

PENGARUH UNSUR RESIKO TERHADAP HARGA OBLIGASI

Oleh :

Drs. Syafri, MS, Ph.d^{*)}

^{*)} Dosen Tetap Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti

Abstraction

The analysis of the bond price uses the cross sectional data of 2.000 of corporate bonds listed in the Surabaya Stock Exchange. Based on the WLS method, the result shows that the price of bonds is influenced by the risk of the bonds, which represented by the rating grade, type, and common risk of the bonds variabls. The rating grade and type of bonds have a positif influence on the price of bonds while the common risk of bond has a negatif impact on the price of bonds.

Key word : *The price of bonds, rating grade, type, common risk*

PENDAHULUAN

Dalam kondisi sekarang ini, tingkat bunga riil simpanan perbankan (tabungan dan deposito) relatif rendah, bahkan tidak jarang bernilai negatif. Oleh sebab itu, sebahagian masyarakat, yang memiliki kekayaan finansial yang cukup besar, cenderung mengamankan agar ke-kayaan finansialnya secara riil tidak turun. Salah satu bentuk investasi finansial yang menawarkan penghasilan bunga (imbal hasil) yang lebih baik dari perbankan saat ini adalah obligasi. Sebahagian deponan perbankan mengalihkan sebahagian kekayaan finansialnya ke obligasi, seiring dengan menurunnya tingkat bunga dana perbankan.

Investasi finansial dalam bentuk obligasi, memiliki 2 sisi yang berlawanan. Di satu sisi, jika pilihan obligasi tepat, obligasi menjanjikan keuntungan kapital dan imbal hasil yang tinggi. Biasanya ini yang menjadi daya tarik masyarakat untuk membeli obligasi. Namun demikian, di sisi lain, jika pilihan obligasi salah, investor akan menderita kerugian kapital. Faktor yang menentukan untung-rugi dalam berinvestasi pada obligasi antara lain adalah unsur resiko.

Unsur resiko cenderung berhubungan dengan kondisi ekonomi. Dalam kondisi ekonomi baik, biasanya resiko investasi kecil. Semua investasi (termasuk investasi finansial diobligasi) cenderung layak. Namun ketika kondisi ekonomi memburuk, unsur ketidak-pastian ekonomi meningkat, resiko berinvestasi menjadi tinggi.

Pengalaman krisis ekonomi 1997-1998 dan beberapa periode setelahnya memperlihatkan hal ini. Krisis ekonomi telah mengakibatkan beberapa perusahaan yang menerbitkan obligasi mengalami kesulitan karena produksi, penjualan dan laba menurun, resiko bisnis meningkat sehingga obligasi yang diterbitkan beresiko gagal bayar. Oleh sebab itu, harga obligasi korporasi banyak yang anjlok. Fluktuasi yang terjadi pada harga obligasi sangat tinggi. Sebagai contoh, pada Tahun 2000, rentang harga rata-rata tertimbang (*weighted average price-WAP*) obligasi yang diterbitkan dan diper-dagangkan di Bursa Efek Surabaya berada pada 15,50 hingga 101,89. Anjloknya WAP dari suatu obligasi menimbulkan ke-rugian kapital bagi pemegang obligasi.

Studi ini bertujuan mengkaji : "Faktor-Faktor apa yang mempengaruhi fluktuasi harga obligasi ?". Secara khusus, studi ini ingin melihat keterkaitan unsur resiko, yang diwakili oleh variabel peringkat, jenis dan resiko umum obligasi terhadap harga obligasi.

LANDASAN TEORI

Banyak faktor yang mempengaruhi harga obligasi, antara lain imbal basil (tingkat bunga), masa jatuh tempo, peringkat obligasi, jenis obligasi dan resiko umum dari obligasi. Dalam landasan teori ini, sesuai dengan tujuan studi, yang dibahas hanya tiga faktor terakhir saja.

Kualitas obligasi mencerminkan kemampuan perusahaan yang menerbitkan obligasi untuk membayar kewajiban hutangnya. Informasi ini sebagian besar telah terkandung pada peringkat obligasi yang diterbitkan oleh lembaga pemerintah. Berdasarkan peringkat obligasi, obligasi dengan peringkat yang berbeda memiliki imbal basil yang berbeda. Sebagai contoh, obligasi dengan peringkat AAA memiliki resiko gagal bayar yang lebih rendah dari pada obligasi dengan peringkat BBB. Oleh sebab itu, imbal hasilnya lebih rendah (Reilly dan Brown, 1997:547), dan berarti harganya lebih tinggi.

