

## DAFTAR ISI

Halaman Judul	i
Lembar Pengesahan	ii
Kata Pengantar	iv
Abstrak	vi
Abstact	vii
Ringkasan Disertasi	viii
Summary	xiv
Daftar Tabel	xxiv
Daftar Gambar	xxvi
Daftar Lampiran	xxviii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah	1
1.2 Research Gap	10
1.2.1 Perbedan Pengaruh Tingkat Inflasi Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	11
1.2.2 Perbedaan Pengaruh Cadangan Devisa Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	15
1.2.3 Perbedaan Pengaruh Tingkat Suku Bunga Domestik Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	16
1.2.4 Perbedaan Pengaruh Kinerja Pasar Saham Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	19
1.2.5 Perbedaan Pengaruh Kurs Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	21
1.2.6 Perbedaan Pengaruh Tingkat Suku Bunga Internasional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	24
1.2.7 Perbedaan Pengaruh Harga Minyak Dunia Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	26
1.2.8 Perbedaan Pengaruh Kinerja Sektor Riil Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	28
1.2.9 Perbedan Pengaruh Varian Kondisional Dengan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	30
1.3 Fenomena Imbal Hasil Surat Utang Negara (SUN) Republik Indonesia	34
1.4 Masalah Penelitian	37
1.5 Pertanyaan Penelitian	38
1.6 Orisinalitas Penelitian	39
1.7 Manfaat Penelitian	40
1.7.1 Manfaat Bagi Pengembangan Ilmu	41
1.7.2 Manfaat Operasional Bagi Investor	41
1.7.3 Manfaat Operasional Bagi Pemerintah	42
1.8 Tujuan Penelitian	42
1.9 Lingkup Disertasi	44

<b>BAB II</b>	<b>TELAAH PUSTAKA DAN PENGEMBANGAN MODEL PENELITIAN</b>	<b>47</b>
2.1	Rational Valuation Theory dan The Law of One Price	47
2.1.1	Pengembangan Model Teoritis dan <i>Arbitrage Pricing Theory (APT)</i> Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	42
2.1.2	Risiko Volatilitas dan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	52
2.1.3	Risiko Fundamental dan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	56
2.1.4	Return Produk Substitusi dan Komplementer dan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	61
2.2	Proposisi dan Model Teoritik Dasar	64
2.3	Pengembangan Model Penelitian Empiris	65
2.4	Hasil Yang Diharapkan dan Hipotesis	67
<b>BAB III</b>	<b>METODE PENELITIAN</b>	<b>75</b>
3.1	Desain Penelitian	75
3.2	Populasi dan Sampel	76
3.3	Definisi Operasional dan Pengukuran Variabel Penelitian	77
3.4	Teknik Pengumpulan Data	81
3.5	Metode Analisis Data	81
3.5.1	Model Multifaktor	81
3.5.2	Pendeteksian Autokorelasi	82
3.5.3	Pendeteksian Varian Kondisional	85
3.5.4	Proses GARCH	86
3.5.5	Proses TGARCH (Threshold GARCH)	86
3.5.6	Proses EGARCH	87
3.5.7	Estimasi Maximum Likelihood	88
3.5.8	Uji Kelayakan Model	90
	3.5.8.1 <i>Uji Correlogram Residual Kuadrat</i>	90
	3.5.8.2 <i>Uji ARCH-LM</i>	91
	3.5.8.3 <i>Uji Godness of Fit Model (Uji-F)</i>	91
	3.5.8.4 <i>Koefisien Determinasi (<math>R^2</math>)</i>	92
3.5.9	Perbandingan Model dan Pemilihan Model Terbaik	93
	3.5.9.1 <i>Akaike Info Criterion (AIC)</i>	93
	3.5.9.2 <i>Schwarz Criterion (SC)</i>	94
3.5.10	Pengujian Hipotesis (Uji-z)	94
3.5.11	Pengujian Akurasi Model	95
<b>BAB IV</b>	<b>HASIL ANALISIS</b>	<b>96</b>
4.1	Analisis Deskriptif	96
4.1.1	Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	96
4.1.2	Inflasi	97
4.1.3	Cadangan Devisa	99

