



DETERMINAN YIELD OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA

Syaffa Alizza Mukukhawa^{1*}, Tiara Nirmala²

^{1,2}Universitas Lampung

Email: alizzasyaffa@gmail.com¹, tiara.nirmala@feb.unila.ac.id²

Abstract

This study aims to analyze the factors influencing the yield movement of Indonesian Government Bonds series FR0070 and the yield's response to macroeconomic shocks. Bonds were chosen because of their relatively fixed income, thus lowering the risk compared to stocks. Therefore, yield changes are an important indicator for investors and market participants. The research method used an error correction model. The results show that the BI-Rate and the exchange rate have a significant positive effect on yield in both the short and long term, while foreign exchange reserves and the volatility index (VIX) have a significant negative effect only in the long term. Inflation has no significant effect in either timeframe. These findings support the Arbitrage Pricing Theory, which states that the return of a security is influenced by several macroeconomic factors. This research is important for investors monitoring yield movements as a tool for bond portfolio management.

Keywords: *Arbitrage Pricing Theory, Inflation, BI-Rate, Exchange Rate, Foreign Exchange Reserves, Volatility Index*

Abstrak

Penelitian ini bertujuan menganalisis faktor-faktor yang mempengaruhi pergerakan *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dan respons *yield* terhadap guncangan faktor-faktor makroekonomi tersebut. Obligasi dipilih karena pendapatan yang relatif tetap sehingga risikonya lebih rendah dibandingkan saham, sehingga perubahan *yield* menjadi indikator penting bagi investor dan pelaku pasar. Metode penelitian menggunakan model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*) Hasil penelitian menunjukkan bahwa BI-Rate dan nilai tukar berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* baik dalam jangka pendek maupun panjang, sedangkan cadangan devisa dan indeks volatilitas (VIX) berpengaruh negatif signifikan hanya dalam jangka panjang. Inflasi tidak berpengaruh signifikan pada kedua jangka waktu tersebut. Temuan ini mendukung teori *Arbitrage Pricing Theory* yang menyatakan return suatu sekuritas dipengaruhi oleh beberapa faktor makroekonomi. Penelitian ini penting bagi investor dalam memantau pergerakan *yield* sebagai alat pengelolaan portofolio obligasi.

Keywords: *Arbitrage Pricing Theory, Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar, Cadangan Devisa, Indeks Volatilitas*

PENDAHULUAN

Di masa ekonomi modern saat ini, investasi menjadi salahsatu pilihan untuk menghadapi masa depan. Investasi merupakan suatu tindakan penanaman modal yang dapat dilakukan oleh individu, perusahaan, dan juga pemerintah dengan maksud untuk mendapatkan imbal hasil sebagai bentuk keuntungan pada masa akan datang. Bagi perusahaan dan negara, investasi adalah salah satu kegiatan utama untuk menggerakkan ekonominya (Paramita, 2016). Investasi dianggap sebagai opsi untuk meraih keuntungan, sebab dapat memberikan *passive income* seiring berjalannya waktu. Dengan berinvestasi secara bijak, individu dapat mempersiapkan diri untuk menghadapi ketidakpastian ekonomi di masa depan. Selain itu, penting Investor disarankan melakukan diversifikasi portofolio agar risiko dapat diminimalkan dan peluang keuntungan dapat ditingkatkan dari berbagai instrumen investasi. Misalnya dengan pembelian surat berharga, emas, properti, *crypto*, serta berbagai instrumen investasi lain (Fikhriani & Sefarita, 2022)

Secara luas, investasi meliputi dua komponen utama yaitu dalam bentuk investasi aktiva riil (*real assets*) seperti emas, perak dan investasi dalam sekuritas atau surat-surat berharga (*marketable securities/financial assets*) seperti saham dan obligasi. Obligasi adalah surat pernyataan utang dari

penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon pada saat tanggal jatuh tempo pembayaran (Djajadi, 2023). Surat Berharga Negara (SBN) merupakan instrumen keuangan yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia untuk mengatasi defisit anggaran dan mendanai proyek-proyek pembangunan. SBN berfungsi sebagai bukti pengakuan utang yang dijamin oleh negara, dengan menawarkan imbal hasil yang menarik bagi investor.

