

Variabel yang mempengaruhi Underpricing Obligasi Pemerintah

Oleh:

**Prof. Dr. Adler Haymans Manurung
Wilson R. L. Tobing, Ph.D
Gunawan**

PT Finansial Bisnis Informasi
Komplek Mitra Matraman A1/17
Jl. Matraman Raya 148
Jakarta Timur
Tp. 62 21 85918040

Jakarta, Agustus 2009

Variabel yang mempengaruhi Underpricing Obligasi

Pendahuluan

Berbagai penelitian mengenai underpricing saham telah banyak dilakukan. Penelitian underpricing ini dimulai oleh Logue (1973) dan Ibbotson (1975). Kedua penelitian ini menyimpulkan bahwa perusahaan yang menawarkan saham ke publik yang dikenal dengan IPO (Initial Public Offering) akan terjadi underpricing. Harga yang ditawarkan oleh para issuer selalu lebih rendah dari harga permintaan pasar sehingga menimbulkan *initial return*¹ positif. Berbagai akademisi juga melakukan penelitian mengapa terjadi underpricing ini. Teori yang membahas underpricing ini dapat dikelompokkan menjadi empat kelompok (Ljungqvist, 2007) yaitu: adanya asimetris informasi, alasan kelembagaan, tindakan pengendalian dan pendekatan tingkah laku. Berbagai akademisi lebih menekankan pada kelompok asimetris informasi. Baron (1982) menyatakan bahwa sekuritas (investment bank) lebih banyak memiliki informasi dari penerbit saham mengenai kondisi permintaan saham tersebut. Rock (1986) menyatakan juga bahwa investor yang memiliki informasi yang lengkap dari yang lain akan menghindari saham-saham yang overvalued.

Penelitian mengenai underpricing yang ditunjukkan oleh Initial return yang positif pada hari pertama sangat jarang dilakukan pada obligasi. Passagi (2009) mencoba melakukan penelitian mengenai kasus ini, tetapi masih dalam bentuk konsep proposal. Artinya, penelitian ini masih sangat minim sekali, sehingga paper ini mencoba menginvestigasi initial return tersebut.

Adanya initial return ini bisa dipengaruhi berbagai variabel yang berhubungan dengan return. Salah satu variabel yang menjadi acuan ketika obligasi tersebut ingin diperdagangkan yaitu tingkat bunga yang berlaku pada saat obligasi mulai diperdagangkan, inflasi serta dana yang dimiliki investor.

Variabel makro tersebut dicoba diselidiki apakah mempunyai pengaruh terhadap initial return dari obligasi Pemerintah. Oleh karenanya, penelitian ini diberikan judul **“Variabel yang mempengaruhi Underpricing Obligasi”**. Paper ini tidak dapat dikelompokkan menjadi kelompok asimetris informasi, tetapi pada kelompok ketiga yaitu pandangan pengendalian.

Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penelitian ini sebagai berikut:

1. Melihat underpricing ORI
2. Menguji variabel yang mempengaruhi underpricing ORI.
3. Sebagai sumbangan tambahan dalam penelitian empiris di pasar obligasi

¹ Initial Return merupakan persentase perubahan harga hari pertama dengan harga IPO.

Methodologi

Dalam sub Methodologi ini akan dibahas tiga topik mengenai sumber data penelitian, variabel yang digunakan dimana variabel dikelompokkan menjadi variabel bebas dan variabel tidak bebas, dan model. Model yang ditunjukkan sebagai alat untuk menguji hipotesis penelitian ini.

Data

Dalam penelitian ini digunakan data harga obligasi pada hari pertama ditransaksikan, dimana data ini diperoleh dari Bloomberg. Selanjutnya dilakukan perhitungan Return sebagai berikut:

$$IR = \text{Price} - 100 (\text{IPO Price})$$

Variabel ini dipergunakan sebagai variabel tidak bebas. Data Variabel bebas seperti SBI rate, Inflasi, Kurs US Dollar, Dana Pihak Ketiga diperoleh dari Bank Indonesia dengan periode waktu bulanan. Data NAB, dan IHSG diperoleh dari Bursa Efek Indonesia dan Indeks Obligasi diperoleh dari PT Finansial Bisnis Informasi.

Variabel

Dalam penelitian ini variabel yang digunakan sebagai bahan penelitian sebagai berikut:

Variabel tidak bebas : Initial Return

Variabel bebas:

SBI = Sertifikat Bank Indonesia

INF = Inflasi

DPK = Dana Pihak Ketiga

NAB = Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana

IHSG = Indeks Harga Saham Gabungan

KURS = Kurs US Dollar

RBOND = return indeks obligasi

Variabel bebas ini dapat dianggap menjadi variabel bebas makro karena membahas secara agregat.

