pasar dan agar kegiatan perdagangan Surat Utang Negara dapat dilaksanakan secara efisien dan sehat.

#### 2.1.8 Obligasi Negara

Obligasi negara merupakan bagian dari Surat Utang Negara (SUN) yang diterbitkan dalam rangka membiayai program rekapitalisasi perbankan. Menurut Rancangan Penjelasan Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 Pasal 3 ayat (3) tentang Surat Utang Negara, obligasi negara didefinisikan sebagai Surat Utang Negara yang pembayaran bunganya dihitung dengan persentase tertentu atas nilai nominal dan dibayarkan secara berkala. Obligasi negara dengan pembayaran bunga secara diskonto adalah Surat Utang Negara yang berjangka waktu lebih dari 12 bulan dan pembayaran bunganya tercermin secara implisit di dalam selisih antara harga pada saat penerbitan dan nilai nominal yang diterima pada saat jatuh tempo.

Obligasi Negara diterbitkan untuk menutupi defisit APBN yang terjadi akibat pembiayaan pembangunan nasional, termasuk membiayai penyertaan Pemerintah pada Bank Umum sebagai bagian program nasional untuk restrukturisasi dan penyehatan sektor perbankan. Meskipun obligasi tersebut pada

mulanya diterbitkan untuk merekapitalisasi perbankan, namun beberapa seri tertentu saat ini telah tersedia untuk dibeli oleh masyarakat.

Adapun keuntungan membeli Obligasi Negara adalah:

- a. Resiko kepemilikan sangat rendah karena Obligasi diterbitkan dan dijamin oleh Pemerintah.
- b. Dapat diperdagangkan, sehingga dengan mudah dapat dijual maupun dibeli.
- c. Merupakan peluang investasi yang likuid karena dapat dikonversikan menjadi uang tunai setiap waktu.
- d. Memiliki suku bunga (kupon) yang kompetitif, yang dibayarkan secara teratur kepada investor.

Obligasi Negara diterbitkan dalam dua bentuk :

1. Obligasi berkupon Tetap :

Obligasi berkupon tetap adalah obligasi yang memiliki suku bunga tetap dan berjangka waktu sampai dengan 10 (sepuluh) tahun. Kupon dibayarkan setiap 6 (enam) bulan.

2. Obligasi Berkupon Variable :

Obligasi berkupon variable (VR) adalah obligasi yang memiliki suku bunga mengambang dan memiliki jangka waktu dari 3 hingga 10 tahun, dengan suku bunga kupon yang ditetapkan setiap tiga bulan.

Obligasi Negara dapat diperdagangkan secara bebas, tanpa adanya pembatasan kepemilikan. Hukum yang mengatur penerbitan Obligasi Pemerintah adalah hukum negara Republik Indonesia.

Penerbit adalah Pemerintah Republik Indonesia. Menteri Keuangan telah diberi wewenang untuk menerbitkan Obligasi Negara berdasarkan Peraturan Pemerintah No. 84 Tahun 1998 mengenai Program Rekapitalisasi Perbankan, Keputusan Presiden No. 55 tahun 1998 mengenai Pinjaman Dalam Negeri dalam bentuk instrumen surat utang, dan Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia No. 183/KMK.107/1999 tertanggal 28 Mei 1999 mengenai Penerbitan Instrumen Surat Utang dalam rangka Program Rekapitalisasi dan Penyehatan Sektor Perbankan, yang telah diamanatkan dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 564/KMK.017/1999 tertanggal 24 Desember 1999.

Bank Indonesia sebagai *Central Registry* bertanggung jawab untuk menyimpan catatan kepemilikan dari Obligasi Negara tersebut, pembayaran kupon serta menatausahakan perpindahan hak kepemilikan dari Obligasi tersebut. Bank Indonesia telah menetapkan sistem penatausahaan *two-tier* terdiri dari *Central Registry* dan beberapa *Sub-Registry* sehingga *Sub-Registry* secara umum akan lebih banyak berperan dalam administrasi harian. Bank Indonesia akan menatausahakan dan melakukan pembayaran pokok obligasi pada saat jatuh tempo.

Dalam hal pemilik Obligasi Negara bukan merupakan bank atau makor, maka registrasi kepemilikan atas nama pemilik obligasi tersebut tidak dapat dilakukan jika pemilik belum menunjuk *Sub-Registry*.

Demikian pula pembayaran pula pembayaran untuk pemilik obligasi yang bukan merupakan bank tidak dapat dilakukan hingga pemilik menunjuk bank peserta kliring untuk menerima pembayaran kupon dan pembayaran pelunasan pokok. Setiap bank peserta kliring di wilayah Jakarta dapat ditunjuk untuk melakukan penyelesaian transaksi atas perdagangan obligasi berdasarkan prinsip *Delivery Versus Payment (DVP)*.

Semua pemilik Obligasi Negara yang tercatat pada Bank Indonesia Sistem untuk Kliring, Registrasi dan Informasi Obligasi Pemerintah (BI-SKRIP) pada dua hari sebelum tanggal pembayaran kupon ("Tanggal Pencatatan") berhak untuk menerima pembayaran kupon. Pembayaran akan dilakukan dalam Rupiah dengan mengkredit secara langsung ke rekening bank yang ditunjuk oleh pemilik. Jika tanggal pembayaran kupon bukan merupakan hari kerja, maka kupon akan dibayarkan pada hari kerja berikutnya tanpa adanya penambahan bunga. Pembayaran kupon dibulatkan ke nilai Rupiah terdekat, dengan nilai antara 0-50 sen dibulatkan ke bawah.

Untuk obligasi berkupon tetap, kupon dibayarkan setiap enam bulan dibelakang yakni setiap tanggal 15 pada bulan yang telah ditentukan sedangkan obligasi berkupon variabel, kupon dibayarkan setiap tiga bulan pada tanggal 25 pada bulan yang telah ditentukan. Suku bunga ditetapkan dimuka tiga bulan sekali

berdasarkan suku bunga tahunan yang sama dengan pengumuman hasil terakhir dari lelang SBI 3 bulan.

Tidak ada biaya yang terkait dengan pencatatan atau perpindahan kepemilikan di *Central Registry*. *Sub-Registry* diperkenankan mengenakan biaya untuk jasa yang mereka berikan dan daftar mengenai biaya tersebut harus tersedia bagi calon investor.

Sejalan dengan peraturan perpajakan di Indonesia, pajak atas kupon (*Withholding tax*) akan dideduksi dari pembayaran kupon kecuali pemilik obligasi dapat menunjukkan sertifikat bebas pajak yang dimilikinya kepada *Sub-Registry* sebelum tanggal pencatatan.

