

BAB 1 PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Manajemen keuangan merupakan disiplin ilmu yang berfokus pada pengambilan keputusan finansial yang optimal untuk mencapai tujuan keuangan melalui pengelolaan risiko dan tingkat pengembalian. Dalam praktiknya, pengambilan keputusan investasi menjadi salah satu aspek utama karena menentukan bagaimana dana dialokasikan pada berbagai instrumen keuangan. Oleh sebab itu, investor dituntut untuk mampu memilih dan mengelola instrumen finansial secara rasional berdasarkan data empiris serta mempertimbangkan hubungan antara risiko dan return. Dengan demikian, pemahaman terhadap dinamika harga instrumen keuangan menjadi elemen penting dalam proses pengambilan keputusan investasi yang efektif (Suharti, 2021).

Sebagai bagian dari manajemen keuangan, manajemen sekuritas secara khusus berfokus pada pengelolaan instrumen yang diperdagangkan di pasar modal, seperti saham dan obligasi. Harga sekuritas dalam manajemen sekuritas ditentukan melalui mekanisme pasar yang dipengaruhi oleh faktor makroekonomi serta karakteristik intrinsik instrumen tersebut Keswani *et al.*, (2024). Obligasi pemerintah sebagai instrumen pendapatan tetap umumnya dipandang memiliki risiko relatif rendah, namun tetap mengalami fluktuasi harga di pasar sekunder akibat perubahan inflasi, nilai tukar, serta persepsi investor terhadap risiko dan imbal hasil yang diharapkan (Naning Fatmawatie *et al.*, 2024). Kondisi ini menunjukkan bahwa meskipun tergolong aman, obligasi tetap memerlukan analisis yang komprehensif dalam kerangka manajemen sekuritas.

Obligasi Negara Ritel Indonesia (ORI) merupakan instrumen utang yang diterbitkan oleh pemerintah dengan maksud memperluas basis investor dalam negeri serta mendukung pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN). Berbeda dengan obligasi konvensional, ORI ditujukan khusus bagi individu masyarakat (ritel) yang ditandai oleh kupon tetap, risiko default yang sangat rendah akibat jaminan pemerintah, serta kemampuan untuk diperdagangkan di pasar sekunder. Pemilihan ORI sebagai subjek penelitian didasarkan pada fungsinya yang unik sebagai instrumen investasi ritel negara yang secara langsung dipengaruhi oleh dinamika makroekonomi, sekaligus mencerminkan pola perilaku investor individu yang berbeda dari investor institusional.

Dalam periode 2014–2024, muncul fenomena menarik di mana pasar ORI menunjukkan pertumbuhan dan tantangan yang substansial. Jumlah investor mengalami peningkatan drastis dari sekitar 30.000 pada tahun 2014 menjadi lebih dari 250.000 pada tahun 2024 (DJPPR Kemenkeu, 2024), namun harga ORI di pasar sekunder mengalami fluktuasi signifikan sebagai akibat perubahan tingkat inflasi, nilai tukar rupiah, kupon, dan rating Indonesia. Periode ini dipilih karena mencakup tiga fase ekonomi krusial pra-pandemi, pandemi COVID-19, dan pasca-pandemi yang masing-masing menampilkan kondisi makroekonomi yang beragam. Sebagai contoh, inflasi sempat menurun hingga 1,68% pada tahun 2021 sebelum meningkat kembali ke 5,51% pada tahun 2022 (Bank Indonesia, 2024), sementara nilai tukar rupiah mengalami pelemahan hingga sekitar

Rp15.900 per dolar Amerika Serikat pada tahun 2023. Fenomena ini menimbulkan diskrepansi antara teori dan realitas, di mana harga beberapa seri ORI justru meningkat di tengah tekanan inflasi dan depresiasi rupiah. Dengan demikian, dinamika harga ORI selama satu dekade terakhir belum sepenuhnya dapat dijelaskan oleh teori klasik obligasi. Oleh karena itu, fenomena peningkatan harga ORI di tengah tekanan inflasi dan depresiasi rupiah menimbulkan urgensi untuk melakukan penelitian yang mengintegrasikan variabel inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating dalam satu model analisis. Penelitian ini menjadi penting untuk memberikan bukti empiris yang lebih komprehensif mengenai mekanisme pembentukan harga ORI di pasar sekunder, khususnya dalam periode 2014–2024 yang mencakup fase pra-pandemi, pandemi, sehingga mampu menjembatani kesenjangan antara teori, temuan penelitian terdahulu, dan fenomena empiris di pasar obligasi ritel Indonesia.