Dalam memutuskan membeli suatu obligasi Investor tentunya menginginkan *return* ataupun imbal hasil (*yield*) yang lebih besar (Lumbantobing, 2014). Persentase dari pendapatan bunga (kupon) yang diperoleh investor setiap tahun dibandingkan dengan harga pembelian obligasi disebut dengan *yield* (Louhenapessy et al., 2024). Berdasarkan Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) yang dikembangkan oleh Stephen Ross (1976), return suatu sekuritas dipengaruhi oleh berbagai faktor makroekonomi. Salah satu faktor yang dapat mempengaruhi imbal hasil (*yield*) obligasi yang akan diterima investor adalah inflasi. Kenaikan inflasi menyebabkan peningkatan risiko pada seluruh aset investasi, termasuk obligasi (OJK, 2024). Perubahan laju inflasi yang sangat fluktuatif berdampak pada investasi surat-surat berharga karena dengan adanya peningkatan inflasi berarti berinvestasi pada surat berharga seperti saham dan obligasi dirasa sangat berisiko (Lady, 2016) Kenaikan laju inflasi dalam suatu perekonomian biasanya diiringi dengan kecenderungan kenaikan suku bunga yang berimplikasi pada permintaan *yield* yang lebih tinggi oleh pemegang obligasi (Paul, 2018).

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

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

Faktor cadangan devisa dinilai ikut mempengaruhi *yield* obligasi. Cadangan ini berfungsi untuk menjaga stabilitas nilai tukar mata uang, membiayai ketidakseimbangan neraca pembayaran, dan melindungi ekonomi dari guncangan global. Dengan melihat segi risiko gagal bayar (*default risk*) investor akan mengetahui kemampuan penerbit obligasi dalam mengembalikan imbal hasil pada obligasinya. Muharam (2011) menjelaskan bahwa faktor krisis likuiditas yang diukur oleh besaran cadangan devisa suatu negara dapat meningkatkan risiko gagal bayar dari obligasi pemerintah. Ketika nilai cadangan devisa lebih besar dibandingkan periode sebelumnya, maka investor cenderung tidak mengalihkan dananya ke luar negeri (Bank Indonesia). Sejalan dengan penelitian Jacobs, *et al.* (2011) yang juga menunjukkan bahwa persentase perubahan *foreign reserves* (cadangan devisa) berpengaruh negatif terhadap *yield sovereign global bond*.

Adapun faktor eksternal yang juga turut memengaruhi *yield* atau imbal hasil obligasi adalah Indeks Volatilitas (VIX). Menurut Listiyana & Robiyanto (2021) perubahan Indeks Volatilitas (VIX) bisa membuat pasar keuangan bereaksi. Saat Indeks Volatilitas (VIX) tinggi menandakan ketakutan investor meningkat sehingga banyak investor akan mengalihkan dana dari aset berisiko seperti saham ke aset yang lebih aman seperti obligasi pemerintah, terutama obligasi AS (*US Treasury*), akibatnya harga obligasi mengalami kenaikan kemudian diikuti oleh imbal hasilnya yang menurun. Hal ini seperti yang dikatan oleh penelitian Purba (2018) bahwa Faktor eksternal yang memengaruhi *yield spread* adalah *Volatility Index* (VIX). Sejalan dengan penelitian Darsono, Firman, Nugraha, Isnaini (2024) Indeks Volatilitas (VIX) memiliki pengaruh positif yang signifikan dengan Imbal Hasil Obligasi di Indonesia.

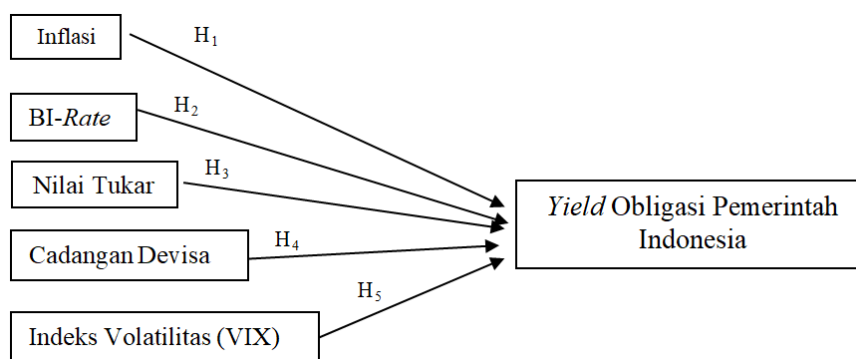
Ada beberapa faktor yang membuat investor lebih tertarik menginvestasikan dananya pada obligasi daripada saham. Diantaranya adalah obligasi mempunyai pendapatan yang relatif tetap sehingga menyebabkan risiko kerugian yang akan diterima investor rendah. Para investor dan pelaku pasar biasanya menggunakan pedoman dengan memantau perkembangan *yield* sebagai cara untuk mengawasi nilai portofolio obligasi pemerintah. *Yield Curve* merupakan hubungan antara jatuh tempo dan imbal hasil (Blanchard, 2014) Oleh karena itu, analisis perubahan *yield* menjadi aspek yang krusial untuk dipahami oleh para investor dan pelaku pasar. Pergerakan *yield* dipengaruhi oleh berubahnya *yield* obligasi yang menjadi kontributor sebagai akibat adanya *shock* ekonomi makro yang terjadi.

