



DETERMINAN *YIELD* OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA

HESTIANI WULANDARI

**MAGISTER MANAJEMEN DAN BISNIS
SEKOLAH BISNIS
INSTITUT PERTANIAN BOGOR
BOGOR
2024**

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.





@Hak cipta milik IPB University

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

PERNYATAAN MENGENAI TESIS DAN SUMBER INFORMASI SERTA PELIMPAHAN HAK CIPTA

Dengan ini saya menyatakan bahwa tesis yang berjudul “Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia” adalah benar karya saya dengan arahan dari komisi pembimbing dan belum diajukan dalam bentuk apapun kepada perguruan tinggi mana pun. Sumber informasi yang berasal atau dikutip dari karya yang diterbitkan maupun tidak diterbitkan dari penulis lain telah disebutkan dalam teks dan dicantumkan dalam Daftar Pustaka di bagian akhir tesis ini.

Dengan ini saya melimpahkan hak cipta dari karya tulis saya kepada Institut Pertanian Bogor.

Bogor, Agustus 2024

Hestiani Wulandari
K1501201083

¹ Pelimpahan hak cipta atau karya tulis dari penelitian kerjasama dengan pihak luar IPB harus didasarkan pada perjanjian kerjasama yang terkait



RINGKASAN

HESTIANI WULANDARI. Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia. Dibimbing oleh NOER AZAM ACHSANI dan MOCH HADI SANTOSO.

Pasar obligasi sebagai sumber pembiayaan alternatif memainkan peranan penting dalam pertumbuhan ekonomi. Obligasi pemerintah atau surat berharga negara (SBN) merupakan surat pengakuan utang dengan pembayaran bunga dan pokoknya yang dijamin oleh suatu negara. Investasi pada instrumen obligasi tidak selalu harus dimiliki sampai waktu jatuh tempo obligasi berakhir. Investor juga dapat memperjualbelikan instrumen pada pasar sekunder untuk mendapatkan *capital gain* (keuntungan yang berasal dari selisih antara harga jual dan harga beli obligasi tersebut). Faktor penting yang menjadi pertimbangan bagi para investor dalam melakukan pembelian obligasi adalah *yield* obligasi. Penelitian ini dilakukan untuk mengetahui pengaruh *T-Bill 3 months* (SR), Indeks Harga Konsumen (CPI), Indeks Produksi Industri (IPI), nilai tukar (KUR), suku bunga BI (BIR), indeks harga saham gabungan (JCI), cadangan devisa (CD), suku bunga The Fed (FFR), Harga minyak dunia (OIL), dan *yield* obligasi pemerintah Amerika Serikat (USY) terhadap *yield* obligasi pemerintah Indonesia 5, 10 dan 30 tahun. Hubungan variabel-variabel independen terhadap terhadap *yield* obligasi pemerintah Indonesia 5, 10 dan 30 tahun akan dianalisis secara simetris menggunakan model *Autoregressive Distributed Lag* (ARDL) dan asimetris menggunakan model *Nonlinear Autoregressive Distributed Lag* (NARDL).

Berdasarkan hasil analisis menggunakan ARDL ditemukan bahwa perubahan nilai *yield* obligasi 5 tahun dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar, cadangan devisa, *yield* obligasi AS saat ini dan dua bulan lalu; indeks harga konsumen pada satu dan tiga bulan lalu; dan pandemi COVID-19. Selain itu, perubahan Indeks Harga Konsumen dan suku bunga the Fed tiga bulan lalu, dan harga minyak bulan lalu juga berpengaruh terhadap perubahan *yield* obligasi 5 tahun. Perubahan jangka pendek pada *yield* obligasi 10 tahun dipengaruhi oleh adanya perubahan nilai *yield* itu sendiri di satu dan dua bulan lalu, Indeks Harga Saham, suku bunga The Fed, *yield* obligasi AS dan COVID-19. Perubahan nilai pada *yield* obligasi 30 tahun dipengaruhi secara signifikan oleh adanya perubahan Indeks Harga Konsumen pada bulan ini, satu dan tiga bulan lalu. Perubahan nilai tukar, cadangan devisa, harga minyak, suku bunga The Fed dan COVID-19 juga memberikan pengaruh terhadap perubahan *yield* obligasi 30 tahun. Suku bunga BI berpengaruh signifikan terhadap ketiga *yield* pada jangka panjang secara positif. Suku bunga The Fed berpengaruh signifikan terhadap ketiga *yield* pada jangka panjang secara negatif. Adanya pandemi COVID-19 memengaruhi ketiga *yield* pada jangka pendek. Faktor utama yang memengaruhi *yield* obligasi 5 tahun adalah cadangan devisa. Faktor selanjutnya adalah suku bunga The Fed dan *yield* obligasi AS. Faktor pendorong utama bagi *yield* obligasi 10 dan 30 tahun adalah nilai tukar. Faktor utama berikutnya untuk *yield* obligasi 10 tahun adalah cadangan devisa dan Indeks Harga Saham, sedangkan pada *yield* obligasi 30 tahun adalah suku bunga The Fed dan suku bunga BI.

