

Risiko-risiko Obligasi dan Strategi Portfolio Obligasi

Oleh : Zainal Arifin

PENDAHULUAN

Di tengah harga saham yang tidak kunjung membaik, mulai pertengahan tahun 1992 banyak perusahaan mencari sumber lain untuk membiayai investasinya dengan menawarkan obligasi. Dimulai oleh PT Tigaraksa Satria yang menawarkan obligasi pada bulan Juni. Kemudian disusul perusahaan-perusahaan lain termasuk PLN yang permintaan obligasinya sampai oversubscribed.

Dibandingkan dengan saham, obligasi memang memberikan pendapatan dalam jumlah yang lebih pasti yaitu berupa bunga dan pelunasan obligasi pada saat jatuh tempo. Atau dengan kata lain, obligasi mempunyai risiko yang lebih rendah dari pada saham. Namun demikian bukan berarti bahwa obligasi tidak mempunyai risiko.

Pada awal bulan Juni 1993, Bapepam tidak mengeluarkan izin efektif emisi obligasi yang diusulkan oleh Bank International Indonesia karena dinilai tidak cukup aman bagi investor. Bapepam mengkhawatirkan bahwa investor tidak akan menerima pelunasan obligasi, karena jenis obligasi yang dikeluarkan adalah *subordinary*, jika sewaktu-waktu perusahaan bangkrut. Tidak menerima pelunasan obligasi hanyalah salah satu bentuk risiko yang mungkin akan dihadapi investor obligasi yang disebut *risiko de-*

fault. Masih banyak risiko lain yang mungkin akan dialami seseorang yang berinvestasi dalam obligasi.

RISIKO-RISIKO OBLIGASI

Suatu harta dalam kondisi berisiko bila harta tersebut kita investasikan. Untuk mengevaluasi keamanan suatu investasi diperlukan studi menyeluruh tentang dua sisi dari risiko.

Sisi yang pertama adalah risiko bahwa harta yang kita tanamkan akan hilang baik sebagian, yang berupa penurunan nilai, maupun keseluruhan. Sisi yang kedua adalah risiko kehilangan kesempatan untuk menginvestasikan harta kita dalam investasi lain yang memberikan yield yang lebih tinggi. Jika harta kita sudah terlanjur diinvestasikan ke suatu investasi, maka kesempatan untuk memperoleh yield yang lebih tinggi yang ditawarkan investasi lain tidak bisa kita manfaatkan.

1. Risiko Pilihan

Risiko pilihan terjadi bila investor menggunakan kriteria yang salah dalam memilih suatu obligasi. Banyak investor yang keputusan investasinya hanya dibuat berdasarkan yield tanpa memperhatikan risiko. Jika seorang investor menjadikan yield sebagai satu-satunya dasar pemilihan, maka perbandingan yang dilakukannya

*) Drs. Zainal Arifin adalah dosen tetap Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

tidak akan valid, karena kita hanya bisa membandingkan yield untuk menentukan pilihan jika tingkat risikonya sama.

Ada juga investor yang membeli saham atau obligasi suatu perusahaan karena perusahaan tersebut terkenal. Kriteria ini juga bisa menjadikan investasi kita salah arah. Dan masih banyak lagi kriteria-kriteria pemilihan investasi yang menjadikan kita salah dalam memilih investasi. Jika kita salah dalam menentukan pilihan maka kita akan kehilangan kesempatan untuk mendapatkan yield yang lebih baik dengan risiko yang bisa kita tanggung.

2. Risiko Pasar atau Tingkat Bunga

Harga suatu obligasi bergerak berlawanan arah dengan perubahan tingkat bunga di pasar. Ketika tingkat bunga naik (turun), maka harga obligasi akan turun (naik). Investor yang ingin memegang obligasi sampai dengan jatuh tempo akan menanggung risiko kehilangan kesempatan untuk mendapatkan bunga yang lebih tinggi jika tingkat bunga naik tetapi malahan dapat keuntungan jika suku bunga turun. Namun bagi investor yang tidak ingin memegang obligasi hingga jatuh tempo, kenaikan suku bunga turun. Namun bagi investor yang tidak ingin memegang obligasi hingga jatuh tpmo, kenaikan suku bunga merupakan realisasi dari *capital loss* karena harga obligasi turun. Risiko inilah yang disebut sebagai risiko pasar atau risiko tingkat bunga.