Pemilik Obligasi dapat mengalihkan kepemilikan obligasinya kepada orang lain (baik individual maupun perusahaan) dengan formulir transfer yang tersedia. Hukum Indonesia tidak mengenal *trusts* atau organisasi yang tidak memiliki badan hukum sehingga pencatatan kepemilikan atas organisasi dimaksud tidak akan dilakukan. Setiap pemilik Obligasi Negara sebagaimana yang tercatat dalam sistem BI-SKRIP dianggap sebagai pemilik manfaat mutlak atas obligasi yang tercatat atas nama mereka. Obligasi Negara diterbitkan dalam unit Rp. 1.000.000,-. Oleh karena itu, transaksi harus dilakukan dalam kelipatan Rp. 1.000.000,- dan perpindahan kepemilikan yang mengakibatkan kepemilikan Obligasi tidak dalam satu unit yang utuh tidak akan dicatat. Jika hak kepemilikan Obligasi Negara diperoleh seseorang selain melalui proses transaksi maka Registrasi berdasarkan permohonan dari atau atas nama pihak yang memiliki hak, akan mencatat orang tersebut dalam catatan kepemilikan jika telah meyakini bahwa pihak yang memiliki hak tersebut benar-benar pemilik Obligasi tersebut. Tidak akan dilakukan pencatatan perpindahan kepemilikan yang terjadi dalam kurun waktu lima 5 hari kerja sebelum jatuh waktunya suatu Obligasi.

Pemilik Obligasi dapat mengagunkan Obligasi yang dimilikinya dengan mengajukan permohonan kepada *Central Registry* atau *Sub-registry* tempat pencatatan kepemilikannya. Setelah permohonan diterima dan divalidasi, pihak registrar akan memberikan sertifikat pengagungan kepada pemilik

Obligasi yang dikenal dengan sebutan Surat Keterangan Surat Berharga Diagunkan (SKSD). SKSD antara lain memuat :

1. Nama pemilik surat berharga.
2. Nama pihak penerima agunan.
3. Jumlah dan periode pengagunan termasuk tanggal kedaluwarsa SKSD tersebut.

Sertifikat pengagunan ini bukan merupakan instrumen yang dapat diperdagangkan, SKSD tidak akan diterbitkan untuk Obligasi yang tanggal jatuh temponya kurang dari atau sama dengan 10 hari kerja. Jika dalam masa berlakunya pengagunan pihak yang menerima agunan menyerahkan SKSD kepada registrar bersamaan dengan surat kuasa dari pemilik Obligasi, maka registrar akan mengalihkan kepemilikan kepada pihak yang menerima jaminan.

### 2.1.9 Penilaian Obligasi Negara

Investor yang percaya bahwa pasar obligasi negara adalah pasar yang efisien akan mempertanyakan kemampuan investor lain untuk mengidentifikasi situasi *mispriced*. Namun jika investor percaya bahwa situasi semacam itu memang ada, maka diperlukan pendekatan secara ekonomis dan logis terhadap penilaian untuk mengidentifikasi mereka.

Untuk menerjemahkan keyakinan tersebut ke suatu tindakan mengenai obligasi mana yang perlu dibeli atau dijual, diperlukan suatu prosedur analisis. Salah satu prosedur melibatkan perbandingan *yield to maturity* obligasi dengan *yield to maturity* yang dianggap tepat oleh investor, berdasar karakteristik obligasi dan juga kondisi pasar sekarang. Jika *yield to maturity* nya lebih tinggi dari *yield to maturity* yang dianggap tepat maka obligasi dikatakan *underpriced* dan merupakan satu kandidat untuk dibeli. Sebaliknya jika *yield to maturity* lebih rendah dari yang dianggap tepat, maka obligasi dikatakan *overpriced* dan merupakan kandidat untuk dijual. Namun metode ini sulit dilakukan, sebab menentukan *yield* yang tepat tergantung pada penilaian subjektif investor terhadap

karakteristik tertentu dari obligasi dan juga kondisi pasar sekarang ini. (Sharpe dan Alexander, 1999:433).

Metode lain yang dapat digunakan untuk menganalisis atau menilai obligasi adalah dengan jalan investor mengestimasi nilai "sesungguhnya" atau nilai "intrinsik" suatu obligasi dan membandingkannya dengan harga pasar yang berlaku untuk obligasi tersebut. Terutama jika harga pasar lebih rendah daripada nilai intrinsik obligasi, maka obligasi disebut *underpriced* dan jika lebih besar maka obligasi disebut *overpriced*. (Sharpe dan Alexander, 1999:433). Analisis tersebut bisa juga diartikan sebagai perbandingan antara *yield* pada harga pasar dengan tingkat bunga (kupon) yang diperdagangkan. Jika *yield* pada harga pasar lebih rendah daripada tingkat bunga (kupon) maka obligasi tersebut berada pada kondisi *overpriced* dan jika *yield* pada harga pasar lebih tinggi daripada tingkat bunga (kupon) maka obligasi tersebut berada pada kondisi *underpriced*.

Kedua prosedur di atas didasarkan pada metode penilaian kapitalisasi pendapatan. Prosedur pertama yang melibatkan perolehan *yield* analog dengan metode *internal rate of return*, sedangkan metode kedua meliputi nilai intrinsik analog dengan metode *net present value*.

Menurut Sharpe dan Alexander (1999:436), ada enam atribut primer suatu obligasi yang sangat penting dalam penilaian obligasi. Keenam atribut tersebut adalah: (1) jangka waktu sampai jatuh tempo (*maturity*), (2) tingkat bunga (kupon), (3) ketentuan *call* (*call provision*), (4) status pajak, (5) pemasaran, dan (6) kemungkinan default. Pada setiap struktur harga pasar untuk obligasi yang berbeda dalam dimensi tersebut dapat dievaluasi dan dijelaskan di *term yield to maturity*. Sering perhatian dibatasi pada perbedaan untuk satu dimensi dengan menganggap dimensi lain tidak berubah. Sebagai contoh, sejumlah *yield obligasi* dengan jatuh tempo berbeda membentuk struktur kondisi (*term structure*) dan seperangkat *yield obligasi* dengan risiko *default* berbeda disebut struktur risiko.

Berikut ini beberapa atribut yang sangat penting dalam penilaian suatu obligasi menurut Sharpe dan Alexander (1999:436), yaitu:

### 1. Tingkat bunga (kupon) dan Periode Waktu Sampai Jatuh Tempo

Atribut obligasi ini penting karena mereka menentukan besaran dan waktu arus tunai yang dijanjikan ke pemegang obligasi oleh emiten. Dengan harga pasar obligasi sekarang, atribut ini dapat digunakan untuk menentukan *yield to maturity*, yang kemudian dibandingkan dengan yang semestinya menurut anggapan investor. Lebih khusus, jika pasar untuk sekuritas Departemen Keuangan dipandang efisien, maka *yield to maturity* sekuritas Departemen Keuangan yaitu sama dengan obligasi yang dipertimbangkan dapat dianggap sebagai titik awal dalam analisis obligasi.

