

BAB I PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

PT. PLN (Persero) merupakan Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang berbentuk perseroan merupakan perusahaan publik, penilaian terhadap perusahaan pelat merah ini seharusnya lebih objektif dan *up to date*, yaitu laporan keuangannya harus terbuka dan tepat waktu sehingga dapat diterima investor dan publik. Hal ini penting karena PLN pada saat ini mengalami kesulitan pendanaan operasional dan investasi, karena depresiasi mata uang rupiah terhadap dollar yang menyebabkan membengkaknya pokok dan beban bunga dari *two step loan* dari beberapa kreditur asing yang disalurkan pemerintah kepada Perseroan melalui *Sub-Loan Agreement (SLA)*. Sumber pendapatan PLN adalah didalam rupiah sedangkan pelunasan hutang sebagian besar didalam dollar. Kontrak pembelian listrik swasta yang ditentukan dengan nilai tukar Rupiah terhadap Dollar, dan naiknya biaya produksi variabel seperti bahan bakar Gas dan Panas Bumi dan suku cadang pembangkit dengan menggunakan pembayaran mata uang asing.

Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia pada Triwulan III-2008 meningkat sebesar 3,5% terhadap triwulan II-2008. Peningkatan terjadi pada semua sektor pertanian 6,7% dan terendah di sektor jasa-jasa 0,9%, bila dibandingkan dengan triwulan yang sama tahun 2007. PDB Indonesia Triwulan III-2008 ini mengalami pertumbuhan sebesar 6,1%, dimana semua sektor mengalami pertumbuhan. Perkembangan harga komoditas pada bulan Nopember 2008 secara umum menunjukkan adanya kenaikan. Berdasarkan hasil pemantauan Badan Pusat Statistik (BPS) di 66 kota pada bulan Nopember 2008 terjadi inflasi 0,12%, atau terjadi kenaikan Index Harga Konsumen (IHK) dari 113,76 pada bulan Oktober 2008 menjadi 113,90 pada bulan Nopember 2008. Laju inflasi tahun kalender 2008 yaitu 11,10%, sedangkan inflasi “*year on year*” (Nopember 2008 terhadap Nopember 2007) adalah 11,68%. Hal ini secara tidak langsung akan menimbulkan pertumbuhan permintaan penyediaan tenaga listrik baik dari konsumen rumah tangga maupun industri, sehingga PLN harus meningkatkan

penyediaan tenaga listrik untuk memenuhi kebutuhan tersebut. Dengan keterbatasan pembangkit yang dimiliki maka PLN telah mengantisipasi tahun-tahun sebelumnya dengan pembangunan pembangkit yang baru yang lebih efisien, dalam hal ini pembangunan pembangkit 10 ribu *mega watt* dengan menggunakan bahan bakar Batu Bara, dan hal ini perlu pendanaan yang cukup besar.

Pemerintah menerbitkan Peraturan Presiden Nomor 71 tahun 2006 mengenai Percepatan Pembangunan Pembangkit Tenaga Listrik menggunakan Batu Bara yang dikenal "*Fast Track Program*". Dalam hal ini pembangunan listrik 10 Ribu *mega watt*, dalam rangka mengurangi ketergantungan pendanaan PLN pada pemerintah atas penekanan beban APBN.

Untuk pendanaan *Fast Track Program* tersebut PLN tidak sepenuhnya dibantu oleh pemerintah melalui *Sub-Loan Agreement (SLA)*, tetapi sebagian melalui pinjaman bank-bank asing dan bank dalam negeri serta menerbitkan obligasi dalam dan luar negeri yang disebut obligasi koporasi PT.PLN (Persero). Tabel 1.1 menunjukkan obligasi PLN dalam negeri yang telah diterbitkan dan tercatat di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai sampel objek penelitian.