Berdasarkan hasil analisis NARDL, Perubahan nilai *yield* obligasi 5 tahun dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar, suku bunga, cadangan devisa, dan suku bunga The Fed dan COVID-19 dalam jangka pendek. Perubahan jangka pendek

@Hak cipta milik IPB University



pada *yield* 10 tahun dipengaruhi oleh adanya perubahan nilai tukar, Indeks Harga Saham, suku bunga The Fed, *yield* obligasi AS, dan COVID-19. Perubahan nilai pada *yield* obligasi 30 tahun dipengaruhi secara signifikan oleh adanya perubahan Indeks Harga Konsumen, nilai tukar, suku bunga BI, cadangan devisa, dan suku bunga the Fed. Adanya pandemi COVID-19 dan perubahan nilai tukar memengaruhi *yield* obligasi 5,10 dan 30 tahun secara signifikan pada jangka pendek. *Yield* obligasi 5 tahun dipengaruhi signifikan oleh cadangan devisa ketika mengalami peningkatan dan penurunan, peningkatan suku bunga The Fed, peningkatan harga minyak dan *yield* obligasi AS. Faktor yang mempengaruhi *yield* obligasi 10 tahun secara signifikan ditemukan ketika nilai cadangan devisa dan suku bunga The Fed mengalami peningkatan. Nilai tukar dan *yield* obligasi AS memengaruhi *yield* obligasi 30 tahun secara signifikan pada jangka panjang.

Pengaruh peningkatan dan penurunan pada suku bunga BI dan The Fed memiliki efek asimetris terhadap *yield* obligasi 5 tahun pada jangka panjang. Ada perbedaan yang nyata dari dampak peningkatan dan penurunan suku bunga BI dan The Fed sebesar 1% terhadap *yield* obligasi 5 tahun pada jangka meskipun pengaruhnya tidak signifikan. Efek asimetris juga ditemukan pada suku bunga The Fed dalam jangka pendek. peningkatan dan penurunan suku bunga The Fed dalam jangka pendek memiliki dampak yang berbeda nyata terhadap *yield* obligasi 5 tahun. Efek asimetris terhadap *yield* obligasi 30 tahun ditemukan pada suku bunga the Fed. Pengaruhnya terhadap *yield* obligasi 30 tahun secara signifikan ditemukan ketika suku bunga The Fed meningkat pada jangka panjang dengan arah negatif.

Kata kunci: ARDL, Asimetris, Imbal hasil, NARDL, obligasi Pemerintah

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah

b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.

2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.



SUMMARY

HESTIANI WULANDARI. Determinants of Indonesian Government Bond *Yield*. Supervised by NOER AZAM ACHSANI, and MOCH. HADI SANTOSO.