### 2. Ketentuan Call

Ada kalanya, dengan standar historis *yield to maturity* sangat tinggi. Obligasi diterbitkan pada periode tersebut mungkin sekilas tampak seperti investasi yang sangat menarik. Namun, analisis yang mendalam mengindikasikan bahwa hal ini tidak semata-mata kasus yang terjadi. Mengapa? Sebab sebagian besar obligasi perusahaan memiliki ketentuan *call (call provision)* yang memungkinkan emiten untuk menarik obligasi sebelum jatuh tempo, biasanya untuk harga yang di atas par. Harga ini disebut harga *call* dan selisihnya dengan nilai par obligasi disebut *premium call*. Emiten sering mengetahui keuntungan dalam hal keuangan untung meng-*call* obligasi yang ada jika *yield* turun secara substansial setelah obligasi diterbitkan karena emiten akan mampu menggantinya dengan sekuritas yang memberi *yield* lebih rendah sehingga biayanya lebih rendah pula.

Obligasi dengan kemungkinan besar di-*call* seharusnya memiliki *yield to maturity* yang lebih tinggi. Jadi semakin tinggi tingkat bunga (kupon) atau semakin rendah *premium call*, semakin tinggi *yield to maturity*. Hal yang sama, obligasi dengan tingkat bunga (kupon) yang lebih tinggi atau *premium call* yang lebih rendah akan memiliki nilai intrinsik yang lebih rendah.

### 3. Status Pajak

Obligasi municipal bebas pajak memiliki *yield to maturity* lebih rendah daripada *yield to maturity* dari obligasi serupa kena pajak karena pembayaran kupon obligasi municipal bebas dari pajak pendapatan federal. Namun

penyajian juga mempengaruhi harga obligasi dan *yield* dengan cara lain. Sebagai contoh, setiap obligasi kena pajak dengan tingkat bunga (kupon) yang rendah memberi return dalam bentuk pembayaran kupon dan *gain* dari kenaikan harga. Di Amerika, keduanya termasuk pendapatan kena pajak, namun pajak untuk *capital* dapat ditunda sampai obligasi dijual atau jatuh tempo jika obligasi mula-mula dijual pada harga pokoknya. Hal ini menunjukkan bahwa obligasi pasar diskon memiliki keuntungan pajak dari penundaan tersebut. Hasilnya, jika tidak ada karakteristik yang berbeda selain penundaan tersebut, mereka seharusnya memiliki *yield* sebelum pajak yang sedikit lebih rendah dari obligasi kena pajak dengan tingkat bunga (kupon) yang tinggi. Jadi obligasi dengan tingkat bunga yang rendah akan memiliki nilai intrinsik yang sedikit lebih tinggi daripada obligasi dengan tingkat bunga (kupon) yang lebih tinggi.

#### 4. Kemudahan Pemasaran

Kemudahan pemasaran (kadang disebut likuiditas) merujuk pada kemampuan investor untuk dengan cepat menjual aset tanpa harus mengubah harga secara substansial. Suatu contoh aset yang tidak likuid adalah barang koleksi, misalnya hasil karya seni. Investor yang memiliki lukisan Van Gogh mungkin harus menerima harga yang relatif rendah jika dia ingin menjualnya dalam satu jam. Jika penjualan dapat ditunda untuk waktu yang lebih lama untuk menyiapkan pelelangan publik, tidak perlu diragukan lagi akan dapat diperoleh harga yang lebih tinggi. Alternatifnya, seorang investor dengan saham biasa IBM senilai \$ 1.000.000 yang harus menjualnya dalam waktu satu jam mungkin akan menerima harga yang mendekati yang pada saat itu diperoleh penjual saham IBM lainnya. Lebih dari itu, hanya terdapat kemungkinan kecil atas kenaikan harga meskipun investor menunda penjualan sekuritas semacam itu.

Oleh karena sebagian obligasi dibeli dan dijual di pasar dealer, satu ukuran pemasaran obligasi adalah *spread bid-ask* yang ditawarkan dealer atas obligasi. Obligasi yang aktif diperdagangkan cenderung memiliki *spread bid-ask* yang lebih rendah dibanding obligasi yang tidak aktif. Alasannya adalah risiko yang

dihadapi dealer saat memasarkan sekuritas yang aktif dibanding sekuritas yang tidak aktif. Sumber risiko ini adalah persediaan yang dipegang dealer dan kemungkinan pergerakan harga yang menyebabkan dealer mengalami kerugian atas persediaannya. Oleh karena itu, obligasi yang aktif diperdagangkan seharusnya memiliki *yield to maturity* yang lebih rendah dan nilai intrinsik yang lebih tinggi.

#### 5. Kemungkinan *Default*

Seperangkat kategori yang lebih luas sering diterapkan, dengan klasifikasi obligasi berdasar peringkat investasi atau peringkat spekulasi. Biasanya peringkat investasi obligasi adalah obligasi yang dimasukkan ke salah satu dari 4 peringkat puncak (AAA sampai BBB oleh *Standard & Poor's*; Aaa sampai Baa oleh *Moody's*). Sebaliknya peringkat spekulatif obligasi adalah obligasi yang dimasukkan ke salah satu dari peringkat bawah (BB ke bawah oleh *Standard & Poor's*; Ba ke bawah oleh *Moody's*). Kadang sekuritas berperingkat bawah ini disebut obligasi sampah (*junk bond*). Selain itu, jika *junk bond* tidak dimasukkan ke peringkat investasi saat pertama kali diterbitkan, mereka sering disebut *fallen angels*.

Pada suatu waktu, lembaga keuangan seperti bank, perusahaan simpan pinjam dan asuransi dilarang membeli obligasi yang tidak termasuk peringkat investasi. Konsekuensinya, obligasi berperingkat investasi memiliki harga yang "*superpremium*" dan memiliki *yield* yang rendah. Namun perbedaan utama dalam *yield* dapat menarik banyak emiten baru, yang akan menaikkan suplai obligasi jenis itu, yang menyebabkan harga obligasi turun sehingga *yield*-nya naik. Agar muncul *superpremium*, diperlukan segmentasi pasar yang substansial baik dari sisi penjual maupun pembeli. Oleh karena tidak ada bukti segmentasi semacam itu terjadi, perbedaan *yield* antara obligasi berperingkat investasi dan obligasi berperingkat spekulatif merupakan perbedaan risiko *default* obligasi.

## 2.2 Kajian Empiris

### 2.2.1 Tinjauan Penelitian Sebelumnya

Penelitian mengenai penilaian surat berharga khususnya penentuan apakah suatu surat berharga berada pada kondisi *mispriced*, sudah banyak dilakukan oleh para analis dan akademisi. Diantaranya yaitu penelitian yang dilakukan oleh Husnan dan Hanafi (1991), Suad Husnan (1992), *Moody's Bond Records* (1994), Mohammad Safi'uddin (2000), Endra Setiyowati (2003), dan Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia (2003).

Husnan dan Hanafi (1991) meneliti penerbitan surat berharga khususnya saham pertama kali pada tahun 1990 di Bursa Efek Jakarta (BEJ). Penelitian tersebut menunjukkan gejala yang menarik. Dihipotesakan bahwa setelah saham-saham tersebut masuk ke pasar sekunder akan mengakibatkan para investor tidak bisa memperoleh *abnormal return* yang berbeda dari nol. Sedangkan pada waktu saham-saham tersebut baru mulai diperdagangkan di pasar sekunder, investor masih bisa memperoleh *abnormal return* yang positif, karena harga saham di pasar perdana dinilai pada waktu itu masih terlalu rendah atau dengan kata lain terjadi *underpriced*.