Tabel 1.1. Gambaran Obligasi PLN

Obligasi / Term Maturity	Seri	Nominal / Coupon Rate	Rating					
			1997	2004	2005	2006	2007	2008
1 Obligasi PLN VI (12-08-'97 s.d 08-08-'07)	A	16 Milyar 14,65%/thn	BBB-	A-	A	A	A+	AA-
	B	583 Milyar 7,1%/thn	BBB-	A-	A	A	A+	AA-
2 Obligasi PLN VII (12-11-'04 s.d 11-11-'14)	-	1,500 Trilyun 12,25%/thn		A-	A	A	A+	AA-
3 -Obligasi PLN VIII (22-6-'06 s.d 21-6-'16) (22-6-'06 s.d 21-6-'21)	A	1,335.1 Trilyun 13,6%/thn				A	A+	AA-
	B	865 Milyar 13,75%/thn				A	A+	AA-
4 Obligasi PLN IX A. (11-7-'07 s.d 10-7-'17) B. (11-7-'07 s.d 10-7-'22)	A	1,5 Trilyun 10,40%/thn					A+	AA-
	B	1,2 Trilyun 10,90%/thn					A+	AA-

Pada awal bulan Desember 2008, Bank Indonesia menurunkan BI *rate* sebesar 25 basis point menjadi 9,25%. Penurunan BI *rate* ini merupakan sentimen positif bagi pasar obligasi dalam negeri.

Pengertian obligasi, “A Bond is Debt instrument requiring the issuer (government or corporation) to repay the investor the amount borrowed with additional interest over a specified period of time” (Bodie, et al., 2005, Fabozzi, 2004). Saat ini Obligasi mencuat sebagai salah satu instrumen investasi yang paling digemari pemodal. Besarnya permintaan terhadap obligasi mendorong sejumlah perusahaan untuk berlomba-lomba menerbitkan obligasi. Obligasi pemerintah dan korporasi BUMN sangat digemari pemodal walaupun *rating* masih dibawah dan cenderung kelebihan permintaan (*oversubscribed*) dibandingkan obligasi korporasi swasta murni. “Sebagian besar investor lebih menyukai obligasi pemerintah dan BUMN daripada korporasi bonds karena mempunyai risiko yang lebih kecil” (Manurung, 2006).

Pilihan debitor pada obligasi korporasi BUMN adalah *risk free* atau *safety*. Tingkat keamanan likuiditas dijamin oleh pemerintah melalui subsidi dan tambahan modal disetor. “The corporate bonds generally promise a fix flow of income, that cash flow is not risk-free unless the investor can be sure that, the issuer will not default on the obligation” (Bodie, et al., 2005). Pembayaran bunga dan pokok tidak pasti tergantung tingkat likuiditas dari keuangan perusahaan tersebut, dengan merujuk “Default risk of bonds that the issuer of bond will fail to fulfil the timely payment of interest and payment of the principal” (Fabozzi, 2004).

Melihat trend penerbitan obligasi yang semakin marak, investor perlu memahami tingkat pengembalian dan risiko yang akan dihadapi. Sebagai tolak ukurnya adalah *Expected Yield*, adalah dengan menggunakan YTM (*Yield to Maturity*). Harga Obligasi berlawanan dengan *Required yield*, jika suku bunga naik harga obligasi turun dan apabila suku bunga turun harga obligasi meningkat, maka risiko yang dominan mempengaruhi harga obligasi adalah tingkat suku bunga.

1.2. Permasalahan

Harry Markowitz meletakkan pondasi portofolio modern pada tahun 1952. Kunci untuk memprediksi keuangan modern adalah memprediksi imbal hasil yang diharapkan (*expected return*) di pasar sekuritas yang dijelaskan oleh perilaku risiko sistematis (dapat dilihat pada Sharpe, 1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966). “*The one factor market model to measure systematic risk of securities*”, adalah salah satu metode didalam mengestimasi risiko sistematis dari pasar sekuritas, yang berhubungan dengan teori portofolio.

Metode ini dapat digunakan penulis untuk mengukur faktor-faktor yang dipandang mempengaruhi tingkat imbal hasil obligasi korporasi PLN terhadap pasar, dengan pendekatan tingkat imbal hasil obligasi korporasi PLN atas indeks pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia (BEI) yang merupakan proksi yang valid sebagai faktor makro umum (sistematis). Faktor-faktor makro (sistematis) diasumsikan sebagai indikator yang menggerakkan pasar sekuritas obligasi secara keseluruhan. Pendekatan ini menghasilkan persamaan regresi yang mirip dengan model faktor, yang disebut *single-factor market model* karena menggunakan indeks pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai proksi atas faktor makro atau faktor sistematis.

