

## ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI YIELD SPREAD OBLIGASI KONVENSIONAL DAN OBLIGASI SYARIAH DENGAN PENERAPAN ERROR CORRECTION MODEL (ECM)

**Lia Ernawati**

Universitas Muhamadiyah Yogyakarta  
Program Studi Magister Manajemen  
e-mail: liaernawati335@gmail.com

### ABSTRAK

*Penelitian ini menggunakan pengujian unit root test, pengujian kointegrasi dan pengujian error correction model (ECM) beserta syarat wajib pengujian terhadap uji asumsi klasik penggunaan model ECM seperti: uji multikolinieritas, uji normalitas, uji heterodasitas, dan uji autokorelasi untuk menganalisis adanya pengaruh yang diberikan dari faktor internal perusahaan dan juga faktor eksternal perusahaan. Model kointegrasi digunakan untuk melihat adanya pengaruh jangka panjang dari faktor internal perusahaan seperti maturitas, likuiditas dan profitabilitas maupun faktor eksternal perusahaan seperti suku bunga bank Indonesia, credit default swap, inflasi, kurs, indeks harga saham gabungan. Sedangkan ECM digunakan untuk melihat adanya pengaruh jangka pendek dari faktor internal perusahaan seperti maturitas, likuiditas dan profitabilitas maupun faktor eksternal perusahaan seperti suku bunga bank Indonesia, credit default swap, inflasi, kurs, indeks harga saham gabungan. Jenis dari penelitian ini merupakan penelitian historis secara sistematis dan objektif dengan cara mengumpulkan dan mengevaluasi data. Desain data yang dipakai adalah time series desain yang merupakan bentuk dari true eksperimental design. Dalam desain yang dipilih ini, kelompok yang digunakan pada penelitian tidak dapat ditentukan secara random. Diharapkan penelitian ini mampu memberikan masukan bagi investor beserta pelaku stakeholder lainnya terutama pemerintah bahwa faktor-faktor dari internal maupun eksternal layak dijadikan dasar pengambilan keputusan dalam melakukan investasi jangka pendek maupun panjang beserta keputusan untuk merubah regulasi.*

**Kata kunci:** unit root test, kointegrasi, ECM

### 1. PENDAHULUAN

Bagi investor maupun pemerintah sering terkendala dalam menganalisis tren pasar obligasi pemerintah dan syariah (Chee dan Fah, 2013). Meskipun saat ini obligasi negara Indonesia terus mengalami peningkatan, tetapi tidak diketahui secara mendalam penyebab dari perubahan *Yield Spread* itu sendiri. Istilah *Yield Spread* mengacu pada perbedaan yield antara dua obligasi (Ahmad et al., 2009). Batten et al. (2006) menemukan bahwa tingkat pertumbuhan negara, tingkat inflasi, tingkat suku bunga, dan indeks harga saham merupakan variabel-variabel yang paling mampu menjelaskan perubahan *Yield Spread* obligasi. Selanjutnya, Chee dan Fah (2013) menyatakan bahwa risiko perubahan kurs dan risiko inflasi merupakan faktor-faktor yang mempengaruhi yield obligasi. *Credit Default Swap* (CDS) merupakan faktor utama yang mempengaruhi YS Untuk obligasi untuk jangka pendek tapi tidak untuk jangka panjang. Sedangkan faktor makroekonomi lainnya mempengaruhi jangka pendek dan jangka panjang (Kumar Anil, 2012). Sedangkan perbandingan antara obligasi non syariah (konvensional) dengan syariah belum ada yang meneliti, maka dari itu penulis menganggap cukup menarik untuk menjadi bahan penelitian, karena dari hasil peneliti ini dapat membantu *stakeholder* atau calon investor lainnya untuk pengambilan keputusan berinvestasi dengan baik. Peneliti sengaja menambahkan variabel mikro ekonomi yang belum pernah diteliti sebelumnya seperti *maturity obligasi*, profitabilitas, dan likuiditas, karena peneliti ingin menguji variabel tersebut juga dapat mempengaruhi *Yield Spread* obligasi, karena Determinan *Yield Spread* Obligasi di Indonesia dengan variabel durasi, kupon, *size*, *age* mempengaruhi *Yield Spread* obligasi (Titian Anindhita, 2016).

#### Perumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah yang disampaikan dipenelitian ini, maka dapat dirumuskan rumusan masalah sebagai berikut :

- a) Apakah faktor internal perusahaan seperti *maturity*, profitabilitas, dan likuiditas dan faktor eksternal perusahaan seperti Suku Bunga Indonesia (SBI), *Credit Default Swap* (CDS), Inflasi, Kurs, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mempengaruhi *Yield Spread* obligasi dari konvensional dan syariah secara parsial?

- b) Apakah masing – masing variabel berpengaruh secara jangka panjang/pendek terhadap *Yield Spread* obligasi?

### Tujuan dan Manfaat Penelitian

#### 1) Tujuan Penelitian:

Tujuan dari pembahasan penelitian ini adalah untuk menjawab masalah yang ditemukan peneliti sebagai berikut:

- a) Untuk mengetahui dan menganalisis bahwa *maturity*, profitabilitas, dan likuiditas dan faktor eksternal perusahaan seperti Suku Bunga Indonesia (SBI), *Credit Default Swap* (CDS), Inflasi, Kurs, Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mempengaruhi *Yield Spread* obligasi dari konvensional dan syariah secara parsial.
- b) Untuk mengetahui dan menganalisis semua variabel memiliki pengaruh jangka panjang atau tidak terhadap *Yield Spread* dengan pendekatan *error correction model*.

#### 2) Manfaat penelitian:

- a) Manfaat kebijakan: Memberikan masukan bagi investor dan beserta pemerintah bahwa *yield spread* obligasi tidak hanya dipengaruhi secara eksternal (makro ekonomi) tetapi juga internal (mikro ekonomi). Bagi akademisi: menjadikan perkembangan teori – teori keuangan, khususnya untuk pasar modal yang berkaitan dengan perdagangan obligasi.
- b) Manfaat praktik: bahwa dapat membantu memahami variable mikro perusahaan seperti *maturity* obligasi, profitabilitas, likuiditas, obligasi perusahaan, dan variable makro seperti Tingkat suku bunga, inflasi, *Credit Default Swap* (CDS) perubahan *kurs*, dan Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) mempengaruhi *yield spread* antara obligasi pemerintah dan korporasi baik konvensional dan syariah yang diterbitkan di Indonesia.
- c) Manfaat teori: membantu dalam memperoleh informasi mengenai adanya hubungan kointegrasi yang menunjukkan adanya hubungan yang stabil dalam jangka panjang sehingga menjadi acuan bahwa untuk menilai *yield spread* berdasarkan faktor – faktor eksternal maupun internalnya.
- d) Manfaat metodologi: jenis dari penelitian ini merupakan penelitian historis yang dengan tujuannya membuat rekonstruksi masa lampau secara sistematis dan objektif .

## 2. TINJAUAN PUSTAKA

### A. 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 oleh Batten, 2016, bahwa *yield spread* itu timbul dari selisih antara obligasi yang beresiko dengan obligasi yang bebas risiko. Ariff (2011). *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)

### B. Hubungan Antar Variabel dan Peran Hipotesis

#### 1. Pengaruh *maturity* perusahaan terhadap *Yield Spread* Obligasi

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 lama tingkat *maturity* suatu obligasi, maka harga obligasi akan tajam. Dan akan lebih tajam lagi jika terjadi penurunan di *yield to maturity*. (sangupta, 1998) Hubungan antara *maturity* dan *yield* ini akan menghasilkan pengaruh yang positif (Bhojraj, 2003)

**H1** = *Maturity* Perusahaan secara parsial berpengaruh Positif terhadap *yield* di obligasi konvensional maupun syariah

#### 2. Pengaruh profitabilitas perusahaan terhadap *Yield Spread* Obligasi

Informasi terkait profitabilitas biasanya digunakan oleh investor untuk menilai kemungkinan antara investasi dengan risiko 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. Sehingga rasio profitabilitas yang tinggi akan memberikan sinyal

yang positif terhadap investor sehingga yield ikut meningkat. (Yuni, 2013). Meskipun Penelitian lain menunjukkan hasil bahwa profitabilitas berpengaruh negatif signifikan terhadap imbal hasil dari obligasi (Rahayu, dkk. 2013).