Dari sisi perusahaan yang menerbitkan obligasi, obligasi dapat dibagi atas 4 jenis yaitu obligasi pemerintah, obligasi korporasi, obligasi pemerintah daerah dan obligasi internasional. Masing-masing obligasi ini memiliki resiko yang berbeda. Hanya obligasi pemerintah (pusat) yang dianggap tidak memiliki resiko gagal bayar, sementara ketiga obligasi yang lain memiliki resiko gagal bayar (Brigham dan Houston, 1998:256-257).

Obligasi korporasi dapat dibedakan atas obligasi korporasi swasta dan obligasi korporasi badan usaha milik negara (obligasi BUMN). BUMN adalah milik pemerintah oleh sebab itu, resiko gagal bayar obligasi BUMN lebih rendah dari obligasi korporasi swasta. Berdasarkan hal ini, secara teoritis dapat dikatakan bahwa harga obligasi BUMN lebih tinggi dari harga obligasi korporasi. Dengan anggapan bahwa investor bersifat menghindari resiko (*risk averse*), mereka akan cenderung memilih obligasi BUMN dari pada obligasi korporasi swasta, jika peringkat obligasi keduanya sama.

Resiko umum (*common risk*) adalah resiko yang melekat pada industri. Resiko umum ini sama dengan resiko bisnis, yaitu resiko yang terkait dengan ketidakpastian aliran pendapatan yang disebabkan oleh jenis bisnis perusahaan. Sebagai contoh, berdasarkan pengalaman, perusahaan makanan eceran memiliki pertumbuhan penjualan dan penghasilan yang stabil dari waktu ke waktu dibanding dengan perusahaan industri mobil dimana penjualan dan penghasilannya berfluktuasi cukup tinggi dalam siklus bisnis, yang bermakna resiko bisnisnya tinggi (Reilly dan Brown, 1997:20). Oleh sebab itu, industri yang beresiko tinggi dalam siklus bisnis, seperti industri property, memiliki harga obligasi yang rendah dibanding dengan industri yang stabil.

METODOLOGI PENELITIAN

Model

Berdasarkan landasan teoritis yang dikemukakan di atas, dapat dibentuk model harga obligasi. Variabel penjelas yang digunakan berbentuk variabel kualitatif yaitu peringkat obligasi (PERINGKAT), jenis obligasi (JENIS) dan resiko umum obligasi (RESIKO) sedangkan variabel tidak bebas (HARGA) ber-

bentuk variabel kuantitatif. Metoda regresi yang digunakan adalah metoda OLS berikut:

$$\text{HARGA} = b_0 + b_1\text{PERINGKAT} + b_2\text{JENIS} + b_3\text{RESIKO} + u_i \dots\dots\dots(1)$$

Dimana :

u_i = adalah kesalahan pengganggu.

Definisi Operesional Variabel

Harga obligasi (HARGA) adalah harga rata-rata tertinbarig (*weighted average price-WAP*) dari obligasi korporasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya, yang dinyatakan dalam bentuk indeks.

Jenis obligasi (JENIS) adalah jenis obligasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya. Ada 2 jenis obligasi korporasi yang diperdagangkan di Bursa Efek Surabaya: obligasi korporasi swasta dan obligasi BUMN. Dalam studi ini, digunakan variabel dummy untuk mewakili variabel jenis obligasi. Dengan mempertimbangkan anggapan bahwa resiko gagal bayar obligasi BUMN lebih kecil dari obligasi korporasi swasta maka variabel dummy untuk obligasi BUMN adalah 1 ($D=1$) dan variabel dummy untuk obligasi koorasi swasta adalah nol ($D=0$).

Resiko umum obligasi (RESIKO) adalah resiko yang terkait dengan bisnis perusahaan industri yang menerbitkan obligasi. Dalam studi ini, skala resiko yang digunakan adalah skala resiko yang telah ditentukan oleh Bursa Efek Surabaya (2002) sebagai berikut: Property =10; Keuangan=4; Infrastruktur=2; Perbankan=6; Industri Pengolahan=2. Semakin tinggi nilai skala, semakin tinggi resiko dari kegiatan usaha tersebut.

