

STUDI TENTANG
PENENTUAN HARGA (*PRICING*) OBLIGASI
DALAM PORTOFOLIO REKSA DANA



Oleh :

Tim Studi Tentang Penentuan Harga (*Pricing*) Obligasi
dalam Portofolio Reksa Dana

BADAN PENGAWAS PASAR MODAL DAN LEMBAGA KEUANGAN
DEPARTEMEN KEUANGAN REPUBLIK INDONESIA
2008

ABSTRAKSI

Valuasi efek dalam portofolio reksa dana diatur dalam Peraturan Bapepam No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana. Dalam peraturan tersebut diatur bagaimana valuasi harga untuk tiap efek dalam penentuan nilai aktiva bersih reksa dana. Untuk efek yang aktif diperdagangkan di bursa efek, maka penentuan nilai pasar wajar dari efek tersebut menggunakan informasi harga perdagangan terakhir efek di bursa efek. Sementara itu, untuk efek yang diperdagangkan di luar bursa efek (*over the counter*) maka penentuan nilai pasar wajarnya menggunakan harga referensi.

Obligasi masuk kategori efek yang diperdagangkan di luar bursa efek (*over the counter*) dan dengan demikian penentuan nilai pasar wajarnya menggunakan harga referensi. Harga referensi adalah rata-rata harga dari kuota jual dan beli yang disampaikan oleh Manajer Investasi kepada PT KSEI. Harga referensi inilah yang dijadikan dasar oleh Manajer Investasi untuk menentukan nilai pasar wajar obligasi yang ada dalam portofolio reksa dana.

Dalam penelitian ini dikaji apakah terdapat perbedaan harga obligasi yang signifikan antara harga referensi dengan harga Nilai Pasar Wajar (NPW) atas obligasi yang terdapat dalam portofolio Reksa Dana. Dari hasil studi diperoleh bahwa terdapat perbedaan harga yang signifikan antara harga referensi dengan Nilai Pasar Wajar untuk sejumlah obligasi. Pada penelitian ini juga diperoleh bahwa kuota harga obligasi dari PLTO yang walaupun masih terbatas ketersediannya, dapat dimanfaatkan sebagai tambahan referensi harga obligasi dalam portofolio reksa dana.

KATA PENGANTAR

Puji syukur kami panjatkan ke hadirat Tuhan Yang Maha Esa yang telah melimpahkan rahmat dan anugerah-Nya, sehingga Tim dapat menyelesaikan penulisan laporan hasil studi Penentuan Harga (*Pricing*) Obligasi dalam Portofolio Reksa Dana. Kami menyadari bahwa studi yang ditetapkan dalam Surat Tugas nomor ST-06/BL.03/2008 tanggal 3 April 2008 ini masih jauh dari sempurna dikarenakan keterbatasan-keterbatasan yang ada. Namun demikian, kami percaya bahwa hal ini tidak mengurangi arti dari penelitian yang telah dilakukan.

Setelah beberapa tahun peraturan No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana diterbitkan maka dipandang perlu untuk melihat sejauh mana peraturan tersebut mempengaruhi manajer investasi dalam menentukan harga obligasi dalam portofolio reksa dana. Apakah harga obligasi yang ditetapkan sudah lebih menunjukkan harga yang sesungguhnya. Di samping itu, ingin juga diketahui apakah data harga obligasi yang terdapat pada PLTO dapat dimanfaatkan untuk lebih menggambarkan harga obligasi yang ada dalam portofolio.

Kami menyadari bahwa studi ini belum sempurna. Karena itu, masukan dari berbagai pihak sangat kami harapkan. Kami berharap pula, studi ini dapat mendorong penelitian-penelitian lanjutan mengenai penentuan harga dalam portolio reksa dana, sebagai kontribusi yang dapat diberikan untuk mewujudkan industri reksa dana Indonesia yang semakin tangguh dan kompetitif pada masa yang akan datang.

Jakarta, Nopember 2008
Tim Studi Penentuan Harga Obligasi
dalam Portofolio Reksa Dana

DAFTAR ISI

ABSTRAKSI	i
KATA PENGANTAR	ii
DAFTAR ISI	iii
DAFTAR TABEL	iv
BAB I PENDAHULUAN	
I.1. Latar Belakang Studi	1
I.2. Permasalahan Studi	2
I.3. Tujuan Studi	3
I.4. Metode Studi	4
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	5
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	
III.1. Metode Pengumpulan Data	11
III.2. Metode Analisis	13
BAB IV ANALISIS DAN PEMBAHASAN	
IV.1. Harga Referensi-NPW 2005	14
IV.2. Harga Referensi-NPW 2006-2007	19
IV.3. PLTO-Referensi-NPW	26
BAB V KESIMPULAN DAN REKOMENDASI	
V.1. Kesimpulan	31
V.2. Rekomendasi	32
DAFTAR PUSTAKA	

DAFTAR TABEL

- Tabel IV.1 Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi dan Nilai Pasar Wajar untuk Tahun 2005
- Tabel IV.2 Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi dan Nilai Pasar Wajar untuk Tahun 2006-2007
- Tabel IV.3 Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi, Nilai Pasar Wajar dan Harga Penutupan PLTO

BAB I

PENDAHULUAN

I. Latar Belakang

Valuasi efek dalam portofolio reksa dana diatur dalam Peraturan Bapepam No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana. Dalam peraturan tersebut diatur bagaimana valuasi harga untuk tiap efek dalam penentuan nilai aktiva bersih reksa dana. Untuk efek yang aktif diperdagangkan di bursa efek, maka penentuan nilai pasar wajar dari efek tersebut menggunakan informasi harga perdagangan terakhir efek di bursa efek. Sementara itu, untuk efek yang diperdagangkan di luar bursa efek (over the counter) maka penentuan nilai pasar wajarnya menggunakan harga referensi.