Model

Penelitian ini akan membangun model sebagai berikut:

$$IR_i = a + b_1SBI_i + b_2INF_i + b_3DPK_i + b_4NAB_i + b_5IHSG_i + b_6KURS_i + b_7RBOND_i$$

Adapun masing-masing variabel diharapkan mempunyai hubungan sebagai berikut:

Variabel	Tanda
SBI	Positif
INF	Positif
DPK	-
NAB	-
IHSG	Negatif
KURS	Negatif
RBOND	Positif

Hasil Penelitian

Pembahasan hasil penelitian ini dikelompokkan dalam tiga kelompok besar. Pembahasan statistik deskriptif mengenai data underpricing dan data variabel akan diuraikan pada awal analisis. Pembahasan underpricing dengan berbagai situasi ketika penerbitan merupakan pembahasan kedua. Akhirnya, dibahas mengenai variabel yang mempengaruhi underpricing tersebut.

Statistik Deskriptif

Dalam sub bagian ini akan dibahas mengenai statistik deskriptif dari Initial return dan variabel makro yang dipergunakan dalam penelitian ini, dimana datanya ditunjukkan pada Tabel 1. Rata-rata dari initial return selama periode penelitian sebesar 0,9%. Nilai maksimum dari initial return sebesar 22,08%. Besarnya, nilai maksimum yang sangat tinggi ini menjelaskan bahwa bursa instrumen pendapatan tetap agak berbeda atau terjadi anomali. Salah satu faktor yang sangat mempengaruhinya karena penjualan obligasi pemerintah ini banyak didominasi pihak asing. Pemerintah sebaiknya menawarkan obligasi ini kepada pihak lokal dengan cara lebih transparan dan teratur agar keuntungan yang diperoleh dinikmati masyarakat.

Tabel 1: Statistik Deskriptif Initial Return dan Variabel Makro

	INITIAL RETURN	SBI	INFLASI	DPK	TOTAL NAB	IHSG	US DOLLAR	MARKET BOND
Mean	0.915932	9.836949	0.537966	13.91797	17.17700	7.092644	9.123746	0.784746
Median	-1.140000	9.060000	0.450000	13.97100	16.90300	7.178000	9.129000	0.950000
Maximum	22.08000	12.75000	1.770000	14.37400	18.37100	7.909000	9.337000	4.020000
Minimum	-9.250000	7.330000	-0.170000	13.63900	16.19300	6.111000	9.035000	-3.440000
Std. Dev.	6.769409	2.051357	0.390843	0.179878	0.754176	0.438671	0.048735	1.378155
Skewness	1.563301	0.328949	0.952512	0.247920	0.325749	-0.332369	1.150590	-0.252647
Kurtosis	4.698486	1.417646	4.186209	2.391138	1.397784	2.710413	8.164302	3.511215
Jarque-Bera Probability	31.12371 0.000000	7.219320 0.027061	12.38068 0.002049	1.515733 0.468665	7.354219 0.025296	1.292435 0.524024	78.58172 0.000000	1.270128 0.529901
Sum	54.04000	580.3800	31.74000	821.1600	1013.443	418.4660	538.3010	46.30000
Sum Sq. Dev.	2657.844	244.0679	8.859956	1.876660	32.98929	11.16108	0.137753	110.1601
Observations	59	59	59	59	59	59	59	59

Selanjutnya, pengujian terhadap variabel apakah mengikuti distribusi normal dapat dilihat dari nilai Jarque-Bera. Hasil yang diperoleh bahwa variabel DPK, IHSG dan RBOND berdistribusi normal sementara variabel yang lain dianggap tidak berdistribusi normal. Adanya perbedaan distribusi variabel ini maka akan mempunyai implikasi atas estimasi nilai koefisien model yang dipergunakan. Artinya, estimasi dari koefisien model regresi dengan metode Ordinary Least Square tidak tepat karena metode ini mengasumsikan variabel harus berdistribusi normal. Tetapi, persoalan tersebut tidak perlu diperhatikan karena tujuan utama melakukan penelitian ini hanya ingin melihat pengaruh dari masing-masing variabel terhadap initial return. Nilai Jarque-Bera ini juga didukung oleh nilai Kurtosis dari variabel tersebut yang umumnya disekitar 3 dan nilai skewnessnya pada nilai sekitar nol.