Peringkat obligasi (PFRINGKAT) adalah peringkat obligasi perusahaan korporasi yang diperdagangkan di Bursa Efek

Surabaya. Peringkat obligasi ini didasarkan pada peringkat terbaik (AAA) yang diberi nilai 22 hingga peringkat yang terburuk (D) yang diberi nilai 1. Semakin tinggi nilai peringkat obligasi, semakin tinggi kualitas obligasi.

HIPOTESA

Hipotesa yang digunakan dalam studi ini adalah:

1. Peringkat obligasi memiliki hubungan positif dan signifikan secara statistik terhadap harga obligasi.
2. Resiko umum memiliki pengaruh negatif dan secara statistik signifikan terhadap harga obligasi.
3. Jenis obligasi memiliki pengaruh positif dan signifikan secara statistik terhadap harga obligasi.

SUMBER DATA

Penelitian ini menggunakan data *cross section* dari 108 perusahaan korporasi yang menerbitkan dan memperdagangkan obligasinya di Bursa Efek Surabaya Tahun 2000. Alasan digunakan Tahun 2000 karena perekonomian belum pulih benar dan faktor ketidak-pastian masih tinggi yang mengakibatkan resiko bisnis meningkat. Dalam periode yang demikian diharapkan variabel yang mencerminkan unsur resiko akan berpengaruh terhadap harga obligasi.

HASIL STUDI

Hasil regresi harga obligasi disajikan pada tabel 1. Uji diagnostik memperlihatkan bahwa hasil regresi awal (metoda OLS) mengandung masalah autokorelasi, heterokedastisitas, kesalahan spesifikasi dan distribusi kesalahan pengganggu tidak normal.

Untuk mengatasi masalah ini, digunakan metoda. WLS (*Weighted Least Square*), yang dirancang untuk menghilangkan heterokedastisitas. Penggunaan model ini

datap menghilangkan masalah heterokedastisitas, autokorelasi, spesifikasi kesalahan dan meningkatkan R^2 (dari 0,531858 menjadi 0,918370) dan F-statistik (dari 30,67482 menjadi 303,7627) tetapi metoda ini tidak dapat menghilangkan ketidaknormalan kesalahan pengganggu. Kesulitan untuk mendapatkan variabel penting lain untuk dimasukkan ke dalam model mengakibatkan distribusi kesalahan pengganggu tidak normal (Koutsoyiannis, 1985:197).

Dalam studi ini, keterbatasan informasi yang tersedia mengakibatkan sulit mendapatkan variabel penting lain untuk mengatasi distribusi kesalahan pengganggu yang tidak normal. Ketidaknormalan distribusi kesalahan pengganggu semata-mata menjelaskan bahwa

ada variabel penting lain yang tidak dimasukkan dalam model. Hal ini terlihat dari nilai koefisien KONSTANTA dan t-statistiknya yang tinggi. Karena hasil regresi dengan metoda WLS lebih baik dari hasil regresi OLS, hasil analisa harga obligasi didasarkan pada metoda WLS.

Dari hasil regresi, dapat dilihat bahwa semua variabel penjelas signifikan secara statistik dalam mempengaruhi harga obligasi dan tanda koefisien regresi dari variabel seperti yang diharapkan. Peringkat obligasi (PERINGKAT) memiliki pengaruh positif terhadap harga obligasi. Harga obligasi akan cenderung tinggi apabila peringkat obligasi tinggi. Sebaliknya, jika peringkat obligasi rendah, resiko gagal bayar tinggi, oleh sebab itu harga obligasi rendah.