Suad Husnan (1992) meneliti mengenai Efisiensi Pasar Modal Indonesia dengan mengambil data tahun 1990 dan sampel sebanyak 24 saham yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Model analisis data yang digunakan adalah uji filter rules ataupun uji autokorelasi. Uji filter rules tidak perlu dilakukan apabila uji autokorelasi menunjukkan perubahan harga saham bersifat acak. Apabila perubahan harga saham tidak bersifat acak, maka dilakukan uji filter rules untuk mengetahui apakah investor dapat memperoleh *abnormal return* dengan menggunakan informasi (perubahan) harga saham di masa yang lalu. Hasil penelitian ini adalah harga saham di Bursa Efek Jakarta mengalami *underpriced*.

*Moody's Bond Records* (1994) melakukan studi tentang perolehan *yield* obligasi Departemen Keuangan Amerika Serikat dan Obligasi Perseroan Berperingkat Aaa. Obligasi berperingkat Aaa merupakan peringkat tertinggi yang diberikan oleh *Standard & Poor's* dalam hal kemampuan yang kuat dalam membayar utang pokok dan bunga. Penelitian ini melakukan penilaian terhadap

obligasi perseroan berjangka penjang dan Obligasi Perseroan Berperingkat Aaa. Hasilnya bahwa terdapat *yield spread* antara Obligasi Perseroan Berjangka Panjang dan Obligasi Departemen Keuangan Amerika dari Maret 1993 sampai April 1994. Simpulannya adalah telah terjadi *mispriced* pada sekuritas Departemen Keuangan Amerika Serikat dan Obligasi Perseroan Berperingkat Aaa.

Mohammad Safi'uddin (2000) meneliti tentang Kewajaran Harga Saham Industri Asuransi yang *listed* Bursa Efek Jakarta. Periode pengamatan yang dijadikan sampel adalah saham industri asuransi sebanyak 7 saham yang *listed* di Bursa Efek Jakarta antara tahun 1992 sampai dengan tahun 1996. Analisis yang digunakan adalah analisis CAPM dengan didukung oleh analisis fundamental dan pengambilan hipotesis dengan menggunakan uji-t. Hasil penelitian menunjukkan saham industri asuransi yang *listed* di Bursa Efek Jakarta mengalami *underpriced*.

Endra Setiyowati (2003) meneliti tentang Kewajaran Harga Saham *Blue Chips* yang *listed* di Bursa Efek Jakarta. Periode pengamatan yang dijadikan sampel adalah saham-saham yang masuk kategori *Blue Chips* selama tiga semester berturut-turut yaitu pada periode Januari 2000 sampai dengan Juni 2001. analisis yang digunakan adalah analisis *Security Market Line* (SML) dan pengambilan hipotesis dengan menggunakan uji-t. Hasil penelitian menunjukkan saham *Blue Chips* mengalami *overpriced*.

Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia (2003) melakukan studi tentang penggunaan Surat Utang Negara (SUN) khususnya obligasi negara sebagai instrumen moneter yang efektif dan efisien. Penelitian ini melakukan penilaian terhadap harga beberapa seri obligasi negara yang paling aktif diperdagangkan antara Bank Rekap dan Non Rekap pada periode Agustus 2003 sampai dengan Oktober 2003. Hasilnya terlihat bahwa FR 0002 merupakan seri obligasi negara yang paling sering ditransaksikan dan memiliki nilai pasar yang menguntungkan.

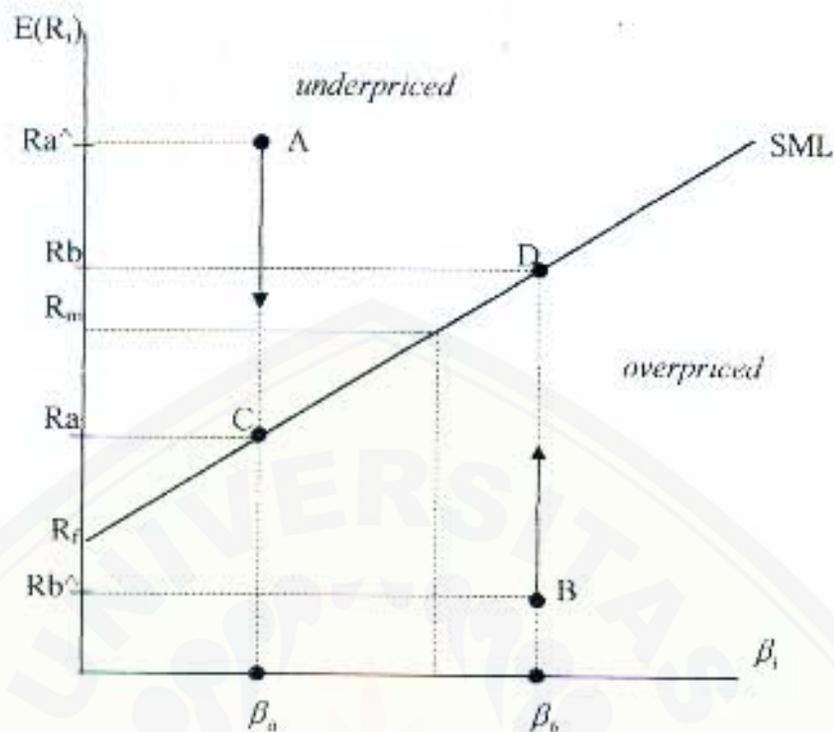
### 2.2.2 Kerangka Pemikiran

*Capital Assets Pricing Model* (CAPM) merupakan alat untuk menilai suatu sekuritas berdasarkan karakteristik risikonya, sedangkan penilaian (*valuation*) sekuritas itu sendiri merupakan penentuan harga sekuritas atau aktiva modal (*capital assets*). Risiko ada dua macam yaitu risiko sistematis (beta) merupakan risiko yang sulit untuk diantisipasi dan risiko yang tidak sistematis merupakan risiko yang dapat diantisipasi. *Capital Assets Pricing Model* (CAPM) yang dikembangkan digunakan untuk menjelaskan hubungan antara beta dan tingkat return suatu sekuritas dalam kondisi keseimbangan.

Di dalam CAPM, ukuran risiko adalah beta (bukan lagi deviasi standar tingkat keuntungan). Investasi yang efisien adalah investasi yang memberikan risiko tertentu dengan tingkat keuntungan yang terbesar atau tingkat keuntungan tertentu dengan risiko terkecil. Dengan kata lain, bila ada usulan investasi dengan tingkat keuntungan yang sama tapi mempunyai risiko yang berbeda, maka investor yang rasional akan memilih investasi yang mempunyai risiko yang lebih kecil (Husnan, 1994:175).

