

ANALISA FAKTOR YANG MEMPENGARUHI PERKEMBANGAN  
OBLIGASI KORPORASI DI INDONESIA

by :  
Syafri<sup>1)</sup>

<sup>1)</sup> Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti

**Abstraction**

*The quarterly data of 1989:4-2007:4 was used to analyze the factors that affected the development of the corporate bond in Indonesia. Using the multiple regression method, the regression results show that the development of the corporate bond is affected by the real income, nominal interest rate, the emergence of the secondary bond market and rating agency. Real income, the emergence of the secondary bond market and rating agency have a positive influence on the development of the corporate bond while nominal interest rate has a negative impact on it. The emergence of government bond and economic crisis have no impact on the development of the corporate bond.*

*Key word: multiple regression method, quarterly data, the development of the corporate bond.*

**PENDAHULUAN**

Pasar modal merupakan lembaga keuangan non-bank yang dapat memobilisasi dana jangka pendek dan menengah melalui penerbitan saham dan obligasi. Faktor yang mendorong perusahaan menerbitkan saham dan obligasi antara lain jangka waktu dana yang lebih panjang dan biaya dana yang lebih murah dibanding dengan dana yang diperoleh melalui perbankan. Bagi investor, harapan mendapatkan deviden dari saham dan keuntungan kapital atau imbal hasil yang tinggi dari kupon obligasi merupakan daya tarik tersendiri.

Masyarakat lebih mengenal sistem perbankan dibanding dengan pasar modal. Penelitian yang dilakukan oleh Jakarta Stock Exchange tahun 1995 memperlihatkan bahwa dari 1.628 responden di 7 ibukota propinsi di Indonesia hanya 17% mengetahui tentang pasar modal (Jakarta Stock Exchange, 1997). Hal ini tidak mengejutkan karena sistem perbankan lebih dahulu muncul dibanding dengan pasar modal, namun bukan berarti peran pasar modal dalam

pembiayaan dan investasi tidak penting. Pasar modal tidak hanya dibutuhkan dalam kondisi normal tetapi juga dalam kondisi krisis. Pada saat sulit bagi perusahaan mendapatkan kredit dari perbankan seperti pada saat kebijakan uang ketat atau krisis ekonomi, pasar modal menjadi tumpuan harapan sebagai alternatif sumber pembiayaan perusahaan.

Sungguhpun pasar modal telah dibuka kembali sejak 1977, namun perkembangan pasar obligasi di Indonesia dimulai sejak 1983 dimana hanya ada 3 emiten yang menawarkan obligasi di pasar modal yaitu PT. Jasa Marga, Bank Pembangunan Indonesia dan PT. Papan Sejahtera. Hingga tahun 1987, tidak ada emiten baru masuk ke pasar obligasi, sebagaimana terlihat pada table 1. Perkembangan pasar obligasi mulai bergairah setelah diluncurkannya berbagai paket kebijakan deregulasi 23 Desember 1987, 27 Oktober 1988 dan 20 Desember 1988 yang memberikan berbagai kemudahan bagi emiten untuk menawarkan obligasi di pasar modal dan perlakuan tingkat pajak

yang sama di pasar modal dan di pasar efek di luar Jakarta (yang pada perbankan serta kemudahan pembukaan akhirnya melahirkan BES).

**Tabel 1**  
Perkembangan Pasar Obligasi di Indonesia, 1983-2007

Period	Obligasi Korporasi			Obligasi Pemerintah	
	Jumlah Emiten (Unit)	Nilai Emisi (Miliar Rp)	Posisi Akhir (Miliar Rp.)	Posisi Akhir (Miliar Rp.)	Nilai Yang Tercatat dan Diperdagangkan (Miliar Rp.)
1983	3	154,718	154,7		
1984	3	224,718	224,7		
1985	3	354,718	354,7		
1986	3	404,718	404,7		
1987	3	535,718	535,7		
1988	9	935,718	781,0		
1989	22	1.555,218	1.330,5		
1990	23	2.090,218	1.735,5		
1991	24	2.215,218	1.810,5		
1992	34	3.856,751	3.321,0		
1993	43	5.761,751	3.941,3		
1994	46	6.691,271	4.870,9		
1995	50	8.694,401	7.055,6		
1996	55	11.535,481	9.896,8		
1997	70	18.740,473	15.605,0		
1998	70	18.890,473	14.505,0		
1999	76	23.174,400	15.909,0	510.100	
2000	91	28.787,400	22.383,9	431.800	31.634,88
2001	94	31.662,400	20.734,8	435.303	64.654,28
2002	100	36.862,400	21.423,5	419.356	397.967,17
2003	134	63.485,500	45.599,0	403.412	390.482,24
2004	152	83.005,000	62.800,0	402.099	399.304,20
2005	158	91.190,800	62.781,0	399.839	399.859,31
2006	162	102.640,900	67.880,5	418.751	X
2007	175	133.915.900	84.553,0	X	X