Tabel 1.
Hasil Regresi Harga obligasi di Indonesia, 2000

Variabel Penjelas	Variabel Terikat : Harga	
	Metoda OLS	Metoda WLS *
KONSTANTA	69,677630 (10,810630) ***	73,404840 (13,871390) ***
PERINGKAT	2,249721 (6,590178) ***	1,946215 (6,734432) ***
JENIS	12,817640 (2,738392) ***	12,310280 (3,618762) ***
RESIKO	-2,205490 (2,707916) ***	-2,439042 (2,136252) ***
Jumlah Pengamatan	85	84
R^2	0,531858	0,918370
R^2 -Adjusted	0,514520	0,915347
F-Stat	30,674820 ***	303,762700 ***
DW	1,465378	1,672142
Lji Diagnosis :		
B-G Serial Correlation LM (1) Test :		
N.R ²	5,086277	2,221338
Probabililitas	0,024116	0,136115
White Heteroscedasticity Test :		
N.R ²	9,433471	7,713552
Probabililitas	0,092974	0,259850
Normality Test :		
Jarque-Bera	14,879170	82,155280
Probabililitas	0,000588	0,000000
Ramsey RESET Test		
F-Stat	9,609081	0,000042
Probabililitas	0,002678	0,994857
CUSLM Test	Stable	Stable
CUSLM of Square Test	Stable	Stable

Catatan : * Metoda WLS Menggunakan Variabel RESIKO sebagai faktor proporsional.

Tanda bintang dua dan tiga masing-masing menunjukkan signifikansi pada alpha 5 persen dan 1 persen

Jenis obligasi (JENIS) memiliki pengaruh positif terhadap harga obligasi. Ini bermakna bahwa investor memperhatikan perusahaan yang menerbitkan obligasi. Obligasi BUMN lebih disukai dibanding dengan obligasi korporasi swasta karena obligasi BUMN dianggap memiliki resiko gagal bayar yang lebih rendah.

Resiko umum obligasi (RESIKO) memiliki pengaruh negatif terhadap harga obligasi. Peningkatan resiko umum obligasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga obligasi. Selama periode krisis ekonomi, termasuk tahun 2000, investor memperhatikan jenis kegiatan perusahaan yang menerbitkan obligasi. Property merupakan salah satu sektor yang dianggap investor memiliki resiko gagal bayar tinggi. Oleh sebab itu, harga obligasi yang diterbitkan perusahaan property cenderung rendah.

KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN

Dengan menggunakan metoda WLS terhadap data *cross section* Tahun 2000 dari 108 perusahaan korporasi yang menerbitkan obligasinya di Bursa Efek Surabaya diperoleh hasil bahwa unsur resiko, yang tercermin dari variabel peringkat, jenis dan resiko umum obligasi, mempengaruhi harga obligasi. Peringkat dan jenis obligasi berpengaruh positif terhadap harga obligasi sementara resiko umum obligasi memiliki pengaruh negatif terhadap harga obligasi, dan secara statistik semua koefisien regresi dari variabel yang digunakan signifikan pada alpha 5%.

Ada beberapa implikasi kebijakan dari hasil studi ini. *Pertama*, dalam pemilihan obligasi yang akan dibeli, resiko yang terkandung dalam obligasi korporasi

harus dipertimbangkan oleh investor, terlebih lagi pada kondisi ekonomi yang memburuk. *Kedua*, untuk melihat resiko obligasi, investor dapat memperhatikan peringkat, jenis dan resiko umum obligasi. Bagi investor yang akan membeli obligasi korporasi dan bersifat menghindari resiko, sebaiknya beli obligasi BUMN, dan/atau obligasi yang tergolong *investment-grade bond* khususnya yang memiliki peringkat tinggi (*high quality*) dan tidak mengandung resiko umum (*common risk*). *Ketiga*, perusahaan penerbit obligasi yang menghendaki harga obligasinya tinggi harus memperhatikan dan meningkatkan unsur yang membentuk peringkat obligasi.

DAFTAR PUSTAKA

- Brigham, E. and Houston, J.F. (1998). *Fundamentals of Financial Management*. Second Edition. Forth Worth: The Dryden Press.
- Gujarati, D.N. (1995). *Basic Econometrics*. 3d ed. Singapore: McGraw-Hill International Edition.
- Koutsoyiannis, A. (1985). *Theory of Econometrics*. Second Edition. Hong Kong: MacMillan Publishers Ltd.
- Reilly, F.K and Brown, K.C. (1997). *Investment Analysis and Portfolio Management*. 51' Edition. Forth Worth: The Dryden Press
- Surabaya Stock Exchange. *Fact Book*. Various issues.
- , *Monthly Report*. Various issues.
- , (2000). *Fixed Income Trading Division*.