TINJAUAN PUSTAKA

Suatu teori yang menjelaskan *return* suatu sekuritas ialah Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) yang dicetuskan oleh Stephen Ross pada tahun 1976. Setiap investor yang mempunyai peluang dalam meningkatkan pengembalian portofolionya serta meminimalisirkan risikonya, akan menggunakan peluang tersebut merupakan asumsi utama dari Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) (Gojali, 2012). Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*)

menyebutkan realisasi tingkat pengembalian (*return*) dalam suatu aset terdiri dari realisasi tak terduga dari k faktor risiko dalam periode tersebut ditambah risiko tertentu dalam perusahaan serta return ekspektasi atas aset tersebut pada periode awal. Dimana faktor tersebut tidak berkorelasi dengan faktor tertentu serta terbatas. Pada Teori Arbitrase Harga (*Arbitrage Pricing Theory*) memiliki asumsi bahwa tingkat keuntungan pasar bukan hanya dijelaskan oleh satu faktor akan tetapi terdapat beberapa faktor lainnya yaitu faktor makro suku bunga, pendapatan nasional, inflasi, produk domestik bruto, perubahan perpajakan dan kejadian-kejadian/*noise* dalam perusahaan meliputi kinerja perusahaan bersangkutan serta prestasi perusahaan.

Muktiyanto & Aulia (2019) yang menyatakan bahwa inflasi berpengaruh positif signifikan terhadap *yield* obligasi. Kenaikan laju inflasi dalam suatu perekonomian biasanya diiringi dengan kecenderungan kenaikan suku bunga yang berimplikasi pada permintaan *yield* yang lebih tinggi oleh pemegang obligasi (Paul, 2018). Hubungan antara tingkat suku bunga dengan *yield* obligasi adalah positif, sehingga apabila tingkat suku bunga mengalami peningkatan maka tingkat keuntungan yang diisyaratkan oleh investor atau *yield* juga akan peningkatan atau keduanya berkorelasi positif (Aprilian, 2016). Adapun menurut Fidora, Fratzscher, & Thimann (2007), volatilitas *kurs* menyebabkan adanya *home bias*, yaitu kecenderungan investor untuk membeli saham atau obligasi di negaranya sendiri sehingga menyebabkan harga obligasi turun dan *yield* mengalami kenaikan. Penelitian Jacobs, *et al.* (2011) yang juga menunjukkan bahwa persentase perubahan *foreign reserves* (cadangan devisa) berpengaruh negatif terhadap *yield sovereign global bond* hal ini dikarenakan ketika nilai cadangan devisa lebih besar dibandingkan periode sebelumnya, maka investor cenderung tidak mengalihkan dananya ke luar negeri (Bank Indonesia). Adapun penelitian Darsono, Firman, Nugraha, Isnaini (2024) Indeks Volatilitas (VIX) memiliki pengaruh positif yang signifikan dengan Imbal Hasil Obligasi di Indonesia.



Gambar 1 Kerangka Berfikir

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif dengan data sekunder time series kuartalan mulai Januari 2014 sampai Desember 2023. Variabel yang digunakan adalah Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 sebagai variabel dependen, dan inflasi, BI-rate, nilai tukar rupiah,

cadangan devisa, dan indeks volatilitas sebagai variabel independen. Data didapat dari berbagai sumber resmi, yakni *website* Bank Indonesia untuk data inflasi, BI-Rate, nilai tukar, cadangan devisa serta situs IDX untuk data Yield Obligasi Pemerintah. Indonesia seri FR0070.