Sumber: Bank Indonesia. *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesian dan Laporan Tahunan (Laporan Perekonomian Indonesia)*. Berbagai Volume; Badan Pengawasan Pasar Modal. Laporan Tahunan 1998; Department of Finance. *Financial Notes and the Plan of Government Budget And Expenditure*. Berbagai Terbitan ; Biro Riset dan Teknologi informasi BAPEPAM-LK, Departemen Keuangan Republik Indonesia. *Statistik Pasar Modal*. Berbagai Terbitan.

Walaupun telah terlihat perkembangan lambat jika dibanding dengan perkembangan pasar obligasi setelah 1988, namun perkembangan pasar saham. Sebahagian dirasakan perkembangannya relatif pengamat menyatakan perkembangan

yang lambat ini disebabkan oleh belum berkembangnya sarana pendukung pasar obligasi seperti keberadaan pasar sekunder dan perusahaan pemeringkat (Bank & Manajemen, 1993:24). Perusahaan pemeringkat pertama (Pefindo) berdiri tahun 1993 dan Pasar Sekunder berupa OTC-FIS terbentuk Juni 1997. Perkembangan pasar obligasi juga terkait dengan apa yang terjadi di pasar deposito. Keduanya dapat dikatakan merupakan instrumen keuangan yang dapat saling mengganti (substitusi) bagi investor (Djoko S, 1992:4). Apakah investor memilih deposito atau obligasi tergantung pada perkembangan tingkat bunga pasar. Perkembangan tingkat bunga pasar dipengaruhi oleh kebijakan Bank Indonesia melalui tingkat bunga SBI (sekarang BI-rate). Pada saat BI melakukan kebijakan uang ketat dengan menaikkan tingkat bunga SBI, tingkat bunga deposito naik. Dalam kondisi ini, investor lebih menyukai melakukan investasi di deposito dari pada di obligasi. Bagi emiten juga kondisi ini tidak menguntungkan menerbitkan obligasi karena beban bunga yang tinggi. Ketika BI memperloggar likuiditas dalam perekonomian dengan menurunkan tingkat bunga SBI, tingkat bunga deposito juga turun. Trend penurunan tingkat bunga deposito bahkan mengakibatkan tingkat bunga deposito riil menjadi negatif sejak 2004 sehingga menyimpan dana dalam bentuk deposito (apalagi tabungan) tidak lagi menarik. Sebahagian deponan menarik dananya dari deposito dan memindahkannya ke obligasi (Syafri, 2008:17). Pada kondisi tingkat bunga yang rendah, biaya penerbitan obligasi menjadi murah sehingga mendorong perusahaan untuk menerbitkan obligasi di pasar modal. Biasanya emiten menentukan tingkat bunga obligasi (kupon) diantara besaran

tingkat bunga deposito dan kredit (Warsono, 1997:29).

Apa yang dikemukakan di atas memperlihatkan adanya hubungan yang negatif antara tingkat bunga dengan perkembangan pasar obligasi. Namun demikian, terdapat kemungkinan bahwa hubungan tingkat bunga dengan perkembangan pasar obligasi positif (searah). Bagi perusahaan yang penting adalah memperoleh dana bagi pembiayaan perusahaan dengan biaya murah. Pada trend penurunan tingkat bunga deposito berarti juga tingkat bunga kredit rendah. Oleh sebab itu, perusahaan tidak perlu menerbitkan obligasi di pasar modal karena dana murah dapat diperoleh dari perbankan. Sebaliknya, ketika tingkat bunga deposito dan kredit tinggi, meminjam dana dari bank menjadi mahal. Oleh sebab itu, banyak perusahaan terdorong untuk menerbitkan obligasi guna pembiayaan perusahaan sebagaimana yang terjadi di tahun 2000 (Rini, 2001:21). Bagaimana sebenarnya hubungan tingkat bunga dengan perkembangan pasar obligasi korporasi perlu diteliti lebih lanjut.