Valuasi saham tidak memberikan banyak komplikasi dikarenakan harga setiap saat dapat diperoleh di bursa. Tidak demikian halnya dengan obligasi. Perdagangan obligasi yang cenderung bersifat over the counter serta frekuensi transaksi yang juga cenderung tidak sering mengakibatkan harga obligasi sulit ditentukan atau diperoleh.

Sebelum penerbitan peraturan tersebut, harga obligasi yang sulit diperoleh menyebabkan manajer investasi menentukan sendiri harga obligasi yang ada dalam portofolio reksa dana sebagai dasar penentuan nilai aktiva bersih reksa dana. Dengan demikian, sebagai akibat kebebasan manajer investasi dalam menentukan harga

obligasi tersebut, harga obligasi menjadi sangat beragam antara manajer investasi yang satu dengan yang lain.

II. Permasalahan Studi

Peraturan IV.C.2 yang diterbitkan tahun 2005 menyebutkan bahwa Manajer Investasi wajib menyampaikan kuotasi harga penawaran jual dan harga penawaran beli atas obligasi perusahaan secara elektronik dengan menggunakan sistem yang ditetapkan Bapepam, dan untuk Surat Utang Negara (SUN), Penyelenggara Perdagangan Surat Utang Negara di luar Bursa Efek wajib menyampaikan data harga SUN kepada Bapepam secara elektronik dengan menggunakan sistem yang ditetapkan Bapepam. Pada praktiknya, kuotasi harga beli dan jual ini disampaikan kepada PT KSEI dan kemudian PT KSEI membuat rata-rata harga dari kuotasi yang diperoleh. Selanjutnya manajer investasi wajib menggunakan rata-rata harga tersebut sebagai referensi pentuan harga dalam portofolio reksa dana. Dengan adanya harga referensi ini diharapkan akan diperoleh harga obligasi yang lebih mencerminkan harga yang sewajarnya dan tidak terlalu bervariasi antar manajer investasi.

Untuk mengembangkan pasar obligasi secara umum, di pertengahan tahun 2006 Bapepam-LK menerbitkan peraturan No. X.M.3 tentang Pelaporan Transaksi Obligasi. Dengan peraturan ini maka setiap pihak yang melakukan transaksi obligasi baik melalui bursa efek maupun di luar bursa efek wajib melakukan pelaporan transaksi obligasi yang dilakukannya kepada Bapepam-LK melalui Penerima Laporan Transaksi Obligasi (PLTO) yang ditunjuk Bapepam-LK. Dengan peraturan ini

diharapkan harga obligasi sebagai akibat transaksi yang terjadi dapat diakses oleh pihak-pihak yang membutuhkan dalam penetapan harga obligasi.

Setelah tiga tahun peraturan No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana terbit maka dipandang perlu untuk melihat sejauh mana peraturan tersebut mempengaruhi manajer investasi dalam menentukan harga obligasi dalam portofolio reksa dana. Di samping itu, hal lain yang ingin diketahui adalah apakah manajer investasi memanfaatkan data yang dapat diperoleh dari PLTO yang ada sebagai akibat penerbitan peraturan No. X.M.3 tentang Pelaporan Transaksi Obligasi dalam penentuan harga obligasi.

III. Tujuan Studi

Tujuan dilaksanakannya Studi tentang penentuan harga obligasi dalam portofolio reksa dana ini adalah sebagai berikut:

1. Mengkaji efektifitas peraturan IV.C.2 dalam penentuan nilai aktiva bersih reksa dana.
2. Mengkaji seberapa signifikan rata-rata penyimpangan harga obligasi yang ditetapkan manajer investasi dari harga referensi.
3. Memberikan usulan atau rekomendasi dalam penentuan harga obligasi portofolio reksa dana.

IV. Metode Studi

Metode studi yang akan digunakan dalam studi ini terdiri dari studi pustaka maupun studi lapangan.

1. Studi Pustaka

Studi pustaka dilakukan dengan mempelajari dan mengkaji berbagai literatur, peraturan-peraturan, berkaitan dengan penentuan harga obligasi dalam portofolio reksa dana dari berbagai sumber.

2. Studi Lapangan

Studi lapangan dilakukan memperoleh data yang diperlukan terkait dengan penentuan harga referensi obligasi dari PT KSEI serta harga obligasi dalam portofolio reksa dana dari Bank Kustodian. Di samping itu juga akan dilakukan wawancara dan penyebaran kuesioner yang berkaitan dengan penentuan harga obligasi kepada Manajer Investasi.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Manajer investasi sebagaimana disebutkan dalam Undang-Undang Pasar Modal no.8 tahun 1995 adalah Pihak yang kegiatan usahanya mengelola Portofolio Efek untuk para nasabah atau mengelola portofolio investasi kolektif untuk sekelompok nasabah, kecuali perusahaan asuransi, dana pensiun, dan bank yang melakukan sendiri kegiatan usahanya berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku. Dengan demikian tugas dan kewajiban Manajer Investasi adalah dalam hal pengelolaan portofolio efek dan bukan pengelolaan harga. Harga secara tidak langsung diasumsikan adalah harga yang terdapat di pasar.

Namun demikian, harga di pasar tidak selalu mencerminkan kondisi aset yang sebenarnya disebabkan tidak adanya perdagangan ataupun terjadi kondisi emergensi atau yang tidak biasa pada saat investor menjual kembali reksa dana yang dimilikinya. Kondisi ini umum dijumpai untuk reksa dana yang portofolionya adalah obligasi.

