

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sektor keuangan merupakan tulang punggung aktivitas perekonomian karena berfungsi menghimpun dana masyarakat dan menyalurkannya kembali ke berbagai sektor produktif. Perannya dijalankan melalui berbagai lembaga keuangan, baik bank maupun nonbank mulai dari bank sentral, bank umum, BPR, asuransi, dana pensiun, koperasi, pasar modal, pegadaian, pengelola aset hingga perusahaan pembiayaan yang tidak hanya memfasilitasi transaksi, menyediakan likuiditas, dan mengelola risiko, tetapi juga menjalankan fungsi intermediasi, pengalihan aset, serta alokasi pendapatan. Lembaga-lembaga ini bahkan memiliki peran strategis dalam memperluas akses pendanaan bagi pelaku usaha mikro dan kecil melalui persyaratan yang lebih elastis, sehingga mendukung produktivitas dan kesejahteraan masyarakat (Muharajabdinul *et al.*, 2025). Melalui mekanisme tersebut, sektor keuangan menjaga kelancaran arus modal, stabilitas likuiditas, dan kinerja perekonomian nasional, sekaligus menjadi salah satu tujuan investasi paling diminati karena karakteristiknya yang terregulasi dan prospektif; namun demikian, daya tarik sektor ini tetap sangat dipengaruhi oleh kondisi makroekonomi dan stabilitas politik.

Ketidakstabilan politik di Indonesia dalam beberapa tahun terakhir turut membentuk persepsi risiko di pasar keuangan. Pergantian pejabat ekonomi strategis, seperti transisi dari Ibu Sri Mulyani kepada Bapak Purbaya Yudhi Sadewa, serta wacana penggabungan sejumlah BUMN besar termasuk lembaga

keuangan oleh Danantara (Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2025), menciptakan ketidakpastian arah kebijakan. Menurut Putri (2025), dinamika ini memunculkan ekspektasi baru terhadap kebijakan fiskal dan moneter. Di tengah perubahan tersebut, sentimen pasar menjadi bercampur antara optimisme dan kehati-hatian: sebagian pihak menilai adanya peluang reformasi, sementara investor merespons secara defensif akibat potensi penyesuaian kebijakan dan pergeseran prioritas ekonomi. Kondisi ini berdampak pada meningkatnya volatilitas pasar modal, terutama pada sektor keuangan yang sensitif terhadap perubahan regulasi serta ekspektasi makroekonomi. Penataan ulang portofolio oleh investor untuk mengantisipasi risiko juga memperkuat fluktuasi harga saham dan obligasi di sektor ini.

Perubahan kondisi politik dan makroekonomi tersebut kemudian memperbesar tekanan pada instrumen pendanaan korporasi, terutama obligasi sektor keuangan yang menjadi sumber pendanaan jangka panjang. Peningkatan persepsi risiko mendorong naiknya *yield* karena investor menuntut premi risiko lebih tinggi, sehingga sensitivitas harga obligasi terhadap perubahan suku bunga acuan Bank Indonesia (*BI rate*) semakin kuat. Menurut Kasnelly & Agustia (2025) menunjukkan bahwa kebijakan suku bunga berpengaruh signifikan terhadap valuasi obligasi, di mana kenaikan suku bunga menekan harga obligasi dan meningkatkan *yield* yang diharapkan. Dalam konteks ketidakpastian sistemik, fluktuasi *BI rate* menjadi faktor penentu utama pembentukan harga, membuat obligasi semakin rentan terhadap gejolak pasar.

Kondisi tersebut menegaskan pentingnya penerapan model pengukuran risiko yang mampu menangkap hubungan nonlinier antara harga obligasi dan perubahan

pasar. Pendekatan Delta–Gamma *Value at Risk* (VaR) relevan digunakan karena dapat memperhitungkan sensitivitas harga terhadap perubahan *return* melalui parameter delta (*linear*) dan gamma (kuadratik), serta mengakomodasi distribusi *return* yang tidak normal (*fat tails*). Model ini dinilai lebih representatif dibandingkan pendekatan VaR konvensional yang hanya mengasumsikan linieritas dan distribusi normal (Jorion, 2007).