Salah satu faktor utama yang memengaruhi harga ORI adalah inflasi (PRAYOGA, 2025). Fluktuasi inflasi selama periode 2020–2022 menunjukkan dinamika penting, di mana inflasi berada pada tingkat 1,68% pada tahun 2020 dan meningkat menjadi 5,51% pada tahun 2022 akibat kenaikan harga energi dan pangan (Bank Indonesia, 2024). Secara teoritis, peningkatan inflasi mendorong investor untuk menuntut imbal hasil yang lebih tinggi, sehingga menekan harga obligasi. Temuan penelitian sebelumnya mendukung hubungan ini, di mana (Putri et al., 2025) menyatakan bahwa inflasi memengaruhi harga obligasi pemerintah, dan (Kalangi, Date et al., 2024) menemukan bahwa inflasi merupakan salah satu determinan harga obligasi di Bursa Efek Indonesia (BEI). Fenomena perubahan inflasi yang cukup tajam antar tahun tersebut menunjukkan bahwa inflasi relevan untuk dianalisis dalam kaitannya dengan harga ORI.

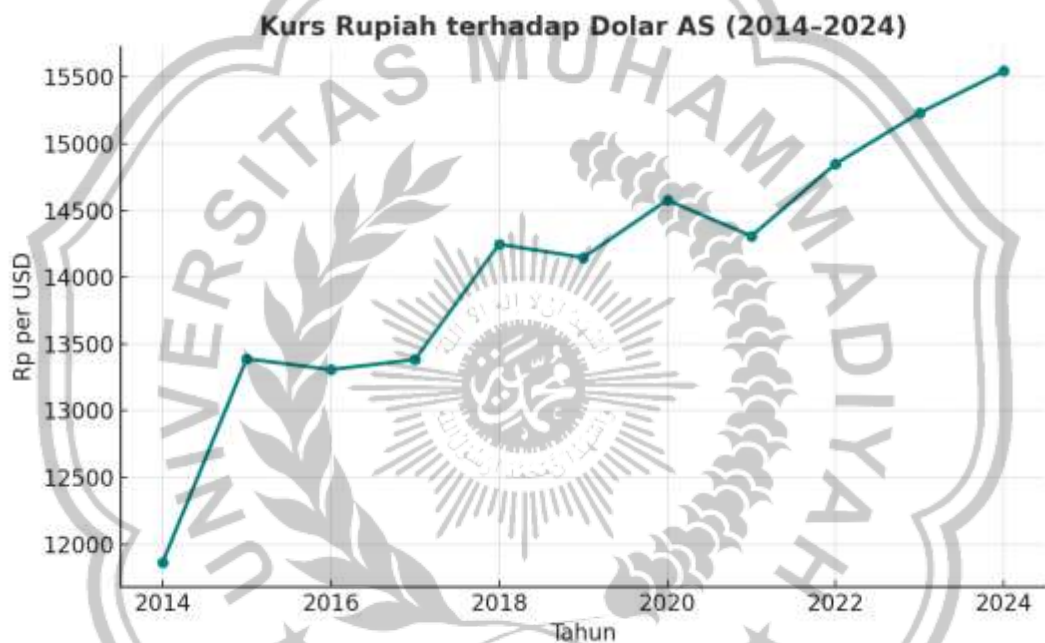


Sumber: Badan Pusat Statistik (BPS) dan Bank Indonesia, 2024

Gambar 1. 1 Perkembangan Inflasi

Sumber : <https://www.bi.go.id/en/statistik/indikator/target-inflasi.aspx>

Selain inflasi, nilai tukar rupiah terhadap dolar Amerika Serikat juga memainkan peran penting (Prayoga, 2025). Pada akhir tahun 2023, rupiah mengalami depresiasi signifikan hingga sekitar Rp15.900 per dolar AS (Bank Indonesia, 2024). Secara teoritis, pelemahan nilai tukar meningkatkan risiko aset yang berdenominasi rupiah, sehingga imbal hasil obligasi naik dan harga turun. Penelitian (Rahayu, 2025) menunjukkan bahwa kurs rupiah berpengaruh negatif signifikan terhadap obligasi pemerintah, sementara (Kalangi Date et al., 2024) menegaskan bahwa volatilitas kurs merupakan salah satu faktor penentu harga obligasi. Dengan demikian, fenomena pelemahan rupiah yang menyebabkan penyesuaian imbal hasil dan harga obligasi juga berdampak langsung pada harga ORI di pasar sekunder.