Terdapat tiga hal penting terkait dengan kewajiban Manajaer Investasi dalam penentuan harga efek dalam portofolio reksa dana yang dikelolanya. Pertama adalah dalam hal penentuan harga pasar untuk efek portofolio tidak mudah tersedia ketika bursa atau pasar dimana efek tersebut diperdagangkan tidak buka selama satu hari penuh perdagangan, sementara Manajer Investasi harus menentukan harga efek berdasarkan nilai wajar (*fair value price*); Kedua adalah penyediaan tambahan berkaitan dengan proses penentuan nilai wajar, dan menjelaskan faktor-faktor khusus

yang harus dipertimbangkan oleh Manajer Investasi ketika menentukan nilai wajar efek portofolio; dan yang terakhir adalah kewajiban direksi manajer investasi dalam penentuan harga nilai wajar efek, dan tindakan-tindakan yang mungkin diambil oleh direksi apabila tanggung jawab tersebut dipindah-alihkan.

Di Amerika Serikat, pengaturan terkait dengan reksa dana ada pada *The Investment Company Act of 1940* atau Undang-Undang Pengelolaan Investasi tahun 1940. Undang-undang ini mewajibkan pengelola reksa dana untuk menetapkan harga dan mendapatkan kembali saham mereka pada nilai aktiva bersih (NAB) dan membuat pembayaran yang cepat atas *redemption*.

Undang-undang Pengelolaan Investasi tahun 1940 mewajibkan reksa dana untuk menilai efek portofolio mereka dengan menggunakan nilai pasar bila penentuan harga pasar tersedia. Bila penentuan harga pasar tidak tersedia, maka Undang-undang ini mewajibkan dewan Manajer Investasi untuk menentukan nilai wajar efek dengan "itikad baik". Syarat-syarat penentuan harga ini adalah penting untuk memastikan bahwa harga dimana saham dibeli dan ditebus adalah harga wajar, dan tidak mengakibatkan kerugian atau berkurangnya minat pemegang saham.

Ketika bursa atau pasar dimana efek diperdagangkan tidak buka selama satu hari perdagangan, dan tidak ada harga pasar lain yang tersedia, maka penentuan harga pasar tidak lagi mudah tersedia. Dalam kasus seperti itu, Manajer Investasi yang mengelola efek portofolio reksa dana yang diperdagangkan pada bursa atau pasar yang tutup harus menetapkan nilai wajar pada efek-efek tersebut. Misalnya, gempa di Taiwan, Taiwan Stock Exchange ("TSE") tutup selama beberapa hari. Maka dalam kondisi seperti ini, harga pasar untuk efek yang diperdagangkan di TSE tidak tersedia dan Manajer Investasi yang mengelola efek yang demikian diwajibkan untuk

menggunakan nilai wajar dalam menentukan NAB. Untuk mengantisipasi kondisi seperti ini, Manajer Investasi harus mempertimbangkan untuk mengambil prosedur yang dirancang untuk menyiagakan dewan dan *fund management* terhadap kondisi-kondisi yang dapat memaksa penetapan harga nilai wajar atas efek portofolio.

Petunjuk lebih lanjut berkaitan dengan masalah penentuan harga dan faktor-faktor dimana dewan manajer investasi harus melakukan evaluasi jika menentukan nilai wajar efek portofolio diatur pada Accounting Series Release (ASR) No. 113 dan 118, yang dikeluarkan oleh SEC ketika pasar finansial kurang bervariasi dan kurang memiliki dana investasi alternatif. ASR ini tidak dimaksudkan untuk memberikan panduan yang lengkap bagi Manajer Investasi untuk mengatasi semua masalah penentuan harga, baik dalam keadaan darurat maupun situasi yang tidak biasa. Namun dimaksudkan untuk memberikan panduan umum yang membantu menjelaskan beberapa masalah penilaian tertentu.

Sebagai prinsip umum, nilai wajar dari suatu efek portofolio adalah harga yang paling mungkin diperoleh apabila efek tersebut dijual. Nilai wajar tidak dapat berdasarkan pada apa yang mungkin pembeli bayar beberapa saat kemudian seperti pada saat pasar akhirnya memberi nilai sesungguhnya atas efek tersebut. Manajer Investasi juga tidak dapat menentukan harga nilai wajar efek portofolio di harga yang tidak dapat dicapai berdasarkan kepercayaan bahwa manajer investasi tidak perlu menjual efek-efek tersebut. Oleh karena itu, obligasi atau investasi serupa umumnya tidak dapat ada pada nilai par walaupun efek tersebut akan dipegang hingga jatuh tempo dikarenakan manajer investasi tidak dapat menerima nilai par pada saat penjualan efek mereka.

ASR Nomor 113 dan 118 mengakui bahwa tidak ada satu standar untuk menentukan nilai wajar dengan itikad baik (*good faith*). SEC mengambil standar yang lebih fleksibel yang mengharuskan direksi manajer investasi telah mempertimbangkan semua faktor yang relevan terhadap nilai efek dimana penentuan harga pasar tidak tersedia dan untuk menentukan metode mencapai nilai wajar masing-masing efek seperti itu.

ASR No 118 lebih lanjut menyatakan bahwa direksi harus mempertimbangkan semua indikasi dari nilai yang tersedia bagi mereka dalam menentukan nilai wajar yang ditujukan untuk keamanan. Apakah suatu faktor adalah "tepat", dan apakah indikasi tertentu dari nilai tersedia, tergantung pada fakta dan kondisi tertentu. Oleh karena itu, selama kondisi emergensi, dewan manajer investasi harus mengevaluasi banyak faktor yang relevan.

