

BAB II

LANDASAN TEORI

A. Yield Obligasi

Menurut para ahli, kata dari Obligasi sendiri adalah pengukuhan hutang yang dikeluarkan oleh pemerintah atau badan hukum yang disebut perusahaan atau lembaga-lembaga resmi yang bersangkutan sebagai pihak yang berhutang yang memiliki nilai nominal tertentu dan kesanggupan Perusahaan untuk membayar bunga serta periodik atas suatu dasar presentase BUNGA yang merupakan *fix rate*. Drs. Bambang Riyanto (1977). Sedangkan Fakhrudin & Hardianto (2001), pengertian Obligasi adalah surat berharga atau sertifikat yang berisi kontrak antara si pemberi pinjaman (investor) dengan yang diberi pinjaman (issuer).Dan Rahardjo (2003).

Obligasi adalah suatu produk pengembangan dari surat utang jangka panjang. Para ahli lain menyebutkan, obligasi sebagai kontrak jangka panjang, dimana pihak yang memerlukan dana (*borrower*) menyetujui untuk melakukan transaksi berdasarkan nominal dan bunga terhadap principal, pada periode tertentu (Brigham dan Ehrhardt, 2005). Obligasi juga dikategorikan sebagai fixed income securities, yaitu kewajiban keuangan suatu entitas atau Perusahaan yang telah melakukan perjanjian untuk membayar sejumlah uang tertentu pada periode tertentu di masa yang akan datang (Fabozzi, 2007). Obligasi merupakan salah satu sekuritas yang diperdagangkan di Bursa Efek yang menunjukkan surat tanda utang dari emiten yang menerbitkan surat utang tersebut, (Husnan, 2009). Ukuran dari atau nilai variabel dependenang dihasilkan

oleh suatu obligasi disebut dengan Yield Obligasi. Ada beberapa ukuran dari Yield Obligasi yang dapat digunakan oleh investor (Tandelilin, 2010) yaitu:

1. *Nominal Yield* dan *Current Yield*

Nominal Yield obligasi lebih dikenal dengan sebutan tingkat kupon yang merupakan penghasilan bunga kupon tahunan yang dibayarkan kepada pemegang obligasi. Tingkat kupon dinyatakan juga sebagai persentase nominal (Tandelilin, 2010) sedangkan *current yield* obligasi merupakan penghasilan bunga kupon tahunan dibagi dengan harga pasar obligasi. Yang didasarkan pada nilai pasar yang berubah-ubah, (Tandelilin, 2010)

2. *Yield to Maturity* (YTM)

Yield to Maturity (YTM) merupakan tingkat *return* majemuk yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada saat harga pasar saat ini dan menahan obligasi tersebut hingga jatuh tempo, YTM juga merupakan ukuran Yield yang banyak digunakan karena mencerminkan *return* dengan tingkat majemuk (*compounded of return*) yang diharapkan investor, yang dapat terpenuhi apabila investor mempertahankan obligasi sampai jatuh tempo dan apabila menginvestasikannya kembali dari YTM yang dihasilkan, (Tandelilin, 2010).

3. *Yield to Call* (YTC)

Yield to Call (YTC) merupakan yield yang diperoleh pada obligasi yang dapat dibeli kembali (*callable*), yang berarti emiten dapat melunasi atau membeli kembali obligasi yang telah diterbitkannya dari investor yang memegang obligasi tersebut sebelum jatuh

tempo. Untuk obligasi ini perhitungan yang tepat yaitu dengan menggunakan Yield to Call (YTC) yaitu yield yang mengukur return harapan dari suatu obligasi pada saat obligasi dilunasi oleh emiten atau penerbit.

4. *Realized (horizon) Yield*

Realized (horizon) Yield yaitu tingkat return harapan investor obligasi bila investor menjual obligasi pada periode tertentu sebelum masa obligasi tersebut jatuh tempo. Perhitungan ini memerlukan beberapa estimasi, yaitu: harga jual obligasi pada akhir periode, investasi yang diharapkan dan estimasi tingkat reinvestasi untuk pendapatan kupon yang diperoleh.

Beberapa ukuran dari yield ini dapat digunakan untuk menentukan nilai obligasi.

Dan dari hasil nilai tersebut akan mempengaruhi harga pasar obligasi.

B. Definisi Yield Spread Obligasi

Yield Spread adalah perbedaan antara nilai nominal yang dihasilkan oleh *Yield to maturity* (YTM) dua obligasi, dimana melibatkan obligasi dalam perseroan atau corporate dibandingkan dengan obligasi lainnya (Sharpe, et al, 1995) sedangkan Fabozzi, 2007 menjelaskan yield dari obligasi terbentuk menjadi 2 komponen yaitu yield pada obligasi default free, (2) premi atas yield pada obligasi default free yang diperlukan untuk mengkompensasi risiko yang terkait dg obligasi. Premi risiko ini disebut dengan yield spread. Penyebab teradinya adalah risiko default yang disebut credit spread. Apabila credit spread meningkat maka spread akan membesar dan harga pasar obligasi akan turun (asumsi; suku bunga tetap). Sedangkan oleh Batten,

2016, bahwa yield spread itu timbul dari selisih antara obligasi yang beresiko dengan obligasi yang bebas risiko. Ariff (2013). *Yield spread* adalah premi likuiditas untuk investor yang memiliki sekuritas dan maturitas yang berbeda. Abmann dan Bosen-Hogrefe (2012) yield spread adalah risiko yang dihadapi investor ketika membeli obligasi pemerintah terhadap obligasi pemerintah lainnya yang dijadikan sebagai dasar pengurangan yield spread. Karena Yield spread dalam praktiknya sangat sering digunakan sebagai dasar dan acuan dalam menilai obligasi (Ahmad et al, 2009) hal ini hampir sama yang dikemukakan oleh Sharpe, et al, 1995. Secara umum, yield spread antara obligasi X dengan obligasi Y dapat dihitung dengan cara $\text{yield on bond X} - \text{yield on bond Y}$. (Fabozzi, 2007)

Batten et al, 2006 menyatakan bahwa yield spread merupakan selisih antara obligasi yang lebih beresiko dengan obligasi yang bebas risiko, sedangkan Fah and Ariff, 2011 menyatakan bahwa Yield Spread ini adalah premi likuiditas untuk investor yang memiliki sekuritas dengan maturitas yang berbeda. Selanjutnya juga Yield Spread merupakan risiko yang dihadapi oleh investor ketika membeli obligasi pemerintah dengan obligasi lainnya yang dijadikan acuan untuk selisih. Yield Spread dalam praktiknya dijadikan sebagai benchmark oleh investor dalam menilai obligasi (Ahmat et al, 2009).