Berdasarkan prinsip di atas, penilaian suatu investasi dilakukan dengan menentukan faktor risiko sistematis (risiko yang diukur dengan beta) dan tingkat return suatu sekuritas yang dalam kondisi keseimbangan memiliki fungsi linier, artinya bahwa semakin besar risiko suatu sekuritas (betanya) maka semakin tinggi pula tingkat keuntungan yang diharapkan untuk sekuritas tersebut.

Garis *Security Market Line* (SML) menggambarkan hubungan linier antara tingkat pengembalian yang diharapkan untuk suatu surat berharga dan risiko sistematisnya yang diukur dengan beta. Lebih jelas mengenai garis SML dapat dilihat pada gambar berikut:



Gambar 2.1 Security Market Line (SML)

Sumber: Van Horne (1997:113)

Dari gambar di atas tampak bahwa tingkat keuntungan suatu sekuritas yang berada pada *Security Market Line* (SML) akan dikatakan wajar. Sekuritas yang berada di atas atau di bawah SML dikatakan sekuritas yang *mispriced*. Titik A menggambarkan bahwa sekuritas berada di atas SML, sehingga dinamakan sekuritas yang *underpriced* artinya harga sekuritas yang terjadi di pasar lebih rendah daripada harga sekuritas yang diharapkan. Sedangkan titik B menggambarkan sekuritas yang berada dibawah SML sehingga dinamakan *overpriced* yaitu harga sekuritas yang terjadi di pasar lebih tinggi daripada harga yang diharapkan.

Pada kondisi *underpriced*, sekuritas seharusnya dibeli oleh para investor karena pada kondisi tersebut sekuritas mempunyai tingkat keuntungan yang tinggi. Kejadian ini mengakibatkan harga sekuritas tersebut naik dan tingkat keuntungannya menurun menuju garis SML, seperti ditunjukkan dengan adanya

penurunan dari titik  $Ra^{\wedge}$  ke titik  $Ra$  untuk sejumlah risiko sistematis  $\beta_s$ . Penurunan tersebut menuju suatu titik yaitu titik  $C$  yang merupakan garis SML.

Pada kondisi *overpriced*, para investor yang memegang sekuritas tersebut cenderung menjualnya. Hal ini karena para investor melihat bahwa mereka dapat memperoleh pengembalian yang lebih tinggi untuk sejumlah risiko sistematisnya yang sama dengan sekuritas yang lain. Penjualan pada kondisi *overpriced* ini menyebabkan harga turun dan tingkat keuntungan naik menuju garis SML, seperti ditunjukkan dengan adanya kenaikan dari titik  $Rb^{\wedge}$  ke titik  $Rb$  pada sejumlah risiko  $\beta_s$ , menuju titik  $D$  yang merupakan garis SML.

### 2.3 Hipotesis

Berdasarkan latar belakang dan kajian teoritis, dapat dirumuskan hipotesis bahwa terdapat hubungan antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity*.

### III. METODE PENELITIAN

#### 3.1 Rancangan Penelitian

Penelitian tentang Penilaian Obligasi Negara Sebagai Dasar Pertimbangan Keputusan Investasi di Indonesia yang dilaksanakan ini merupakan penelitian empirik dengan data sekunder, yaitu penelitian yang didasarkan pada data sekunder yang diambil dan dikutip dari data yang sudah ada dan tersedia pada objek yang diteliti. Data yang telah ada dalam penelitian ini diolah, sehingga diperoleh data baru yang dapat dijadikan sebagai alternatif jawaban bagi hipotesis yang dicari jawabannya.

#### 3.2 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah 40 seri obligasi negara yang diperdagangkan atau diterbitkan oleh pemerintah pusat melalui Departemen Keuangan. Sampel ditentukan dengan menggunakan metode *Purposive Sampling* yaitu sampel diambil berdasarkan kriteria-kriteria tertentu yang telah ditetapkan. Kriteria yang diambil sebagai sampel adalah seri obligasi negara yang masuk dan aktif diperdagangkan minimal selama 26 bulan dari total periode perdagangan selama 30 bulan yaitu dari Januari 2002 sampai dengan Juni 2004. Dari total populasi sebanyak 40 seri, yang memenuhi kriteria sebanyak 7 seri. Dengan kata lain, sampel yang diambil sebanyak 7 seri obligasi negara.

#### 3.3 Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder tahun 2002 sampai dengan 2004 yang berasal dari BEJ, BES dan sumber terkait lainnya. Data berupa Laporan Bulanan Transaksi Obligasi Negara, serta data lainnya yang diperlukan yaitu mengenai suku bunga SBI dari KBI (Kantor Bank Indonesia).

#### 3.4 Definisi Operasional Variabel

Untuk memudahkan dalam pemahaman yang ada dalam metode analisis data, maka digunakan beberapa variabel sebagai berikut:

1. tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara, merupakan tingkat bunga yang dijanjikan oleh pemerintah pusat untuk dibayar kepada investor secara berkala pada periode 2002 - 2004;
2. *yield to maturity* merupakan keuntungan yang diharapkan oleh investor dalam persentase per tahun yaitu tahun 2002 - 2004;

Untuk mengetahui *yield* digunakan formulasi sebagai berikut:  
(Keown, 1999:255)

$$V_b = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^n} \quad (3.1)$$

$V_b$  = nilai intrinsik atau nilai sekarang dari sebuah obligasi negara yang menghasilkan arus kas masa datang,  $C_t$  pada tahun 1 hingga tahun ke- $n$  (Rp) per unit

$C_t$  = persentase terhadap nilai pari obligasi yang akan dibayar sebagai bunga (Rp)

$M$  = nilai pari obligasi negara yang dijadikan sampel adalah sebesar Rp 1.000.000 per unit

$y$  = tingkat pengembalian yang diinginkan investor (%)

Jika transaksi dilaksanakan tiap bulan maka formulasi nya menjadi:

$$V_b = \sum_{t=1}^n \frac{C_t / 12}{\left(1 + \frac{y}{12}\right)^t} + \frac{M}{\left(1 + \frac{y}{12}\right)^n} \quad (3.2)$$

3. *Present Value* tiap obligasi negara dengan formulasi: (Sharpe dkk, 1999:122)

$$P = d_t \cdot C_t \quad (3.3)$$

$P$  = *present value* obligasi negara (Rp)

- $d_i$  = *discount factor* (%)  
 $C_i$  = persentase terhadap nilai pari obligasi yang akan dibayar sebagai bunga (Rp)

4. Harga pasar merupakan harga obligasi negara yang berlaku di pasaran dalam periode perdagangan tahun 2002 - 2004 dalam rupiah.
5. *Overpriced* merupakan suatu kondisi jika *yield* suatu seri Obligasi Negara lebih rendah daripada tingkat bunga (kupon) pada saat periode perdagangan tahun 2002 - 2004.
6. *Underpriced* merupakan suatu kondisi jika *yield* suatu seri Obligasi Negara lebih tinggi daripada tingkat bunga (kupon) pada saat periode perdagangan tahun 2002 - 2004.