ASR Nomor 113 dan 118 menunjukkan bahwa informasi analisa fundamental adalah salah satu faktor paling penting bagi untuk melakukan evaluasi saat menentukan harga nilai wajar efek portofolio. Analisis dari nilai investasi itu sendiri masih terus menjadi dasar yang penting dalam menentukan nilai wajar. Dalam beberapa situasi dewan manajer investasi mungkin perlu untuk memasukkan sumber-sumber informasi eksternal dalam penentuan nilai wajar. Informasi yang berasal dari pasar finansial dunia dan berbagai produk keuangan dapat membantu dalam menetapkan nilai efek portofolio atau dapat memberikan petunjuk mengenai nilai sekuritas yang dapat dibandingkan ke dalam portofolio.

Faktor-faktor berikut diperlukan oleh dewan manajer investasi dalam mempertimbangkan penentuan harga nilai wajar efek portofolio, antara lain: nilai instrumen keuangan lainnya, termasuk sekuritas derivatif, diperdagangkan di pasar

atau di antara dealer; volume perdagangan di pasar, bursa, atau di antara dealer; nilai sekuritas lainnya yang diperdagangkan di pasar, bursa, atau di antara dealer; perubahan suku bunga; pengamatan dari lembaga keuangan, tindakan atau pengumuman pemerintah (domestik maupun asing) dan kejadian lainnya. Sehubungan dengan sekuritas yang diperdagangkan di pasar luar negeri, faktor yang juga mungkin termasuk adalah nilai sekuritas asing yang diperdagangkan di pasar luar negeri, perdagangan ADR, dana yang ditutup-akhir perdagangan, aktivitas penukaran mata uang asing, dan harga perdagangan produk-produk keuangan yang terkait.

Ketika penentuan harga nilai wajar efek portofolio dalam kondisi emergensi atau kondisi yang tidak biasa, dimana harus dievaluasi sifat dan lamanya peristiwa dan kekuatan yang mempengaruhi pelaksanaan pasar keuangan, terdapat beberapa faktor juga yang harus diperhatikan, seperti evaluasi atas faktor-faktor yang berkaitan dengan kegiatan yang menimbulkan masalah, apakah peristiwa ini kemungkinan akan terjadi lagi, apakah pengaruh peristiwa terisolasi atau apakah peristiwa ini mempengaruhi seluruh pasar, negara, atau daerah. Setidaknya faktor-faktor seperti yang tercantum di atas, atau faktor serupa lainnya, dapat membantu dalam menentukan harga nilai wajar sekuritas portofolio.

Hal penting lain terkait dengan penentuan nilai wajar efek dalam portofolio adalah itikad baik atau *good faith*. Prinsip itikad baik ini penting ketika menentukan harga nilai wajar efek yang sama untuk portofolio yang berbeda. "Itikad baik" adalah konsep yang fleksibel yang dapat menampung berbagai pertimbangan, termasuk penggabungan dari berbagai sumber informasi. Tindakan-tindakan khusus yang dapat diambil Manajer Investasi untuk memenuhi kewajiban itikad baiknya berdasarkan Pasal 2 (a) (41) Undang-undang 1940 akan bervariasi, tergantung pada sifat dari reksa

dana tertentu, situasi dimana Manajer Investasi harus menentukan harga nilai wajar, dan terutama prosedur penentuan harga yang diambil oleh Manajer Investasi.

Pengelola Reksa dana juga dapat menggunakan beberapa teknik lainnya untuk mengurangi beban dari penentuan harga nilai wajar pada direksi. Misalnya, beberapa manajer investasi melimpahkan tanggung jawab tertentu atas keputusan penentuan harga nilai wajar harga kepada komite penaksiran. Komite seperti ini umumnya membantu Manajer Investasi dalam mengembangkan metodologi dimana nilai wajar ini harus dihitung, dan menerapkan metodologi yang disetujui berbasis hari ke hari atau sesering yang diperlukan.

Industri reksa dana di Indonesia, sebagaimana ditetapkan dalam Peraturan IV.C.2, menggunakan harga Referensi sebagai acuan awal penentuan harga obligasi yang ada di dalam suatu reksa dana. Harga Referensi ini adalah harga rata-rata suatu obligasi yang diperoleh dari bermacam-macam harga obligasi tersebut yang disampaikan oleh Manajer Investasi.

BAB III

METODOLOGI PENELITIAN

III.1. Metode Pengumpulan Data

Pendekatan yang digunakan untuk mengumpulkan data dalam penelitian ini adalah melalui studi lapangan dengan memperoleh data dari penerima harga obligasi untuk portofolio reksa dana yakni PT KSEI, dan data dari PLTO (Penerima Laporan Transaksi Obligasi) yakni PT BEI. Selanjutnya juga dilakukan survei literatur terkait dengan peraturan penentuan harga obligasi dalam portofolio reksa dana di beberapa negara.

Tidak seluruh obligasi dalam portofolio reksa dana di pasar modal Indonesia menjadi obyek dalam penelitian ini. Dikarenakan segala keterbatasan yang ada, hanya beberapa obligasi saja yang menjadi sampel dalam penelitian. Data harga obligasi yang diteliti adalah harga untuk obligasi korporasi maupun pemerintah. Kedua obligasi ini kemudian dibagi menjadi dua bagian besar yakni obligasi yang bersifat likuid dan tidak likuid. Obligasi dengan kategori likuid adalah obligasi yang dalam satu tahun lebih dari 100 kali dilakukan transaksi, sedangkan obligasi yang tidak likuid adalah obligasi yang dalam satu tahun kurang dari 100 kali dilakukan transaksi. Obligasi-obligasi tersebut adalah sebagai berikut:

- Obligasi Korporasi Likuid (Sering Transaksi)
 - Medco Energy International I Th 2004 (423 transaksi)
 - Indofood Sukses Makmur II Th 2003 (268)
 - Indosat III Th 2003 Seri A (267)