Pemerintah menerbitkan obligasi pada tahun 1999 guna membiayai program rekapitalisasi perbankan, BLBI dan program penjaminan pemerintah. Obligasi pemerintah diperdagangkan di pasar modal secara berangsur-angsur sejak Februari 2000 (hanya 10% yang diperdagangkan) dan pada Juli 2001 pemerintah meningkatkan obligasi yang dapat diperdagangkan menjadi 100%. Sejak saat itu, obligasi pemerintah mendominasi pasar obligasi di Indonesia. Mengingat jumlah dan nilai emisi obligasi pemerintah sangat besar dibanding obligasi korporasi, seperti terlihat pada tabel 1, masuknya obligasi pemerintah ke pasar modal akan mempengaruhi perkem-

bangan obligasi korporasi. Dengan karakteristik obligasi pemerintah yang bebas resiko (*free risk*) dan relatif likuid, masyarakat akan lebih menyenangi memegang obligasi pemerintah. Jika sebahagian besar masyarakat membeli obligasi pemerintah maka hanya tertinggal sedikit dana untuk dibelikan obligasi korporasi. Oleh sebab itu, ada kekhawatiran bahwa kehadiran obligasi pemerintah ini akan menciutkan perkembangan obligasi korporasi.

Berdasarkan apa yang dikemukakan di atas, studi ini ingin mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan obligasi korporasi di Indonesia. Faktor penjelas yang dipertimbangkan adalah kegiatan ekonomi (yang diukur dengan GDP riil), keberadaan lembaga pendukung pasar obligasi berupa pasar sekunder dan lembaga pemeringkat, tingkat bunga, krisis ekonomi, dan masuknya obligasi pemerintah ke pasar obligasi. Penelitian ini menggunakan data kuartalan 1989:4-2007:4. Walaupun pasar obligasi korporasi telah muncul sejak tahun 1983, keterbatasan data mengakibatkan analisa regresi tidak dapat dilakukan sebelum 1989:4 dengan menggunakan basis data kuartalan.

#### LANDASAN TEORI

Secara teoritis terdapat beberapa faktor yang dapat mempengaruhi perkembangan pasar obligasi. Faktor-faktor tersebut antara lain tersedianya pasar sekunder obligasi, adanya perusahaan pemeringkat, tingkat bunga obligasi, pendapatan nasional, krisis ekonomi dan masuknya obligasi pemerintah ke pasar obligasi.

Keberadaan pasar sekunder obligasi penting bagi perkembangan obligasi. Tanpa adanya pasar sekunder obligasi, obligasi hanya akan dimiliki oleh investor yang terbatas saja seperti yayasan dana

pensiun dan asuransi (investor institusi) yang membeli obligasi sebagai sarana tabungan. Adanya pasar sekunder obligasi membuat obligasi menjadi asset yang likuid bagi pemegang obligasi. Calon investor tidak ragu membeli obligasi pada pasar primer karena yakin mereka bisa jual obligasi di pasar sekunder. Bagi perusahaan penerbit obligasi, adanya pasar sekunder memungkinkan mereka menerbitkan obligasi dengan masa jatuh tempo yang lebih panjang (Subechi, 1992:17). Disamping itu, harga obligasi baru (tambahan) yang akan diterbitkan perusahaan yang sama tergantung pada harga obligasi perusahaan tersebut di pasar sekunder (Reilly dan Brown, 1997:111-112).

Perusahaan pemeringkat (*rating agency*) merupakan bagian integral dari pasar obligasi karena kebanyakan obligasi korporasi dan pemerintah daerah diperingkat oleh satu atau beberapa perusahaan pemeringkat. Perusahaan pemeringkat menganalisa kualitas obligasi dan kemungkinan gagal bayar yang tercermin dari peringkat yang mereka keluarkan bagi obligasi yang diteliti. Dengan adanya perusahaan pemeringkat, kualitas obligasi menjadi mudah diketahui dan dapat membantu investor mengambil keputusan untuk membeli obligasi yang berkualitas (Bank & Manajemen, 1993:25). Beberapa studi memperlihatkan bahwa peringkat obligasi berhubungan positif dengan keuntungan usaha, besaran aliran kas, dan mempengaruhi tingkat bunga efektif dan pemasaran obligasi (Reilly dan Norton, 1995:334).