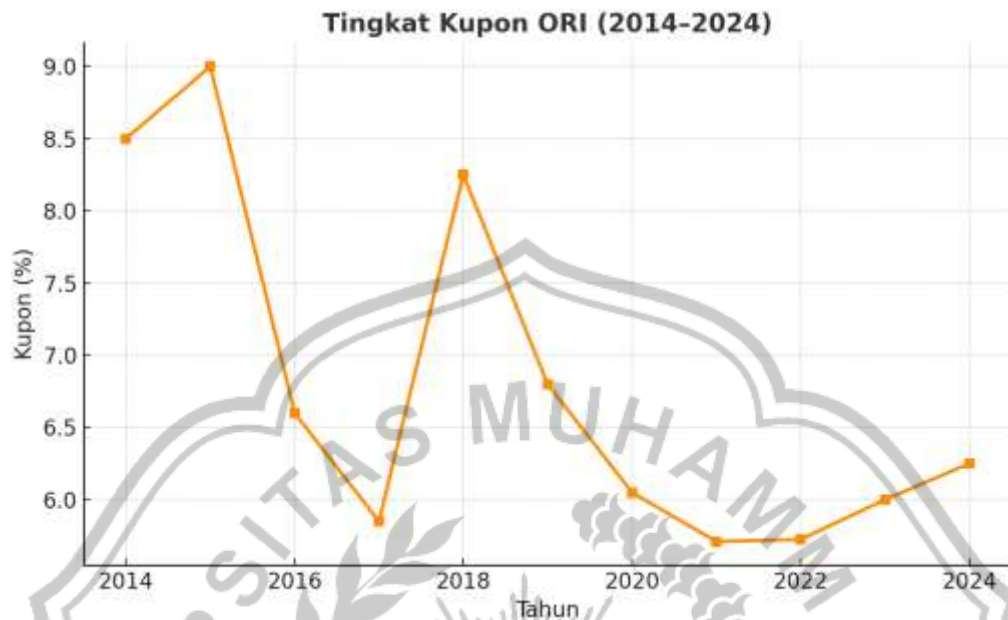


Gambar 1. 2 Perkembangan Kurs Rupiah Terhadap Dolar

Sumber : <https://satudata.kemendag.go.id/data-informasi/perdagangan-dalam-negeri/nilai-tukar>

Selain faktor makroekonomi, karakteristik instrumen seperti kupon juga memengaruhi harga ORI (Simamora et al., 2023). Dalam periode 2014–2024, tingkat kupon ORI berkisar antara 5,57% hingga 9% (Kementerian Keuangan, 2024). Secara teoritis, semakin tinggi kupon obligasi, semakin tinggi pula nilai ekonomisnya karena memberikan pendapatan tetap yang lebih besar bagi investor. Penelitian (Harianto., 2021) membuktikan bahwa kupon berpengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi korporasi, sedangkan (Putri et al., 2025) menegaskan bahwa kupon merupakan variabel paling dominan dalam memengaruhi harga obligasi pemerintah. Variasi tingkat

kupon antar seri ORI yang memengaruhi stabilitas dan daya tarik harga di pasar sekunder menunjukkan bahwa kupon merupakan faktor penting untuk dianalisis dalam penelitian ini.



Gambar 1. 3 Perkembangan Tingkat Kupon ORI

Sumber : <https://www.bareksa.com/berita/sbn/2022-09-22/imb-al-hasil-ori022-ditetapkan-hari-ini-begini-prediksi-dan-historikal-kupon-ori>

Faktor berikutnya adalah rating, yang mencerminkan persepsi risiko kredit suatu negara atau penerbit obligasi. Indonesia mempertahankan rating BBB dengan outlook stabil pada tahun 2023–2024 dari lembaga pemeringkat internasional seperti Fitch Ratings, mencerminkan stabilitas fiskal dan risiko kredit yang rendah. Secara teoritis, rating yang lebih tinggi meningkatkan minat investor dan harga obligasi karena risiko gagal bayar dianggap lebih rendah. Penelitian (Simamora, et.al., 2025) dan (Bunga et al., 2021) menunjukkan bahwa rating memiliki pengaruh positif signifikan terhadap harga obligasi. Stabilitas rating Indonesia dalam beberapa tahun terakhir mendukung persepsi positif investor dan memengaruhi harga ORI di pasar sekunder.



