

**ANALISIS PENGARUH PENERBITAN OBLIGASI
PEMERINTAH TERHADAP INVESTASI SWASTA DI
INDONESIA
(STUDI KASUS TAHUN 2000-2011)**

JURNAL ILMIAH

Disusun oleh :

**Chimal Thoriq Achmad
0910210004**



**KONSENTRASI KEUANGAN PERBANKAN
JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2013**

LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

**Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Pemerintah Terhadap Investasi
Swasta Di Indonesia (Studi Kasus Tahun 2000-2011)**

Yang disusun oleh :

Nama : Chimal Thoriq Achmad
NIM : 0910210004
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis
Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 10 Mei 2013

Malang, 29 Mei 2013

Dosen Pembimbing,

**Tyas Danarti Hascaryani, SE., ME.
NIP. 19750514 199903 2 001**

**Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi Pemerintah Terhadap Investasi Swasta Indonesia
Studi Kasus Tahun 2000-2011
Chimal Thoriq Achmad
Tyas Danarti Hascaryani, SE., ME.
Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya Malang
Email : chimal_thoriq@y7mail.com**

ABSTRAK

Terkait masalah defisit anggaran negara Indonesia, pemerintah melakukan berbagai upaya dalam menutupi defisit tersebut, salah satunya melalui utang dalam negeri. Bentuk utang ini bisa berupa obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah sebagai pembiayaan dalam menutupi defisit anggaran, sekaligus mendorong terjadinya pertumbuhan ekonomi. Obligasi juga sering disebut sebagai surat pengakuan utang yang diterbitkan oleh pemerintah dengan memberikan kupon pada pemilik obligasi. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui bagaimana pengaruh penerbitan obligasi pemerintah, terhadap investasi swasta dalam kurun waktu 2000-2011.

Analisis data pada penelitian ini menggunakan Metode Regresi Linear Berganda. Uji hipotesis menggunakan pengujian secara parsial (uji t), simultan (uji F) dan Uji Koefisien Determinasi (R^2). Uji Asumsi Klasik dengan Normalitas, Multikolinearitas, Heterokedastisitas dan Autokorelasi. Data-data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data pengeluaran pemerintah, obligasi pemerintah, dan suku bunga kredit Tahun 2000 – 2011.

Hasil penelitian menunjukkan bahwa seluruh variabel independen, yaitu pengeluaran pemerintah memiliki pengaruh positif tidak signifikan, obligasi pemerintah dan suku bunga kredit memiliki pengaruh negatif signifikan terhadap investasi swasta.

Kata kunci defisit anggaran: investasi swasta, obligasi pemerintah, pengeluaran pemerintah, suku bunga kredit.

A. LATAR BELAKANG

Salah satu cara dalam mendorong pertumbuhan ekonomi yaitu melalui penerbitan Obligasi. Dimana obligasi merupakan tanda bukti perusahaan (emiten) memiliki utang jangka panjang kepada masyarakat yang biasanya berdurasi di atas 3 tahun. Di mana pihak yang membeli obligasi disebut pemegang obligasi (*bondholder*) yang akan menerima kupon sebagai pendapatan yang dibayarkan setiap beberapa periode. Pada saat pelunasan obligasi oleh emiten, *bondholder* akan menerima kupon dan pokok obligasi.

Selain itu juga obligasi merupakan salah satu atau sebagai alternatif pendanaan untuk menutupi defisit anggaran negara dengan memberikan kupon pada pemilik obligasi hal ini menyebabkan para investor melakukan investasi ke dalam bentuk obligasi. Dengan adanya obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah akan memberikan alternatif pilihan investasi modal kepada para investor sehingga akan mendorong terjadi arus transaksi di pasar keuangan yang efisien.

Emiten obligasi merupakan sebuah perusahaan/*corporat*, Badan usaha milik negara, pemerintah (pusat/daerah) serta pemerintah asing. Sedangkan investor dapat berupa perusahaan asuransi, dana pensiun, *investment company*, perusahaan lain, serta perorangan/individu. Sebagai informasi tambahan, obligasi pemerintah yang telah banyak beredar seperti Surat Utang Negara (SUN) dan Obligasi Ritel Indonesia (ORI). Investasi pada obligasi akan memberikan keuntungan tertentu bagi pemegangnya yang dapat berupa pendapatan bunga tetap (*coupon*) serta peningkatan harga ke depan (*capital gain*). Bunga atau *coupon* merupakan pendapatan yang diperoleh pemegang obligasi yang periode pembayarannya dapat berbeda-beda, ada yang tiga bulan sekali, enam bulan sekali, atau sekali dalam setahun.

Pasar obligasi yang berkembang ditunjukkan oleh tren nilai emisi obligasi di pasar. Nilai emisi obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah Indonesia dari tahun 2000 hingga 2011 terus menunjukkan tren yang positif. Seperti yang ditunjukkan pada tabel dibawah ini:

Tabel 1:Perkembangan Jumlah Obligasi Di Indonesia Tahun 2000-2011

Tahun	Jumlah Obligasi (Rp T)	Pertumbuhan Obligasi (%)	Suku Bunga Kredit (%)	Suku Bunga Deposito (%)
2000	31.634,88	24,22	16,53	12,48
2001	64.654,28	104,3	17,11	15,81
2002	397.967,17	515,5	17,50	15,67
2003	390.482,24	-1,8	15,54	10,55
2004	399.304,20	2,2	14,10	7,17
2005	399.859,31	0,1	14,98	11,49
2006	418.751,20	4,7	14,98	11,80
2007	475.577,78	13,5	12,93	8,41
2008	525.694,73	10,5	13,85	11,44
2009	574.658.87	9,3	12,56	9,40
2010	641,214.62	6,8	10,81	6,93
2011	723,605.80	12,8	10,39	6,94

Sumber : BAPEPAM, dan BI (olahan)

Data di atas menggambarkan kondisi obligasi pemerintah, dimana jumlah obligasi dari tahun 2000 sampai 2011 terus mengalami kenaikan namun jika dilihat dari pertumbuhannya mengalami fluktuasi dengan tingkat bunga kredit dan tingkat suku bunga deposito mengalami perubahan tiap tahun. Meningkatnya perdagangan obligasi pemerintah di pasar sekunder saat ini disebabkan beberapa faktor antara lain: Pertama, penurunan suku bunga deposito sejalan dengan penurunan suku bunga SBI, menyebabkan investasi di pasar uang dan deposito perbankan menjadi tidak menarik. Kedua, meningkatnya peran industri reksadana yang menawarkan pendapatan tetap berbasis obligasi pemerintah. Ketiga, kepercayaan pasar terhadap pemerintah makin menguat.