Berikutnya perlu dilakukan analisis variabel-variabel pada obligasi korporasi PLN sebagai bagian faktor-faktor makro (sistematis) yang dapat menjelaskan risiko sistematis. Adapun variabel-variabel yang dimaksud adalah *term to maturity*, *coupon rate*, *bond rating*, dan *yield spread*. Variabel-variabel tersebut saling berhubungan, dimana bertambahnya *term to maturity* akan mengurangi tingkat *yield to maturity (YTM)*, dan *bond rating* yang rendah dengan *coupon rate* yang tinggi cenderung akan menurunkan harga obligasi berakibat rendahnya *yield to maturity*, sedangkan *coupon rate* yang rendah tidak terlalu berpengaruh terhadap perubahan harga atas perubahan tingkat suku bunga. Dalam hal ini variabel-variabel tersebut dapat disimpulkan menimbulkan *interest rate risk* yaitu risiko yang menyebabkan turunnya tingkat *expected yield* atau *required yield* dari suatu obligasi korporasi, dan sebagai akibatnya sensitivitas imbal hasil

suatu obligasi terhadap pasar yang diukur dengan beta koefisien akan rendah atau berlawanan dengan pergerakan pasar sekuritas obligasi.

Penulis akan menganalisis sejauhmana korelasi atau hubungan beta koefisien dengan variabel-variabel (*term to maturity, coupon rate, bond rating, dan yield spread*) pada obligasi korporasi PLN didalam menjelaskan risiko sistematis. Apabila terdapat signifikansi *alpha* (tingkat keyakinan) dalam hal ini diambil *confidence level* 80% atau *p-value* <20%, maka diyakini ada korelasi variabel-variabel tersebut terhadap beta koefisien, sebagai bagian faktor makro (sistematis) yang mempengaruhi beta koefisien dan menjelaskan risiko sistematis pada obligasi korporasi PLN.

Faktor-faktor timbulnya risiko sistematis disebabkan oleh kondisi pasar sekuritas melemah akibat siklus bisnis dari kondisi perekonomian yang menurun, yang berakibat tingkat imbal hasil yang diharapkan oleh investor turun di pasar portofolio, karena tingkat suku bunga sebagai faktor makro yang utama meningkat yang menyebabkan harga obligasi jatuh, dimana kita ketahui bahwa hubungan antara tingkat suku bunga dan harga obligasi adalah berbanding terbalik. Sebagai akibat turunnya harga obligasi maka *yield to maturity* yang akan diterima investor menurun. Obligasi yang mempunyai *grade rating* yang rendah menjanjikan tingkat *coupon rate* yang tinggi akan menyebabkan timbulnya harga obligasi yang rendah karena akan jatuh di pasar portofolio yang secara langsung menurunkan tingkat imbal hasil indeks obligasi korporasi di pasar.

Dari uraian diatas, maka perlu dilakukan analisis dengan dua tahap yaitu: *Pertama* mengukur faktor yang dipandang mempengaruhi imbal hasil obligasi korporasi PLN atas pasar yang diukur dengan beta koefisien, dengan pendekatan model faktor, yang disebut *single-factor market model* dengan menggunakan indeks pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai proksi atas faktor umum atau faktor sistematis. *Kedua* melakukan regresi betas koefisien yang diperoleh dari regresi tahap pertama dengan variabel-variabel yang mempengaruhinya sebagai bagian faktor-faktor sistematis yaitu *term to maturity, coupon rate, bond rating, dan yield spread* pada obligasi korporasi PLN, untuk menjelaskan risiko sistematis dari hasil korelasinya.