Gambar 1. 4 Rating ORI

Sumber : <https://tradingeconomics.com/indonesia/rating>

Meskipun sejumlah penelitian telah mengeksplorasi variabel-variabel yang mempengaruhi instrumen obligasi di Indonesia, temuan-temuan tersebut masih menunjukkan variasi signifikan di antara para peneliti. Sebagai contoh, (Putri et al., 2025) mengidentifikasi bahwa variabel kupon memiliki dampak paling kuat terhadap harga obligasi pemerintah, sedangkan pengaruh inflasi dan nilai tukar hanya bersifat sedang dan tidak selalu bermakna secara statistik. Di sisi lain, kajian (Kalangi, et al., 2024) menunjukkan bahwa inflasi serta nilai tukar memberikan dampak positif yang signifikan terhadap harga obligasi di Bursa Efek Indonesia, sementara variabel suku bunga menunjukkan pengaruh negatif yang signifikan. Temuan berbeda juga disampaikan oleh (Rahayu, 2025), yang menemukan bahwa nilai tukar rupiah memiliki dampak negatif yang signifikan terhadap obligasi pemerintah, sedangkan inflasi tidak menunjukkan signifikansi.

Selain itu, (Simamora1. et.al. 2025) membuktikan bahwa rating dan kupon memberikan dampak positif yang signifikan terhadap harga obligasi korporasi, sedangkan (Bunga et al., 2021), (Putri et al., 2025) menunjukkan bahwa rating memiliki pengaruh negatif yang signifikan, meskipun kupon tetap memberikan dampak positif. Variasi dalam arah dan intensitas pengaruh ini mengindikasikan bahwa hasil penelitian sebelumnya belum mencapai konsistensi, baik dalam variabel makroekonomi (inflasi, nilai tukar) maupun karakteristik instrumen (kupon, rating). Ketidakkonsistenan tersebut mendorong perlunya penelitian ulang mengenai dampak inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating terhadap harga Obligasi Negara Ritel (ORI), khususnya dengan

menggunakan rentang data yang lebih ekstensif dari periode 2014–2024 untuk menghasilkan bukti empiris yang lebih mendalam.

Dari perspektif inflasi, Indonesia mengalami pola yang tidak stabil. Setelah inflasi mencapai titik terendah pada tahun 2021 sebesar 1,56%, angka tersebut meningkat drastis menjadi 5,51% pada tahun 2022, sebelum kembali menurun ke 2,61% pada tahun 2023 (Bank Indonesia, 2024). Fluktuasi ini menimbulkan anomali empiris, karena meskipun inflasi meningkat pada tahun 2022, harga Obligasi Negara Ritel seri ORI021 justru menguat di pasar sekunder, diduga akibat peningkatan minat investor ritel pasca-pandemi. Hal ini bertentangan dengan teori Fisher, yang menyatakan bahwa inflasi tinggi seharusnya menekan harga obligasi, sehingga menciptakan fenomena ketidaksesuaian empiris. Penelitian (Putri et al., 2025) juga menunjukkan bahwa hubungan antara inflasi dan harga obligasi di Indonesia bersifat tidak konsisten antarperiode, di mana dampak inflasi melemah ketika terjadi peningkatan permintaan dari investor ritel.

Terkait, nilai tukar rupiah, fenomena depresiasi terhadap dolar Amerika Serikat yang mencapai kisaran Rp15.900/USD pada akhir tahun 2023 (BI, 2024) seharusnya mengurangi minat terhadap aset berdenominasi rupiah. Namun, data dari Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan menunjukkan bahwa penjualan ORI023 dan ORI024 tetap meningkat signifikan, masing-masing mencapai Rp25,4 triliun dan Rp26,6 triliun, yang menandakan minat investor yang tetap tinggi meskipun rupiah melemah. Fenomena ini tidak sejalan dengan teori Paritas Daya Beli (PPP), yang memprediksi bahwa depresiasi kurs akan menurunkan harga obligasi. Perilaku ini mengindikasikan resiliensi investor domestik terhadap risiko nilai tukar, sebagaimana juga dicatat dalam penelitian (Rahayu, 2025), yang menemukan bahwa pengaruh kurs terhadap harga obligasi pemerintah tidak selalu signifikan dalam jangka pendek.