Pembiayaan defisit APBN saat ini lebih banyak difokuskan pada penerbitan obligasi (surat utang negara, SUN) domestik. Sesuai strategi pengelolaan utang, guna mengurangi risiko terhadap fluktuasi nilai tukar dan fluktuasi tingkat bunga, maka penerbitan utang negara baru diprioritaskan dalam mata uang rupiah dengan perbandingan yang seimbang antara SUN berbunga tetap dan berbunga mengambang. Pembiayaan defisit APBN dengan SUN sangat strategis karena merupakan jenis pembiayaan yang berkesinambungan dengan adanya konsep pembiayaan kembali (*refinancing*). Selain itu perdagangan SUN berbunga tetap dapat membantu likuiditas pasar dengan pembentukan kurva acuan harga (*benchmark yield curve*) di pasar sekunder SUN (Utari, 2010).

Dengan penjelasan yang dijabarkan di atas, maka pokok masalah yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah Apakah penerbitan obligasi pemerintah dapat memicu terjadinya penurunan investasi swasta, periode 2000-2011 di Indonesia?

B. KAJIAN PUSTAKA

Kebijakan fiskal merupakan salah satu instrumen dari kebijakan makroekonomi. Dimana dalam kebijakan ini bertujuan untuk mencapai *ouput* yang tinggi dengan laju pertumbuhan yang cepat, kesempatan kerja yang tinggi, stabilitas harga, serta keseimbangan dalam neraca pembayaran. Selain itu juga kebijakan fiskal dapat dikatakan sebagai salah satu proses pembentukan perpajakan dan pengeluaran publik (Samuelson,1997). Perubahan dalam pengeluaran pemerintah dan pajak akan mempengaruhi tingkat pendapatan. Hal ini menimbulkan kemungkinan bahwa kebijakan fiskal dapat digunakan untuk menstabilkan perekonomian. Jika

perekonomian berada dalam resesi, mungkin pajak harus dikurangi atau pengeluaran ditingkatkan untuk menaikkan output. Dan apabila perekonomian sedang *booming*, mungkin pajak seharusnya dinaikan atau pengeluaran pemerintah dikurangi agar kembali ke penggunaan tenaga kerja penuh. Segala kebijakan pemerintah yang ditujukan untuk mendorong output agregat (Y) dikatakan ekspansif. Di mana kebijakan fiskal merupakan peningkatan belanja pemerintah (G) atau pengurangan pajak (T) yang ditujukan untuk meningkatkan output agregat (Y). Dampak ini juga dapat dirasakan pada pasar uang, dimana meningkatnya output agregat (Y) dapat menyebabkan peningkatan permintaan uang (Md) dengan asumsi kuantitas uang yang ditawarkan (Ms) konstan (Case, 2006). Dalam kebijakan fiskal yang ekspansif melalui peningkatan pengeluaran pemerintah atau penurunan pajak menyebabkan kurva IS bergeser ke kanan, dan titik keseimbangan untuk kedua pasar barang dan pasar uang berubah. Hasil dari perubahan kebijakan fiskal adalah meningkatnya output agregat dan kenaikan suku bunga. Jadi Dalam kebijakan fiskal ekspansif, suku bunga mengalami peningkatan (Miskhin, 2008).

Di Indonesia, obligasi Negara merupakan bagian dari surat utang Negara yang diterbitkan oleh pemerintah republik Indonesia. Surat utang Negara (SUN) adalah surat berharga yang berupa surat pengakuan utang dalam mata uang rupiah maupun valuta asing yang dijamin pembayaran bunga pokoknya oleh Negara republik Indonesia, sesuai dengan masa berlakunya. SUN dan pengelolaannya diatur oleh undang-undang No.24 tahun 2002 tentang surat utang Negara. Selain itu, berbagai peraturan pelaksanaannya juga telah diterbitkan untuk mendukung pengelolaan SUN (Tandelilin, 2010).

Teori Hubungan Penerbitan Obligasi Pemerintah Dan Investasi Swasta

Sejauh ini pengembangan model ISLM menunjukkan bahwa baik kebijakan moneter maupun fiskal mempengaruhi output agregat namun untuk mengetahui kapan kebijakan moneter lebih efektif daripada kebijakan fiskal, dapat di gambarkan pada model ISLM dimana permintaan uang tidak dipengaruhi oleh suku bunga sehingga kebijakan moneter mempengaruhi output, tetapi kebijakan fiskal tidak. Pada kemiringan kurva LM permintaan uang tidak dipengaruhi oleh suku bunga, karena dalam kurva LM dimana jumlah uang diminta sama dengan jumlah uang yang ditawarkan, sehingga ketika tingkat suku bunga naik maka jumlah uang yang diminta dan ditawarkan tidak terpengaruh hanya outputnya tetap tidak berubah. Keseimbangan dalam pasar uang akan terjadi pada tingkat yang sama dari output agregat pada tingkat suku bunga berapa pun, dan kurva LM akan vertikal. Dalam model IS-LM dengan perekonomian yang terbuka (*Mundell-Flemming*), *crowding out* dapat terjadi melalui nilai tukar. Tingkat suku bunga yang tinggi akan menarik *capital inflow* sehingga terjadi apresiasi pada nilai tukar dan mengakibatkan penurunan pada *current account*. Pada gilirannya penurunan pada *external current account* akan menganulir peningkatan permintaan domestik yang awalnya dipicu oleh ekspansi fiskal (Surjaningsih, 2012).