3. Risiko Default.

Setiap pemegang obligasi adalah pemberi pinjaman, dan meskipun perusahaan yang mengeluarkan obligasi terikat kewajiban untuk membayar bunga dan prinsipal, investor masih harus

memperhatikan risiko default. Risiko ini bisa berupa pembatalan atau penundaan pembayaran bunga dan yang lebih parah lagi jika perusahaan tidak mampu melunasi obligasinya pada saat jatuh tempo.

4. Risiko Likuiditas

Risiko likuiditas berhubungan dengan kemudahan investor untuk menjual obligasinya pada atau mendekati harga yang wajar. Alat ukur yang biasa digunakan adalah besarnya *spread* antara *bid price* dan *offer price* yang ditetapkan oleh dealer. Semakin tinggi spreadnya maka semakin tinggi risiko likuiditasnya. Untuk investor yang memegang obligasi hingga jatuh tempo, risiko likuiditas ini tidak begitu penting.

Risiko likuiditas juga bisa diukur dari kemampuan kita untuk menarik kembali investasi. Jika harga obligasi sekarang lebih rendah dari pada harga saat kita membeli maka kita hanya akan bisa menjualnya jika kita mau menanggung rugi. Atau kita menunggu sampai harganya paling tidak sama dengan waktu kita membeli, dan berarti obligasi kurang likuid.

Risiko likuiditas ini harus dibedakan dengan risiko marketability. Risiko marketibility adalah berhubungan dengan kemudahan investor untuk menjual obligasinya. Risiko marketibility obligasi rendah jika obligasi tersebut diperdagangkan secara publik dan tersedia pasar sekundernya.

5. Risiko Diversifikasi

Kebanyakan investor tahu pepatah bahwa jangan menaruh semua telur dalam satu keranjang. Tetapi diversifikasi tidak sekedar menyebarkan risiko dalam beberapa investasi yang berbeda. Diversifikan harus secara cermat diatur dan

direncanakan, sehingga nantinya portfolio tidak berisi kumpulan investasi yang tidak menguntungkan.

Misalnya: seorang investor membeli sejumlah saham dan obligasinya. Jika harga saham atau obligasi meningkat maka saham atau obligasi tersebut akan dijual. Tetapi jika harganya menurun akan tetap disimpan dalam portfolio. Dengan demikian portfolio akan berisi kumpulan saham dan obligasi yang merugi.

Dalam contoh di atas keputusan pembelian investasi sudah didiversifikasi tetapi keputusan penjualannya belum, malahan terlalu selektif. Risiko diversifikasi adalah risiko bahwa potensi pendapatan dan pertumbuhan portfolio akan memburuk sebagai akibat tidak adanya diversifikasi baik pada saat membeli investasi maupun dalam menjualnya.

6. Risiko Obligasi Dilunasi Sebelum Jatuh Tempo

Beberapa obligasi ada yang berisi syarat bahwa perusahaan pengeluar obligasi mempunyai hak untuk melunasi obligasi sebelum jatuh tempo. Ini sebagai antisipasi kalau tingkat bunga pasar jatuh di bawah coupon rate.

Dari sudut investor, ada tiga kerugian dengan adanya persyaratan tersebut. Pertama, cash flow dari obligasi tersebut menjadi tidak bisa diketahui dengan pasti. Kedua, karena perusahaan akan menarik kembali obligasi pada saat tingkat bunga turun, maka investor akan menghadapi risiko reinvestasi, yaitu mereka hanya bisa reinvestasi pada obligasi yang memberikan bunga yang lebih rendah. Ketiga, potensi kenaikan kapital dari obligasi akan berkurang karena harganya tidak akan naik

melebihi harga yang ditetapkan untuk menarik kembali obligasi.