M Gertler dan Lown, 1999 menyatakan bahwa Pasar dari obligasi korporasi dengan imbal hasil tinggi menunjukkan bahwa memiliki hasil spread yang tinggi dan memiliki kekuatan penjas yang signifikan untuk siklus bisnis. Imbal hasil yang tinggi mengguguli hasil indikator keuangan dan yang lainnya termasuk juga untuk spread ke dalam jangka panjang, dan semua perubahan dalam pelaksanaan terkait erat dengan kebijakan moneter. Meskipun yield spread pada obligasi korporasi *callable* dan *noncallable* jatuh ketika Treasury yields naik, hubungan ini lebih kuat untuk obligasi *callable*. Hasil ini memiliki implikasi penting untuk

menafsirkan perilaku imbal hasil pada indeks obligasi korporasi yang umum digunakan, yang terutama terdiri dari obligasi yang dapat dipindah. (Gregory R Duffe, 2002)

Besaran *Yield Spread* dipengaruhi oleh faktor-faktor seperti:

- a) Maturity obligasi perusahaan yaitu masa jatuh tempo obligasi yang tersisa yang dihitung dari tahun dilakukannya obligasi.
- b) Profitabilitas perusahaan merupakan instrument keuangan yang utama bagi perusahaan untuk mencerminkan kinerja perusahaan.
- c) Likuiditas perusahaan merupakan penilaian perusahaan terhadap kemampuannya dalam memenuhi segala kewajiban – kewajiban perusahaannya.
- d) Suku Bunga Indonesia (SBI) yaitu bentuk dari upaya pengelolaan finansial oleh pemerintah yang mengontrolnya.
- e) *Credit Default Swap* merupakan sejenis perlindungan terhadap resiko kredit yang menekankan pada sisi negoisasi bilateral.
- f) Inflasi yaitu kemampuan ekonomi yang dihasilkan oleh masyarakat dengan daya belinya terhadap barang – barang yang disebabkan oleh gap.
- g) Kurs yaitu banyaknya unit mata uang asing yang diberikan dan yang dapat dibeli dengan satu mata uang lain.
- h) Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yaitu pergerakan dua indeks yaitu indeks harga saham dengan indeks obligasi.

1. Obligasi Pemerintah

Obligasi pemerintah merupakan surat utang Negara yang dikeluarkan dan dikontrol oleh pemerintah (Brigham dan Ehrhardt,2005). Obligasi pemerintah memiliki resiko gagal bayar yang rendah karena pada dasarnya dalam pelunasan utang ketika jatuh tempo telah dijamin oleh Pemerintah. Namun menurut Brigham harga obligasi ini akan turun ketika suku bunga meningkat, sehingga bagaimanapun bagi investor tetap tidak sepenuhnya bebas dari resiko.

2. Obligasi Korporasi (Corporate)

Obligasi Korporasi merupakan obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan (Brigham dan Ehrhardt,2005). Jika dibandingkan dengan pemerintah, obligasi korporat cenderung memiliki resiko default (gagal bayar) lebih besar karena tidak ada kepastian penjaminan dalam pembayaran ketika jatuh tempo seperti halnya obligasi pemerintah.

C. Faktor – faktor yang Mempengaruhi Yield Spread dan Hubungan Antar Variabel

Faktor – faktor yang mempengaruhi besarnya Yield adalah:

1. Nilai jatuh tempo (maturity) yaitu masa jatuh tempo obligasi yang tersisa dan dihitung dari tahun dilakukannya obligasi. Semakin pendek masa jatuh tempo obligasi
2. Profitabilitas perusahaan yaitu rasio utama di seluruh laporan keuangan perusahaan, rasio ini bisa untuk mengukur keefektifan operasi perusahaan sehingga menghasilkan keuntungan bagi perusahaan.

3. Likuiditas perusahaan yaitu penilaian terhadap kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan kas yang cukup untuk memenuhi semua kewajibannya baik jangka pendek maupun jangka panjang.
4. Suku Bunga yaitu variabel makro ekonomi yang dianggap penting untuk pengambilan keputusan dalam kebijakan finansial.
5. *Credit Default Swap* (CDS) yaitu jenis perlindungan atau proteksi untuk resiko kredit.
6. Inflasi yaitu kemampuan ekonomi yang dihasilkan oleh masyarakat dengan daya belinya terhadap barang – barang yang disebabkan oleh gap.
7. Kurs yaitu banyaknya unit mata uang yang diberikan dan yang dapat dibeli dengan satu unit mata uang lain.
8. Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yaitu arah pergerakan dua indeks yaitu indeks saham dan indeks obligasi.

Obligasi memiliki tingkat risiko yang sangat kecil, tapi tetap ada variable – variabel yang mempengaruhi terjadinya risiko itu. Hal ini dimaksudkan sebagai acuan sebagai investor dalam berinvestasi. Faktor internal dan eksternal dapat secara langsung mempengaruhi Yield Obligasi. Hal tersebut ingin diketahui peneliti bahwa antara variable endogen dan eksogen berkointegrasi sehingga ada hubungan jangka panjang atau ekuilibrium dari kedua variable tersebut. Tentu saja dalam jangka pendek (*short run*) terjadi disequilibrium. Oleh karena itu peneliti dapat memperlakukan nilai *error* atau residual dari persamaan sebagai “*equilibrium error*” dan peneliti dapat menggunakan *error term* ini untuk melihat perilaku *short run* terhadap nilai *long run*

D. Hubungan Antar Variabel dan Peran Hipotesis

Walaupun emiten tidak dalam kondisi default namun sebagai investor harus tetap peduli terhadap resiko perubahan nilai pasar terhadap suatu obligasi. Atau hasil dari performa obligasi yang dikehendaki karena performs obligasi yang satu dengan yang lainnya berbeda. Untuk mengetahui hal ini maka perlu dimengerti bahwa harga obligasi akan selalu bergerak bertentangan atau berlawanan dengan perubahan yield yang diharapkan oleh investor.