Terdapat beberapa pandangan yang menyatakan tentang keterkaitan penerbitan obligasi dan investasi swasta. Misalnya teori Keynesian dan Ricardian. Menurut Paham keynesian melihat Sementara menurut pandangan Klasikal dan *Keynesian*, peningkatan defisit fiskal pemerintah akan meningkatkan permintaan agregat dan menstimulus *output* dalam jangka pendek, namun dapat menghambat investasi dan pertumbuhan stok kapital dalam jangka panjang yang pada akhirnya menghambat pertumbuhan ekonomi. Ketika pemerintah melakukan pembiayaan defisit fiskal melalui penerbitan obligasi maka obligasi tersebut akan berkompetisi dengan obligasi swasta dan instrumen keuangan lainnya dalam menarik dana yang tersedia di masyarakat. Apabila sektor swasta memutuskan untuk berinvestasi di obligasi Pemerintah dan hal ini tidak diimbangi dengan kenaikan penawaran uang maka kenaikan pasokan obligasi tersebut akan mendorong kenaikan suku bunga. Sebagai akibatnya penawaran dana bagi sektor swasta akan lebih terbatas dan terjadi *crowding out effect* terhadap investasi swasta dan *interest sensitive spending* lainnya. Penelitian empiris di tingkat internasional secara garis besar menggunakan 2 (dua) teori, yaitu *Keynesian* dengan memanfaatkan model pasar barang-pasar uang (IS-LM) dan teori *loanable of funds*. Keynes menyatakan bahwa penyebab dari rendahnya pendapatan dan tingginya pengangguran adalah kondisi permintaan agregat yang lemah dan mengkritik pandangan Klasikal yang mengasumsikan bahwa penawaran agregat saja yang menentukan pendapatan nasional. Dalam jangka panjang, harga bersifat fleksibel dan pendapatan nasional ditentukan oleh penawaran agregat. Sedangkan dalam jangka pendek, harga bersifat tetap (*sticky*) sehingga perubahan dalam

permintaan agregat akan mempengaruhi pendapatan nasional. Sementara itu, teori *loanable of funds* merupakan teori yang ditujukan untuk menentukan tingkat suku bunga..

Sedangkan menurut teori Ricardian, peningkatan pengeluaran pemerintah tidak berdampak terhadap *output* (netral) karena pelaku ekonomi menginternalisasi *budget constraint* pemerintah ke dalam perilaku ekonominya. Jika pemerintah membiayai defisitnya dengan penerbitan obligasi, maka di masa yang akan datang pemerintah akan menarik pajak yang lebih tinggi di masa mendatang untuk membayar kembali obligasi yang jatuh tempo. Pelaku ekonomi mengantisipasi kenaikan pajak di masa mendatang dengan menurunkan konsumsi, sehingga tabungan meningkat. Dengan demikian, jika pelaku ekonomi mengadaptasi pandangan teori Ricardian, maka dampak terhadap permintaan agregat akan sama dengan jika pemerintah memilih pembiayaan defisit melalui peningkatan pajak pada saat ini. Pada intinya hubungan obligasi pemerintah antara pajak berbanding positif, dimana ketika jumlah obligasi mengalami kenaikan maka dimasa yang akan datang pemerintah akan menaikkan tarif pajak dengan begitu konsumsi akan mengalami penurunan serta pertumbuhan ekonomi tetap.

C. METODE PENELITIAN

Populasi Penelitian dan Metode Pengumpulan Data

Penelitian ini dilakukan secara sensus dengan data sekunder berbentuk *time series* dari tahun 2000 sampai dengan 2011. Data ini diperoleh dari perpustakaan, website, jurnal atau dari laporan-laporan penelitian terdahulu. Data sekunder dalam penelitian ini diperoleh dari lembaga atau instansi yang terkait dalam penelitian ini, antara lain Badan Pusat Statistik, Bank Indonesia, BKPM, kementerian koordinator bidang perekonomian dan BAPEPAM

Metode Analisis

Analisis data dilakukan dengan bantuan Metode Regresi Linear Berganda sebagai alat ekonometrika perhitungannya serta di gunakan juga metode analisis deskriptif bertujuan untuk menggambarkan karakteristik dari sebuah sampel ataupun populasi yang teramati dan dapat digambarkan lewat tabel dan gambar sehingga dapat memberikan informasi yang baik yang pada akhirnya digunakan sebagai dasar pengambilan keputusan, tetapi sebelum melakukan analisis regresi linear berganda dan analisis deskriptif digunakan uji asumsi klasik yang meliputi uji normalitas, uji multikolinearitas, uji autokorelasi dan uji heterokedastisitas.

Adapun bentuk persamaan regresi linear berganda yang digunakan dapat dirumuskan:

$$Y = f X_1, X_2, \dots \dots \dots (1)$$

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \text{et.} \dots \dots (2)$$

Keterangan :

- Y = Investasi swasta
- β_0 = Konstanta
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ = Koefisien Regresi
- X1 = Pengeluaran pemerintah
- X2 = Obligasi pemerintah
- X3 = Suku Bunga Kredit
- et = error term

D. HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya, bahwa penelitian ini juga akan menggunakan analisis deskriptif guna memperkuat hasil dari penelitian ini. Penggunaan analisis ini berhubungan dengan pengumpulan data yang pada akhirnya memberikan informasi yang berguna. Analisis deskriptif mempermudah pengungkapan berbagai informasi yang penting, dari data yang ada ke dalam bentuk yang ringkas, namun tetap membutuhkan adanya penjelasan. Berikut ini akan dijelaskan gambaran umum kondisi masing-masing variabel secara deskriptif.

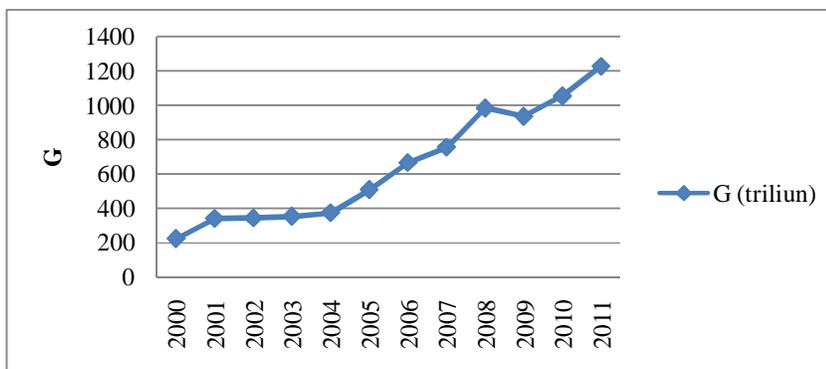
Tabel 2:Perkembangan Nilai Obligasi Pemerintah Tahun 2000-2011

Tahun	Nilai obligasi pemerintah (Rp T)
2000	31.634,88
2001	64.654,28
2002	397.967,17
2003	390.482,24
2004	399.304,20
2005	399.859,31
2006	418.751,20
2007	475.577,78
2008	525.694,73
2009	574,658.87
2010	641,214.62
2011	723,605.80

Sumber : BAPEPAM (diolah)