Penelitian ini memiliki tujuan untuk menganalisis pengaruh jangka pendek dan jangka panjang antar variable menggunakan pendekatan model koreksi kesalahan (*Error Correction Model*). Adapun untuk melakukan estimasi model ECM, diantaranya uji stasioneritas, uji kointegrasi Johansen serta uji kausalitas *Granger*. Berikut model persamaan ekonometrika dalam penelitian ini:

$$\Delta Yield_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta INF_t + \alpha_2 \Delta BIRATE_t + \alpha_3 \Delta KURSt + \alpha_4 \Delta CADEV_t + \alpha_5 \Delta VIX_t + \alpha_6 ECT_t + \epsilon_t$$

HASIL DAN PEMBAHASAN

Uji Stasioner

Uji stasioner pada penelitian ini belum terpenuhi pada tingkat level sehingga dilakukan pengujian *unit root test* pada tingkat *first difference*.

Tabel 1. Hasil Uji Stasioner

Variabel	Probabilitas	
	<i>Level</i>	<i>1st Difference</i>
YIELD	0.3699	0.0004
INF	0.1167	0.0001
BIR	0.2862	0.0051
logKURS	0.3296	0.0018
logCADEV	0.4949	0.0010
logVIX	0.0892	0.0000

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Berdasarkan tabel berikut angka probabilitas berada di tingkat signifikansi 5% ($\alpha = 0,05$), maka seluruh variabel telah memenuhi kriteria stasioneritas pada tingkat *first different*. Oleh kerena itu, dapat dilanjutkan penggunaan pendekatan *Error Correction Model* (ECM) karena telah terpenuhi.

Uji Kointegrasi

Tabel 2. Hasil Uji Kointegrasi

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-statistik	Prob.	R ²
C	-6.887938	17.63957	-0.390482	0.6986	0.802161
logINF	-0.075615	0.093416	-0.809441	0.4239	
logBIR	0.406979	0.139491	2.917599	0.0062	
logKURS	6.064826	2.221280	2.730329	0.0100	
logCADEV	-9.096332	1.843937	-4.933104	0.0000	
logVIX	-0.808558	0.408634	-1.978683	0.0560	

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Hasil dari persmaan uji kointegrasi adalah sebagai berikut:

$$YIELD_t = - 6.887938 - 0.075615INF_t + 0.406979BIR_t + 6.064826logKURS_t - 9.096332logCADEV_t - 0.808558logVIX_t$$

Persamaan yang diberikan dapat digunakan untuk menghitung nilai sisa / residu. Selanjutnya nilai sisa/residu diuji dengan uji *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) untuk memastikan stasioneritasnya pada tingkat tersebut.

Tabel 3. Nilai Uji Kointegrasi dengan Metode *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) pada Tingkat Level

Variabel	ADF t-statistik	Critical Value			Prob.	Kesimpulan
		1%	5%	10%		
Residu	-4.273237	-3.610453	-2.938987	-2.607932	0.0017	Terkointegrasi

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Berdasarkan tabel diatas, hasil uji kointegrasi dengan *Engle-Granger* melalui metode ADF untuk *unit root test* pada residu menunjukkan bahwa nilai ADF t-statistic sebesar -4.273237 lebih besar dari nilai *critical value* atau nilai kritis pada level 5% serta didukung juga dengan nilai probabilitasnya 0.0017 yang menunjukkan bahwa nilainya lebih kecil dari $\alpha = 0,05$, maka residual dari persamaan regresi dinyatakan stasioner pada tingkat *level*. Hal ini menunjukkan bahwa persamaan regresi terkointegrasi sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat hubungan jangka panjang antara variabel bebas.