The bond market as an alternative source of financing plays an important role in economic growth. Government bonds or state securities (SBN) are debt recognition letters with interest and principal payments guaranteed by a country. Investments in bond instruments do not always have to be held until the bond maturity period ends. Investors can also trade instruments on the secondary market to obtain capital gains (profits derived from the difference between the selling price and the purchase price of the bond). An important factor that is considered by investors in purchasing bonds is the bond *yield*. This study was conducted to determine the effect of 3-month T-Bill (SR), Consumer Price Index (CPI), Industrial Production Index (IPI), exchange rate (KUR), BI interest rate (BIR), joint stock price index (JCI), foreign exchange reserves (CD), Fed interest rates (FFR), world oil prices (OIL), and United States government bond *yields* (USY) on 5, 10 and 30-year Indonesian government bond *yields*. The relationship of the independent variables to the 5-year, 10-year and 30-year Indonesian government bond *yields* will be analyzed symmetrically using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model and asymmetrically using the Nonlinear Autoregressive Distributed Lag (NARDL) model.

Based on the analysis using ARDL, it was found that changes in the 5-year bond yield are influenced by changes in the exchange rate, foreign exchange reserves, the current and two-month lagged U.S. bond yield; the consumer price index from one and three months ago; and the COVID-19 pandemic. Additionally, changes in the consumer price index and the Fed's interest rate three months ago, as well as oil prices from last month, also affect changes in the 5-year bond yield. Short-term changes in the 10-year bond yield are influenced by changes in its own yield from one and two months ago, the stock price index, the Fed's interest rate, the U.S. bond yield, and COVID-19. Changes in the 30-year bond yield are significantly influenced by changes in the consumer price index this month, one and three months ago. Exchange rates, foreign exchange reserves, oil prices, the Fed's interest rate, and COVID-19 also affect changes in the 30-year bond yield. The BI interest rate has a significant positive impact on all three yields in the long term. The Fed's interest rate has a significant negative impact on all three yields in the long term. The COVID-19 pandemic affects all three yields in the short term. The main factor influencing the 5-year bond yield is foreign exchange reserves, followed by the Fed's interest rate and the U.S. bond yield. The main driving factor for the 10- and 30-year bond yields is the exchange rate. The next major factor for the 10-year bond yield is foreign exchange reserves and the stock price index, while for the 30-year bond yield, it is the Fed's interest rate and the BI interest rate.

Based on the NARDL analysis, changes in the 5-year bond yield are influenced by changes in the exchange rate, interest rates, foreign exchange reserves, the Fed's interest rate, and COVID-19 in the short term. Short-term changes in the 10-year yield are influenced by changes in the exchange rate, the stock price index, the Fed's interest rate, the U.S. bond yield, and COVID-19. Changes in the 30-year bond yield are significantly influenced by changes in the consumer price index,

@Hak cipta milik IPB University

exchange rate, BI interest rate, foreign exchange reserves, and the Fed's interest rate. The COVID-19 pandemic and changes in the exchange rate significantly affect the 5-, 10-, and 30-year bond yields in the short term. The 5-year bond yield is significantly influenced by changes in foreign exchange reserves during both increases and decreases, increases in the Fed's interest rate, increases in oil prices, and the U.S. bond yield. The 10-year bond yield is significantly influenced by increases in foreign exchange reserves and the Fed's interest rate. The exchange rate and the U.S. bond yield significantly affect the 30-year bond yield in the long term.

The impact of increases and decreases in the BI and Fed interest rates has an asymmetric effect on the 5-year bond yield in the long term. There is a significant difference in the impact of a 1percent increase and decrease in the BI and Fed interest rates on the 5-year bond yield in the short term, even though the influence is not significant. An asymmetric effect is also found in the Fed's interest rate in the short term. Increases and decreases in the Fed's interest rate in the short term have a significantly different impact on the 5-year bond yield. An asymmetric effect on the 30-year bond yield is found in the Fed's interest rate. Its impact on the 30-year bond yield is significantly observed when the Fed's interest rate increases in the long term with a negative direction.

Keywords: ARDL, Asymetric, Government Bond, NARDL, *Yield*.

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.



@Hak cipta milik IPB University

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

© Hak Cipta milik IPB, tahun 2024¹
Hak Cipta dilindungi Undang-Undang

Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan atau menyebutkan sumbernya. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik, atau tinjauan suatu masalah, dan pengutipan tersebut tidak merugikan kepentingan IPB.

Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apa pun tanpa izin IPB.