Data di atas menggambarkan kondisi obligasi pemerintah, dimana jumlah obligasi dari tahun 2000 sampai 2011 terus mengalami kenaikan. Pasca krisis ekonomi tahun 1998 dapat dikatakan Indonesia membutuhkan banyak modal membangun perekonomian yang sedang terpuruk, salah satu cara yang digunakan pemerintah negara Indonesia adalah menerbitkan obligasi. Pada tahun 2000 jumlah penerbitan obligasi pemerintah sebesar 31.634,88 triliun rupiah, selanjutnya pada tahun 2001 jumlah penerbitan obligasi pemerintah mengalami kenaikan sebesar 64.654,28 triliun rupiah dan terus mengalami kenaikan sampai tahun 2011. Adanya kenaikan harga BBM pada tahun 2005 tidak menjadi penghambat laju jumlah nominal penerbitan obligasi dan juga kondisi krisis pada tahun 2008 juga tidak berpengaruh pada jumlah nominal penerbitan obligasi. Hal ini tidak terlepas dari peran pemerintah dalam pengelolaan obligasi pemerintah sehingga selama tahun 2000-2011 mengalami perkembangan yang positif dan bisa dijadikan sumber alternatif pembiayaan pemerintah dalam mendanai defisit anggaran. Adanya situasi krisis perekonomian yang terjadi di negara Amerika pada tahun 2008 tidak menghambat laju nilai penerbitan obligasi pemerintah, hal ini membuktikan instrumen pembiayaan yang memiliki *low risk* sebagai investasi jangka panjang yang memiliki prospek yang menjanjikan bagi para investor.

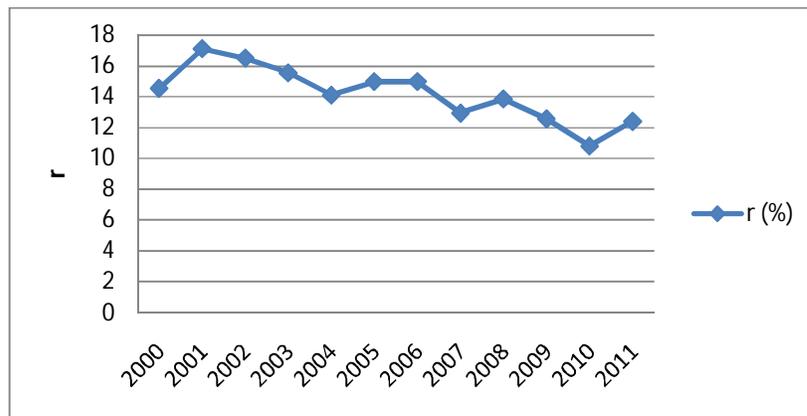
Gambar 1:Perkembangan Nilai Pengeluaran Pemerintah (G) tahun 2000-2011



Sumber : Depkeu (diolah)

Grafik di atas menjelaskan bahwa kondisi pengeluaran pemerintah mengalami fluktuatif dan cenderung menurun namun setelah krisis ekonomi tahun 1997 kondisi pengeluaran pemerintah mengalami perbaikan sehingga trendnya cenderung stabil. Terkait dengan kondisi krisis 2008 nilai pengeluaran pemerintah pada tahun tersebut masih belum mengalami kondisi penurunan, namun pada tahun 2009 terjadi penurunan kecil, hal ini dapat dikatakan efek dari krisis yang terjadi pada akhir 2008. Memasuki tahun 2010 pengeluaran pemerintah mulai mengalami kenaikan dengan nilai kenaikan sebesar 1056,5 triliun dan juga tahun 2011 kenaikan nilai pengeluaran pemerintah sebesar 1229,6 triliun, hal ini membuktikan kondisi perekonomian Indonesia yang cenderung stabil. Pengeluaran pemerintah mencerminkan kebijakan pemerintah apabila pemerintah telah menetapkan suatu kebijakan untuk membeli barang dan jasa, selain itu juga mencerminkan biaya yang harus dikeluarkan oleh pemerintah untuk melaksanakan kebijakan tersebut (Mangkoesubroto,1993).

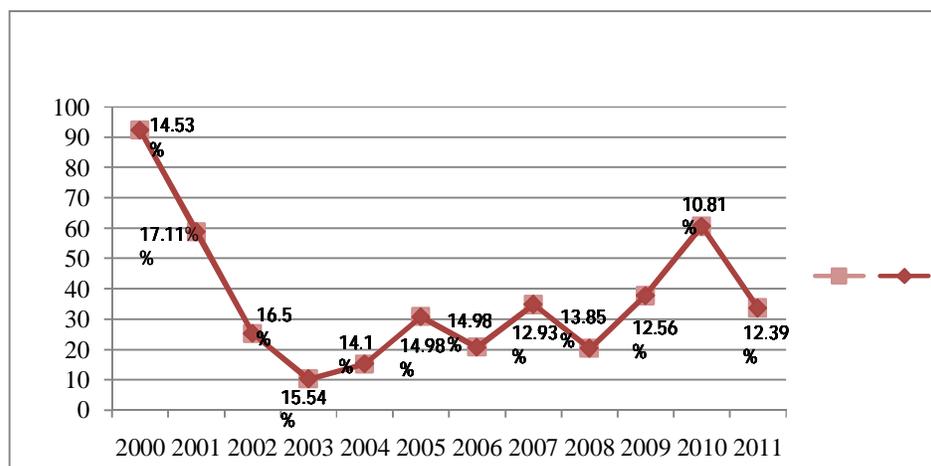
Gambar 2: Perkembangan Suku Bunga Kredit Tahun 2000-2011



Sumber: BI (diolah)

Dari tabel diatas menunjukkan selama tahun 2000-2011 tingkat suku bunga setelah krisis ekonomi mengalami kondisi yang fluktuatif dan cenderung menurun hal inilah yang akan berdampak pada investasi swasta. Dimana kondisi investasi swasta akan mengalami peningkatan jika tingkat suku bunga kredit yang cenderung stabil atau bahkan cenderung mengalami penurunan. Hal ini akan berdampak pada pertumbuhan ekonomi secara nasional.