Hasil Regresi Error Correction Model (ECM)

Tabel 4. Hasil Uji Model ECM Jangka Pendek

Variabel	Koefisien	Std. Error	t-statistik	Prob.
C	-0.086850	0.112042	-0.775163	0.4439
INF	-0.080722	0.116059	-0.695524	0.4917
BIR	0.475522	0.223384	2.128716	0.0411
logKURS	13.07237	5.196927	2.515404	0.0171
logCADEV	-4.559531	3.676057	-1.240332	0.2239
logVIX	-0.138162	0.436672	-0.316397	0.7538
ECT(-1)	-0.868848	0.202761	-4.285073	0.0002

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Diperoleh nilai t-statistik variabel ECT yakni -4.285073. Menunjukkan bahwa lebih besar jika dibandingkan t-tabel yang bernilai 1,654 pada signifikansi 5% serta derajat kebebasan (df) yakni 33 (n-k-1) dengan total sampel 40 dan terdapat 7 parameter. Oleh karena itu, variabel ECT signifikan dan negative pada Yield Obligasi Pemerintah seri FR0070 jangka pendek. Adapun persamaan regresi melalui model ECM dirumuskan sebagai berikut:

$$\text{YIELD}_t = -0.086850 - 0.080722\text{INF}_t + 0.475522\text{BIR}_t + 13.07237\text{KUR}_t - 4.559531\text{logCADEV}_t - 0.138162\text{logVIX}_t - 0.868848\text{ECT}$$

Untuk melihat apakah model ECM *Engle-Granger* yang dipakai dalam penelitian ini dapat diterima dibuktikan dengan melihat koefisien ECT yang negatif dan signifikan secara statistik. Nilai koefisien ECT sebesar -0.868848 menunjukkan bahwa selisih antara *Yield* Obligasi aktual dengan nilai keseimbangannya sebesar 0.868848 akan terkoreksi pada periode berikutnya.

Uji Asumsi Klasik

Deteksi Multikolinearitas

Tabel 6 Hasil Deteksi Multikolinearitas

Variabel Bebas	VIF	Keterangan
INF	1.211934	Multikolinearitas Rendah
BIR	1.234092	Multikolinearitas Rendah
logKURS	1.948162	Multikolinearitas Rendah
logCADEV	1.525138	Multikolinearitas Rendah
logVIX	1.221921	Multikolinearitas Rendah
ECT	1.210495	Multikolinearitas Rendah

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Dapat dilihat bahwa setiap variable memenuhi syarat deteksi multikolinieritas dengan nilai VIF < 5. Dapat dikatakan bahwa tingkat multikolinieritas rendah serta tidak ada deteksi masalah multikolinieritas.

Uji Heteroskedastisitas

Tabel 7 Hasil Uji Heteroskedastisitas

<i>Obs*R-squared</i>	Prob. Chi-Square	Keterangan
33.97362	0.1668	Homoskedastisitas

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Dari tabel yang disajikan, terlihat bahwa probabilitas *Chi Square* memiliki nilai sebesar 0.1668, yang melebihi nilai α yang ditetapkan sebesar 0,05. Karena probabilitas *Chi Square* > α (0,05), maka dapat disimpulkan bahwa tidak ada indikasi heteroskedastisitas yang signifikan dalam data.

Uji Autokorelasi

Tabel 8 Hasil Uji Autokorelasi

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.745147	Prob. F(2,30)	0.4832
Obs*R-squared	1.845695	Prob. Chi-Square(2)	0.3974

Sumber: Hasil Uji Eviews 12, data diolah.

Berdasarkan data yang tersedia pada tabel diatas, terlihat nilai probabilitas *Chi Square* sebesar 0.3974 melebihi nilai α sebesar 0,05. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa model ini tidak mengalami masalah autokorelasi.

Uji Hipotesis

Uji Model ECM Jangka Pendek

Tabel 9. Hasil Uji Model ECM Jangka Pendek

Variabel	t-statistik	t-tabel	Prob.	Keterangan
INF	-0.695524	1,645	0.4917	Tidak signifikan

Variabel	t-statistik	t-tabel	Prob.	Keterangan
BIR	2.128716	1,645	0.0411	Signifikan
logKURS	2.515404	1,645	0.0171	Signifikan
logCADEV	-1.240332	1,645	0.2239	Tidak signifikan
logVIX	-0.316397	1,645	0.7538	Tidak signifikan
ECT(-1)	-4.285073	1,645	0.0002	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 12

Uji Model ECM Jangka Panjang

Tabel 10. Hasil Uji Model ECM Jangka Panjang

Variabel	t-statistik	t-tabel	Prob.	Keterangan
INF	-0.809441	1,645	0.4239	Tidak signifikan
BIR	2.917599	1,645	0.0062	Signifikan
logKURS	2.730329	1,645	0.0100	Signifikan
logCADEV	-4.933104	1,645	0.0000	Signifikan
logVIX	-1.978683	1,645	0.0560	Signifikan