Dari sisi tingkat kupon, Kementerian Keuangan mencatat tren penurunan kupon ORI dari 8,5% (ORI016 tahun 2019) menjadi 6,25% (ORI025 tahun 2024), meskipun permintaan investor terus meningkat (DJPPR, 2024). Fenomena ini menunjukkan anomali pasar di mana penurunan tingkat imbal hasil justru tidak mengurangi daya tarik ORI, yang bertentangan dengan teori Penilaian Obligasi. Penelitian (Kalangi, Date et al., 2024) juga menemukan bahwa kenaikan suku bunga acuan tidak selalu diikuti oleh penurunan harga obligasi, menandakan bahwa faktor psikologis dan kepercayaan terhadap pemerintah lebih dominan dalam memengaruhi minat investor terhadap ORI.

Terkait variabel peringkat kredit, Indonesia mempertahankan peringkat BBB dengan outlook stabil dari Fitch Ratings (2023–2024), yang menunjukkan kondisi fiskal yang kuat. Namun, harga ORI di pasar sekunder tetap mengalami volatilitas tinggi pada periode yang sama. Fenomena ini mengindikasikan bahwa stabilitas peringkat tidak selalu menjamin kestabilan harga ORI, karena harga lebih sensitif terhadap sentimen inflasi dan kebijakan suku bunga global. Penelitian (Simamora, 2025) memperkuat hal ini dengan menyatakan bahwa peringkat memiliki

pengaruh signifikan terhadap obligasi korporasi, namun dampaknya terhadap obligasi pemerintah relatif lebih kecil karena dijamin oleh negara.

Secara keseluruhan, fenomena tersebut menggambarkan bahwa pergerakan harga ORI dalam lima tahun terakhir tidak sepenuhnya sesuai dengan teori klasik obligasi, melainkan dipengaruhi oleh kombinasi faktor perilaku investor, kebijakan fiskal, dan kondisi ekonomi global. Anomali empiris ini memperkuat urgensi penelitian untuk menganalisis secara simultan pengaruh inflasi, kurs, kupon, dan peringkat terhadap harga Obligasi Negara Ritel (ORI) selama periode 2014–2024.

Penelitian ini berkontribusi pada pengayaan kajian empiris terkait faktor-faktor yang memengaruhi harga Obligasi Negara Ritel Indonesia (ORI) melalui integrasi variabel makroekonomi (inflasi dan nilai tukar) serta karakteristik instrumen (kupon dan rating) dalam satu model analisis. Kajian sebelumnya, seperti yang dilakukan oleh (Fatmawati, Date et al, 2024) serta (Prayoga, 2025), mengindikasikan hubungan dinamis antara variabel makroekonomi dan yield obligasi, namun belum secara spesifik mengkaji ORI. Oleh karena itu, penelitian ini menyediakan kerangka teoritis inovatif yang disesuaikan dengan konteks pasar ritel Indonesia.

Secara praktis, temuan penelitian ini diharapkan mampu menjadi acuan bagi investor individu dan pemerintah dalam merumuskan strategi investasi serta kebijakan penerbitan ORI. Investor dapat memanfaatkan hasil penelitian ini untuk mengevaluasi risiko dan potensi pengembalian obligasi berdasarkan kondisi makroekonomi, sedangkan pemerintah (melalui DJPPR Kemenkeu) dapat menggunakannya untuk merancang kebijakan penetapan kupon dan strategi pemasaran ORI yang lebih responsif terhadap dinamika ekonomi. Kajian serupa oleh (Putri et al., 2025) menegaskan signifikansi pemahaman sensitivitas harga obligasi terhadap variabel makro dalam proses pengambilan keputusan investasi publik.