Hubungan antara tingkat bunga dengan harga obligasi berkaitan dengan kurva harga-imbal hasil (*price-yield curve*). Bila tingkat bunga turun, harga obligasi naik. Sebaliknya, bila tingkat bunga naik, harga

obligasi turun (Reilly dan Brown, 1997:528). Bagi investor yang tidak ingin mengalami kerugian kapital akan membeli obligasi jika diperkirakan tingkat bunga obligasi akan turun dan menjualnya jika diperkirakan tingkat bunga akan naik. Namun demikian, bagi investor yang lebih tertarik pada imbal hasil, akan cenderung menyenangi obligasi yang menawarkan imbal hasil yang tinggi. Imbal hasil obligasi yang tinggi merupakan daya tarik tersendiri bagi investor untuk membeli obligasi apabila tingkat bunga di pasar uang (tabungan dan deposito) relatif rendah. Bagi perusahaan yang menerbitkan obligasi, karena tingkat bunga merupakan beban bagi perusahaan, penawaran obligasi akan cenderung besar apabila tingkat bunga rendah dan penawarannya akan berkurang apabila tingkat bunga tinggi.

Pendapatan nasional akan mempengaruhi perkembangan pasar modal. Secara umum, peningkatan pendapatan nasional berarti bahwa kemampuan investor membeli obligasi meningkat. Oleh sebab itu, bagi perusahaan lebih mudah mendapatkan dana guna membiayai usaha pada saat pendapatan nasional meningkat dibanding dengan pada saat pendapatan nasional menurun.

Krisis ekonomi yang terjadi di suatu negara akan mempengaruhi perkembangan pasar modal. Krisis ekonomi menurunkan daya beli masyarakat sehingga permintaan terhadap obligasi akan turun. Krisis ekonomi yang terjadi tahun 1997-98 ditandai oleh tingginya tingkat bunga sehingga dari sisi perusahaan yang menerbitkan obligasi (emiten), biaya penerbitan obligasi mahal. Oleh sebab itu, sebahagian besar emiten akan menanggukuhkan penerbit obligasi.

Masuknya obligasi pemerintah ke pasar modal akan mempengaruhi perkembangan pasar obligasi korporasi. Investor sekarang dapat memilih alternatif obligasi. Obligasi pemerintah yang tidak memiliki resiko gagal bayar secara teoritis akan lebih disukai dari pada obligasi korporasi. Oleh sebab itu, ada kemungkinan bahwa masuknya obligasi pemerintah ke pasar obligasi akan menurunkan perkembangan obligasi korporasi. Namun demikian, kemungkinan lain dapat muncul. Masuknya obligasi pemerintah ke pasar modal mendorong perusahaan menerbitkan obligasi korporasi yang menarik dan berkualitas. Dalam hal ini, pasar obligasi korporasi akan berkembang tidak hanya dari sisi kuantitas tetapi juga kualitas.

## METODOLOGI PENELITIAN

### Model

Berdasarkan landasan teoritis yang dikemukakan, model regresi linear berganda berikut akan digunakan untuk menganalisa perkembangan obligasi korporasi di Indonesia.

$$\ln RB_t = b_0 + b_1 \ln Y_t + b_2 i_t + b_4 \text{RATING}_t + b_5 \text{OTCFIS}_t + b_6 \text{DUMCRIS}_t + b_7 \text{GB}_t + u_t$$

Dimana:

- RB = Nilai riil obligasi korporasi yang diterbitkan  
*i* = Tingkat bunga nominal  
 Y = GDP riil  
 RATING = Variabel dummy bagi munculnya perusahaan pemeringkat (1 sejak 1993 dan 0 untuk periode lainnya)  
 OTC-FIS = Variabel dummy untuk munculnya pasar sekunder obligasi (1 sejak Juni 1997 dan 0 untuk periode lainnya)

DUMCRIS = Variabel dummy untuk periode krisis ekonomi (0 untuk periode 1997-1998 dan 1 untuk periode lainnya)

GB = Dummy variabel untuk masuknya obligasi pemerintah ke pasar obligasi (1 untuk periode 2000-2007 dan 0 untuk periode lainnya)

#### Definisi Operasional Variabel

Obligasi riil (RB) adalah nilai obligasi korporasi nominal dibagi dengan indeks harga konsumen (dalam miliar rupiah). Ln RB adalah logaritma naturalis dari RB.