**H2=** Profitabilitas Perusahaan secara parsial berpengaruh positif terhadap yield spread obligasi konvensional maupun syariah

### 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).

**H3=** Likuiditas Perusahaan secara parsial berpengaruh positif terhadap yield di obligasi konvensional maupun syariah

### 4. Pengaruh Suku Bunga terhadap Yield Spread Obligasi

Sensitivitas harga karena perubahan tingkat suku bunga BI rate tergantung pada beberapa aspek (Fabozzi,2007) yaitu semakin lama maturitas suatu obligasi akan semakin tinggi sensitivitas harga obligasi terhadap suku bunga BI rate. Semakin rendah tingkat kupon, maka semakin tinggi sensitivitas harga terhadap perubahan suku bunga BI rate.

**H4=** Tingkat suku bunga berpengaruh negative terhadap Yield Spread baik di obligasi konvensional maupun syariah

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

Terdapat hubungan teoritis antara CDS dan yield spread obligasi (Hull et al, 2014). Semakin tinggi CDS maka tingkat default suatu Negara akan semakin tinggi sehingga menyebabkan yield obligasi meningkat. Yield obligasi meningkat disebabkan oleh *yield spread* yang melebar.

**H5=** Credit Default Swap (CDS) berpengaruh positif terhadap Yield Spread baik di obligasi konvensional maupun syariah

### 6. Pengaruh inflasi terhadap Yield Spread Obligasi

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. Sehingga, jika inflasi tinggi maka *yield spread* obligasi akan kecil.

**H6=** Inflasi berpengaruh negatif terhadap Yield Spread baik di obligasi konvensional maupun syariah

### 7. Pengaruh Kurs terhadap Yield Spread Obligasi

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 baik di obligasi konvensional maupun syariah

### 8. Pengaruh IHSG terhadap Yield Spread Obligasi

Pada penelitian yang berjudul faktor - faktor yang mempengaruhi yield spread obligasi korporat di Indonesia dengan pendekatan ECM yang ditulis oleh Suryana Hendrawan, (2014) menyimpulkan bahwa IHSG bersamaan dengan variabel makro ekonomi lainnya bersama- sama mempengaruhi yield spread korporat secara parsial, hasil penelitian tersebut mengemukakan bahwa IHSG mempengaruhi yield spread. Secara simultan, bersamaan dengan Rifqa (2014) IHSG di Indonesia tidak memiliki pengaruh secara parsial namun berpengaruh positifsecara simultan terhadap obligasi Negara Indonesia dengan dominasi dollar maupun rupiah. Kumar A dalam penelitiannya “Faktor Makro Ekonomi yang Mempengaruhi Yield Spread” menyimpulkan bahwa IHSG memiliki prngaruh yang signifikan terhadap *yield spread* obligasi dalam jangka panjang.

**H8=** IHSG berpengaruh positif terhadap Yield Spread baik di obligasi konvensional maupun syariah

## 3. METODOLOGI

### 3.1 Populasi dan Sampel

Peneliti mengambil data sampel dengan cara *purposive sampling* yaitu sebuah teknik penentuan sampel dengan pertimbangan tertentu. Disini peneliti dalam mengimplementasikan *purposive sampling*, membuat beberapa kriteria untuk obligasi konvensional dan syariah:

obligasi konvensional	obligasi syariah
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Obligasi konvensional yang diterbitkan di Indonesia yang telah diterbitkan saat tahun 2006 dan belum jatuh tempo hingga tahun 2016.</li> <li>•Obligasi konvensional yang memiliki tenor obligasi minimal 10 bulan</li> <li>•Obligasi konvensional yang berstatus aktif</li> <li>•Obligasi konvensional yang memiliki rating idAAA</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Obligasi syariah yang diterbitkan di Indonesia yang telah diterbitkan saat tahun 2014 dan belum jatuh tempo hingga tahun 2016.</li> <li>•Obligasi syariah yang memiliki tenor obligasi minimal 10 bulan</li> <li>•Obligasi syariah yang berstatus aktif</li> <li>•Obligasi syariah yang memiliki rating minimal idA</li> </ul>