1. Pengaruh *maturity* perusahaan terhadap Yield Spread Obligasi

Yield Spread merupakan selisih antara yield maturity obligasi yang lebih beresiko dengan yield maturity obligasi bebas resiko (Batten et al, 2006). *Maturity* ini adalah masa jatuh tempo obligasi yang tersisa dan terhitung dari tahun dilakukannya obligasi. Semakin pendek masa jatuh tempo obligasi maka akan mengakibatkan semakin rendahnya *return* yang diisyaratkan, sehingga nilai dari *yield spread* rendah, sebaliknya apabila Semakin panjang masa jatuh tempo obligasi maka akan mengakibatkan semakin tingginya *return* yang diisyaratkan, sehingga nilai dari *yield spread* ikut tinggi (Lestari, Eka, 2013). Struktur tingkat bunga adalah hubungan antara waktu jatuh tempo dengan *yield* untuk suatu kategori yaitu obligasi. Semakin panjang jatuh tempo dari suatu obligasi maka resiko ketidakpastian akan semakin tinggi, sehingga tingkat bunga akan semakin tinggi dan nilai dari *yield spread* juga tinggi (Tendelilin,2010).

Maturity didefinisikan sebagai masa jatuh tempo suatu obligasi. Variabel *maturity* ini memiliki dampak terhadap *yield spread* berpengaruh positif signifikan, koefisien bertanda positif menunjukkan bahwa penurunan dan kenaikan yield spread searah dengan naik turunnya *maturity*, jadi semakin pendek masa jatuh tempo dari suatu obligasi akan semakin kecil peristiwa yang akan menyebabkan perusahaan mengalami *default risk* sehingga semakin rendah tingkat

return yang disyaratkan (Chen Liao, 2009). Kondisi dari nilai *maturity* ini berdampak yang semakin rendah akan diikuti dengan rendahnya *yield spread* (Helwege dan Tuner, 1989).

Misbun Siddik Rozali, 2017 dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Likuiditas Obligasi, Maturity dan Inflasi terhadap Yield to maturity Obligasi” menyimpulkan bahwa variabel likuiditas, maturity dan inflasi secara simultan berpengaruh positif. Resti dan Eko, 2017 dalam penelitian yang berjudul “Pengaruh Cash Holding, Leverage, Cash Return, Maturity, Risk Free, Trasury Slope dan Volatility Index terhadap Credit Spread di Perusahaan Korporasi Indonesia” menyimpulkan bahwa variabel *maturity* mempengaruhi secara signifikan terhadap *credit spread* untuk beberapa kombinasi model. Lestari, Eka 2013 dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Resiko Likuiditas Terhadap Yield Spread Obligasi” menyimpulkan bahwa nilai dari *maturity* berpengaruh positif signifikan terhadap *yield spread* obligasi.

Secara umum investor Indonesia mempertimbangkan aspek ini, dalam menjadikan indikator pertimbangan sebuah pengambilan keputusan berinvestasi di pasar obligasi. Lama pendeknya suatu *maturity* suatu obligasi akan berpengaruh langsung terhadap naik turunnya harga sebuah obligasi itu sendiri.

Semakin panjang masa jatuh tempo (*maturitas* yang diberikan perusahaan kepada obligasi maka akan berakibat adanya resiko *default risk* dikarenakan investor dan emitten tidak dapat mengetahui terjadinya resiko di jangka pendeknya suatu obligasi seperti perusahaan mengalami kerugian atau adanya bencana alam. Karena adanya resiko ini maka apabila jangka waktu obligasi panjang tidak menutup kemungkinan memberikan *yield* yang lebih besar mengingat resiko yang diterima juga besar. Sehingga hubungan antara *maturity* dan *yield* ini memberikan pengaruh yang positif (Bhojraj, 2003). Dari teori dan penelitian terdahulu, dapat disimpulkan

apabila *maturity* obligasi panjang, maka obligasi tersebut dikhawatirkan akan *default risk* sehingga berdampak menaikkan return, hal ini yang mengakibatkan yield spread ikut tinggi.

H1= *Maturity* obligasi secara parsial berpengaruh positif terhadap yield di obligasi korporasi

2. Pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap Yield Spread Obligasi

Tujuan utama perusahaan adalah hasil atau keuntungan. Profitabilitas adalah rasio utama di seluruh laporan keuangan perusahaan. Dan rasio ini bisa untuk mengukur keefektifan operasi perusahaan sehingga menghasilkan keuntungan bagi perusahaan. Bagi investor, laba merupakan faktor penentu perubahan efek dan sebagai pengukuran sekaligus peramalan untuk memenuhi pembiayaan. Tanpa adanya *profit* maka perusahaan akan kesulitan untuk memenuhi kegiatan operasionalnya dan sekaligus menutupi kewajiban – kewajibannya. Jenis dari profitabilitas yaitu: *Gross profit margin*, *Net profit margin*, *operating ratio*, *Return on investment (ROI)*, *return on equity*, dan *return on assets (ROA)*. Dalam penelitian ini, penulis menggunakan rasio ROE karena ROE sangat berdampak menurunkan *yield spread* obligasi. Jika ROE perusahaan besar maka perusahaan akan memiliki laba yang besar hal ini akan memberikan dampak terhadap *yield spread*.

Profitabilitas perusahaan mencerminkan kinerja terutama dalam instrument keuangan dari Perusahaan. Informasi terkait profitabilitas biasanya digunakan oleh investor untuk menilai kemungkinan antara investasi dengan resiko yang akan di berikannya. Sehingga profitabilitas juga berguna untuk menilai keputusan kredit. Rasio profitabilitas adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh *net income* dan adanya hubungan dengan total aktiva, penjualan dan modal yang dikeluarkan. Pengumuman akan deviden di beberapa perusahaan akan memberikan

informasi terhadap pasar modal, dan ini berdampak mengurangi asimetri informasi sehingga spread akan mengecil, (Su Adi, 2010). Profitabilitas ini menunjukkan pengaruh negative yang signifikan terhadap yield spread obligasi karena peningkatan ROE akan berdampak menurunkan yield spread obligasi karena apabila perusahaan memiliki ROE yang besar maka besar kemungkinan Perusahaan tersebut memiliki potensi laba bersih yang besar sehingga mampu untuk memenuhi segala kewajibannya hal ini akan memberikan dampak *yield spread* mengecil. (Jacob dkk, 2011). Dari teori dan penelitian terdahulu di atas dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan memiliki profitabilitas tinggi maka perusahaan tidak dikhawatirkan mengalami *default risk* karena perusahaan merasa mampu memenuhi kewajibannya sehingga berdampak nilai dari return yang diinvestasikan yang diterima tidak tinggi sehingga nilai *yield spread* akan mengecil.