1.3. Tujuan Penelitian

Adapun tujuan penulisan ini adalah menganalisis risiko sistematis pada obligasi korporasi PLN, dengan ruang lingkup analisis sebagai berikut :

1. Menganalisis *single-factor market model* dengan regresi tahap pertama:
 - 1.1. Estimasi hubungan antara imbal hasil berlebih obligasi korporasi PLN dengan imbal hasil indeks pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia.
 - 1.2. Mengukur sumber-sumber risiko obligasi korporasi PLN.
 - 1.3. Menggambarkan garis karakteristik sekuritas obligasi PLN.
 - 1.4. Estimasi atau mengukur beta koefisien untuk regresi tahap kedua.
2. Menganalisis variabel-variabel obligasi korporasi PLN yang dapat menjelaskan hubungannya dengan risiko sistematis:
 - 2.1. Analisis korelasi beta koefisien dengan *term to maturity*, *coupon rate*, dan *bond rating* didalam menjelaskan risiko sistematis.
 - 2.2. Analisis korelasi beta koefisien dengan *term to maturity*, *coupon rate*, dan *yield spread* didalam menjelaskan risiko sistematis.
 - 2.3. Analisis korelasi beta koefisien dengan *term to maturity*, *coupon rate*, *bond rating*, dan *yield spread* didalam menjelaskan risiko sistematis.

1.4. Manfaat Penelitian

Dari penulisan ini diharapkan dapat memberikan gambaran kepada investor dan manajemen PLN didalam menganalisis hubungan antara tingkat imbal hasil yang berlebih atas pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia (BEI) sebagai proksi faktor sistematis yang valid didalam mengukur sensitivitas imbal hasil obligasi PLN terhadap pasar yang diukur dengan beta koefisien PLN. Dan menganalisis korelasi beta koefisien dengan variabel-variabel (*term to maturity*, *coupon rate*, *bond rating*, dan *yield spread*) sebagai bagian faktor-faktor makro (sistematis) didalam menjelaskan risiko sistematis. Bagi akademik sebagai bahan referensi mahasiswa didalam mempelajari obligasi korporasi.

1.5. Metodologi Penelitian

Adapun pendekatan-pendekatan yang dilakukan didalam penyusunan karya akhir ini meliputi :

1. Sumber Data

Penelitian lapangan (data primer) : meliputi pengamatan, pengumpulan dan analisis data. Penelitian dilakukan dengan pengumpulan data historis, wawancara, buku-buku referensi dan *browsing internet*.

2. Jenis Penelitian

Penelitian yang dilakukan bersifat kuantitatif dengan menggunakan data historis *market portfolio, bond rating, coupon, term to maturity*, dan *yield*.

3. Penelitian Penjelasan

Penelitian yang dirancang untuk menjelaskan hubungan sebab dan akibat diantara sejumlah variabel dengan suatu regresi.

Adapun langka-langka yang dilakukan didalam penyusunan tulisan ini sebagai berikut :

1. Persiapan,
2. Menemukan pandangan literatur yang berhubungan dengan obligasi PLN.
3. Mengumpulkan data analisa
4. Membuat suatu regresi.
5. Menganalisa dan mengintreprestasikan.
6. Menyimpulkan hasil analisa.
7. Selesai.

1.6. Sistematika Pembahasan

Karya Akhir ini tersusun dalam 5 Bab dengan komposisi :

BAB I PENDAHULUAN

Latar belakang dan masalah penulisan Karya Akhir, tujuan penulisan, metodologi penulisan, serta sistematika penulisan.

BAB II LANDASAN TEORI

Beberapa teori yang menjelaskan analisis faktor-faktor makro (sistematis) dan variabel-variabel obligasi korporasi PLN yang dapat menjelaskan risiko sistematis.

BAB III METODOLOGI PENELITIAN

Beberapa sumber-sumber data, *teks book*, dan jurnal-jurnal penelitian yang dapat dikembangkan menjadi bahan dan model didalam menganalisis risiko sistematis pada obligasi korporasi PLN.

BAB IV LATAR BELAKANG PERUSAHAAN

Bab ini berisi sejarah berdirinya perusahaan, struktur organisasi pada saat ini, perkembangan perusahaan, dan keuangan perusahaan sebagai bidang yang diteliti untuk Karya Akhir ini.

BAB V ANALISIS

Analisis data historis yaitu data-data obligasi korporasi PLN, pemerintah, dan indeks pasar obligasi korporasi Bursa Efek Indonesia (BEI) dari tahun 2004-2008, yaitu untuk menganalisis risiko sistematis pada obligasi korporasi PLN.

BAB VI KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan penting dan ringkasan beberapa rekomendasi berupa saran yang dapat digunakan sebagai referensi menganalisis risiko sistematis dari suatu obligasi PLN.

DAFTAR REFERENSI

LAMPIRAN