### 3.5 Metode Analisis Data

1. untuk menjawab permasalahan pertama yaitu mengetahui hubungan antara tingkat bunga (kupon) obligasi negara dengan *yield to maturity* dan menguji hipotesis dalam penelitian ini maka digunakan Uji korelasi Pearson. Persamaannya adalah sebagai berikut: (Hasan, 2002:103).

#### 1) Korelasi Pearson

$$r = \frac{n \sum xy - \sum x - \sum y}{\sqrt{(\sum x^2 - (\sum x)^2)(n \sum y^2 - (\sum y)^2)}} \quad (3.4)$$

Dimana:

$r$  = koefisien korelasi Pearson

$y$  = *yield to maturity*

$x$  = tingkat bunga (kupon)

#### 2) Langkah-langkah dalam melaksanakan uji hipotesis:

##### a. Merumuskan hipotesa

$H_0: r = 0$  maka tingkat bunga (kupon) obligasi negara dan *yield to maturity* tidak berhubungan

c. Keputusan diambil dengan ketentuan sebagai berikut:

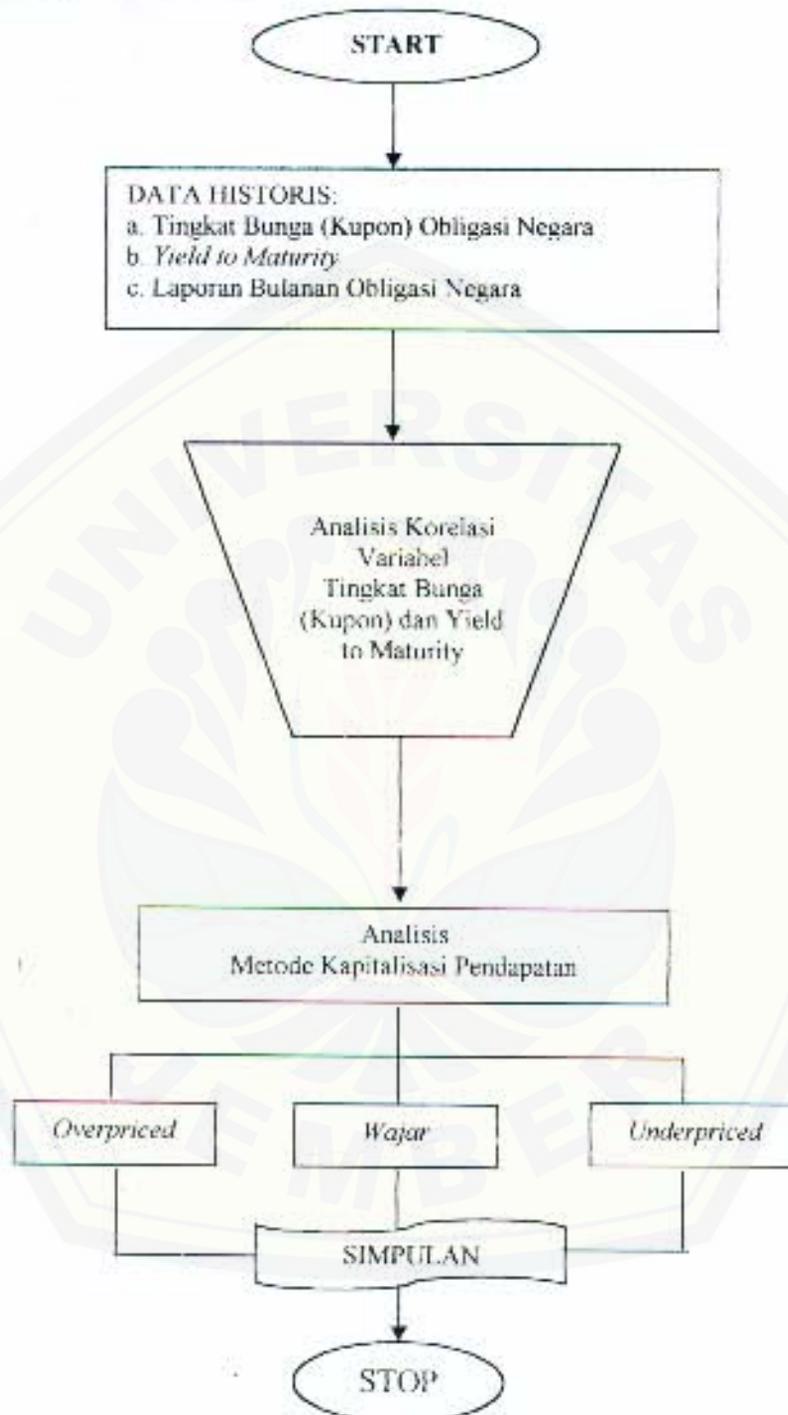
- apabila probabilitas  $> 0,05$  berarti  $H_0$  diterima dan  $H_a$  ditolak;
- apabila probabilitas  $< 0,05$  berarti  $H_0$  ditolak dan  $H_a$  diterima.

2. Untuk tujuan kedua digunakan Analisis Metode Kapitalisasi Pendapatan (Sharpe dan Alexander, 1995:433) sebagai berikut:

- a. Jika  $yield <$  tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara maka seri Obligasi Negara dikatakan *overpriced*,
- b. Jika  $yield =$  tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara maka seri Obligasi Negara dikatakan wajar,
- c. Jika  $yield >$  tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara maka seri Obligasi Negara dikatakan *underpriced*.



### 3.6 Kerangka Pemecahan Masalah



Gambar 3.1 Kerangka Pemecahan Masalah

### 3.7 Keterangan Kerangka Pemecahan Masalah

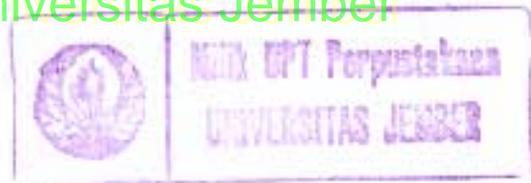
Langkah pertama dimulai dari pengurusan ijin penelitian hingga saat memulai pelaksanaan penelitian. Adapun ijin penelitian ini ditujukan kepada Kantor Bank Indonesia di Jember dengan alokasi waktu penelitian selama 6 bulan terhitung pada saat pengajuan ijin penelitian.

Setelah ijin penelitian diperoleh, langkah selanjutnya adalah mengumpulkan data historis berupa data harga obligasi negara, tingkat suku bunga SBI, dan data Laporan Bulanan Obligasi Negara yang diperoleh dari Bagian Moneter dan Perpustakaan Bank Indonesia di Jember.

Setelah seluruh data yang berkaitan dengan tujuan penelitian pertama diperoleh, maka langkah selanjutnya adalah pengolahan data dengan menggunakan analisis korelasi 2 variabel dengan maksud untuk mengetahui hubungan antara data tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* serta menguji hipotesis dalam penelitian ini.