H2= Profitabilitas Perusahaan secara parsial berpengaruh negatif terhadap yield spread obligasi korporasi

3. Pengaruh likuiditas perusahaan terhadap Yield Spread Obligasi

Posisi atau kekayaan sebuah perusahaan juga ditunjukkan oleh likuiditas. Pada umumnya tingkat likuiditas dijadikan tolok ukur sebagai pengambilan keputusan perusahaan terutama dalam internal perusahaan. Semakin tinggi tingkat likuiditas sebuah perusahaan maka kinerja sebuah perusahaan dikatakan baik. Perusahaan yang memiliki tingkat likuiditas tinggi akan memperoleh banyak dukungan dari pihak pihak luar perusahaan seperti pihak investor maupun kreditur (Bram, dkk, 2010).

Likuiditas Perusahaan di definisikan sebagai penilaian terhadap kemampuan sebuah perusahaan untuk menghasilkan arus kas ataupun aset yang cukup diperuntukan dalam memenuhi seluruh kewajibannya baik itu kewajiban jangka pendek dan jangka panjang. Kemampuan perusahaan ini cenderung mengandalkan faktor eksternal dari perusahaan dan di proksikan dengan menggunakan *debt ratio* yaitu jenis dari *solvency ratio* yang artinya hubungan antara resiko dan utang (Lestari, Eka2013).

Solvency ratio ini dipilih karena rasio yang memiliki hubungan dengan utang dan resiko perusahaan dan menurut jenisnya rasio ini mempunyai dua jenis yaitu *debt to equity ratio* dan *debt ratio*. Pada penelitian-penelitian sebelumnya, variabel likuiditas di proxikan dengan *solvency ratio* dan berpengaruh negatif terhadap *yield spread*. Yang artinya jika likuiditas di sebuah perusahaan meningkat maka *yield obligasi* akan menurun maka *yield spread* akan menyempit (Lestari Eka, 2013). Dilihat dari frekuensi perdagangan pasar modal terhadap pengaruh likuiditas obligasi memang likuiditas perusahaan sangat mempengaruhi perubahan harga suatu obligasi (Kurnilasari, 2007) namun Zhou, 2007 yang menunjukkan bahwa likuiditas perusahaan juga berpengaruh negative terhadap *yield spread* obligasi, berlawanan dengan Misbun Siddik Rozali, 2017 dalam penelitiannya yang berjudul “Pengaruh Likuiditas Obligasi, Maturity dan Inflasi terhadap Yield to maturity Obligasi” menyimpulkan bahwa variabel likuiditas berpengaruh positif.

Dari teori dan penelitian terdahulu di atas dapat disimpulkan bahwa apabila perusahaan memiliki likuiditas tinggi maka perusahaan mampu membayar seluruh utangnya tanpa mengkhawatirkan *default risk*, perusahaan merasa mampu memenuhi kewajibannya sehingga berdampak return yang diterima investor tidak tinggi hal ini mempengaruhi nilai *yield spread* akan mengecil.

H3= Likuiditas Perusahaan secara parsial berpengaruh negatif terhadap yield di obligasi korporasi

4. Pengaruh Suku Bunga terhadap Yield Spread Obligasi

Terdapat dua faktor yang dapat mempengaruhi tingkat suku bunga yaitu faktor internal maupun eksternal. Faktor internal seperti pendapatan nasional, inflasi dan jumlah uang beredar, sedangkan faktor eksternal seperti suku bunga luar negeri dan perubahan valuta asing (Ramirez dan Khan, 1999). Tingginya suku bunga di Indonesia dapat dijelaskan oleh beberapa hal seperti kinerja sector perbankan yang berfungsi sebagai perantara, kebiasaan masyarakat dalam meningkatkan jasa dari perbankan belum tinggi dan sulit untuk menurunkan SBI apabila laju inflasi terus meningkat (Prasetyantono, 2000). Salah satu fungsi dari suku bunga ini sebagai alat untuk mengontrol jumlah uang yang beredar dalam rangka mengendalikan jumlah permintaan dan penawaran dan dilakukan oleh Pemerintah, Sunaryah (2004).

Suku Bunga ini merupakan variable makro ekonomi yang cukup berpengaruh dan dianggap penting dalam pengambilan keputusan maupun kebijakan finansial. Suku bunga ini yang memiliki wewenang untuk mengontrolnya adalah pemerintah hal ini adalah salah satu bentuk upaya mengelola kebijakan finansial (Chee dan Fahh, 2013). Secara umum, tingkat suku bunga yang diberikan pada investor obligasi sering dikenal sebagai suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI), (Puspita dan Haryono, 2012). Disebuah pasar obligasi suku bunga akan bergerak yang tidak garis lurus dengan harga obligasi (Fabozzi,2007). Jika yang menjadi tingkat suku bunga acuan adalah BI rate bergerak naik, maka harga suatu obligasi akan turun dan sebaliknya jika yang menjadi tingkat suku bunga acuan adalah BI rate bergerak turun maka

harga suatu obligasi akan naik. Dengan demikianlah Yield spread akan semakin melebar. Kenaikan tingkat suku bunga akan menyebabkan harga obligasi menurun dan sebaliknya jika suku bunga turun maka harga obligasi akan naik, (Puspita dan Haryono, 2012)

Sensitivitas harga karena perubahan tingkat suku bunga BI rate bergantung dari adanya beberapa aspek, yaitu semakin lama maturitas obligasi maka semakin tinggi sensitivitas harga obligasi dan semakin rendah kupon maka akan semakin tinggi sensitivitas harga terhadap suku bunga BI rate, jadi semakin tinggi yield obligasi, maka akan semakin rendah sensitivitas harga obligasi terhadap BI rate. (Fabozzi,2007).