4.1.4	Tingkat Suku Bunga Domestik	101
4.1.5	Return Pasar Saham	102
4.1.6	Kurs	103
4.1.7	Tingkat Suku Internasional	105
4.1.8	Kinerja Sektor Ril	106
4.2	Estimasi Model dan Pengujian Hipotesis	108
4.2.1	Estimasi OLS Model	108
4.2.2	Pengujian Autokorelasi	110
4.2.3	Pengujian Varian Kondisional Pada Model Multifaktor	111
4.2.4	Estimasi Maximum Likelihood Model Multifaktor dan Varian Kondisional	113
	4.2.4.1 Estimasi Model Multifaktor-GARCH	114
	4.2.4.2 Estimasi Model Multifaktor-GARCH-M	118
	4.2.4.3 Estimasi Model Multifaktor-TGARCH	121
	4.2.4.4 Estimasi Model Multifaktor-TGARCH-M	125
	4.2.4.5 Estimasi Model Multifaktor-EGARCH	128
	4.2.3.6 Estimasi Model Multifaktor-EGARCH-M	131
4.3	Pemilihan Model Terbaik	135
4.4	Pengujian Hipotesis	136
4.5	Perbandingan Besar Pengaruh Antar Variabel Independen	142
4.6	Akurasi Model Multifaktor EGARCH-M	143
4.7	Keunggulan Model Multifaktor EGARCH-M	146
<b>BAB V PEMBAHASAN</b>		<b>148</b>
5.1	Model Determinan Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	148
5.2	Pengaruh Faktor Risiko dan harga Produk Substitusi dan Komplementer Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	149
5.3	Hasil Pengujian Hipotesis	151
5.3.1	Perilaku Varian Kondisional Imbal Hasil SUN	151
5.3.2	Pengaruh Risiko Volatilitas Masa Lalu Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	153
5.3.3	Pengaruh Risiko Gagal Bayar Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	155
5.3.4	Pengaruh Risiko Suku Bunga Pasar Domestik terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	156
5.3.5	Pengaruh Risiko Inflasi Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	158
5.3.6	Pengaruh Risiko Suku Bunga Internasional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	160
5.3.7	Pengaruh Risiko Perubahan Kinerja Sektor Riil Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	162
5.3.8	Pengaruh Return Pasar Saham Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	164
5.3.9	Pengaruh Kinerja Pasar Valas terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	167

5.3.10	Pengaruh Harga Minyak Dunia Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	168
5.4	Pengaruh Terbesar Variabel Independen Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	170
<b>BAB VI KESIMPULAN, IMPLIKASI DAN KETERBATASAN PENELITIAN</b>		<b>171</b>
6.1	Model Terbaik	171
6.2	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis	62
6.2.1	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Perilaku Varian Residual Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	172
6.2.2	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Varian Kondisional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	172
6.2.3	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Cadangan Devisa Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	173
6.2.4	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Tingkat Suku Bunga Pasar Domestik Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	173
6.2.5	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Inflasi Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	174
6.2.6	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Tingkat Suku Bunga Internasional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	175
6.2.7	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Kinerja Sektor Riil Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	176
6.2.8	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Return Pasar SAham Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	176
6.2.9	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Kurs Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	176
6.2.10	Kesimpulan Hasil Pengujian Hipotesis Mengenai Pengaruh Harga Minyak Dunia Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	177
6.3	Kesimpulan Mengenai Pengaruh Variabel Yang Paling Dominan	177
6.4	Implikasi Teoritis	178
6.5	Implikasi Praktis	181
6.6	Keterbatasan Penelitian dan Agenda Penelitian Mendatang	183
	Daftar Pustaka	185
	Daftar Istilah dan Singkatan	195
	Lampiran	197

## Daftar Tabel

Tabel 1.1	Ringkasan Research Gap Pengaruh Inflasi Terhadap Imbal hasil Obligasi Pemerintah	14
Tabel 1.2	Ringkasan Research Gap Pengaruh Cadangan Devisa Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	16
Tabel 1.3	Ringkasan Research Gap Pengaruh Tingkat Suku Bunga Domestik Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	18
Tabel 1.4	Ringkasan Research Gap Pengaruh Kinerja Pasar Saham Terhadap Imbal hasil Obligasi Pemerintah	20
Tabel 1.5	Ringkasan Research Gap Pengaruh Kurs Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	23
Tabel 1.6	Ringkasan Research Gap Pengaruh Tingkat Suku Bunga Internasional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	25
Tabel 1.7	Ringkasan Research Gap Pengaruh Harga Minyak Dunia Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	27
Tabel 1.8	Ringkasan Research Gap Pengaruh Kinerja Sektor Riil Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	29
Tabel 1.9	Ringkasan Research Gap Pengaruh Varian Kondisional Terhadap Imbal Hasil Obligasi Pemerintah	32
Tabel 1.10	Imbal Hasil Rata-rata dan Deviasi Standar SUN Tenor 5 tahun	34
Tabel 3.1	Definisi Operasional Variabel	80
Tabel 3.2	Batas kritis Uji Statistik Durbin-Watson d	84
Tabel 4.1	Nilai Statistik Deskriptif Imbal Hasil SUN	97
Tabel 4.2	Nilai Statistik Deskriptif Inflasi	98
Tabel 4.3	Nilai Statistik Deskriptif Cadangan Devisa	100
Tabel 4.4	Nilai Statistik Deskriptif Tingkat Suku Bunga SBI	101
Tabel 4.5	Nilai Statistik Deskriptif Return IHSG	103
Tabel 4.6	Nilai Statistik Deskriptif Kurs	104
Tabel 4.7	Nilai Statistik Deskriptif Tingkat Suku FED	105
Tabel 4.8	Nilai Statistik Deskriptif Indeks Produksi Industri Bulanan	107
Tabel 4.9	Hasil Estimasi Ordinary Least Square (OLS) Model Multifaktor	109
Tabel 4.10	Hasil Uji ARCH LM	113
Tabel 4.11	Hasil Estimasi Model Multifaktor-GARCH	115
Tabel 4.12	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-GARCH	118
Tabel 4.13	Hasil Estimasi Model Multifaktor-GARCH-M	119
Tabel 4.14	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-GARCH-M	121
Tabel 4.15	Hasil Estimasi Model Multifaktor-TGARCH	123
Tabel 4.16	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-TGARCH	125
Tabel 4.17	Hasil Estimasi Model Multifaktor- TGARCH-M	126
Tabel 4.18	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-TGARCH-M	128
Tabel 4.19	Hasil Estimasi Model Multifaktor-EGARCH	129
Tabel 4.20	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor- EGARCH	131