7. Risiko Event

Kadang-kadang kemampuan perusahaan pengeluar obligasi untuk membayar bunga dan prinsipal berubah dengan dratis karena (1) bencana alam atau kecelakaan dalam industri misalnya kebakaran (2) adanya takeover atau restrukturisasi. Kalau takeover tersebut dibiayai dengan hutang (Leverage Buy Out) maka rating obligasi perusahaan akan menurun. Risiko ini disebut risiko event.

RATING UNTUK OBLIGASI

Di Amerika Serikat, sebagian besar obligasi telah diberi rating yang disusun oleh Credit Rating Agency, yaitu suatu lembaga, badan atau perusahaan yang kegiatannya menilai kualitas instrumen hutang dan memberi grade terhadap kualitas tersebut, yang didasarkan pada risiko yang terkandung pada penanaman pada obligasi tersebut. Risiko yang dimaksud adalah risiko yang berhubungan dengan pengembalian prinsipal dan pembayaran bunga tepat pada waktunya (risiko default).

Di Indonesia, rating ini belum ada dan para ahli telah mengemukakan perlunya credit rating agency di Indonesia. Suatu studi yang dibiayai oleh Asian Development Bank berkesimpulan bahwa di Indonesia telah terdapat keadaan yang mendukung pendirian dan kelangsungan hidup credit rating agency (DR. Slanggor 1992).

Bagi investor, credit rating agency akan memberikan pilihan-pilihan dalam melakukan penanaman modal dalam obligasi. Dengan meningkatnya jumlah, ragam dan kegiatan dan cepatnya perubahan yang terjadi pada emiten obligasi, investor tidak mungkin melakukan penilaian sendiri.

Dengan tersedianya rating, investor akan dengan mudah menyusun portfolio sesuai dengan risiko yang dapat diterima.

Untuk dapat memberikan rating yang bermanfaat, credit rating agency harus memenuhi syarat-syarat tertentu. Ada lima prinsip yang harus selalu dipegang oleh credit rating agency yaitu : kebebasan, obyektifitas, keterbukaan, responsif dan komitmen.

Dengan kebebasan dimaksudkan bahwa credit rating agency tidak dikuasai oleh kepentingan, kekuatan dan kekuasaan tertentu termasuk pemerintah. Prinsip kebebasan ini harus tercermin pada susunan kepemilikannya, sehingga tidak suatu kepentingan dan kekuatan yang menguasai credit rating tersebut.

Dalam proses menyusun rating, credit rating agency harus sepenuhnya bebas dari tekanan pihak manapun dan sama sekali tidak memihak baik kepada perusahaan maupun kepada investor. Keputusan harus semata-mata didasarkan pada fasilitas bagi penyaluran dana dari investor ke perusahaan dan bukan sebagai pelindung investor. Inilah yang disebut obyektifitas.

Erat hubungannya dengan obyektifitas ini adalah sistem credit rating harus sepenuhnya sukarela. Perusahaan akan mendapat rating tentang surat hutangnya jika rating tersebut dapat diterima dan investor akan menggunakan rating jika mereka berpendapat rating tersebut berguna bagi mereka. Untuk menjamin kesukarelaan perusahaan maka credit rating agency hanya akan membuat rating jika diminta oleh perusahaan yang bersangkutan. Dan walaupun rating memang diminta oleh perusahaan yang bersangkutan tetapi apakah hasilnya akan diumumkan atau tidak harus sepenuhnya disertakan kepada perusahaan.

Kemudian jika perusahaan tidak menerima hasil rating untuk diumumkan, maka credit rating agency harus merahasiakan baik permintaan rating, penolakan rating dan permintaan tidak diumumkannya rating maupun semua informasi yang telah diberikan oleh perusahaan.

Dengan keterbukaan dimaksudkan credit rating agency harus mengadakan komunikasi yang terbuka baik dengan perusahaan yang surat berharganya dirating dengan pasar. Komunikasi dengan perusahaan dapat dilakukan dengan diskusi mengenai pertimbangan bagi rating yang diberikan oleh credit rating agency.