Secara teoritis, suku bunga jangka panjang justru bergerak searah dengan suku bunga jangka pendek. Dengan adanya hal tersebut, diharapkan bahwa yield dari asset jangka panjang yaitu obligasi dapat bergerak searah dengan pergerakan suku bunga, yang akan bergerak naik ketika suku bunga tersebut meningkat. dari kenaikan yield ini akan mengakibatkan obligasi menjadi lebih menarik sehingga akan ada perpindahan investor saham ke obligasi karena diharapkan memberikan keuntungan yang tinggi dari pada saham. (Prastowo, 2007)

Seiring berjalannya waktu, tingkat suku bunga mengalami kenaikan dan penurunan. Kenaikan tingkat suku bunga tersebut dapat menyebabkan penurunan nilai obligasi yang beredar. Risiko dari penurunan nilai obligasi disebabkan oleh peningkatan suku bunga yang disebut risiko suku bunga (Brigham Ehrhard, 2005).

Beberapa ahli berpendapat bahwa yield spread obligasi akan berubah secara sistematis seiring perubahan pada keadaan makroekonomi. Yield Spread akan melebar pada saat ekonomi mengalami penurunan atau mengerucut pada saat ekonomi ekspansi, dasarnya adalah korporat akan mengalami penurunan pendapatan saat arus kas pada saat ekonomi melemah dan menyebabkan kesulitan untuk korporat melunasi kewajibannya. Oleh karena itu agar para

investor tidak menjual obligasi korporatnya, maka korporat menaikkan yield nya sehingga *yield spread* obligasi akan melebar (Kumar A, 2012).

Pada penelitian yang berjudul faktor - faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi korporate di Indonesia dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Rifqa, 2014 yang berjudul analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi Negara Indonesia berdominasi rupiah dan US dollar dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh menyimpulkan bahwa secara simultan, suku bunga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap *Yield Spread* obligasi berdominasi rupiah dan US dollar. Ahmad et al, (2009) melakukan penelitian terhadap faktor – faktor yang mempengaruhi *yield spread* Malaysia dan menggunakan suku bunga tiga bulan dan menyimpulkan suku bunga memiliki pengaruh yang signifikan pada perubahan *yield spread* obligasi Malaysia. Chee dan FAh (2013) melakukan pengujian terhadap delapan faktor makro ekonomi terhadap *yield spread* obligasi pemerintah Inggris. Ia menyimpulkan bahwa suku bunga memiliki pengaruh yang negative terhadap obligasi pemerintah inggris yang berjangka waktu 5 tahun.

Sehingga naiknya suku bunga, mengakibatkan investor tidak ingin berutang, maka berdampak terhadap naiknya kupon obligasi korporasi. Sehingga mengakibatkan return obligasi meningkat hal tersebut berdampak memperbesar nilai dari *yield spread*. Hal tersebut didukung oleh penelitian yang berjudul faktor - faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi korporate di Indonesia dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Suryana Hendrawan, (2014) menyimpulkan bahwa suku bunga mempengaruhi *yield spread* obligasi dan dimana penulis menentukan suku bunga berpengaruh positif terhadap *yields spread* obligasi, sedangkan penelitian yang berjudul analisis faktor-faktor yang mempengaruhi *yield spread* obligasi Negara Indonesia berdominasi rupiah dan US dollar dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Rifqa,

(2014) menyimpulkan bahwa secara simultan, suku bunga memiliki pengaruh yang signifikan terhadap Yield Spread obligasi berdominasi rupiah dan US dollar.

Dari teori yang diuraikan di atas, bertambahnya suku bunga mempengaruhi penambahan nilai dan harga dari obligasi. Jika suku bunga naik mengakibatkan harga obligasi naik dan mempengaruhi pertambahan tingkat return yang akan diterima investor. Jika harga dan return naik, maka nilai yield juga naik dan mengakibatkan nilai dari *yield spread* ikut bertambah.

H4= Tingkat suku bunga berpengaruh positif terhadap Yield Spread di obligasi korporasi

5. Pengaruh Credit Default Swap (CDS) terhadap Yield Spread Obligasi

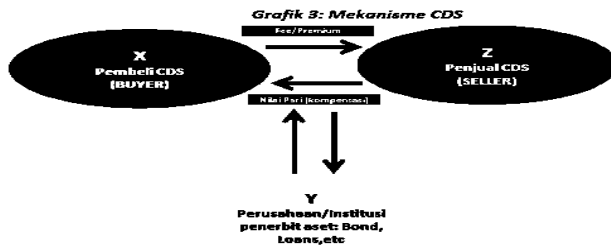
Dalam sumber BKF, Kemenkeu, (2013) CDS dapat diartikan sejenis perlindungan atau proteksi terhadap risiko kredit. Swap ini menekankan pada sisi negosiasi bilateral antara penjual dan pembeli sehingga diatur sedemikian rupa agar kedua belah pihak tidak merasa dirugikan. CDS Spread berbeda dengan *Yield Spread Bond* karena pada konsepnya *CDS Spread* terbentuk adanya harga premium yang diberikan oleh pembeli ke penjual. Dan CDS Spread merupakan harga premi yang dibayarkan secara tahunan yang dibayarkan sesuai dengan kontrak bilateral. Kontrak CDS biasanya berkisar 1 hingga 10 tahun dengan total credit yang dicover sebesar 10 juta dalam USD. *European Central Bank*, (2009) mengkatagorikan CDS kedalam tiga tipe yang lazim di perdagangan:

- a. *Single name CDS* merupakan CDS yang menawarkan proteksi resiko kredit untuk satu jenis penerbit sekuritas dan reference equity ini bisa seperti perusahaan, perbankan maupun pemerintah. Tipe ini merupakan tpikal CDS yang paling likuiddi pasar kredit derivative dengan komposisi mencapai 50% dari kontrak.

- b. *CDS Indices* merupakan CDS yang terbentuk dari berbagai Single name CDS dimana setiap Single name CDS memiliki porsi yang sama terhadap nilai kontrak.
- c. *Basket CDS* merupakan CDS yang serupa dengan CDS *index* yang terbentuk dari beberapa *reference entity* biasanya memuat 3 hingga 100 *reference entity*

Mekanisme CDS

Gambar 2. Mekanisme Credit Default Swap (CDS)



Sumber: ISDA tahun 2013

Mekanisme ini sudah direvisi melalui The Big Bank Protocol, (2013). Yang akan dilakukan jika terjadi credit event seperti:

- a. Penjual dan pembeli mengirimkan notifikasi bahwa telah terjadinya credit event
- b. Dilakukanlah *physical settlement* dan *cash settlement* terhadap masing- masing pihak.