Underpricing Obligasi

Underpricing obligasi agak berbeda dengan underpricing saham karena kedua instrumen agak berbeda, dimana saham dianggap instrumen yang berisiko pada investor sedangkan pada perusahaan tidak berisiko. Perusahaan mempunyai anggapan bahwa obligasi merupakan sumber pendanaan yang sangat berisiko sementara investor menganggap sedikit risikonya. Underpricing obligasi paling utama bisa terjadi dikarenakan kondisi makro pada saat itu serta permintaan atas produk tersebut. Tetapi, alokasi penawaran obligasi juga turut serta membuat underpricing tersebut.

Pada sisi lain, underpricing ini juga paling sering disebabkan oleh tindakan para pemain pasar. Pemain pasar menurunkan harga obligasi pemerintah ini selama satu bulan sebelum penawaran obligasi tersebut. Akibatnya, yield obligasi meningkat sehingga Pemerintah mencoba memenuhi permintaan pasar tetapi tidak sepenuhnya. Permintaan pasar yang tidak terpenuhi membuat harga obligasi melonjak pada hari pertama ditransaksikan. Bank-bank yang ditunjuk Pemerintah sebagai agen penjual juga turut serta membuat harga ini menjadi underpricing. Bank-bank tersebut memborong obligasi tersebut sehingga permintaan melebihi yang diduga, akibatnya investor harus membeli pada pasar sekunder dengan harga yang lebih tinggi sehingga underpricingnya terjadi.

Variabel Makro

Sub bagian ini akan membahas pengaruh variabel makro terhadap initial return dengan menggunakan model berikut ini.

$$\begin{aligned}
 IR_i = & -371.172 + 2.757 SBI_i + 3.297 INF_i + 41.740 DPK_i + 13.612 NAB_i \\
 & \quad (1,684) \quad (1,738) \quad (2,422) \quad (2,096) \\
 & -8.015 IHSG_i - 45.373 KURS_i - 0.94 RBOND_i \\
 & \quad (-1,913) \quad (-2,635) \quad (-1,763)
 \end{aligned}$$

$$F = 5.7199$$

$$R^2 = 43,98\%$$

Persamaan diatas memperlihatkan bahwa variabel bebas SBI, Inflasi, DPK, NAB, IHSG, KURS dan RBOND secara bersama-sama significant mempengaruhi initial return dari obligasi Pemerintah. Variabel tersebut hanya dapat menguraikan variasi IR sebesar 43,98 persen dan sisanya variabel lain.

SBI sebagai variabel bebas mengenai tingkat bunga maka variabel ini mempunyai hubungan positif dengan IR serta signifikan pada level 10%. Hubungan SBI dan IR sesuai dengan teori menyatakan bila SBI meningkat maka return instrumen yang sejenis meningkat pula dan sebaliknya. Pada persamaan terlihat bahwa kenaikan SBI 1% maka akan terjadi kenaikan IR sebesar 2,757%.

INF sebagai variabel bebas juga memperlihatkan hubungan positif seperti SBI dan signifikan pada level 9%. Adapun kenaikan IR sebesar 3,297% bila INF naik 1%. Hubungan IR dan INF sesuai dengan teori yang berlaku.

DPK mempunyai hubungan positif dengan IR serta signifikan pada level 2%. IR akan mengalami kenaikan 41,74% bila DPK mengalami kenaikan 1%. Secara teori tidak ada yang menyatakan hubungan DPK dengan IR, apakah positif atau negatif.

NAB sebagai variabel bebas juga menyatakan hubungan positif dan signifikan pada level 5%. IR akan mengalami kenaikan sebesar 13,612% bila NAB mengalami kenaikan sebesar 1 persen.

Bursa saham sebagai indikator ekonomi juga dimasukkan sebagai variabel bebas dengan simbol IHSG. Variabel ini mempunyai hubungan negatif dengan IR dan signifikan pada level 7%. Hubungan IR dan IHSG sesuai dengan teori, tingkat bunga yang meningkat membuat IHSG drop.

KURS dollar juga dimasukkan sebagai variabel bebas dan hubungannya negatif dengan IR serta signifikan pada level 2%. IR mengalami penurunan sebesar 45,373% bila kurs dollar mengalami kenaikan sebesar 1%. Hubungan negatif IR dan KURS sesuai dengan teori, artinya penelitian ini mendukung teori yang ada.

RBOD meru[akan variabel yang menyatakan pergerakan pasar obligasi. RBOND ini mempunyai hubungan negatif dengan IR dan signifikan pada level 9%. Bila terjadi kenaikan indeks bond sebesar 1% maka IR akan turun sebesar 0,94%. IR dan RBOND diharapkan mempunyai hubungan positif sehingga hasil yang diperoleh tidak mendukung teori yang ada. Perbedaan teori dan empiris dikarenakan harga obligasi di pasar obligasi belum ditentukan oleh adanya permintaan dan penawaran sehingga perubahan indeks dapat dikarenakan keinginan pemain pasar obligasi.