Tabel 4.21	Hasil Estimasi Model Multifaktor E-GARCH-M	133
Tabel 4.22	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-EGARCH-M	136
Tabel 4.23	Perbandingan Nilai Adj. $R^2$ , Log Likelihood, AIC, dan SC Untuk Semua Model	135
Tabel 4.24	Nilai Koefisien Terstandardisasi	143
	Hasil Estimasi Model Multifaktor EGARCH-M 155	
Tabel 4.25	Nilai MAE, MAPE, dan RMSE Model Multifaktor EGARCH-M In Sample Prediction	144
Tabel 4.26	Nilai MAE, MAPE, dan RMSE Model Multifaktor EGARCH-M Out of Sample Prediction	14572



## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Pergerakan Imbal Hasil SUN Tenor 5 Tahun	35
Gambar 1.2	Lingkup Disertasi	44
Gambar 3.1	Diagram Tulang Ikan Tahapan Penelitian	76
Gambar 4.1	Grafik Pergerakan Imbal Hasil SUN Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	97
Gambar 4.2	Grafik Pergerakan Inflasi Bulanan Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	99
Gambar 4.3	Grafik Pergerakan Cadangan Devisa Bulanan Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	100
Gambar 4.4	Grafik Pergerakan Tingkat Suku Bunga SBI Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	102
Gambar 4.5	Grafik Return IHSG Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	103
Gambar 4.6	Grafik Kurs Rupiah Terhadap US\$	104
Gambar 4.7	Grafik Tingkat Suku Bunga FED	106
Gambar 4.8	Grafik Indek Produksi Industri Bulanan	107
Gambar 4.9	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Estimasi OLS Model Multifaktor	112
Gambar 4.10	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model GARCH (1,1)	117
Gambar 4.11	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model Multifaktor-GARCH-M	120
Gambar 4.12	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model Multifaktor-TGARCH	124
Gambar 4.13	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model Multifaktor-TGARCH-M	127
Gambar 4.14	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model Multifaktor-EGARCH	130
Gambar 4.15	Hasil Analisis Correlogram Residual Kuadrat Model Multifaktor-EGARCH-M	134
Gambar 4.16	Perbandingan Nilai Aktual dan Nilai prediksi In Sample Model Multifaktor EGARCH-M	144
Gambar 4.17	Perbandingan Nilai Aktual dan Nilai Prediksi Out of Sample Model Multifaktor EGARCH-M	146
Gambar 5.1	Varian Kondisional Imbal Hasil SUN Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	152
Gambar 5.2	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Cadangan Devisa Non Emas Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	156
Gambar 5.3	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Tingkat Suku Bunga SBI Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	157
Gambar 5.4	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Inflasi Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	159
Gambar 5.5	Posisi Kepemilikan Bank, Non Bank dan Asing Pada SBN	161

Gambar 5.6	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Tingkat Suku Bunga FED Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	162
Gambar 5.7	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Industry Production Index Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	164
Gambar 5.8	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan Return IHSG Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	166
Gambar 5.9	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan KURS Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	168
Gambar 5.10	Pergerakan Imbal Hasil SUN dan WTI Periode Januari 2002 s.d. Desember 2009	169



## DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1	Data	197
Lampiran 2	Hasil Estimasi Model OLS	200
Lampiran 3	Hasil Uji ARCH-LM Model OLS	201
Lampiran 4	Hasil Estimasi Model Multifaktor-GARCH	202
Lampiran 5	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-GARCH	203
Lampiran 6	Hasil Estimasi Model Multifaktor-GARCH-M	204
Lampiran 7	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-GARCH-M	205
Lampiran 8	Hasil Estimasi Model Multifaktor-TGARCH	206
Lampiran 9	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-TGARCH	207
Lampiran 10	Hasil Estimasi Model Multifaktor-TGARCH-M	208
Lampiran 11	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-TGARCH-M	209
Lampiran 12	Hasil Estimasi Model Multifaktor-EGARCH	210
Lampiran 13	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-EGARCH	211
Lampiran 14	Hasil Estimasi Model Multifaktor-EGARCH-M	212
Lampiran 15	Hasil Uji ARCH-LM Model Multifaktor-EGARCH-M	213
Lampiran 16	Curriculum Vitae	214