- c. Dalam *cash settlement*: Pembeli diproteksi dalam hal menyimpan underlying assets penerbitan CDS, dan Penjual diproteksi dari pembayaran kompensasi atas terjadinya credit event tersebut.
- d. Dalam *physical settlement*: Pembeli diproteksi CDS dalam hal penyerahan *underlying assets* atau sering dikenal sebagai *reference obligations* kepada penjual. Dan sebagai kompensasinya pembeli CDS akan menerima full national amount dari penjual proteksi. Dan kompensasi hanya bisa melalui *cash settlement*. (ISDA, 2009).

Credit Default Swap (CDS) merupakan inovasi baru dalam pasar modal (Hull et al 2004). CDS ini merupakan produk yang paling sederhana untuk melakukan transfer resiko kredit dari semua produk derivative credit (Fabozzi, 2007). CDS adalah instrument keuangan yang digunakan oleh para investor dalam melakukan perlindungan terhadap nilai. Misalnya, dalam kasus utang Pemerintah, investor menggunakan CDS untuk mengeksposikan pendapat tentang kelayakan kredit dari pemerintah dan untuk melindungi diri dalam hal default suatu Negara atau dalam melakukan restrukturisasi utang, (IMF, 2013). CDS juga menjadi instrument *derivative credit* yaitu instrument *hedging* atau spekulasi yang berperan dalam mendapatkan keuntungan, (BKF Kemenkeu, 2013)

CDS merupakan produk yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi (Coudert,2010). Yang terdapat beberapa alasan, yaitu:

1. Apabila investor ingin melikuiditasi CDS maka investor dapat menulis kontrak lainnya dimana hal ini tidak dapat dilakukan oleh obligasi.
2. Penawaran kontrak CDS tidak terbatas seperti pada obligasi, sehingga dapat dijual dalam jumlah yang cukup besar.

3. Beberapa investor seperti perusahaan asuransi atau pendanaan pension membeli obligasi untuk tujuan buy and hold. Berbeda dengan CDS yang lebih aktif di pasar.

Adanya CDS, bagi investor yang menanamkan modalnya dalam bentuk obligasi korporat akan mendapatkan jaminan utang berupa CDS tersebut. Menurut Bodie et al, (2011) terdapat 2 kompensasi yang disebut *physical settlement* yaitu pemegang CDS dapat memberiksn obligasi macet pada penerbit obligasi dalam bentuk *return* atas nominal obligasi, dan sebagai gantinya penerbit dapat membayar pemegang swap antara nilai nominal obligasi dengan harga pasarnya atau disebut *cash settlement*.

Terdapat hubungan yang teoritis antara CDS spread dengan yield spread obligasi yaitu semakin tinggi CDS maka tingkat default suatu Negara akan semakin tinggi sehingga mengakibatkan yield spread meningkat. Yield obligasi meningkat akan menyebabkan yield spread yang semakin melebar (Hull et al., 2004).

penelitian yang berjudul analisis faktor-faktor yang mempengaruhi yield spread obligasi Negara Indonesia berdominasi rupiah dan US dollar dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Rifqa, (2014) menyimpulkan bahwa secara parsial, CDS memiliki pengaruh negatif pada yield spread obligasi Negara Indonesia berdominasi rupiah. Pada penelitian yang berjudul faktor - faktor yang mempengaruhi yield spread obligasi korporate di Indonesia dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Suryana Hendrawan, (2014) menyimpulkan bahwa CDS memberikan pengaruh positif terhadap yield spread korporat. Kumar (2012) melakukan penelitian mengenai faktor – faktor makro ekonomi yang mempengaruhi yield spread obligasi pemerintah Indonesia dan korporasi. Ia menyimpulkan bahwa CDS merupakan faktor utama dalam mempengaruhi yield spread untuk obligasi jangka pendek namun tidak untuk jangka panjang berbeda dengan Kumar

A (2012) dalam penelitian Kumar B (2012) mengatakan bahwa yang paling berpengaruh adalah CDS Indonesia 10 tahun.

Terdapat hubungan teoritis antara *Credit Default Swap* (CDS) dan *yield spread* obligasi (Hull et al, 2014). Semakin tinggi CDS maka tingkat resiko gagal bayar suatu perusahaan akan semakin tinggi sehingga menyebabkan return dari yield obligasi meningkat, hal ini akan memberbesar nilai *yield spread*.

H5= *Credit Default Swap* (CDS) berpengaruh positif terhadap *Yield Spread* di obligasi korporasi

6. Pengaruh inflasi terhadap Yield Spread Obligasi

Inflasi disebabkan oleh gap antara kemampuan ekonomi yang dihasilkan oleh masyarakat dengan daya belinya terhadap barang – barang (Shapiro, 2002). Gap adalah kenaikan harga yang diakibatkan oleh permintaan terhadap barang lebih besar daripada permintaan sehingga menimbulkan kenaikan harga. Yang kemudian disebut dengan *inflation gap*, (Shapiro, 2002).

Menurut Kusnandi, 2007 inflasi dibedakan menjadi beberapa jenis sesuai dengan tingkat kenaikan inflasi tersebut. Dan Sarwoko, 2005 membaginya menjadi 4 jenis yaitu:

1. Inflasi tingkat ringan yaitu apabila inflasi pertumbuhannya dibawah 10% per tahun. Pada inflasi ini dikenal juga dengan istilah inflasi *moderate*, dalam situasi ini harga barang-barang relative tidak bergerak jauh menyimpang. Oaring tidak akan terlalu banyak berfikir dalam pengambilan

keputusannya karena tidak terlalu berdampak. Sehingga orang tidak akan ragu dalam menggunakan uangnya.