Gambar.3: Perkembangan Investasi Swasta Tahun 2000-2011



Sumber: BKPM & BI (diolah)

Grafik di atas menjelaskan perkembangan investasi mengalami kenaikan tiap tahun mulai tahun 2000-2011, pasca krisis ekonomi pada tahun 2000 suku bunga kredit sebesar 14.53% diikuti dengan besarnya investasi swasta sebesar 92.4 triliun rupiah, selanjutnya pada tahun 2001 suku bunga kredit mengalami kenaikan sebesar 17.11%, sehingga menurunkan investasi swasta sebesar 58.8 triliun rupiah. Pada tahun 2002 terjadi penurunan suku bunga kredit dari tahun 2001 sebesar 16.5% namun investasi swasta mengalami penurunan sebesar 25.2 triliun rupiah hal ini juga terulang pada tahun 2003 dimana penurunan suku bunga kredit sebesar 15.54% juga diikuti penurunan investasi swasta sebesar 10.2 triliun rupiah, dimana pada tahun tersebut ada faktor lain yang mempengaruhi jumlah investasi swasta sehingga terus mengalami penurunan, misalnya pada tahun 2001 ada pergantian presiden Abdurahman Wahid digantikan Megawati Soekarno Putri secara mendadak dan pada tahun 2002 terjadi bom Bali yang menyebabkan iklim investasi terguncang, dimana setiap keamanan suatu negara menjadi pertimbangan investasi. Selanjutnya tahun 2004-2008 mengalami fluktuasi dan pada bulan September 2008 terjadinya krisis di Amerika sehingga berpengaruh pada iklim investasi swasta di negara Indonesia dengan tingkat suku bunga kredit sebesar 13.85% dan jumlah investasi swasta sebesar 20.3 triliun rupiah. Selanjutnya sampai tahun 2010 trend investasi swasta mengalami peningkatan dengan tingkat suku bunga kredit sebesar 10.81% dan jumlah investasi swasta sebesar 60.6 triliun rupiah. Serta pada tahun 2011 akibat kenaikan suku bunga kredit sebesar 12.39% mengakibatkan penurunan investasi swasta sebesar 33.6 triliun rupiah. Hal ini menunjukkan bahwa kondisi perekonomian di Indonesia selama tahun 2000-2011 mengalami fluktuasi, hal ini ditandai dengan naik turunnya investasi swasta. Ada juga yang menjelaskan investasi merupakan komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan di masa datang (Tandelilin, 2010).

Penelitian ini menggunakan empat variabel independen, yaitu pengeluaran pemerintah (X1), obligasi pemerintah (X2), dan suku bunga kredit (X3). Sedangkan variabel dependennya adalah investasi swasta (Y). Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *time series* 2000-2011 dan menggunakan metode analisis regresi linier berganda dengan *software SPSS*.

Hasil Analisis Dengan Menggunakan Metode OLS

Metode pendugaan parameter pada analisis regresi berganda adalah metode *OLS* (*Ordinary Least Square*). Paket program yang digunakan adalah *SPSS vs 15.00*. Persamaan regresi yang didapatkan dari hasil pengaruh variabel penjelas terhadap investasi swasta dari tahun 2000 hingga 2011. Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengetahui pengaruh penerbitan obligasi pemerintah, pengeluaran pemerintah, dan suku bunga kredit terhadap investasi swasta. Analisis yang digunakan adalah analisis regresi linier berganda dengan tiga variabel penjelas dan satu variabel respon yaitu investasi swasta. Model persamaan regresi yang digunakan adalah:

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e_t$$

Keterangan :

Y	=	Investasi Swasta
β_0	=	Konstanta
β_1, β_2	=	Koefisien Regresi
X_1	=	Pengeluaran Pemerintah
X_2	=	Obligasi Pemerintah
X_3	=	Suku Bunga Kredit
e_t	=	error term

Hasil Uji Asumsi Klasik Regresi

Pada regresi linier berganda dengan 3 variabel penjelas pada penelitian ini terdapat 4 asumsi klasik regresi yang harus dipenuhi yaitu asumsi kenormalan residual (uji normalitas), kehomogenan varian residual (homokedastisitas), kebebasan residual antar pengamatan (non autokorelasi) dan kebebasan antar variabel penjelas (uji multikolinieritas).

Hasil Uji Normalitas

Model regresi dapat dikatakan memenuhi asumsi normalitas jika galat atau residual yang disebabkan oleh model regresi berdistribusi normal. Untuk menguji asumsi ini dapat digunakan

metode grafik dan metode uji statistik. Salah satu metode uji statistik yang bisa digunakan adalah uji *Kolmogorov Smirnov*. Hasil uji normalitas adalah sebagai berikut:

Tabel 3: Hasil Uji Normalitas Menggunakan *Kolmogorov Smirnov*

Kolmogorov simrnov Z	p-value	Keterangan
0.462	0.983	Asumsi Normalitas Terpenuhi

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Berdasarkan hasil uji normalitas menggunakan *Kolmogorov smirnov* didapatkan bahwa *p-value* lebih dari *alpha* 0,05 sehingga H_0 diterima. H_0 merupakan residual berdistribusi normal sehingga asumsi normalitas terpenuhi.

Hasil Uji Multikolinieritas

Pada model regresi berganda diasumsikan tidak terjadi korelasi atau hubungan antar variabel berganda. Asumsi ini disebut asumsi multikolinieritas. Pengujian yang digunakan adalah berdasarkan kriteria *Variance Inflation Factor* (VIF) di mana jika nilai VIF lebih dari 10 maka variabel penjelas terindikasi adanya multikolinieritas.

Tabel 4: Hasil Uji Multikolinieritas

Variabel Penjelas	VIF
Pengeluaran pemerintah	4.955516
Jumlah obligasi	3.794059
suku bunga kredit	2.754704

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Variabel penjelas dikatakan saling berhubungan erat dengan variabel penjelas yang lain jika memiliki nilai VIF lebih dari 10. Pada penelitian ini variabel penjelas pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi, dan suku bunga kredit, memiliki VIF yang kurang dari 10 sehingga berarti bahwa model bebas dari masalah multikolinieritas.

Hasil Uji Heterokedastisitas

Uji asumsi selanjutnya yang harus diperiksa adalah uji heterokedastisitas. Uji Heterokedastisitas menggunakan uji Glejser. Prosedur uji Glejser adalah meregresikan nilai mutlak dari residual hasil regresi dengan variabel independent dan jika didapatkan terdapat minimal satu variabel independent yang berpengaruh signifikan terhadap nilai mutlak dari residual maka terindikasi adanya heterokedastisitas. Hasil uji Glejser adalah sebagai berikut:

Tabel 5: Hasil Uji Heterokedastisitas

Variabel	t hitung	p-value
Pengeluaran pemerintah	-1.03918	0.329106
Jumlah obligasi	1.390581	0.201813
suku bunga kredit	-0.00559	0.995676

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Berdasarkan Tabel 5 didapatkan bahwa setiap variabel independent tidak berpengaruh secara parsial terhadap nilai mutlak dari residual hasil regresi sehingga dikatakan bahwa tidak terjadi pelanggaran pada asumsi heterokedastisitas.