Pentingnya pengukuran risiko pasar yang akurat telah mendorong berbagai penelitian terdahulu mengenai *Value at Risk* (VaR). Anam *et al.*, (2020) menggunakan metode *Variance–Covariance* dan *Likelihood Ratio* pada portofolio obligasi pemerintah, tetapi belum mempertimbangkan sensitivitas nonlinier melalui pendekatan Delta–Gamma. Maruddani & Abdurakhman (2022) mengembangkan metode *Exponential Duration with Convexity* (EDC) dan Delta–Normal VaR, namun analisis masih terbatas pada obligasi pemerintah tanpa validasi melalui *backtesting*. Devitasari *et al.* (2023) menerapkan Delta–Normal VaR dengan durasi eksponensial dan konveksitas, tetapi belum menguji performa model Delta–Gamma. Sementara itu, Sulistianingsih *et al.* (2024) mengombinasikan pendekatan Delta–Gamma–Theta Normal *Approximation* (DGTNA) dengan *Kupiec Backtesting* pada instrumen derivatif seperti opsi saham dan emas, tetapi belum mengaplikasikannya pada obligasi korporasi sektor keuangan di Indonesia.

Penelitian ini mengisi kesenjangan tersebut dengan menganalisis risiko harga pada obligasi korporasi sektor keuangan menggunakan model Delta–Gamma *Value at Risk* (VaR) yang mengakomodasi sensitivitas nonlinier terhadap perubahan *return*. Validasi model dilakukan melalui *Backtesting* untuk memastikan reliabilitas hasil risiko. Analisis dilakukan pada obligasi dengan peringkat kredit berbeda

(idAAA, idAA, idA, idBBB) serta jangka waktu jatuh tempo yang bervariasi sehingga memungkinkan perbandingan risiko berdasarkan kualitas kredit dan durasi obligasi.

Pendekatan ini memiliki kebaruan (*novelty*) dalam konteks pengukuran risiko pasar di Indonesia. Model Delta–Gamma VaR tidak hanya mempertimbangkan durasi (delta) seperti model *Variance–Covariance* atau Delta–Normal VaR, tetapi juga memasukkan konveksitas (gamma) untuk menangkap perubahan harga yang nonlinier akibat fluktuasi tingkat bunga. Kombinasi metode ini dengan *backtesting* memberikan validasi empiris terhadap ketepatan model, sehingga hasil analisis dapat digunakan untuk memahami profil risiko obligasi korporasi sektor keuangan secara lebih komprehensif di tengah kondisi politik dan ekonomi yang dinamis.

1.2 Rumusan Masalah

1. Bagaimana nilai *Value at Risk* (VaR) pada obligasi korporasi sektor keuangan menggunakan model Delta–Gamma selama periode 9 Oktober 2020 hingga 9 Oktober 2025?
2. Bagaimana perbedaan tingkat risiko antar obligasi berdasarkan peringkat (*rating*) dan durasi jatuh tempo (*maturity date*)?
3. Seberapa besar sensitivitas nilai obligasi terhadap perubahan tingkat suku bunga yang tercermin melalui ukuran *duration modified* dan *convexity*?
4. Apakah hasil *Value at Risk* dengan pendekatan Delta–Gamma memenuhi validitas model berdasarkan *backtesting*?

1.3 Batasan Masalah

1. Penelitian ini menggunakan data harga harian obligasi korporasi sektor keuangan pada periode 9 Oktober 2020 hingga 9 Oktober 2025 sebagai dasar perhitungan risiko.
2. Obligasi yang dianalisis dibatasi pada instrumen dengan tanggal pencatatan (*listing date*) pada tahun 2020 atau sebelumnya, serta memiliki tanggal jatuh tempo (*maturity date*) setelah tahun 2025, sehingga seluruh obligasi dalam sampel tetap aktif selama periode observasi.
3. Obligasi yang digunakan pada penelitian ini hanya terbatas oleh *rating* idAAA, idAA, idA, idBBB.
4. Metode pengukuran risiko yang digunakan dalam analisis ini adalah model *Value at Risk* (VaR) Delta–Gamma, sedangkan pengujian validitas model dilakukan menggunakan *backtesting*.

1.4 Tujuan Penelitian

1. Mengukur risiko harga obligasi korporasi sektor keuangan dengan menggunakan model *Value at Risk* (VaR) Delta–Gamma.
2. Menganalisis perbedaan risiko obligasi berdasarkan peringkat kredit (*rating*) dan jangka waktu jatuh tempo (*maturity date*).
3. Menilai sensitivitas harga obligasi terhadap perubahan *return* melalui pengukuran *duration* dan *convexity*.
4. Menghitung tingkat validitas hasil perhitungan *Value at Risk* menggunakan *backtesting* sebagai alat verifikasi model.