Real GDP (Y) adalah GDP harga konstan (dalam miliar rupiah). Ln Y adalah logaritma naturalis dari real GDP.

Tingkat bunga nominal (i) adalah rata-rata hitung dari tingkat bunga deposito 1, 3, dan 6 bulan dari bank umum (dalam%). Tingkat bunga nominal deposito ini digunakan sebagai variabel proksi untuk tingkat bunga (*coupon rate*) obligasi karena tingkat bunga obligasi dalam periode pengamatan tidak tersedia dengan lengkap.

RATING adalah variabel dummy untuk melihat pengaruh keberadaan lembaga pemeringkat terhadap perkembangan pasar obligasi. Nilainya satu sejak 1993 dan nol untuk periode lainnya.

OTC-FIS adalah variabel dummy untuk melihat pengaruh keberadaan pasar sekunder obligasi terhadap perkembangan pasar obligasi. Nilainya 1 untuk periode Juni 1997 dan nol untuk periode lainnya.

DUMCRIS adalah variabel dummy untuk melihat pengaruh krisis ekonomi Indonesia terhadap perkembangan pasar

obligasi. Nilainya nol selama periode 1997-1998 dan 1 untuk periode lainnya.

GB adalah variabel dummy untuk melihat pengaruh masuknya obligasi pemerintah terhadap perkembangan obligasi korporasi. Nilainya nol selama periode 2000-2007 dan 1 untuk periode lainnya.

#### HIPOTESA

Hipotesa yang digunakan dalam studi ini adalah :

1. Pendapatan riil memiliki hubungan positif dan signifikan secara statistik terhadap perkembangan obligasi korporasi.
2. Tingkat bunga memiliki hubungan negatif dan signifikan secara statistik terhadap perkembangan obligasi korporasi.
3. Keberadaan perusahaan pemeringkat memiliki hubungan positif dan signifikan secara statistik terhadap perkembangan obligasi korporasi.
4. Keberadaan pasar sekunder obligasi memiliki hubungan positif dan signifikan terhadap perkembangan obligasi korporasi.
5. Krisis ekonomi memiliki hubungan negatif dan signifikan secara statistik terhadap perkembangan obligasi korporasi.
6. Masuknya obligasi pemerintah ke pasar modal memiliki pengaruh negatif terhadap perkembangan obligasi korporasi.

#### SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan data sekunder dalam bentuk data kuartalan (1989:4-2007:4). Data nilai obligasi diperoleh dari Laporan Tahunan Badan Pengawas Pasar Modal dan Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia dari Bank Indonesia. Data tingkat bunga diperoleh dari Bank Indonesia dan data real GDP diperoleh dari Badan Pusat Statistik.

**HASIL STUDI**

Hasil studi terlihat pada table 2. Ada 2 hasil estimasi regresi perkembangan obligasi yang ditampilkan pada tabel tersebut, yaitu Model 1 dan Model 2. Hasil estimasi metoda OLS pada Model 1 memperlihatkan bahwa kesalahan pengganggu berdistribusi normal, tidak terdapat masalah heteroskedastisitas, tidak terdapat kesalahan spesifikasi dan estimasi model stabil. Namun terdapat masalah autokorelasi, yang terlihat hingga lag 8. Untuk menghilangkan masalah autokorelasi dalam studi ini digunakan

metoda iteratif Cochrane-Orcutt. Hasil terbaik yang dihasilkan dari metoda iteratif Cochrane-Orcutt diperoleh pada putaran keenam, dimana, tidak lagi terlihat masalah autokorelasi baik pada lag 1, lag 2 maupun lag 8 pada alpha 5%. Hasil estimasi dengan menggunakan metoda iterative Cochrane-Orcutt ini dikperlihatkan pada Model 2 pada table 2. Karena hasil estimasi regresi Model 2 lebih baik maka analisa hasil studi dilakukan berdasarkan hasil estimasi Model 2.