Dengan responsif dimaksudkan credit rating agency harus segera dapat memenuhi permintaan rating dari perusahaan perusahaan yang mengeluarkan surat hutang, melayani permintaan untuk diskusi dan untuk pemberian penjelasan penolakan rating yang diberikan, walaupun tidak mengubah rating yang sudah ditetapkan.

Terakhir tentang komitmen, yang dimaksud adalah komitmen pimpinan dan staf credit rating agency untuk mempertahankan kredibilitasnya dan untuk menghasilkan rating yang bermutu.

Credit rating agency mendasarkan ratingnya sebagian besar pada rasio finansial emiten. Ratio-ratio kunci yang sering digunakan adalah sbb:

1. **Coverage ratio**, yaitu ratio antara earning perusahaan dengan biaya tetap. Jenis ratio ini misalnya Time Interest Earned Ratio adalah ratio antara EBIT dengan kewajiban pembayaran bunga. Fixed-Charge Coverage Ratio adalah ratio antara EBIT dengan kewajiban pembayaran bunga, sewa dan sinking fund. Rendahnya Coverage ratio pertanda adanya kesulitan

cash flow.

2. **Leverage ratio**, dalam hal ini adalah ratio antara total debt dengan equity (debt to equity ratio). Semakin tinggi leverage berarti semakin tinggi kemungkinan perusahaan tidak mampu membayar bunga prinsipal.

3. **Liquidity ratio**, misalnya Current Ratio yaitu ratio antara current asset minus persediaan dengan current liability. Ratio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk memenuhi kewajiban finansialnya yang berjangka pendek.

4. **Profitability ratio**, misalnya Return on Assets yaitu ratio antara EBIT dengan total assets. Ini merupakan indikator kesehatan finansial perusahaan secara keseluruhan.

5. **Cash flow to Debt ratio**, yaitu ratio antara total cash flow dengan hutang yang beredar. Ratio ini mengukur kemampuan perusahaan untuk membayar kembali hutangnya.

STRATEGI MEMILIH TINGKAT RISIKO INVESTASI OBLIGASI

Investor obligasi bisa menggunakan salah satu dari tiga strategi manajemen portfolio berikut yang sesuai dengan tingkat risiko yang berani mereka tanggung.

Pertama, strategi pasif : Buy and Hold. Strategi ini berupa kegiatan membeli dan memegang suatu obligasi hingga jatuh tempo dan kemudian menginvestasikan kembali penerimaan kas dari pelunasan obligasi tersebut dalam obligasi yang sejenis. Dengan memegang obligasi hingga jatuh tempo, investor tidak akan terpengaruh oleh perubahan nilai obligasi yang disebabkan oleh berubahnya suku bunga bank.

Investor yang beranggapan bahwa obligasi adalah investasi yang aman dengan *cash flow* yang bisa diperkirakan dan

perusahaan harga tidak terlalu besar, sangat cocok dengan strategi buy and hold ini. Dalam perspektif jangka panjang, tujuan mereka adalah suatu hasil yang bisa melebihi tingkat inflasi dengan risiko suku bunga yang minimun. Oleh karena itu obligasi yang dipilih adalah obligasi yang menawarkan bunga tertinggi untuk jangka waktu tertentu dengan memperhatikan segi keamanan atau risiko default dan dari segi perusahaan terhadap obligasi yang dikeluarkan. Penekanan terhadap segi keamanan dan kesinambungan penerima inilah yang menyebabkan hasil yang diterima investor relatif rendah. Investor ingin menekan risiko sekecil mungkin untuk memperoleh hasil yang lebih besar dari pada tingkat inflasi.

Kedua, strategi semi-aktif: Immunization. Immunization merupakan strategi hybrid yang mempunyai baik elemen pasif maupun aktif. Investor yang menginginkan tingkat yang tinggi terhadap akumulasi hasil dalam periode tertentu di masa yang akan datang cocok menggunakan strategi ini.