DETERMINAN YIELD OBLIGASI PEMERINTAH INDONESIA

HESTIANI WULANDARI

Tesis
sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar
Magister Manajemen
pada
Program Studi Manajemen dan Bisnis

**MAGISTER MANAJEMEN DAN BISNIS
SEKOLAH BISNIS
INSTITUT PERTANIAN BOGOR
BOGOR
2024**





@Hak cipta milik IPB University

Tim Penguji pada Ujian Tesis:

- 1 Dr. Ir. Aruddy, MSi
- 2 Dr. Nur Hasanah, SKom, MEng

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :

- a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang mengumumkan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.

Judul Tesis : Determinan *Yield* Obligasi Pemerintah Indonesia
Nama : Hestiani Wulandari
NIM : K1501201083

Disetujui oleh

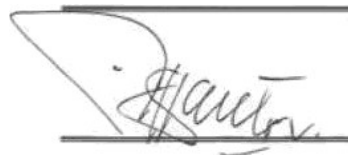
Pembimbing 1:
Prof Dr Ir Noer Azam Achsani, MS

Pembimbing 2:
Dr. Drs. Moch Hadi Santoso, MM



Digitally signed by:
Noer Azam Achsani

Date: 6 Agu 2024 19:44:50 WIB
Verify at dsign.ipb.ac.id



Diketahui oleh

Ketua Program Studi Pascasarjana
Manajemen dan Bisnis:
Prof. Dr. Ir. Ujang Sumarwan, MSc
NIP. 196009161986011001

Dekan Sekolah Bisnis:
Prof. Dr. Ir. Noer Azam Achsani, MS
NIP 196812291992031016



Digitally signed by:

dsign.ipb.ac.id



Digitally signed by:
Noer Azam Achsani

Date: 6 Agu 2024 19:44:50 WIB
Verify at dsign.ipb.ac.id

Tanggal Ujian: 27 Juli 2024

Tanggal Lulus:



PRAKATA

Puji dan syukur penulis panjatkan kepada Allah subhanaahu wa ta'ala atas segala karunia-Nya sehingga karya ilmiah ini berhasil diselesaikan. Tema yang dipilih dalam penelitian yang dilaksanakan sejak bulan Januari sampai bulan Januari 2023 ini ialah obligasi pemerintah dengan judul “Determinan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah Indonesia”.

Terima kasih penulis ucapkan kepada para pembimbing, Prof Dr Ir Noer Azam Achsani, MS dan Dr. Drs. Moch Hadi Santoso, MM. yang telah membimbing, mengarahkan dan memberikan saran terhadap penelitian saya. Ungkapan terima kasih juga disampaikan kepada orang tua penulis Ibu Dra. Yuhilah dan Bapak Drs. Setiyono serta adik penulis Rahmahdona Setiani, yang telah memberikan dukungan, doa, dan kasih sayangnya sehingga penulis bisa menyelesaikan karya ilmiah ini. Ucapan terima kasih juga penulis sampaikan kepada teman penulis Nazmi Salim, Desta Permasih dan Nabillah Cahita serta teman-teman seperjuangan yang turut serta dalam membantu penulis secara moril sehingga penulis tetap bisa semangat dan fokus menyelesaikan karya ilmiah ini.

Semoga karya ilmiah ini bermanfaat bagi pihak yang membutuhkan dan bagi kemajuan ilmu pengetahuan.

Bogor, Agustus 2024

Hestiani Wulandari

DAFTAR ISI

DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xv
I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	6
1.3 Tujuan	8
1.4 Manfaat	8
1.5 Ruang Lingkup (opsional)	9
II TINJAUAN PUSTAKA	10
2.1 Obligasi	10
2.2 Imbal Hasil (Yield) Obligasi	11
2.3 Faktor-faktor yang Memengaruhi Yield Obligasi Pemerintah	11
2.4 Kajian Penelitian Terdahulu	18
2.5 Kerangka Pemikiran	23
III METODE	26
3.1 Jenis dan Sumber Data	26
3.2 Metode Analisis Data	27
3.3 Tahapan Proses Estimasi Model	28
3.4 Perumusan Model Penelitian	32
IV HASIL DAN PEMBAHASAN	34
4.1 Analisis Eksploratif Data	34
4.2 Identifikasi Model dengan Pendekatan Simetris (ARDL)	35
4.3 Hubungan Faktor-Faktor dengan <i>Yield</i>	39
4.4 Identifikasi Model dengan Pendekatan Asimetris	43
4.5 Efek Asimetri Variabel	49
4.6 Analisis efek kumulatif dinamika multiplier	50
4.7 Pengaruh Asimetris pada Jangka Panjang	54
4.8 Pengaruh Asimetris pada Jangka Pendek	56
4.9 Akurasi Pendugaan Model	58
4.10 Implikasi Manajerial	58
V SIMPULAN DAN SARAN	60
5.1 Simpulan	60
5.2 Saran	60
DAFTAR PUSTAKA	62
LAMPIRAN	67
RIWAYAT HIDUP	83