Tabel 1  
Syarat sampel yang akan diteliti

**3.2 Jenis dan Sumber Data**

Jenis-jenis metode penelitian dapat diklasifikasikan berdasarkan tujuan dan tingkat kealamiah (natural setting) objek yang akan diteliti. Berdasarkan Tujuannya metode ini dapat diklasifikasikan menjadi penelitian dasar (basic research), penelitian terapan (applied research) dan penelitian pengembangan (research and development). Pada penelitian ini, peneliti menggunakan metode penelitian kuantitatif.

**3.3 definisi Operasional Variabel dan Pengukuran**

Variabel – variabel yang akan diteliti diringkas didalam table berikut ini:

No	OPERASIONAL VARIABEL	PENGUKURAN VARIABEL
1	<b>Yield Spread</b>	<p><i>Yield Spread = Yield obligasi beresiko – Yield obligasi bebas resiko</i> Untuk mencari nilai yield, peneliti menggunakan YTM.</p> $YTM = \frac{C + \frac{F-P}{n}}{\frac{F-P}{2}}$
2	<b>Maturity</b>	Nilai untuk mencari <i>maturity</i> sesuai dengan nilai jatuh tempo yang diberikan oleh perusahaan pada masing-masing obligasi.
3	<b>Profitabilitas Perusahaan</b>	$ROE = \frac{\text{Laba Bersih (EAT)}}{\text{Total Equity}}$
4	<b>Likuiditas Perusahaan</b>	<b>Current ratio = (Aktiva Lancar / hutang lancar)</b>
5	<b>Suku Bunga</b>	Data dari suku bunga Bank Indonesia diperoleh melalui website resmi BI.
6	<b>Credit Default Swap (CDS)</b>	Besarnya nilai dari CDS dapat diakses di website Bloomberg
7	<b>Inflasi</b>	inflasi dapat diperoleh di web Bank Indonesia

8	<b>Kurs</b>	$\sum_1^n \frac{kurs}{12}$
9	<b>IHSG</b>	$\sum_1^n \frac{ihsg}{12}$

Tabel 2  
Ringkasan data variabel yang akan dihitung

**4 Model Empiris**

Sebelum melakukan estimasi ECM dan analisis deskriptif harus dilakukan beberapa tahapan seperti uji stasioneritas data, uji derajat kointegrasi kemudian baru bisa masuk ke tahap terakhir yaitu pengolahan data menggunakan ECM. Langkah dalam merumuskan ECM adalah sebagai berikut:

- 4.1 Melakukan spesifikasi hubungan antar variabel yang diteliti
- 4.2 Membentuk fungsi tunggal per masing-masing variabel independen dalam metode koreksi kesalahan
- 4.3 Proses pembentukan ECM
- 4.4 Mulai mengoperasikan ECM
- 4.5 Mengkaji PENGUJIAN ECM dengan uji asumsi klasik seperti: Uji multikolinieritas, Uji normalitas, Uji Heteroskedasitas, dan Uji Autokolerasi

**DAFTAR PUSTAKA**

Hamilton, James Douglas Kim, and Dong Heon Kim. 2000. A Re-examination of the Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread. California Digital Library. Discussion paper 2000. University of California.

Thomas I. Kounitis. 2007. Credit Spread Changes and Volatility Spillover Effects. World Academy of Science, Engineering and Technology. International Journal of Economics and Management Engineering Vol:1, No:6,

Catherine Bonser-Neal and Timothy R. Morley. 1997. Does the Yield Spread Predict Real Economic Activity? A Multicountry Analysis. Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review.

Norliza Ahmad, Jorah Muhammad and Tajul Ariffin Masron. 2009. Factors Influencing Yield Spread of The Malaysian Bonds. Asian Academy of Management Journal.

Jonathan A. Battena, Thomas A. Fetherstonb, and Pongsak Hoontrakul. 2006. Factors affecting the yields of emerging market issuers: Evidence from the Asia-Pacific region. Int. Fin. Markets, Inst. and Money 16.