Sumber: Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 12

Tabel 11 Hasil Uji F-statistik jangka pendek

Prob. F-Statistik	α	F-Statistik	Keterangan
0.000299	5%	5.935917	Signifikan

Sumber : Hasil Pengolahan Data dengan Eviews 12

Berdasarkan hasil pengujian jangka pendek, nilai Prob (F-statistik) tercatat sebesar 0.000299, di bawah batas signifikansi 0,05. Hal ini mengindikasikan bahwa terdapat pengaruh secara simultan dari variabel-variabel independen terhadap variabel dependen. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar (*Kurs*), Cadangan Devisa, dan Indeks Volatilitas (VIX) secara kolektif berkontribusi dalam memengaruhi Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dalam jangka pendek.

Koefisien Determinasi (R^2)

Hasil regresi jangka panjang menunjukkan nilai R^2 sebesar 0.802161, yang mengindikasikan bahwa variabel Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar (*Kurs*), Cadangan Devisa, dan Indeks Volatilitas (VIX) mampu menjelaskan sebesar 80,22% dari variasi Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070. Sementara itu, sisanya sebesar 19,78% dipengaruhi oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model. Selanjutnya, regresi jangka pendek menghasilkan nilai R^2 sebesar 0.526736, yang berarti bahwa variabel Inflasi, BI-Rate, Nilai Tukar (*Kurs*), Cadangan Devisa, dan Indeks Volatilitas (VIX) mampu menjelaskan sebesar 52,67% variasi *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 yang dapat dijelaskan oleh variabel-variabel tersebut, sedangkan 48,33% dipengaruhi oleh faktor lain di luar model ini.

PEMBAHASAN

Pengaruh Inflasi Terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070

Hasil penelitian menunjukkan adanya hubungan negatif antara inflasi dan *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, baik dalam jangka pendek maupun panjang. Kenaikan inflasi justru menyebabkan penurunan *yield* obligasi, yang bertolak belakang dengan anggapan awal bahwa inflasi akan meningkatkan *yield*. Hal ini disebabkan oleh kebijakan moneter ketat Bank Indonesia, seperti kenaikan suku bunga acuan, yang menarik minat investor sehingga harga obligasi naik dan *yield* turun. Selain itu, stabilitas inflasi dan ekspektasi pasar yang terkendali membuat variabel inflasi tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap *yield* Obligasi Pemerintah. Sejalan dengan penelitian Lidya (2010) dan Sam'ani (2009) serta Qisthina et all. (2021) yang membuktikan sebaliknya: Pengaruh inflasi terhadap *yield* obligasi pemerintah jangka menengah dan panjang dianggap kurang signifikan.

Pengaruh BI-Rate Terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070

Berdasarkan hasil uji regresi, terdapat hubungan positif antara suku bunga acuan Bank Indonesia (BI Rate) dan *yield* Obligasi Pemerintah seri FR0070 dalam jangka pendek maupun panjang, sesuai teori Tandelilin (2010) dan teori pengharapan yang menyatakan investor mengharapkan *return* lebih tinggi pada investasi jangka panjang ketika suku bunga diperkirakan naik. Kenaikan suku bunga juga menyebabkan *return* lebih tinggi pada instrumen lain seperti deposito, yang membuat investor beralih sehingga harga obligasi di pasar sekunder turun agar *current yield* tetap menarik. Harga obligasi dan *yield* memiliki hubungan berlawanan; ketika *yield* naik, harga obligasi turun, sehingga kenaikan suku bunga pasar akan diikuti peningkatan *yield* obligasi. Oleh karena itu, kenaikan BI Rate mendorong peningkatan *yield* dan penurunan harga obligasi sebagai respons pasar investasi. Tandelilin (2010) yang menyebutkan bahwa kenaikan suku bunga menyebabkan kenaikan *yield* obligasi