**Tabel 2**  
Hasil Regresi Perkembangan Obligasi di Indonesia, 1989:4-2007:4

Variabel	Model 1		Model 2 <sup>a</sup>	
	Koefisien	t-Statistik	Koefisien	t-Statistik
Konstanta	-21,80235	-12,65439***	-10,27096	-8,372966***
ln Y <sub>t</sub>	2,841453	17,78598***	2,717429	11,73482***
i <sub>t</sub>	-0,013899	-4,287248***	-0,011307	-3,094948***
RATING <sub>t</sub>	0,113529	1,987075*	0,178998	2,206864**
OTCFIS <sub>t</sub>	0,361474	4,931703***	0,382048	4,281314***
DUMCRIS <sub>t</sub>	-0,181693	-1,986935*	-0,078623	-0,836563
GB	0,003322	0,043158	-0,012940	-0,151071
R <sup>2</sup>	0,979433		0,930397	
R <sup>2</sup> -Adjusted	0,977564		0,923551	
F-Stat	523,8488		135,9009***	
Uji Diagnosa:	Nilai	Probabilita	Nilai	probabilita
Normality Test				
Jarque-Bera	1,053765	0,590443	2,246972	0,325144
Auto Cor. Test				
N.R <sup>2</sup> : lag (1)	19,04061	0,000013	0,007718	0,929993
Lag (2)	21,84289	0,000018	5,531463	0,062930
White-Het. Test				
N.R <sup>2</sup>	6,322886	0,611113	9,658675	0,645877
R RESET Test				
F-Stat	1,189992	0,279359	0,011829	0,913755
Stabilitas				
CUSUM Test	Stabil		Stabil	
CUSUM of Sq	Stabil		Stabil	

Catatan: \* menggunakan metoda iterative Cochrane-Orcutt hingga 6 putaran. Tanda bintang dua dan tiga masing-masing menunjukkan signifikan pada alpha 5% dan 1%.

Hasil studi memperlihatkan bahwa real income ( $Y$ ), tingkat bunga nominal ( $i$ ), keberadaan pasar sekunder obligasi (OTCFIS) dan keberadaan perusahaan pemeringkat (RATING) memiliki pengaruh yang signifikan terhadap perkembangan pasar obligasi di Indonesia. Krisis ekonomi (CRISIS) dan masuknya obligasi pemerintah ke pasar obligasi (GB) tidak memiliki pengaruh yang signifikan secara statistik terhadap perkembangan pasar obligasi.

GDP riil memiliki pengaruh yang positif terhadap perkembangan pasar obligasi. Peningkatan GDP riil akan meningkatkan obligasi yang ditawarkan (seperti pada periode 1989-1996) dan penurunan GDP riil akan menurunkan obligasi riil yang ditawarkan (seperti tahun 1997-1998). Berdasarkan hasil studi, peningkatan GDP riil sebesar 1% akan meningkatkan nilai riil obligasi yang diterbitkan sebesar 2,72% per kuartal dengan asumsi faktor lain konstan.

Tingkat bunga nominal memiliki pengaruh negatif terhadap perkembangan pasar obligasi dan signifikan pada alpha 1%. Ketika tingkat bunga nominal turun, seperti pada periode 1999-2000, banyak perusahaan yang menerbitkan obligasi di pasar modal. Sebaliknya, ketika tingkat bunga nominal meningkat seperti tahun 1990-1991 dan 1997-1998, biaya meminjam dana dari pasar modal naik sehingga banyak perusahaan yang menunda menerbitkan obligasinya di pasar modal. Berdasarkan hasil studi, peningkatan tingkat bunga nominal sebesar 1% akan menurunkan nilai riil obligasi yang ditawarkan sebesar 0,15%. Hubungan negatif antara tingkat bunga dengan nilai riil obligasi yang diterbitkan terjadi karena dalam studi ini obligasi dilihat terutama dari sisi supply (nilai obligasi yang diterbitkan).

Keberadaan pasar sekunder berpengaruh positif terhadap perkembangan pasar obligasi dan secara statistik signifikan pada alpha 1%.

Keberadaan perusahaan pemeringkat berpengaruh positif terhadap perkembangan obligasi korporasi dan secara statistik signifikan pada alpha 5%.

#### KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Analisa faktor yang mempengaruhi perkembangan pasar obligasi di Indonesia telah dilakukan dengan menggunakan data kuartalan (1989:4-2007:4). Dengan menggunakan metode iteratif Cochrane-Orcutt, hasil regresi memperlihatkan bahwa perkembangan pasar obligasi dipengaruhi oleh GDP riil, tingkat bunga nominal, keberadaan pasar sekunder obligasi dan perusahaan pemeringkat. GDP riil, keberadaan pasar sekunder obligasi dan perusahaan pemeringkat memiliki pengaruh positif terhadap perkembangan pasar obligasi di Indonesia, sementara tingkat bunga nominal memiliki pengaruh negatif terhadap perkembangan pasar obligasi korporasi.