Hasil Uji Autokorelasi

Uji autokorelasi digunakan untuk mengetahui ada atau tidaknya masalah residual yang berhubungan dengan observasi dipengaruhi oleh residual yang berhubungan dengan observasi lain. Untuk mengetahui adanya autokorelasi dalam suatu model regresi dilakukan dengan pengujian terhadap nilai uji *Durbin Watson* (DW) dan LM test. Hasil uji autokorelasi menggunakan DW test adalah

Tabel 6: Hasil *Durbin Watson Test*

Dw	Dl	Du	4-dl	4-du
1.544	0.658	1.864	3.342	2.136

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Nilai dw merupakan statistik *durbin Watson* yang didapatkan dari model regresi yaitu pada penelitian ini sebesar 1.544. Nilai dl merupakan batas bawah statistik *durbin Watson* dan nilai du merupakan batas atas statistik *durbin Watson* yang didapatkan dari Tabel *durbin Watson*. Model dikatakan tidak mengandung masalah autokorelasi jika nilai dw terletak di antara du dan 4-du. Pada penelitian ini nilai dw terletak di antara dl dan du yang berarti pengujian autokorelasi tidak dapat diambil kesimpulan. Untuk membuktikan apakah model mengandung autokorelasi atau tidak maka dilakukan pengujian autokorelasi dengan metode lain yaitu LM test dan hasil yang didapatkan sebagai berikut:

Tabel 7: Uji Autokorelasi Menggunakan LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.081950	Prob. F(2,6)	0.9223
Obs*R-squared	0.319084	Prob. Chi-Square(2)	0.8525

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Uji LM memiliki Kriteria untuk menentukan apakah residual mengandung masalah autokorelasi melalui probability dari *chi-square*. Pada penelitian ini probability *chi square* sebesar 0.852 yang lebih dari alpha 0.05 maka H_0 diterima yang berarti model tidak mengandung masalah autokorelasi.

Setelah model memenuhi empat asumsi klasik regresi, selanjutnya dilakukan interpretasi dari model regresi, uji t, uji f dan koefisien determinasi.

Hasil Analisis Regresi

Analisis regresi berganda merupakan teknik analisis yang digunakan untuk menganalisis hubungan dan pengaruh satu variabel respon (y) dengan lebih dari satu variabel penjelas (x). Variabel penjelas pada penelitian ini adalah obligasi, suku bunga kredit, dan suku bunga deposito dan variabel respon adalah investasi swasta. Hasil regresi berganda adalah sebagai berikut:

Tabel 8: Ringkasan Hasil Analisis Regresi

Variabel	Koefisien β	Standardized β	t_{hitung}	p -value
Konstanta	229.1056		3.679477	0.006224
Pengeluaran pemerintah	0.039443	0.570283	2.522822	0.166303
Jumlah obligasi	-0.00018	-1.53206	-4.67548	0.001591
suku bunga kredit	-10.1569	-0.78521	-2.81223	0.022765
α	= 0.05			
R^2	= 0.774			
F-hitung	= 9.122			
F-tabel(0.05,3,88)	= 4.066			
p -value	= 0.006			
t-tabel (0.05,8)	= 2.306			

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Berdasarkan Tabel 8 didapatkan bahwa model regresi yang terbentuk antara pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi, dan suku bunga kredit terhadap investasi swasta adalah sebagai berikut:

$$Y = 229.106 + 0.039x_1 - 0.00018x_2 - 10.1569x_3$$

dimana:

- Y = investasi swasta
- x_1 = pengeluaran pemerintah
- x_2 = jumlah obligasi pemerintah
- x_3 = suku bunga kredit

Uji Hipotesis Koefisien Regresi

Interpretasi berdasarkan koefisien regresi tidaklah cukup digunakan untuk mengetahui pengaruh pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit terhadap investasi swasta. Untuk itu perlu dilakukan uji hipotesis koefisien regresi di mana pengujian hipotesis terdiri dari dua jenis yaitu pengujian hipotesis secara simultan menggunakan statistik uji F dan pengujian hipotesis secara parsial menggunakan statistik uji t. Hasil yang didapatkan adalah sebagai berikut:

Uji Hipotesis Simultan (Uji F)

Pengujian secara simultan dilakukan untuk menunjukkan apakah variabel penjelas secara bersama-sama berpengaruh signifikan terhadap investasi swasta. Semua variabel tersebut diuji secara serentak dengan menggunakan uji F atau ANOVA. Dengan menggunakan bantuan *software* SPSS, didapatkan hasil uji hipotesis simultan dengan menggunakan uji F adalah sebagai berikut:

Tabel 9: Uji Hipotesis Model Regresi Secara Simultan

Hipotesis	Nilai	Keputusan
$H_0 : \beta_i = 0$ (tidak terdapat pengaruh yang signifikan antara pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit secara bersama terhadap investasi swasta)	F = 5.275 p -value = 0.006	Tolak H_0
$H_1 : \beta_i \neq 0$ (terdapat pengaruh yang signifikan antara pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit secara bersama terhadap investasi swasta)	F _{tabel} = 4.066 $\alpha = 0.05$	

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Tabel 9 menunjukkan pengujian hipotesis model regresi secara simultan menggunakan uji F. Jika nilai F hasil penghitungan pada tabel 4.9 dibandingkan dengan F_{tabel} , maka F_{hitung} hasil penghitungan lebih daripada F_{tabel} ($9.112 > 4.066$). Selain itu, pada tabel 4.9 juga didapatkan $p-value$ sebesar 0.006. Jika $p-value$ dibandingkan dengan $\alpha = 0.05$ maka $p-value$ kurang dari $\alpha = 0.05$. Dari kedua perbandingan tersebut dapat diambil keputusan H_0 ditolak pada taraf $\alpha = 0.05$. Sehingga dapat disimpulkan bahwa terdapat pengaruh yang signifikan secara simultan antara pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit terhadap investasi swasta.