Kesimpulan

Adapun kesimpulan dari penelitian ini sebagai berikut:

1. Initial return obligasi di pasar modal Indonesia berkisar dari -9,25% sampai dengan 22,08%
2. Hasil yang diperoleh bahwa variabel DPK, IHSG dan RBOND berdistribusi normal sementara variabel yang lain dianggap tidak berdistribusi normal. Hasil ini mempunyai implikasi dalam estimasi model yang digunakan.
3. Underpricing obligasi telah diciptakan oleh pemain pasar obligasi di Indonesia dan umumnya didominasi asing.

4. Initial return secara signifikan dipengaruhi oleh variabel makro. Tetapi, ada hasil yang diperoleh tidak mendukung teori.

Daftar Pustaka

Baron, D. P. (1982); A Model of demand for investment banking advising and distribution services for new issues; *Journal of Finance*, Vol 37; pp. 955 – 976.

Ibbotson, Roger G. (1975); Price Performance of Common Stock New Issues; *Journal of Financial Economics*, No.

Ljungqvist, Alexander (2007); IPO Underpricing; pada B. Espen Eckbo; *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Volume 1; Elsevier B V., Amsterdam.
Logue, D. (1975); Premia on unseasoned equity issues, 1965 – 1969; *Journal of Economics and Business*, Vol. 25; pp. 133 – 141.

Loughran, Tim and Jay Ritter (2004); Why has IPO Underpricing Change Over Time; *Financial Management*, Autumn, 5 – 37.

Passagi. Hendrikus (2009); Underpricing Government Bonds pada Lelang di Pasar Perdana; Paper dipresentasikan Doctoral Management Journey 4th, FEUI Jakarta.

Ritter, Jay (1991); The Long Run Performance of Initial Public Offering; *Journal of Finance*, No. 46.

Rock, K. (1986); Why New issue are Underpriced; *Journal of Financial Economics*, 15, pp. 187 – 212.

Tinic, Seha M. (1988); Anatomy of Initial Public Offering of Common Stock; *Journal of Finance*, No. 43.

Welch, IVO (1989); Seasoned Offerings, Imitation Costs and the Underpricing of Initial Public Offerings; *Journal of Finance*, No. 44; pp. -

Lampiran 1.

Correlation Matrix

	INITIAL RETURN	SBI	INFLASI	DPK	TOTAL NAB	IHSG	US DOLLAR	MARKET BOND
INITIAL_RET URN	1.000000	-0.244818	0.129166	-0.422943	0.453790	-0.456609	-0.442209	-0.101523
SBI	-0.244818	1.000000	-0.121287	0.238304	-0.797376	0.108058	0.131986	0.071224
INFLASI	0.129166	-0.121287	1.000000	0.124824	-0.004799	0.202118	-0.055117	0.024483
DPK	-0.422943	0.238304	0.124824	1.000000	-0.757405	0.904841	0.507726	-0.153702
TOTALNAB	0.453790	-0.797376	-0.004799	-0.757405	1.000000	-0.631577	-0.391802	0.057686
IHSG	-0.456609	0.108058	0.202118	0.904841	-0.631577	1.000000	0.410700	-0.115812
USDOLLAR	-0.442209	0.131986	-0.055117	0.507726	-0.391802	0.410700	1.000000	-0.147170
MARKETBO ND	-0.101523	0.071224	0.024483	-0.153702	0.057686	-0.115812	-0.147170	1.000000

Dependent Variable: INITIAL_RETURN

Method: Least Squares

Date: 08/21/09 Time: 10:41

Sample: 1 59

Included observations: 59

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-370.1860	366.9366	-1.008855	0.3178
SBI	2.750850	1.638762	1.678615	0.0993
INFLASI	3.310357	1.898256	1.743894	0.0872
DPK	41.59251	17.22800	2.414239	0.0194
TOTALNAB	13.57611	6.496881	2.089636	0.0417
IHSG	-8.002458	4.191464	-1.909227	0.0619
USDOLLAR	-45.19246	17.22356	-2.623875	0.0114
MARKETBOND	-0.937649	0.531267	-1.764930	0.0836
R-squared	0.439567	Mean dependent var		0.915932
Adjusted R-squared	0.362645	S.D. dependent var		6.769409
S.E. of regression	5.404323	Akaike info criterion		6.337750
Sum squared resid	1489.542	Schwarz criterion		6.619450
Log likelihood	-178.9636	F-statistic		5.714447
Durbin-Watson stat	0.772497	Prob(F-statistic)		0.000065