- Indosiar I Th 2003 (229)
- Adira Dinamika MF I Th 2003 Seri B (208)

- Obligasi Korporasi Tidak Likuid (Jarang Transaksi)
 - Lautan Luas II Th 2003 Seri A (93 transaksi)
 - Summarecon Agung I Th 2003 (80)
 - Matahari Putra Prima II Th 2004 (66)
 - Indomobil Finance Indonesia I Th 2004 Seri C (62)
 - Subordinasi I Bank BTN Th 2004 (45)

- Obligasi Negara
 - Obligasi Negara Th.2004 seri FR0026 (2283 transaksi)
 - Obligasi Negara Th.2002 seri FR0020 (1528)
 - Obligasi Negara Th.2003 seri FR0023 (1697)
 - Obligasi Negara Th.2002 seri VR0031 (33)
 - Obligasi Negara Th.2002 seri VR0028 (13)
 - Obligasi Negara Th.2002 seri VR0020 (69)

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data harga harian. Jangka waktu yang dijadikan dasar penelitian adalah dari tahun 2005 hingga 2007 untuk data harga referensi maupun harga rata-rata Nilai Pasar Wajar (NPW) yang ditetapkan Manajer Investasi. Sedangkan data harga obligasi dari PLTO baru dimulai dari tahun 2006 dikarenakan PLTO sendiri baru berdiri di tahun 2006. Patut diperhatikan pula bahwa data dari PLTO sangat terbatas dikarenakan belum seluruh pelaku jual beli obligasi melaporkan transaksinya. Dengan demikian, dapat dimaklumi bahwa data harian harga obligasi dari PLTO tidaklah data time series murni karena datanya tidak sebanyak data harian untuk harga referensi dan harga NPW. Oleh sebab itu, ketika membandingkan harga obligasi dari PLTO, harga referensi dan NPW, tanggal yang dipergunakan adalah tanggal dimana terdapat ketersediaan harga untuk ketiga

jenis harga obligasi. Data harga obligasi dari PLTO ini adalah data rata-rata harian harga obligasi apabila suatu obligasi diperdagangkan.

III.2. Metode Analisis

Analisis dilakukan dengan menggunakan hasil pengujian statistik atas rata-rata harga obligasi yang ada, apakah berbeda secara signifikan antara harga referensi dengan harga nilai pasar wajar (NPW). Harga referensi adalah harga suatu obligasi yang ditetapkan oleh KSEI dengan cara menentukan rata-rata harga obligasi tersebut yang disampaikan oleh Manajer Investasi yang memiliki obligasi ini. Sedangkan harga NPW adalah rata-rata dari harga obligasi yang digunakan oleh MI untuk menentukan nilai pasar wajar obligasi yang ada dalam portofolio reksa dana yang mereka terbitkan. Secara teoritis, harga referensi dan NPW ini adalah sama.

Analisis yang lain adalah dengan melakukan pengujian statistik apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara rata-rata harga obligasi yang berasal dari PLTO dengan harga referensi dan harga NPW secara bersamaan. Apabila pasar obligasi adalah efisien, maka secara teoritis tidak terdapat perbedaan harga yang signifikan antara harga PLTO, referensi dan NPW. Sebaliknya apabila terdapat perbedaan, maka harga PLTO dapat menjadi tambahan dalam dasar penghitungan harga referensi. Harga PLTO sendiri dapat menjadi acuan NPW apabila seluruh transaksi jual beli obligasi terekam dalam PLTO ini.

BAB IV

ANALISIS DAN PEMBAHASAN

Analisis terhadap harga-harga obligasi seperti yang dijelaskan dalam bab sebelumnya dibagi dalam tiga bagian besar, yakni analisis selisih harga referensi dan NPW di tahun 2005 yang merupakan tahun mulai diterapkannya Peraturan No. IV.C.2, analisis selisih harga Referensi dan NPW untuk periode 2006 dan 2007, dan analisis perbedaan harga PLTO, harga Referensi dan NPW.

IV.1 Harga Referensi-NPW 2005

Tabel IV.1 menyajikan deskripsi data serta pengujian perbedaan harga Referensi dan NPW untuk beberapa obligasi perusahaan yang dikategorikan likuid dan tidak likuid serta empat obligasi pemerintah untuk periode 2005.

Tabel IV.1. Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi dan Nilai Pasar Wajar untuk Tahun 2005

Nama Obligasi	2005			Uji $t^{(1)}$ REFF=NPW (p-value) ²⁾
	N	Rataan (Simpangan Baku)		
		RFF	NPW	
Likuid				
ADIRA DINAMIKA MULTI FIN I TH 2003 SERI B	243	102.20 (5.48)	101.27 (5.76)	1.8276* (0.0682)
OBLIGASI I INDOSIAR TAHUN 2003	243	97.70 (5.89)	97.56 (5.41)	0.2670 (0.7896)
INDOFOOD SUKSES MAKMUR II TH 2003	243	103.24 (2.41)	102.70 (2.23)	2.5696** (0.0105)
INDOSAT III TAHUN 2003 SERI A	242	101.07 (4.59)	100.62 (4.30)	1.1103 (0.2674)
MEDCO ENERGI INTERNASIONAL I TAHUN 2004	243	101.20 (4.82)	100.65 (4.86)	1.2507 (0.2117)
Tidak Likuid				
INDOMOBIL FINANCE INDONESIA I TH 2004 SERI C	243	98.93 (3.15)	98.23 (3.62)	2.2924 (0.0223)
II MATAHARI PUTRA PRIMA TAHUN 2004	243	99.99	99.24	1.4977