2. Inflasi tingkat sedang yaitu apabila inflasi pertumbuhannya berkisar 10% hingga 30% per tahun
3. Inflasi tingkat berat yaitu apabila inflasi pertumbuhannya berkisar diatas 30% dan kurang dari 100%.
4. Inflasi tingkat parah yaitu apabila inflasi pertumbuhannya diatas 100%. Tingkat inflasi ini dikenal juga dengan istilah hiperinflasi, dimana perputaran uang 30x lebih cepat dari awal periode. Ini mengakibatkan harga – harga barang relative tidak stabil.

Penyebab Inflasi:

1. Demand Pull Inflation

Penyebab dari inflasi jenis ini diakibatkan karena adanya kenaikan dari permintaan total. Kenaikan permintaan dari total tersebut akan meningkatkan harga dan hasil produksi.

2. Cost push inflation

Penyebab dari inflasi jenis ini diakibatkan karena adanya penurunan dari total penawaran sehingga menyebabkan harga naik namun tingkat produksi menurun.

Suku bunga dan inflasi memiliki hubungan imbal balik. Jadi inflasi yang meningkat akan menimbulkan suku bunga juga meningkat sebab jika inflasi naik maka sebagai investor pasti akan meminta imbal hasil minimum yang mampu menggati besarnya akibat kenaikan inflasi.

Pada penelitian yang berjudul faktor - faktor yang mempengaruhi yield spread obligasi korporate di Indonesia dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Suryana Hendrawan, (2014) menyimpulkan bahwa inflasi bersamaan dengan variabel makro ekonomi lainnya bersama- sama mempengaruhi yield spread korporat secara parsial, hasil penelitian tersebut mengemukakan

bahwa inflasi adalah faktor utama dalam mempengaruhi yield spread. Menurut rifqa (2014) inflasi di Indonesia memiliki pengaruh positif terhadap obligasi Negara Indonesia dengan dominasi dollar maupun rupiah. Kumar A (2012) dalam penelitian Kumar B (2012) menyimpulkan bahwa inflasi di Indonesia dan inflasi di Amerika tidak mempengaruhi yield spread dengan jatuh tempo jangka pendek maupun panjang.

Tingkat inflasi merupakan variable makro ekonomi dan sebagai perubahan persentase dalam seluruh tingkat harga yang sangat bervariasi sepanjang waktu dan antarnegara. Tingkat inflasi dapat berpengaruh positif maupun negatif tergantung dari derajat inflasi itu sendiri. Inflasi yang berlebihan dapat merugikan perekonomian secara keseluruhan, yaitu dapat membuat banyak perusahaan mengalami default dan bahkan kebangkrutan.

Inflasi merupakan salah satu faktor yang menentukan perubahan yield obligasi dan salah satu pembentuk informasi ekonomi (Cassola dari Porter, 2011). Kenaikan inflasi akan memicu kenaikan harga barang konsumsi secara umum, begitu juga akan memicu kenaikan harga dari obligasi. Pada obligasi disebut dengan *yield* sehingga apabila inflasi tinggi *yield* dari obligasi akan meningkat yang menimbulkan investor akan memilih tidak membeli obligasi.

Hubungan inflasi ini hampir sama dengan suku bunga, sehingga apabila inflasi tinggi maka minat investor untuk membeli obligasi tergolong rendah karena investor ketika terjadi kenaikan inflasi mereka lebih baik menyimpan uangnya di Bank sehingga perusahaan akan menaikkan tingkat return sebagai daya tarik bagi investor untuk membeli obligasi, hal tersebut mengakibatkan kenaikan yield spread. Hal ini dikuatkan oleh Inflasi merupakan salah satu faktor yang menentukan perubahan yield obligasi dan salah satu pembentuk informasi ekonomi (Cassola dari Porter, 2011). Kenaikan inflasi akan memicu kenaikan harga barang konsumsi

Comment [h1]: Ini sudah say betulkan ikuti kalimat ini saja

secara umum, begitu juga akan memicu kenaikan harga dari obligasi. Pada obligasi disebut dengan *yield* sehingga apabila inflasi tinggi *yield* dari obligasi akan meningkat. karena apabila inflasi naik, maka *yield* suatu obligasi ikut naik sehingga mengakibatkan besaran *yield spread* juga meningkat. (Rifqa, 2014)

H6= Inflasi berpengaruh positif terhadap Yield Spread di obligasi korporasi

7. Pengaruh Kurs terhadap Yield Spread Obligasi

Kurs valuta asing akan meningkat dibandingkan dengan uang domestik apabila di suatu Negara semakin banyak melakukan ekspor dan transfer dalam bentuk valuta asing karena keragaman kepentingan.

Sumber – sumber dari permintaan valuta asing tercatat sebagai berikut:

1. Para importer baik barang maupun jasa
2. Para investor yang memerlukan valuta asing untuk transaksi akibat penjualan maupun pembelian surat – surat berharga dari penduduk di Negara lain
3. Para debitur domestic yang memerlukan valuta asing untuk melunasi kewajiban – kewajibannya di luar negeri
4. Wisatawan domestic yang melakukan perjalanan ke luar negeri
5. Perusahaan – perusahaan asing yang harus membayarkan deviden di negaranya.
6. Biaya studi ke luar negeri
7. Pemerintah yang membutuhkan valuta asing untuk perwakilannya yang di Negara asing dalam upaya pelunasan hutang yang akan jatuh tempo.

Pemahaman mengenai teori dan teknik pengujian tentang pengaruh inflasi dan suku bunga terhadap valuta asing sangatlah penting bagi para pelaku di bursa valas dan dapat menghasilkan proyeksi kurs yang akurat sehingga tidak menyimpang jauh dari kenyataan.

Kurs merupakan bayaknya unit mata uang yang diberikan dan yang yang dapat dibeli dengan satu unit mata uang lain. Perubahan pada kurs ini dapat mengakibatkan risiko yang dihadapi jika berinvestasi pada obligasi (Fabozzi, 2007) dan risiko investasi ini tidak dapat dipisahkan dari obligasi. (Chee dan Fah, 2013), yang juga menyatakan bahwa risiko perubahan kurs akan muncul ketika terdapat perubahan harga satu mata uang dengan mata uang lainnya sehingga investor asing akan menerima return lebih rendah daripada investor dari domestik.