Langkah berikutnya adalah pengolahan data yang berkaitan dengan tujuan penelitian kedua yaitu untuk mengetahui kondisi *mispriced* suatu seri Obligasi Negara. Data yang diolah berupa data tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara, *yield to maturity*, dan harga pasar. Data tersebut bersumber dari Laporan Bulanan Obligasi Negara tahun 2002 - 2004.

Setelah semua data diolah dan dianalisis, maka selanjutnya adalah menarik simpulan dari hasil penelitian dan memberikan saran guna perbaikan untuk masa yang akan datang. Akhirnya setelah semua tahapan penelitian dilaksanakan, maka penelitian ini dianggap selesai.



## V. SIMPULAN DAN SARAN

### 5.1 Simpulan

Berdasarkan hasil analisis data dan pembahasan yang telah diuraikan pada bab IV, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. hasil analisis terhadap hubungan antara tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* menunjukkan korelasi (hubungan) negatif yang lemah, artinya setiap kenaikan tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara mengakibatkan *yield to maturity* menurun. Dari hasil uji hipotesis menunjukkan bahwa terdapat hubungan antara tingkat bunga (kupon) obligasi negara dan *yield to maturity*;
2. berdasarkan analisis Metode Kapitalisasi Pendapatan, terdapat 2 seri obligasi negara yang lebih banyak mengalami *underpriced*, 4 seri obligasi negara yang lebih banyak mengalami *overpriced*, dan 1 seri Obligasi Negara yang memiliki perbandingan kondisi *mispriced* yang sama selama periode transaksi perdagangan yang diteliti. Hal ini menunjukkan bahwa pada periode Januari 2002 sampai dengan Juni 2004, seri obligasi negara teraktif mengalami *mispriced*. Namun, seri-seri tersebut lebih banyak mengalami *overpriced* yang artinya bahwa *yield* yang diperoleh investor, sebagian besar lebih rendah daripada tingkat bunga (kupon).

### 5.2 Saran

Berdasarkan simpulan dan pembahasan hasil penelitian, maka dapat disarankan hal-hal sebagai berikut:

1. para investor dan calon investor diharapkan lebih mempertimbangkan faktor-faktor pendukung dalam penilaian Obligasi Negara, yaitu tingkat bunga (kupon) dan *yield to maturity*. Hal tersebut perlu dilakukan dengan tujuan untuk mengetahui waktu yang tepat untuk membeli atau menjual seri Obligasi Negara;
2. hasil penelitian ini hanya terbatas mengetahui hubungan antara variabel tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity*. Oleh karena itu,

diharapkan untuk penelitian yang akan datang lebih mengkaji tentang seberapa besar perbedaan tingkat bunga (kupon) Obligasi Negara dan *yield to maturity* pada masing-masing seri Obligasi Negara;

3. penelitian ini hanya mempertimbangkan beberapa faktor dalam menganalisis nilai Obligasi Negara, seperti faktor tingkat bunga (kupon) dan *yield to maturity* sehingga hasil yang diperoleh memiliki keterbatasan. Penelitian mendatang diharapkan lebih mempertimbangkan faktor pajak, pemasaran, dan kemungkinan *default* dengan tujuan agar hasil penilaian Obligasi Negara lebih mencerminkan situasi pasar yang sesungguhnya.





### DAFTAR PUSTAKA

- Agus Sabardi. 1994. *Manajemen Keuangan*. Jilid 1. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Bambang Riyanto. 1992. *Dasar-dasar Pembelian Perusahaan*. Yogyakarta: Badan Penerbit Gadjah Mada.
- Direktorat Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter Bank Indonesia. (2003). *Penggunaan Surat Utang Negara (SUN)*. Jakarta.
- Endra Setyowati. 2003. *Penilaian Kewajaran Harga Saham Blue Chips yang Listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Skripsi (Tidak dipublikasikan).
- Fabozzi, Frank J. 1999. *Manajemen Investasi*. Terjemahan Chaerul Djakman dari *Invest Management* (1996). Jakarta: Salemba.
- Hasan, M. Iqbal. 2002. *Pokok-pokok Materi Metodologi Penelitian dan Aplikasinya*. Jakarta: Ghalia Indonesia.
- <http://www.dmo.or.id>
- Keputusan Menteri Keuangan Republik Indonesia Nomor 83/ KMK.01/ 2003 tentang Lelang Surat Utang Negara di Pasar Perdana.
- Keown, Arthur J. 1999a. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan* Terjemahan Chaerul Djakman dari *Basic Financial Management* (1996) Jakarta: Salemba.
- 1999b. *Dasar-dasar Manajemen Keuangan*. Jilid 2. Terjemahan Chaerul Djakman dari *Basic Financial Management* (1996) Jakarta: Salemba.
- Mohammad Safi'uddin. 2000. *Penilaian Kewajaran Harga Saham Industri Asuransi yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ)*. Skripsi (Tidak dipublikasikan).
- Moody's Bond Records. 1994. *Perolehan Yield*. New York.
- Rancangan Penjelasan Undang-undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.
- Samuelson, Paul. 1997. *Makro Ekonomi*. Terjemahan Haris Munandar dari *Macro Economic* (1985). Jakarta: PT. Erlangga.

- Sharpe, William F, G.J Alexander, J.V Bailey. 1997. *Investasi*. Terjemahan Henry Njooliangtik dan Agustiono dari *Invest* (1994). Jakarta: Prenhallindo.
- Suad Husnan dan Hanafi. 1991. "Penerbitan Surat Berharga". Dalam Agus Widyantoro (Ed). *Investasi*. Jakarta: Prenhallindo
- Suad Husnan. 1992. "Efisiensi Pasar Modal Indonesia". Dalam Agus Widyantoro (Ed). *Investasi*. Jakarta: Prenhallindo.
- Suad Husnan. 1996. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Edisi Ketiga. Yogyakarta: UPP- AMP YKPN.
- Sunariyah. 1997. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: UPP-AMP YKPN.
- Van Horne, J. Jhon Wahowich. 1997. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan Heru Sutojo dari *Principles of Financial Management* (1989). Jakarta: Salemba.
- 1999. *Prinsip-prinsip Manajemen Keuangan*. Terjemahan Heru Sutojo dari *Principles of Financial Management* (1992). Jakarta: Salemba.
- Weston, FJ dan Thomas C. Copeland. 1992. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Jaka Wasana dan Kirboandoko dari *Financial Management* (1991). Jakarta: Binarupa Aksara.
- 1997. *Manajemen Keuangan*. Terjemahan Jaka Wasana dan Kirboandoko dari *Financial Management* (1992). Jakarta: Binarupa Aksara.