Beberapa implikasi kebijakan dapat diturunkan dari hasil studi. *Pertama*, pemerintah harus mengusahakan agar kegiatan ekonomi meningkat dari waktu ke waktu. Peningkatan kegiatan ekonomi akan meningkatkan pendapatan yang pada gilirannya akan meningkatkan permintaan terhadap barang-barang dan jasa-jasa. Bila permintaan terhadap barang-barang dan jasa-jasa naik, perusahaan terdorong untuk melakukan investasi. Banyak perusahaan yang menerbitkan obligasi guna membiayai investasinya. *Kedua*, keberadaan pasar sekunder dan perusahaan pemeringkat perlu dipertahankan dan dikembangkan



lebih lanjut. Disamping itu, institusi pendukung lain perlu dikembangkan dalam rangka meningkatkan perkembangan pasar obligasi.

Ada beberapa keterbatasan dalam studi ini. *Pertama*, tingkat bunga yang digunakan dalam studi ini adalah tingkat bunga rata-rata deposito rupiah sebagai proksi dari tingkat bunga obligasi (*coupon rate*). Penggunaan tingkat bunga deposito dilakukan karena tingkat bunga obligasi untuk data kuartalan tidak tersedia dengan cukup. *Kedua*, fokus studi ini adalah mengkaji faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan pasar obligasi korporasi, bukan pasar obligasi secara keseluruhan atau pasar obligasi pemerintah. Dipilihnya pasar obligasi korporasi karena isu perkembangan pasar obligasi korporasi lebih tepat untuk dianalisa dibanding perkembangan obligasi pemerintah karena obligasi korporasi telah muncul sejak 1983 sedangkan obligasi pemerintah masuk ke pasar obligasi sejak tahun 2000.

#### DAFTAR PUSTAKA

- Badan Pengawas Pasar Modal . *Laporan Tahunan*. Berbagai Terbitan.
- Bank Indonesia . *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*. Berbagai Volume.
- . *Laporan Tahunan (Laporan Perekonomian Indonesia)*. Berbagai Tahun.
- Bank & Manajemen*. (1993) "Pertumbuhan dan Prospek Pasar Modal Indonesia".
- . (1993) "Pengaktifan Pasar Sekunder Obligasi".
- Biro Riset dan Teknologi informasi  
BAPEPAM-LK, Departemen

Keuangan Republik Indonesia.  
*Statistik Pasar Modal*. Berbagai Terbitan.

- Department of Finance. *Financial Notes and the Plan of Government Budget And Expenditure*. Berbagai Terbitan
- Djoko S, Hidayat. 1992. "Kelesuhan Pasar Modal di Indonesia". *Bank & Manajemen*. (September/Oktober):4.
- Gujarati, D.N. (2003). *Basic Econometrics*. 4<sup>th</sup> ed. Singapore: McGraw-Hill.
- Jakarta Stock Exchange, Resources Productivity Centre. (1997). *Tingkat Pengenalan Pasar Pada 7 (tujuh) Ibukota Propinsi*. Jakarta.
- Reilly, F.K and Brown, K.C. (1997). *Investment Analysis and Portfolio Management*. 5<sup>th</sup> Edition. Forth Worth: The Dryden Press.
- Reilly, F.K and Norton, E.A. (1995). *Investment Analysis*. 4<sup>th</sup> Edition. Forth Worth: The Dryden Press.
- Rini, Dedes Eka. 2001. "Obligasi-Obligasi Yang Layak Koleksi". *Prospektif*. Vol 3 No 10. 22 Januari:20-21.
- Subechi, I. (1992). "Municipal Bonds Sebagai Alternatif Sumber Pembiayaan Bagi Pemerintah Daerah". *Bank & Manajemen*. (September/Oktober): 17-18.
- Syafri. 2008. "Pengaruh Unsur Resiko terhadap Harga Obligasi". *Jurnal Ekonomi STIE Haji Agus Salim Bukittinggi*. Vol. 4 No.2: 17-21.
- Warsono. 1997. "Prospek Emisi Obligasi di Indonesia". *Usahawan*. No.09 TH XXVI September:27-30.