Fluktuasi kurs US dollar terhadap rupiah memiliki hubungan yang positif dengan tingkat suku bunga dan inflasi. Jadi jika, kurs dollar terhadap rupiah mengalami apresiasi maka tingkat suku bunga dan inflasi di Indonesia akan meningkat, sehingga yield obligasi meningkat. Dan yield obligasi meningkat ini akan menyebabkan *yield spread* semakin melebar.

H7= perubahan kurs berpengaruh positif terhadap Yield Spread di obligasi korporasi

8. Pengaruh IHSG terhadap Yield Spread Obligasi

Dilihat dari aspek teoritis, dan empiris arah pergerakan dua indeks yaitu indeks harga saham dengan indeks obligasi pemerintah tidak selalu dapat diinterpretasikan sebagai kejadian sebab akibat (*causality*) arah pergerakan kedua indeks tersebut tidak selalu sama namun dapat berubah-ubah. Namun dalam perhitungan korelasi yaitu korelasi parson diketahui bahwa adanya hubungan linear antara indeks harga saham dengan indeks obligasi pemerintah, bahwa

pergerakan harga tersebut mungkin saling berhubungan. Menurut model Fed, harga di pasar saham dengan yield obligasi berbanding terbalik maksudnya yaitu apabila harga ihsg naik maka harga saham naik namun tidak dengan harga obligasi, sehingga apabila ihsg naik, harga obligasi belum tentu naik, maka akan disimpulkan bahwa hubungan dengan harga saham dan obligasi akan bernilai negatif.

Semakin berkembang dan populernya pasar saham di Indonesia, para investor tidak hanya menginvestasikan dana di pasar saham namun juga pasar obligasi. Pemilihan jenis investasi ini disesuaikan dengan preferensi investor sendiri. Dan memilih menempatkan dananya hanya tergantung pada resiko dan return yang di harapkan. Terdapat 3 sikap investor terhadap resiko yaitu, tidak menyukai resiko (*risk averse*), netral terhadap resiko (*risk neutral*) dan menyukai resiko (*seek risk*). Investor yang tidak menyukai resiko (*risk averse*) biasanya kan berinvestasi ke obligasi karena obligasi memiliki tingkat resiko yang rendah namun return yang tinggi. Jika investor yang tidak menyukai resiko (*risk averse*) mereka akan cenderung berinvestasikan dana di pasar saham karena memiliki resiko yang lebih tinggi tapi memberikan return yang lebih tinggi.

Secara teoritis hubungan dalam pergerakan di pasar obligasi dengan pasar saham memiliki hubungan yang bertolak belakang karena bersifat substitusi. Turunnya harga saham, akan mendorong para investor untuk menginvestasikan dana di pasar obligasi karena return yang diperoleh di saham akan menurun sedangkan di obligasi akan meningkat. sehingga pasar obligasi lebih atraktif dan bergairah. (Prastowo, 2007). Sehingga ketika harga ihsg naik maka harga dari obligasi bertentangan yaitu turun, hal tersebut mengakibatkan perusahaan berupaya untuk membuat investor tertarik dengan menaikkan yield obligasi, hal ini berdampak terhadap yield

spread yang akan mengikuti kenaikan dari yield obligasi. Yield dari obligasi ini akan menyebabkan *yield spread* akan melebar. (Kounitis, 2007).

H8= IHSG berpengaruh negatif terhadap Yield Spread di obligasi korporasi

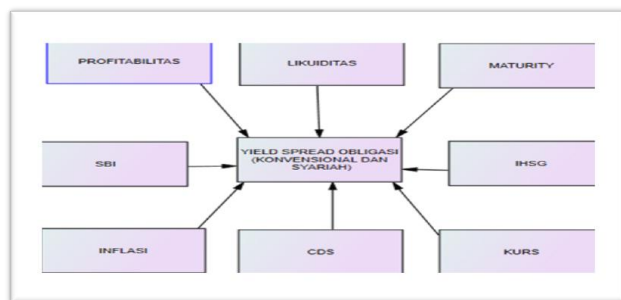
E. Model Data Panel

Data dibagi menjadi dua kategori yaitu *time series* dan *cross section*. Gabungan dari kedua data ini disebut dengan data panel, data ini merupakan data yang memiliki unit cross-sectional yang sama dan dilakukan setiap waktu (Gujarati, 2003). Berdasarkan atas kelebihan – kelebihan data panel maka memiliki implikasi pada tidak harus dilakukan uji asumsi klasik seperti normalitas, multikolinieritas, heterokedasitas dan autokolerasi dalam model panel. Untuk mengestimasi model data panel menggunakan pendekatan *common effect*, *fixed effect* dan *random effect* (Widarjono, 2009). Penggunaan data panel dapat menjelaskan dua macam informasi yaitu informasi antar unit (cross-section) pada perbedaan antar subjek, dan informasi antar waktu (time series) yang merefleksikan perubahan pada subjek waktu. Analisis data panel dapat digunakan ketika kedua informasi tersebut telah tersedia. Kelebihan lain penggunaan data panel adalah ketersediaan jumlah data yang dapat dianalisis. Sebagaimana diketahui, beberapa data penelitian memiliki keterbatasan dalam jumlah baik secara cross section maupun time series. Oleh karena itu dengan data panel akan memberikan jumlah data yang semakin banyak sehingga memenuhi prasyarat dan sifat-sifat statistik.

G. Kerangka Berfikir

Hubungan antara Variabel dependen dan variable independen tercantum dalam kerangka berfikir peneliti, yang telah mempertimbangkan penelitian – penelitian terdahulu mengenai *Yield Spread* Obligasi

Gambar 3. Kerangka Berfikir Peneliti



G. Perbedaan dengan Penelitian Terdahulu

Penelitian ini memiliki perbedaan dibandingkan dengan penelitian terdahulu. Penelitian ini berfokus pada obligasi yang diterbitkan oleh swasta yang bersifat konvensional dan oleh pemerintah dalam dominasi rupiah karena di penelitian sebelumnya telah dibahas mengenai obligasi korporasi yang berdominasi US Dollar. Alat ukur yang digunakan pada penelitian ini dan sebelumnya pun berbeda bahwa pada penelitian ini menggunakan data panel sedangkan di dalam penelitian sebelumnya adalah data *time series*. Penulis juga menambahkan variabel

mikro ekonomi seperti profitabilitas, likuiditas dan maturitas sebagai preferensi investor terhadap alternative investasi obligasi.