Beberapa investor tidak ingin melakukan perdagangan atas dasar perkiraan suku bunga, tetapi hanya ingin kepastian mendapat hasil tertentu selama periode investasi yang diinginkan. Masalahnya, ketika suku bunga bank berubah, harga obligasi dan tingkat reinvestasi juga berubah. Tetapi untungnya, keduanya bekerja berlawanan arah. Ketika suku bunga turun, harga obligasi akan naik dan tingkat reinvestasi turun. Karena adanya hubungan yang berlawanan antara risiko suku bunga risiko reinvestasi, maka dapatlah dilakukan immunisasi dengan cara menyeimbangkan kedua risiko tersebut sedemikian rupa agar keduanya bisa saling menghilangkan. Keseimbangan akan terjadi

ketika *durasi* dari portfolio sama dengan horizon investasi. Jadi seorang investor yang horizon investasinya lima tahun harus mencari kombinasi dari jatuh tempo dan coupon yang akan menghasilkan durasi sekitar lima tahun, bukannya mencari obligasi yang jatuh temponya lima tahun, agar perubahan suku bunga di pasar tidak berpengaruh terhadap rencana

pendapatannya.

Contoh perhitungan durasi adalah sebagai berikut. Jika ada obligasi yang nominalnya Rp. 10.000 dengan bunga 8% per tahun dan jatuh tempo dalam waktu 6 tahun, maka durasinya adalah 4,996 tahun (dibulatkan menjadi 5 tahun). Perhitungan nampak seperti tabel 1 di bawah ini.

Tabel 1 : Contoh Perhitungan Durasi

(1) Waktu hingga Pembayaran	(2) Pembayaran	(3) Present Value Pembayaran	(4) Bobot	(5) (1) x (4)
1	800	740.8	0.074	0.074
2	800	685.6	0.069	0.138
3	800	635.2	0.064	0.192
4	800	588.0	0.059	0.236
5	800	544.8	0.054	0.270
6	10,800	6,804.0	0.681	4.086
		<u>9,998.4</u>	<u>1.000</u>	<u>4.996</u>

Pembuktian bahwa naik turunnya suku bunga tidak berpengaruh terhadap rencana pendapatannya nampak pada tabel 2 di bawah ini :

antisipasi suku bunga dan strategi analisis penilaian.

Strategi antisipasi suku bunga mungkin merupakan strategi yang paling

Tabel2 : Terminal Value dari Portfolio Obligasi Setelah 5 tahun.

Penerimaan	Sisa Waktu	Akumulasi Nilai Penerimaan
Bunga Tetap 8%:		
Bunga 1	4 tahun	$800 \times (1.08)^4 = \text{Rp } 1.088,39$
Bunga 2	3 tahun	$800 \times (1.08)^3 = 1.077,77$
Bunga 3	2 tahun	$800 \times (1.08)^2 = 933,12$
Bunga 4	1 tahun	$800 \times (1.08)^1 = 864,00$
Bunga 5	0 tahun	$800 \times (1.08)^0 = 800,00$
Penjualan Obligasi	0 tahun	$10.800 / 1.08 = 10.000,00$
		Rp 14.693,28
Bunga Turun Jadi 7%:		
Bunga 1	4 tahun	$800 \times (1.07)^4 = \text{Rp } 1.048,64$
Bunga 2	3 tahun	$800 \times (1.07)^3 = 980,03$
Bunga 3	2 tahun	$800 \times (1.07)^2 = 915,92$
Bunga 4	1 tahun	$800 \times (1.07)^1 = 856,00$
Bunga 5	0 tahun	$800 \times (1.07)^0 = 800,00$
Penjualan Obligasi	0 tahun	$10.800 / 1.07 = 10.093,46$
		Rp 14.694,05
Bunga Naik Jadi 9%:		
Bunga 1	4 tahun	$800 \times (1.09)^4 = \text{Rp } 1.129,27$
Bunga 2	3 tahun	$800 \times (1.09)^3 = 1.036,02$
Bunga 3	2 tahun	$800 \times (1.09)^2 = 950,48$
Bunga 4	1 tahun	$800 \times (1.09)^1 = 872,00$
Bunga 5	0 tahun	$800 \times (1.09)^0 = 800,00$
Penjualan Obligasi	0 tahun	$10.800 / 1.09 = 9.908,26$
		Rp 14.696,02