Kebaruan penelitian ini terletak pada periode analisis yang ekstensif (2014–2024), yang mencakup fase pra-pandemi, pandemi COVID-19, dan pasca-pandemi. Sejumlah kajian dalam lima tahun terakhir, seperti penelitian oleh Putri et al. (2025), Rahayu (2025), Kalangi dan Maramis (2024), serta Simamora (2025), umumnya berfokus pada yield obligasi pemerintah atau obligasi konvensional dan belum secara spesifik mengkaji harga Obligasi Ritel Indonesia (ORI) di pasar sekunder dalam satu model komprehensif. Selain itu, sebagian penelitian hanya menggunakan kombinasi terbatas antara variabel makroekonomi dan karakteristik instrumen obligasi. Oleh karena itu, penelitian ini mengintroduksi pendekatan integratif yang menggabungkan variabel inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating dalam menjelaskan fluktuasi harga ORI, sehingga diharapkan mampu memberikan kontribusi empiris yang lebih mutakhir dan relevan dengan kondisi pasar keuangan Indonesia saat ini.

Motivasi utama penelitian ini berasal dari inkonsistensi temuan empiris dalam kajian sebelumnya mengenai dampak inflasi, nilai tukar, kupon, dan rating terhadap harga obligasi di Indonesia. Sebagai contoh, (Kalangi, Date et al., 2024) mengidentifikasi pengaruh positif inflasi terhadap harga obligasi, sedangkan (Rahayu, 2025) menunjukkan hasil negatif. Inkonsistensi

tersebut mendorong kebutuhan akan penelitian yang memanfaatkan data lebih mutakhir dan komprehensif untuk menghasilkan kesimpulan empiris yang valid serta relevan dengan kondisi pasar keuangan Indonesia terkini.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan fenomena fluktuasi harga Obligasi Negara Ritel Indonesia (ORI) di pasar sekunder yang terpengaruh oleh dinamika inflasi, nilai tukar rupiah, tingkat kupon, serta rating obligasi, dengan mempertimbangkan inkonsistensi temuan dari penelitian sebelumnya dan ketiadaan kajian yang secara simultan mengevaluasi keempat variabel tersebut dalam periode jangka panjang 2014–2024, maka rumusan masalah penelitian ini dirumuskan sebagai berikut:

1. Apakah inflasi berpengaruh signifikan terhadap harga ORI di pasar sekunder selama periode 2014–2024?
2. Apakah nilai tukar rupiah berpengaruh signifikan terhadap harga ORI di pasar sekunder selama periode 2014–2024?
3. Apakah tingkat kupon berpengaruh signifikan terhadap harga ORI di pasar sekunder selama periode 2014–2024?
4. Apakah rating berpengaruh signifikan terhadap harga ORI di pasar sekunder selama periode 2014–2024?

1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui pengaruh inflasi terhadap harga Obligasi Negara Ritel (ORI) di Indonesia periode 2014–2024.
2. Untuk mengetahui pengaruh kurs rupiah terhadap dolar Amerika Serikat terhadap harga ORI di Indonesia periode 2014–2024.
3. Untuk mengetahui pengaruh tingkat kupon ORI terhadap harga ORI di Indonesia periode 2014–2024.
4. Untuk mengetahui pengaruh rating obligasi terhadap harga ORI di Indonesia periode 2014–2024.

1.4 Manfaat Penelitian

1. Manfaat Teoretis Hasil

penelitian ini diharapkan dapat memperkaya literatur ilmiah dalam bidang ekonomi keuangan, khususnya mengenai faktor-faktor yang memengaruhi harga obligasi ritel pemerintah di negara berkembang seperti Indonesia. Penelitian ini juga dapat memperkuat teori hubungan antara variabel makroekonomi (inflasi dan kurs) serta faktor mikro obligasi (kupon dan rating) terhadap nilai pasar obligasi. Dengan demikian, penelitian ini dapat menjadi acuan untuk riset akademik lanjutan mengenai pasar surat utang negara dan investasi ritel.

2. Manfaat Praktis

Manfaat praktis dalam penelitian ini yaitu memberikan gambaran mengenai faktor-faktor yang memengaruhi harga Obligasi Negara Ritel (ORI), khususnya inflasi, kurs USD/IDR, kupon ORI, dan rating Indonesia. Hasil penelitian ini diharapkan dapat membantu investor dalam mengevaluasi risiko dan potensi keuntungan investasi ORI, serta menjadi bahan pertimbangan bagi pemerintah dalam menetapkan kebijakan yang berkaitan dengan penerbitan dan pengelolaan Obligasi Negara Ritel di Indonesia.