		(5.58)	(5.52)	(0.1349)
LAUTAN LUAS II TAHUN 2003 SERI A	243	102.72	100.93	7.7255***
		(1.51)	(3.28)	(0.0000)
SUBORDINASI I BANK BTN TAHUN 2004	243	99.47	97.47	12.3836***
		(1.07)	(2.29)	(0.0000)
OBLIGASI SUMMARECON AGUNG I TAHUN 2003	243	101.62	100.15	3.6865
		(3.92)	(4.82)	(0.0003)
Pemerintah				
FR0026	240	94.23	93.95	0.3376
		(9.14)	(9.32)	(0.7358)
FR0020	243	95.09	110.55	-17.4428***
		(9.80)	(9.74)	(0.0000)
VR0028	184	99.92	84.18	25.10823***
		(0.11)	(8.51)	(0.0000)
VR0020	-	-	-	-
		-	-	-

Catatan:

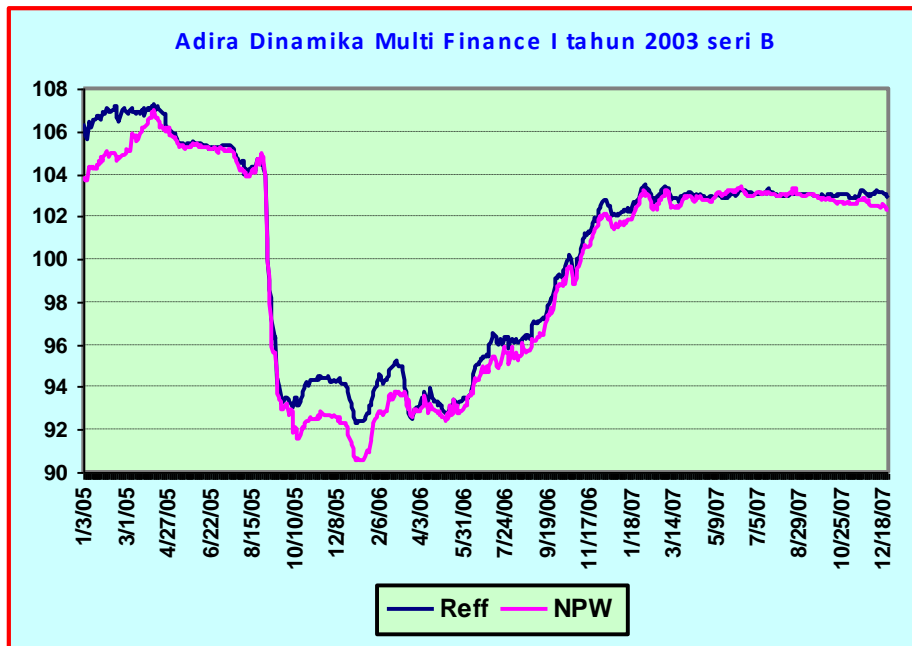
- 1) : *Assuming unequal variances*
 - 2) : *p-value two-tail*
- *** : signifikan pada $\alpha = 1\%$
 ** : signifikan pada $\alpha = 5\%$
 * : signifikan pada $\alpha = 10\%$

Secara umum secara konsisten semua obligasi baik perusahaan dan pemerintah mempunyai harga Referensi yang lebih tinggi dibandingkan harga NPW. Hal ini menunjukkan bahwa Manajer Investasi dalam menentukan harga obligasi dalam portofolionya menganggap bahwa harga Referensi masih terlalu tinggi sehingga mereka memanfaatkan toleransi yang dimungkinkan dalam peraturan IV.C.2 dengan menetapkan NPW lebih rendah dibandingkan harga Referensi.

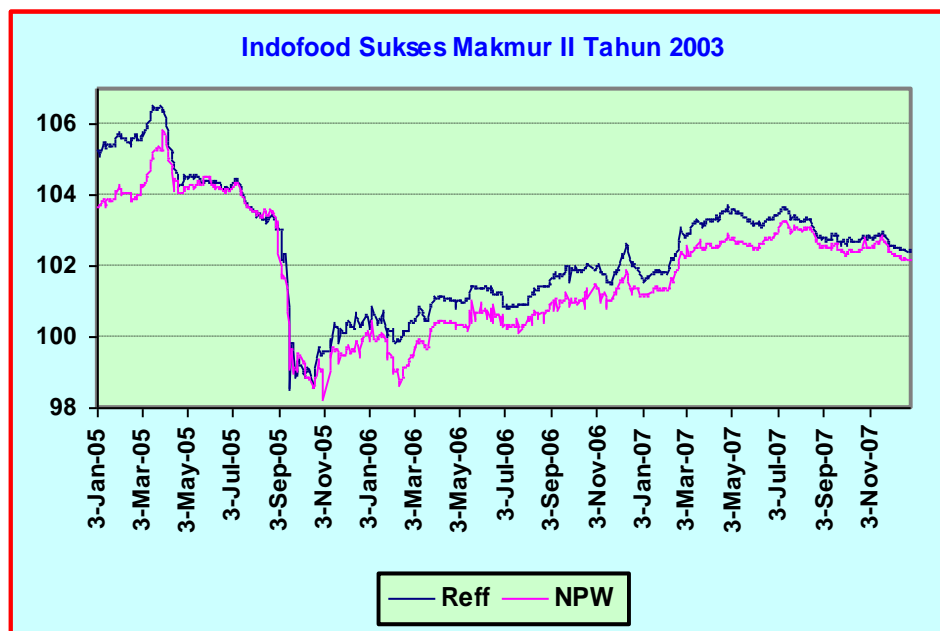
Walaupun demikian secara statistik perbedaan tersebut tidak semuanya signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa beberapa perbedaan yang terjadi bukan disebabkan karena perbedaan perilaku dalam valuasi harga obligasi. Hasil pengujian berdasarkan uji t diperoleh hasil bahwa tiga dari lima obligasi perusahaan yang dikategorikan likuid menunjukkan bahwa harga Referensi dan NPW tidak berbeda secara statistik.