Ketiga, strategi aktif. Bagi investor yang ingin memperoleh kemungkinan mendapatkan hasil yang tertinggi, maka strategi aktif ini memberi kesempatan yang terbesar untuk memperolehnya, tentunya dengan risiko yang lebih besar pula. Ada beberapa strategi aktif yang dapat dipilih, namun ada dua yang terpenting yaitu strategi

berisiko karena tergantung pada peramalan yang tidak pasti tentang perilaku suku bunga di masa yang akan datang. Tujuannya adalah untuk melindungi investasi ketika suku bunga diperkirakan naik dan mendapatkan capital gain ketika suku bunga diperkirakan turun. Tujuan ini biasanya dicapai dengan merubah struktur jatuh tempo atau durasi

dari portfolio. Jika suku bunga diperkirakan turun jatuh temponya ditambah.

Dalam strategi ini jika telah diputuskan untuk memperpendek durasi untuk melindungi investasi, maka hilanglah kesempatan untuk memperoleh capital gain. Demikian juga jika durasi diperpanjang sebagai antisipasi penurunan suku bunga maka tindakan ini juga sangat berisiko karena jika yang terjadi sebaliknya (suku bunga naik) maka akan hilanglah kesempatan untuk mendapatkan obligasi yang memberi coupon yang lebih tinggi.

Dengan menggunakan metode analisis penilaian (Valuation Analysis), investor dapat memilih obligasi berdasarkan nilai intrinsiknya. Hasil perhitungan nilai intrinsik dibandingkan dengan harga obligasi di pasar. Jika harga pasar lebih tinggi dari pada nilai intrinsik berarti obligasi tersebut *overvalue*, sebaliknya jika harga pasar lebih rendah dari pada nilai intrinsik maka obligasi *undervalue*.

Berdasarkan hasil analisis tersebut, investor dapat membeli obligasi yang *undervalue* karena diharapkan akan naik, dengan demikian akan diperoleh capital gain. Sebaliknya investor dapat menjual atau menghindari obligasi yang *overvalue*.

PENUTUP

Seorang yang berinvestasi dalam obligasi mempunyai dua jenis risiko. Pertama, risiko bahwa uang yang diinvestasikan dalam obligasi nilainya akan berkurang atau malahan hilang sama sekali. Kedua, risiko hilangnya kesempatan untuk

memperoleh hasil yang lebih tinggi.

Ada beberapa strategi untuk mengurangi risiko-risiko tersebut, hanya saja semakin kecil risiko yang berani ditanggung, misalnya dengan strategi buy and hold atau strategi immunisasi, maka hasil yang bisa diharapkan tidak bisa mencapai maksimum. Kalau investor ingin mendapatkan kemungkinan memperoleh hasil yang tertinggi maka mereka harus mau menanggung risiko yang tinggi pula, yaitu dengan menggunakan strategi aktif.

DAFTAR PUSTAKA

1. Bodie, E. A. Kane, A.J. markus, *INVESMENT*, Irwin, Homewood, Boston, 1989.
2. Fabozzi, J. F dan T. Dessa Fabozzi, *BOND MARKETS, ANALYSIS AND SSTRATEGIES*, Prentice - Hall, engewood Cliffs, New Jersey, 1989.
3. Fong, H. Gifford, *PORTFOLIO CONTRUCTION : FIXED INCOME*, dalam maginn J dan Tuttle D (editor), *MANAGING INVESMENT PORTFOLIOS : A DYNAMIC PROCESS*, Warren, Gorham & Lamont, Boston, New York, 1990.
4. Reilly, K. F *INVESMENT ANALYSIS AND PORTFOLIO MANAGEMENT*, 3rd Edition, The Dryden Press, Orlando, Florida, 1989.
5. Slangor, Dr. *CREDIT RATING AGENCY*, makalah seminar Pasar Modal Menyongsong Tahun 2000, Jakarta 26 Oktober 1992.
6. Thomsett, C. M., *GETTING STARTED IN BONDS*, John wiley & Sons, New York, 1991.