Uji Hipotesis Parsial (Uji t)

Pengujian model regresi secara parsial digunakan untuk mengetahui apakah masing-masing variabel pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit secara individu memiliki pengaruh yang signifikan terhadap investasi swasta atau tidak. Untuk menguji pengaruh tersebut digunakan uji t, yakni dengan membandingkan nilai t_{hitung} dengan t_{tabel} atau $p-value$ dengan α . Variabel penjelas pembentuk model regresi dikatakan berpengaruh signifikan jika $t_{hitung} > t_{tabel}$ atau $p-value < \alpha = 0.05$. Pengujian model regresi secara parsial adalah sebagai berikut :

Tabel 10: Hasil Pengujian Koefisien Regresi secara Parsial

Variabel	Koefisien	t-statistik	Prob-t	Kesimpulan
Konstanta	229.1056	3.679477	0.006224	Signifikan
Pengeluaran pemerintah	0.039443	2.522822	0.166303	Tidak Signifikan
Jumlah obligasi	-0.00018	-4.67548	0.001591	Signifikan
suku bunga kredit	-10.1569	-2.81223	0.022765	Signifikan

Sumber: Hasil olah statistik (Lampiran)

Interpretasi dari Tabel 10 adalah sebagai berikut:

- Koefisien regresi untuk variabel pengeluaran pemerintah sebesar 0.03944. Pengujian Variabel pengeluaran pemerintah secara parsial terhadap investasi swasta, diperoleh nilai t hitung sebesar 2.5228, dengan nilai probabilitas-t sebesar 0.166. Berdasarkan perbandingan t hitung dengan t tabel dan probabilitas t dengan alpha 5% didapatkan bahwa t hitung > t tabel ($1.5288 < 2.306$) dan probabilitas t > alpha 0.05 ($0.166 > 0.05$) maka dapat diambil keputusan pengujian adalah H_0 diterima. Hal ini berarti pengeluaran pemerintah tidak berpengaruh signifikan terhadap investasi swasta pada tahun 2000 hingga 2011 dengan tingkat kesalahan 5%. Tanda positif menunjukkan pengaruh yang positif yang berarti bahwa setiap kenaikan 1 triliun pengeluaran pemerintah akan meningkatkan investasi sebesar 0.03944 triliun rupiah.
- Koefisien regresi untuk variabel jumlah obligasi sebesar -0.00018. Pengujian Variabel jumlah obligasi secara parsial terhadap investasi swasta, diperoleh nilai t hitung sebesar 4.675, dengan nilai probabilitas-t sebesar 0.0016. Berdasarkan perbandingan t hitung dengan t tabel dan probabilitas t dengan alpha 5% didapatkan bahwa t hitung > t tabel ($4.675 > 2.306$) dan probabilitas t < alpha 0.05 ($0.0016 < 0.05$) maka dapat diambil keputusan pengujian adalah H_0 ditolak. Hal ini berarti jumlah obligasi berpengaruh signifikan terhadap investasi swasta pada tahun 2000 hingga 2011 dengan tingkat kesalahan 5%. Tanda negatif menunjukkan pengaruh yang negatif yang berarti bahwa setiap kenaikan 1 triliun obligasi maka akan menurunkan investasi sebesar 0.00018 triliun atau 180 juta rupiah.
- Koefisien regresi untuk variabel suku bunga kredit sebesar -10.1569. Pengujian Variabel suku bunga kredit secara parsial terhadap investasi swasta, diperoleh nilai t hitung sebesar 2.8122 dengan nilai probabilitas-t sebesar 0.0023. Berdasarkan perbandingan t hitung dengan t tabel dan probabilitas t dengan alpha 5% didapatkan bahwa t hitung > t tabel ($2.8122 > 2.306$) dan probabilitas t < alpha 0.05 ($0.0023 < 0.05$) maka dapat diambil keputusan pengujian adalah H_1 diterima atau H_0 ditolak. Hal ini berarti suku bunga kredit berpengaruh signifikan terhadap investasi swasta pada tahun 2000 hingga 2011 dengan tingkat kesalahan 5%. Tanda negatif menunjukkan pengaruh yang negatif yang berarti bahwa setiap kenaikan 1 % suku bunga kredit maka akan menurunkan investasi swasta sebesar 10.1569 triliun rupiah.

Koefisien Determinasi (R^2)

Koefisien determinasi menunjukkan seberapa besar proporsi variabel independent dalam menjelaskan variabel dependennya. Besarnya koefisien determinasi antara 0 sampai 1. Pada model regresi antara investasi swasta dengan pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit didapatkan koefisien determinasi (R^2) sebesar 0.774. Hal ini menunjukkan bahwa proporsi keragaman investasi swasta dapat dijelaskan oleh jumlah dengan pengeluaran pemerintah, jumlah obligasi dan suku bunga kredit sebesar 77,4% % dan sisanya 22.6% dijelaskan oleh variabel lain yang tidak dimasukkan dalam model.

Diskusi Model Temuan

Hasil penelitian yang menunjukkan bahwa Terkait hubungan antara pengeluaran pemerintah terhadap investasi swasta yang berpengaruh positif, artinya ketika pengeluaran pemerintah mengalami kenaikan maka investasi swasta juga ikut mengalami kenaikan. Dimana pengeluaran pemerintah disini tidak hanya untuk belanja pemerintah yang tidak berorientasi pada non investasi saja melainkan juga untuk proyek-proyek infrastruktur dan non infrastruktur yang mendorong kegiatan investasi. Dengan adanya kegiatan pemerintah misalnya digunakan untuk pembangunan jalan raya maka akan berdampak lancarnya kegiatan transportasi perusahaan-perusahaan swasta, dengan begitu juga dapat menarik para investor swasta mau menginvestasikan dananya. Dari adanya kegiatan investasi tersebut maka pendapatan akan meningkat sekaligus mengurangi tingkat pengangguran sehingga tingkat konsumsi juga mengalami peningkatan dengan itu *agregat demand* juga mengalami kenaikan dan diikuti kenaikan produksi serta pada akhirnya akan menstimulasi sektor riil dan terjadilah kenaikan pertumbuhan ekonomi. Dalam penelitian Maryatmo (2004), dimana pengeluaran pemerintah berbanding positif dengan investasi swasta. hal ini karena dalam membiayai pengeluaran pemerintah tidak hanya ada obligasi pemerintah saja melainkan juga didanai dengan mencetak uang baru oleh pemerintah. serta dalam penelitian Sawitri (2006) menjelaskan dampak defisit anggaran terhadap pertumbuhan ekonomi, dimana hasilnya menyebutkan bahwa kebijakan fiskal dari sisi permintaan melalui defisit anggaran belanja dalam situasi krisis pada akhir-akhir ini tidak banyak mengatasi masalah karena bertambahnya permintaan yang tidak mendapat respon dari penawaran. Hal ini tidak akan memperbaiki perekonomian.