Pengaruh Nilai Tukar Terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070

Hasil uji regresi menunjukkan adanya pengaruh signifikan positif antara nilai tukar (KURS) dengan *yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 baik dalam jangka pendek maupun jangka panjang. Fluktuasi nilai tukar mencerminkan risiko bagi investor asing, di mana nilai tukar yang stabil meningkatkan kepercayaan dan daya tarik Surat Utang Negara, sementara fluktuasi menyebabkan ketidakpastian yang menaikkan *yield* obligasi. Depresiasi nilai tukar memicu suku bunga lebih tinggi, yang menurunkan harga obligasi dan meningkatkan *yield* karena investor melepas obligasi yang dianggap berisiko. Oleh karena itu, nilai tukar berperan penting dalam perilaku investor dan dinamika pasar obligasi, di mana stabilitas nilai tukar menjaga *yield* tetap stabil dan risiko investor lebih

terkendali. Samuelson dan Nordhaus (1995) juga menemukan bahwa kenaikan pada nilai tukar menyebabkan kenaikan pada *yield* obligasi.

Pengaruh Cadangan Devisa Terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070

Hasil uji regresi penelitian ini menunjukkan bahwa terdapat pengaruh negatif antara Nilai Tukar (KURS) dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, yang signifikan hanya pada jangka panjang. Temuan ini sesuai dengan penelitian Sihombing (2014) yang menjelaskan bahwa guncangan pada cadangan devisa menyebabkan reaksi negatif pada *yield* obligasi, karena cadangan devisa yang besar menunjukkan likuiditas ekonomi yang baik dan menurunkan risiko gagal bayar. Dengan likuiditas yang memadai, investor menilai obligasi lebih aman sehingga menuntut *yield* yang lebih rendah, menyebabkan *yield* obligasi turun saat cadangan devisa meningkat. Sebaliknya, cadangan devisa yang kecil meningkatkan persepsi risiko, menyebabkan harga obligasi turun dan *yield* obligasi naik sebagai kompensasi bagi investor.

Pengaruh Index Volatilitas Terhadap Yield Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070

Berdasarkan hasil uji regresi, terdapat pengaruh negatif antara Indeks Volatilitas (VIX) dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, yang signifikan pada jangka panjang tetapi tidak signifikan dalam jangka pendek. Kenaikan VIX mencerminkan volatilitas pasar yang tinggi dan ketidakpastian, membuat investor enggan memasuki pasar aset berisiko dan lebih memilih aset aman seperti obligasi pemerintah, sehingga permintaan obligasi meningkat dan harga obligasi naik. Permintaan yang meningkat ini awalnya menurunkan *yield* obligasi karena harga dan *yield* berbanding terbalik. Temuan ini sejalan dengan penelitian Shaikh dan Tripathy (2017) hasil menunjukkan adanya hubungan negatif yang rendah antara Indeks Volatilitas India.

KESIMPULAN

Dari hasil analisis dan pembahasan ini, maka dapat disimpulkan:

1. Inflasi berpengaruh negatif dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, namun tidak signifikan dalam jangka Panjang dan dalam jangka pendek.
2. BI-Rate berpengaruh positif signifikan dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, dalam jangka Panjang dan dalam jangka pendek.
3. Nilai Tukar berpengaruh positif signifikan dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, dalam jangka Panjang dan dalam jangka pendek.
4. Cadangan Devisa berpengaruh negatif signifikan dengan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070, dalam jangka panjang, namun tidak signifikan dalam jangka pendek.
5. Indeks Volatilitas (VIX) berpengaruh negatif signifikan terhadap *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia seri FR0070 dalam jangka panjang, namun tidak signifikan dalam jangka pendek.

6. Temuan penelitian ini sejalan dengan teori *Arbitrage Pricing Theory* yang menyatakan *return* suatu sekuritas tidak hanya dipengaruhi oleh satu factor, namun terdapat beberapa factor makroekonomi lainnya.