## DAFTAR LAMPIRAN

## Lampiran 1 Descriptive Statistics dan Uji Korelasi Pearson

## Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
KUPON	199	8,385	17,616	13,17001	2,799872
YTM	199	7,740	30,760	13,83337	3,772453
Harga Pasar	199	800,473	1.969,086	981,959,15	97,986,571
Valid N (listwise)	199				

## Correlations

		KUPON	YTM
KUPON	Pearson Correlation	1	-.424**
	Sig. (2-tailed)		,000
	N	199	199
YTM	Pearson Correlation	-.424**	1
	Sig. (2-tailed)	,000	
	N	199	199

\* Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Lampiran 2 Perhitungan *yield* per bulan

Seri	FR 0004
Harga Pasar	830,014
Nilai Nominal	1,000,000
Kupon (%)	12.125
Kupon	0.12125
Tanggal Perdagangan	5-Jan-02
Jatuh Tempo	15-Jun-03
Yield Bulanan	0.046720
Kupon Bulanan	0.0101042
Kupon (Rp)	10.104
Yield (%)	17.606
Yield	0.176064
t	54
df nilai nominal	0.454979446

t	df	PV kupon
1	0.985540155	9.958
2	0.971289397	3.814
3	0.957244703	9.672
4	0.943403092	9.532
5	0.92976163	9.394
6	0.916317421	9.259
7	0.903067613	9.125
8	0.890009395	8.993
9	0.877139997	8.863
10	0.864456688	8.735
11	0.851956778	8.608
12	0.839637615	8.484
13	0.827496585	8.361
14	0.815531113	8.240
15	0.803738659	8.121
16	0.792116723	8.004
17	0.780662837	7.888
18	0.769374574	7.774
19	0.758249537	7.661
20	0.747285366	7.551
21	0.736479735	7.442
22	0.725830352	7.334
23	0.715334958	7.228
24	0.704991325	7.123
25	0.694797259	7.020
26	0.684750599	6.919
27	0.574849211	6.819
28	0.665090996	6.720
29	0.655473883	6.623
30	0.645995832	6.527
31	0.636654833	6.433
32	0.627446902	6.340
33	0.618376088	6.248
34	0.609434466	6.158

## Sambungan

t	df	PV kupon
35	0.600622	6.069
36	0.591937	5.981
37	0.583378	5.895
38	0.574942	5.809
39	0.566629	5.725
40	0.558435	5.643
41	0.550361	5.561
42	0.542402	5.481
43	0.534559	5.401
44	0.52683	5.323
45	0.519212	5.246
46	0.511704	5.170
47	0.504305	5.096
48	0.497013	5.022
49	0.489826	4.949
50	0.482743	4.878
51	0.475763	4.807
52	0.468883	4.738
53	0.462103	4.669
54	0.455421	4.602
Jumlah		375,035
PV nilai nominal		454,979
Nilai intrinsik		830,014

Lampiran 3 Formulasi Perhitungan *yield* per bulan



Seri	FR 0004
Harga Pasar	830,014
Nilai Nominal	1.000,000
Kupon (%)	12.125
Kupon	0.12125
Tanggal Perdagangan	5-Jan-02
Jatuh Tempo	15-Jun-06
Yield Bulanan	0.0146720
Kupon Bulanan	=J115/12
Kupon (Rp)	=J119*J113
Yield (%)	=J122*100
Yield	=J116*12
t	=(J116-J114)/30
df nilai nominal	=1/(1+J118)^J123

t	df	PV kupon
1	=1/(1+SJS118)^1127	=J127*\$B\$120
2	=1/(1+SJS118)^1128	=J128*\$B\$120
3	=1/(1+SJS118)^1129	=J129*\$B\$120
4	=1/(1+SJS118)^1130	=J130*\$B\$120
5	=1/(1+SJS118)^1131	=J131*\$B\$120
6	=1/(1+SJS118)^1132	=J132*\$B\$120
7	=1/(1+SJS118)^1133	=J133*\$B\$120
8	=1/(1+SJS118)^1134	=J134*\$B\$120
9	=1/(1+SJS118)^1135	=J135*\$B\$120
10	=1/(1+SJS118)^1136	=J136*\$B\$120
11	=1/(1+SJS118)^1137	=J137*\$B\$120
12	=1/(1+SJS118)^1138	=J138*\$B\$120
13	=1/(1+SJS118)^1139	=J139*\$B\$120
14	=1/(1+SJS118)^1140	=J140*\$B\$120
15	=1/(1+SJS118)^1141	=J141*\$B\$120
16	=1/(1+SJS118)^1142	=J142*\$B\$120
17	=1/(1+SJS118)^1143	=J143*\$B\$120
18	=1/(1+SJS118)^1144	=J144*\$B\$120
19	=1/(1+SJS118)^1145	=J145*\$B\$120
20	=1/(1+SJS118)^1146	=J146*\$B\$120
21	=1/(1+SJS118)^1147	=J147*\$B\$120
22	=1/(1+SJS118)^1148	=J148*\$B\$120
23	=1/(1+SJS118)^1149	=J149*\$B\$120
24	=1/(1+SJS118)^1150	=J150*\$B\$120
25	=1/(1+SJS118)^1151	=J151*\$B\$120
26	=1/(1+SJS118)^1152	=J152*\$B\$120
27	=1/(1+SJS118)^1153	=J153*\$B\$120
28	=1/(1+SJS118)^1154	=J154*\$B\$120
29	=1/(1+SJS118)^1155	=J155*\$B\$120
30	=1/(1+SJS118)^1156	=J156*\$B\$120
31	=1/(1+SJS118)^1157	=J157*\$B\$120
32	=1/(1+SJS118)^1158	=J158*\$B\$120
33	=1/(1+SJS118)^1159	=J159*\$B\$120
34	=1/(1+SJS118)^1160	=J160*\$B\$120

t	df	PV kupon
35	=1/(1+SJS118)^1128	=N128*\$B\$120
36	=1/(1+SJS118)^1129	=N129*\$B\$120
37	=1/(1+SJS118)^1130	=N130*\$B\$120
38	=1/(1+SJS118)^1131	=N131*\$B\$120
39	=1/(1+SJS118)^1132	=N132*\$B\$120
40	=1/(1+SJS118)^1133	=N133*\$B\$120
41	=1/(1+SJS118)^1134	=N134*\$B\$120
42	=1/(1+SJS118)^1135	=N135*\$B\$120
43	=1/(1+SJS118)^1136	=N136*\$B\$120
44	=1/(1+SJS118)^1137	=N137*\$B\$120
45	=1/(1+SJS118)^1138	=N138*\$B\$120
46	=1/(1+SJS118)^1139	=N139*\$B\$120
47	=1/(1+SJS118)^1140	=N140*\$B\$120
48	=1/(1+SJS118)^1141	=N141*\$B\$120
49	=1/(1+SJS118)^1142	=N142*\$B\$120
50	=1/(1+SJS118)^1143	=N143*\$B\$120
51	=1/(1+SJS118)^1144	=N144*\$B\$120
52	=1/(1+SJS118)^1145	=N145*\$B\$120
53	=1/(1+SJS118)^1146	=N146*\$B\$120
54	=1/(1+SJS118)^1147	=N147*\$B\$120
Jumlah		=SUM(J127:J160,N128:N147)
PV nilai nominal		=I114*1125
Nilai intrinsik		=SUM(N148:N149)