Hasil dari penelitian menunjukan bahwa terjadi hubungan negatif antara jumlah obligasi pemerintah dengan investasi swasta, hal terkait dengan penerbitan obligasi pemerintah sebagai salah satu usaha pemerintah dalam menutupi pengeluaran pemerintah yang terjadi akibat anggaran pemerintah yang mengalami defisit, ketika pemerintah menerbitkan obligasi maka akan terjadi penambahan transaksi dipasar modal. Dimana penerbitan obligasi tidak berpengaruh pada peningkatan jumlah uang beredar, dan guna menarik para investor akan mau menanamkan dananya ke dalam bentuk obligasi (pasar modal) maka pemerintah menaikkan tingkat suku bunga kredit. Hal inilah akan menyebabkan banyak para investor berbondong-bondong untuk mengalihkan dananya ke dalam bentuk obligasi (investasi modal) ketimbang investasi swasta (sektor riil). Selain itu juga dapat dikatakan penerbitan obligasi pemerintah akan menurunkan harga obligasi pemerintah itu sendiri dan meningkatkan suku bunga, sehingga akan mengurangi permintaan potensial investasi swasta.

Terkait dengan hubungan suku bunga kredit terhadap investasi swasta yang pengaruh negatif, hal ini akibat dari suku bunga kredit sebagai biaya untuk melakukan investasi, sehingga perlu dipertimbangkan oleh para investor. Semakin kecil atau turunnya tingkat suku bunga kredit akan menyebabkan semakin stabilnya kondisi investasi swasta atau bahkan bisa menaikkan investasi swasta. dimana suku bunga kredit ini hanya berpengaruh pada pasar modal, selain itu juga dalam mengatur jumlah uang yang beredar suku bunga kredit itu dapat mempengaruhinya. Pada tahun 2000-2011 merupakan periode resesi seluruh dunia sehingga kebijakan menaikkan *yield* SUN serta menjaga SBI Rate pada level yang relatif tinggi merupakan sebuah kebijakan yang harus diambil oleh negara agar iklim investasi di Indonesia tetap terlihat menarik meskipun mengandung resiko yang tinggi terkait beban bayar pemerintah. Menjaga likuiditas pada pasar domestik serta menahan nilai tukar agar tidak terdepresiasi. Untuk menjaga inflasi pada level yang rendah sesuai dengan tujuan target moneter Indonesia, maka pengolahan bunga menjadi sensitif.

Karena implikasi yang luas dari sebuah penetapan suku bunga acuan, yang akhirnya juga akan mempengaruhi suku bunga di pasar uang dan juga suku bunga kredit.

E. KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Kesimpulan yang bisa ditarik dari hasil penelitian dan pembahasan adalah :

1. Selama periode penelitian menunjukkan kebijakan fiskal ekspansif melalui pengeluaran pemerintah mampu mendorong pertumbuhan investasi swasta, hal tersebut disebabkan pengeluaran pemerintah yang digunakan untuk proyek pembangunan infrastruktur dapat menjadi stimulus kegiatan investasi swasta.
2. Dalam membiayai defisit anggaran, pemerintah melakukan peminjaman dari pasar dana yang berupa obligasi pemerintah dimana penerbitan obligasi tidak berpengaruh pada peningkatan jumlah uang beredar, namun penerbitan obligasi berdampak pada penurunan investasi swasta.
3. Adanya kenaikan tingkat suku bunga kredit berdampak pada penurunan investasi swasta dan sebaliknya jika tingkat suku bunga kredit turun maka akan menaikkan investasi swasta.

Saran

Berdasarkan kesimpulan dari hasil penelitian di atas, maka dapat disarankan beberapa hal sebagai berikut:

1. Ketika kebijakan fiskal diterapkan melalui pengeluaran pemerintah terbukti mendorong pertumbuhan ekonomi, sehingga kebijakan fiskal bisa menjadi alternatif kebijakan yang mampu mendorong pertumbuhan ekonomi dan bisa diterapkan dalam perekonomian Indonesia.
2. Ketika pendanaan defisit anggaran melalui penerbitan obligasi pemerintah justru menurunkan investasi swasta. hal tersebut bisa menjadi bahan pertimbangan pemerintah dalam penambahan obligasi pemerintah, sehingga tidak berdampak pada iklim investasi swasta di Indonesia. salah satu alternatif untuk mendanai defisit anggaran yaitu dengan menerbitkan obligasi luar negeri.
3. Akibat adanya kenaikan tingkat suku bunga kredit yang berdampak pada menurunnya investasi swasta maka perlu dipertimbangkan lagi langkah-langkah dalam menaikkan tingkat suku bunga kredit supaya tidak mempengaruhi iklim investasi swasta di Indonesia.

Daftar Pustaka

- Case, Karl. 2006. *Principle Of Economics Eighth Edition*. New Jersey: Arrangement with Pearson Education, Inc., Upper saddle River.
- Mankiw, Gregory N, 1992. *Macroeconomics*, New York: 3rd edition, Worth Publishers.
- Mangkoesoebroto, Guritno. 1993. *Ekonomi Publik*. Yogyakarta:BPFE-UGM.
- Maryatmo.R, 2004 . *Dampak Moneter Kebijakan Defisit Anggaran Pemerintah dan Peranan Asa Nalar dalam Simulasi Model Makro-Ekonomi Indonesia*. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Mishkin, Frederic S. 2008. *The Economics Of Money, Banking, And Financing Markets*. Edisi 8. Jakarta : Salemba Empat.
- Sawitri.Hendrin H, 2006. *Dampak Defisit Anggaran Terhadap Pertumbuhan Ekonomi*. *Jurnal Organisasi dan Manajemen* Vol. 2, No 1.

- Samuelson, Paul A. 1997. *Ekonomi*, Jilid I. Jakarta: Erlangga.
- Surjaningsih, Ndari, 2012. Dampak kebijakan fiskal Terhadap output dan inflasi. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*.
- Tandelilin, Eduardus. 2010. *Portofolio dan Investasi*. Yogyakarta: Kanisius
- Utari, Diah. 2010. Dampak Obligasi Pemerintah Domestik Terhadap Perkembangan Sektor Keuangan. *Working Paper*.