Perbedaan yang secara signifikan menunjukkan bahwa harga Referensi lebih tinggi dari NPW hanya diperoleh untuk obligasi ADIRA DINAMIKA MULTI FIN I TH 2003 SERI B (Grafik 1.) dan INDOFOOD SUKSES MAKMUR II TH 2003 (Grafik 2.).

Grafik 1.

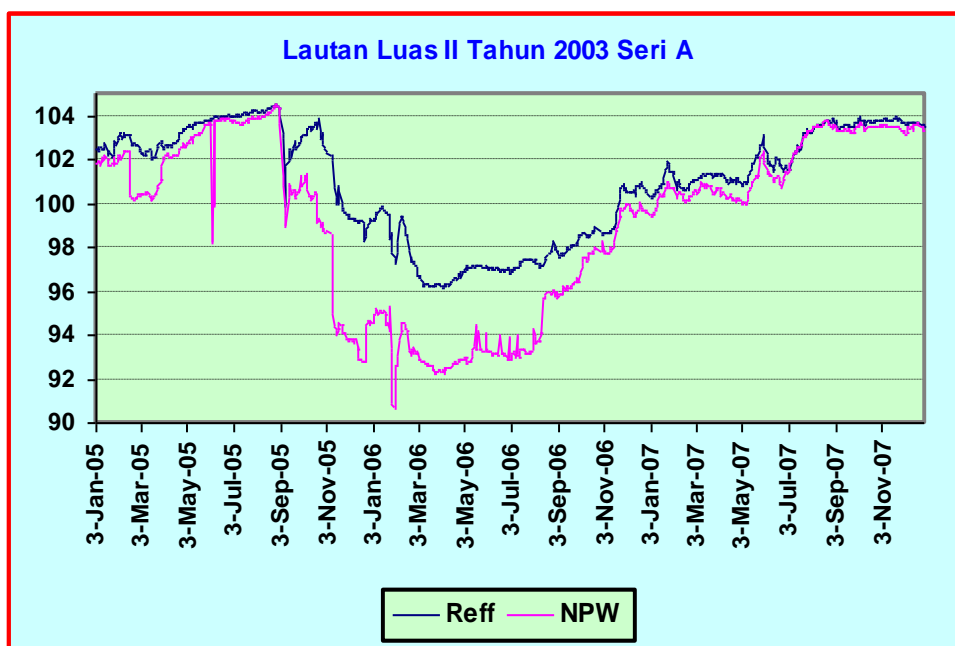


Grafik 2.

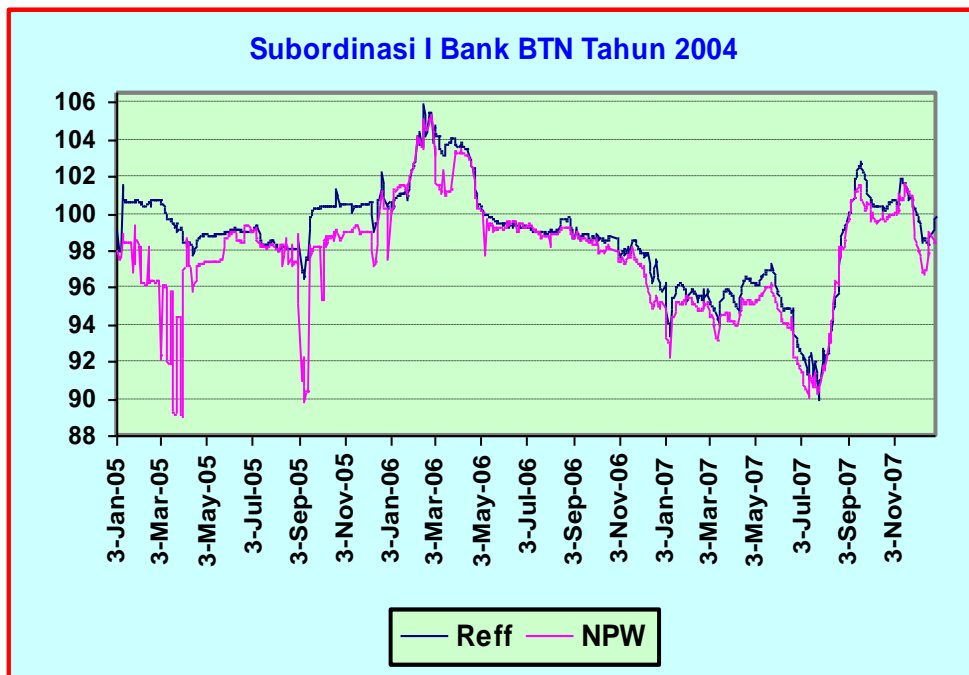


Hal yang sama juga terjadi pada obligasi perusahaan yang dikategorikan tidak likuid. Dari hasil pengujian berdasarkan uji t diketahui bahwa tiga dari lima obligasi perusahaan menunjukkan perilaku harga Referensi dan NPW yang sama. Perbedaan yang secara signifikan menunjukkan bahwa harga Referensi lebih tinggi dari NPW hanya diperoleh untuk obligasi LAUTAN LUAS II TAHUN 2003 SERI A (Grafik 3) dan SUBORDINASI I BANK BTN TAHUN 2004 (Grafik 4).

Grafik 3.