DAFTAR TABEL

1 Ringkasan dan Relevansi Penelitian Empiris Mengenai <i>Yield</i> Obligasi	20
2 Variabel operasional	26
3 Analisis deskriptif data	34
4 Hasil uji stasioneritas variabel	35
5 Hasil <i>bound test</i> pada imbal hasil obligasi 5, 10 dan 30 tahun.	36
6 Hasil estimasi model ARDL untuk <i>yield</i> 5, 10 dan 30 tahun.	37
7 Hasil pengujian stasioneritas variabel	44
8 Pengujian potensi efek asimetris dengan uji wald	45
9 Hasil uji bound pada model NARDL.	46
10 Hasil estimasi model NARDL	47
11 Efek asimetris variabel independen terhadap <i>yield</i> obligasi pemerintah Indonesia 5,10 dan 30 tahun pada jangka panjang dan pendek	49
12 Hasil uji akurasi pendugaan model	58

@Hak cipta milik IPB University

DAFTAR GAMBAR

1 Perkembangan posisi utang pemerintah Indonesia tahun 2011-2019 dalam Juta USD (diolah dari data Bank Indonesia statistik utang luar negeri Indonesia 2022)	2
2 Perkembangan volume transaksi surat utang korporasi dan pemerintah periode tahun 2015-2021 (triliun rupiah) (dimodifikasi dari Laporan Tahunan Otoritas Jasa Keuangan)	3
3 Kerangka pemikiran konseptual	25
4 Skema alur proses estimasi model.	29
5 Efek kumulatif dinamika multiplier pada model <i>yield</i> 5 tahun	50
6 Efek kumulatif dinamika multiplier pada model <i>yield</i> 10 tahun	52
7 Efek kumulatif dinamika multiplier pada model <i>yield</i> 30 tahun	53



DAFTAR LAMPIRAN

1 Hasil pemilihan Lag Optimum ARDL dan NARDL	68
2 Hasil Estimasi ARDL untuk <i>yield</i> obligasi 5 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek.	69
3 Hasil Estimasi ARDL untuk obligasi 10 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek.	71
4 Hasil Estimasi ARDL untuk obligasi 10 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek	73
5 Hasil pengujian stabilitas parameter dengan uji CUSUM dan CUSUMQ model ARDL <i>yield</i> obligasi 5, 10 dan 30 tahun.	75
6 Hasil Estimasi NARDL untuk <i>yield</i> obligasi 5 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek.	76
7 Hasil Estimasi NARDL untuk <i>yield</i> obligasi 10 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek.	78
8 Hasil Estimasi NARDL untuk <i>yield</i> obligasi 30 tahun termasuk koefisien jangka panjang dan pendek.	80
9 Hasil pengujian stabilitas parameter dengan uji CUSUM dan CUSUMQ model NARDL <i>yield</i> obligasi 5, 10 dan 30 tahun	82

Hak Cipta Dilindungi Undang-undang

1. Dilarang mengutip sebagian atau seluruh karya tulis ini tanpa mencantumkan dan menyebutkan sumber :
 - a. Pengutipan hanya untuk kepentingan pendidikan, penelitian, penulisan karya ilmiah, penyusunan laporan, penulisan kritik atau tinjauan suatu masalah
 - b. Pengutipan tidak merugikan kepentingan yang wajar IPB University.
2. Dilarang menggunakan dan memperbanyak sebagian atau seluruh karya tulis ini dalam bentuk apapun tanpa izin IPB University.