REFERENSI

- Adi Vithara Purba, F. (2012). *Fixed Income Risk & Portfolio Management*. Finance Research purbInstitute, August.
- Darsono, Firman, Nugraha, Isnaini (2024). Dynamics Effect of Volatility Index, Interest Rates, And Commodity Prices on Indonesian Bond Yields. *Jurnal Ekonomi & Studi Pembangunan*, 25(1), 47–61. <https://doi.org/10.18196/jesp.v25i1.22189>
- Djajadi, I. (2023). *Buku Saku Pasar Modal*. 1–294. <https://www.ojk.go.id/id/berita-dan-kegiatan/info-terkini/documents/pages/buku-saku-pasar-modal/buku-saku-psr-modal-ojk-2023.pdf>
- Fajarini, D., Nirmala, T., & Purwaningsih, V. T. (2023). Kebijakan Moneter Dan Investasi Portofolio Asing. *Jurnal Ekonomi Dan Bisnis Nias Selatan*, 6(2), 1–8. <https://jurnal.uniraya.ac.id/index.php/jeb>
- Fidora, M., Fratzscher, M., & Thimann, C. (2007). Home Bias In Global Bond and Equity Markets: The Role of Real Exchange Rate Volatility. *Journal Of International Money and Finance*, 26(4), 631–655. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2007.03.002>
- Imlak Shaikh, Arun K. Tripathy (2017). The Investor Fear Gauge Index (VIX): A Case of Asiapacific Securities Market. *India. The Empirical Economics Letters*, 16(6).
- Jacobs, Peter., Arlyana Abubakar., dan Tora Erita Siallagan. (2013). *Analisis Perilaku Indikator Debt Market*, Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan
- Lady, S.E., M. M., & Halim, Dharma, D. (2016). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Obligasi Korporasi Pada Perusahaan Yang Terdaftar Di Bursa Malaysia. *Diponegoro Journal Of Management*, 1(1), 1–12.
- Lidya Kristina. (2010). *Analisis Pengaruh Tingkat Suku Bunga, Tingkat Inflasi, Growth, Maturitas dan Peringkat Obligasi Terhadap YTM Obligasi pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia Tahun 2006-2008*. *Diponegoro Journal Of Management*. Surabaya. Sekolah Tinggi Ilmu Ekonomi Perbana.
- Listiana, N., & Robiyanto. (2021). Pengaruh Indeks Volatilitas, Nilai Tukar dan Pertumbuhan Ekonomi terhadap Integrasi Pasar Modal ASEAN dengan Pasar Modal Amerika Serikat. *Jurnal Akuntansi Keuangan Dan Bisnis*, 14.II
- Louhenapessy, F. H., Ramly, A., Sapthu, A., & Saptanno, F. (2024). *Analisis Suku Bunga Dan Nilai Tukar Terhadap Imbal Hasil Surat Interest Rate And Exchange Rate Analysis Against*. 18(2), 66–75.
- Lumbantobing, A. L. (2014). *Pengaruh Inflasi, Nilai Tukar Rupiah, Suku Bunga Pasar Uang Domestik Dan Suku Bunga Pasar Uang Luar Negeri Terhadap Yield To Maturity Obligasi Ritel Indonesia Di Bursa Antar Bank Periode 2010-2013*. *Iv*(2), 151–173.
- Muharam, Harjum. (2011). *Model Determinan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah*. Semarang. Disertasi Universitas Diponegoro
- Sam'ani. (2009). Pengaruh Good Corporate Governance dan Leverage Terhadap Kinerja Keuangan pada Perusahaan yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia, *Thesis Magister pada Universitas Udayana Denpasar*
- Samuelson, Paul A. & William D. Nordhaus. (1995). *Makro-Ekonomi. Edisi keempat belas*, Penerbit Erlangga, Jakarta.
- Sensarma, Rudra & Bhattacharyya, Indranil, 2016. The impact of monetary policy on corporate bonds in India, *Journal of Policy Modeling, Elsevier*, vol. 38(3), pages 587-602.
- Sihombing, P. (2014). *Determinan yield curve Surat Utang Negara (SUN)*.
- Sihombing, Pardomuan, Siregar, H., Manurung, A. H., & Santosa, P. W. (2014). Determinants of The Indonesia Government Yield Curve. *International Journal of Information Technology and Business Management*, 25(1), 22–37. Retrieved from www.jitbm.com

- Sundoro. (2019) Pengaruh Faktor Makroekonomi Dan Likuiditas Terhadap Yield Curve Obligasi Pemerintah Indonesia. *Jurnal Media Ekonomi* Vol. 25
- Qisthina, Ganistie Furry, Achsani, Noer Azam, Novianti, Tanti. (2021). Analisis Determinan Yield Obligasi Pemerintah Indonesia. <http://repository.ipb.ac.id/handle/123456789/105995>
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi Teori dan Aplikasi*. Edisi pertama. Yogyakarta : Kanisius
- Widarjono, A. (2018). *EKONOMETRIKA: Pengantar dan Aplikasinya Disertai Panduan Evies* (5th ed.). UPP STIM YKPN.