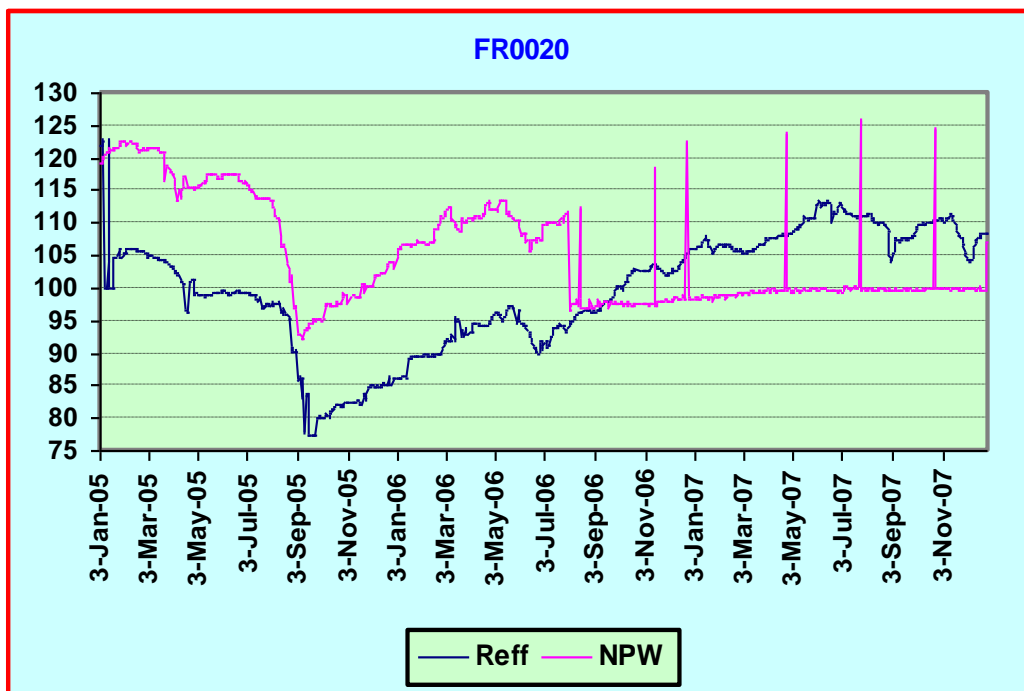


Grafik 4.

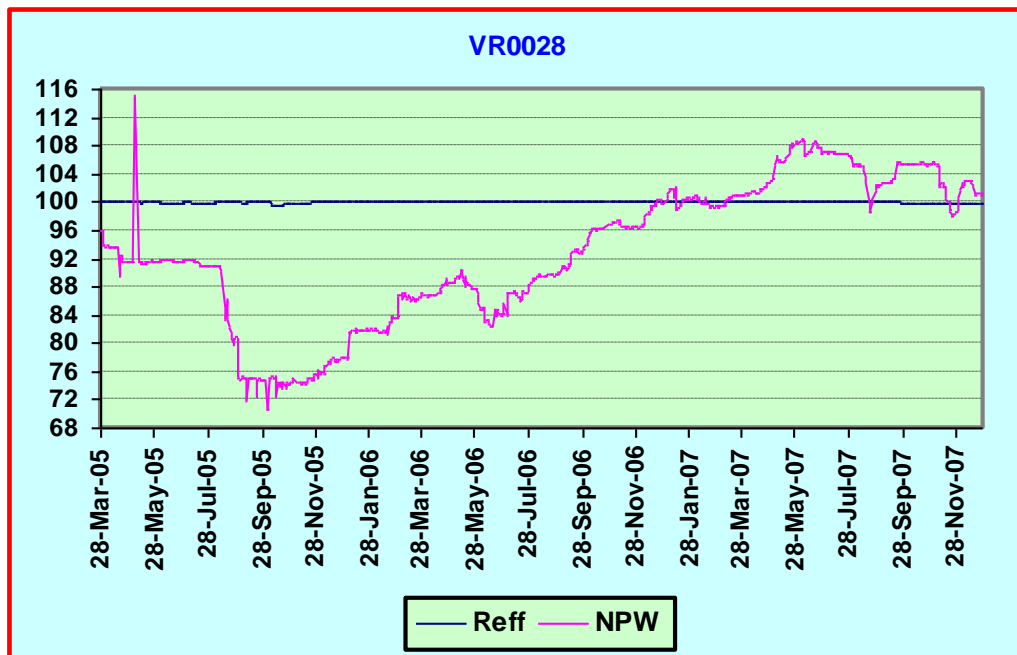


Untuk obligasi pemerintah, data menunjukkan bahwa untuk dua dari tiga obligasi yang diuji mempunyai perilaku harga Referensi dan NPW yang berbeda, yakni untuk Obligasi FR0020 (Grafik 5.) dan VR0028 (Grafik 6).

Grafik 5.



Grafik 6.



Hanya satu obligasi yaitu FR0026 yang menunjukkan bahwa valuasi obligasi dimaksud tidak berbeda baik itu dengan harga Referensi maupun NPW.

Dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat perbedaan antara obligasi korporasi likuid dan tidak likuid dalam hal simpangan antara Referensi dan NPW. Ekspektasi bahwa jumlah obligasi untuk kategori obligasi korporasi yang likuid akan lebih sedikit, baik dari sisi jumlah maupun simpangannya, dibandingkan dengan obligasi korporasi yang tidak likuid, ternyata tidak terbukti. Hal yang sama juga terjadi pada obligasi pemerintah.

IV.2 Harga Referensi -NPW 2006-2007

Tabel IV.2 menyajikan deskripsi data serta pengujian perbedaaan harga Referensi dan NPW untuk beberapa obligasi perusahaan yang dikategorikan likuid dan tidak likuid serta empat obligasi pemerintah yang sama dalam Tabel IV.1 namun untuk periode yang berbeda yaitu untuk periode 2006-2007.

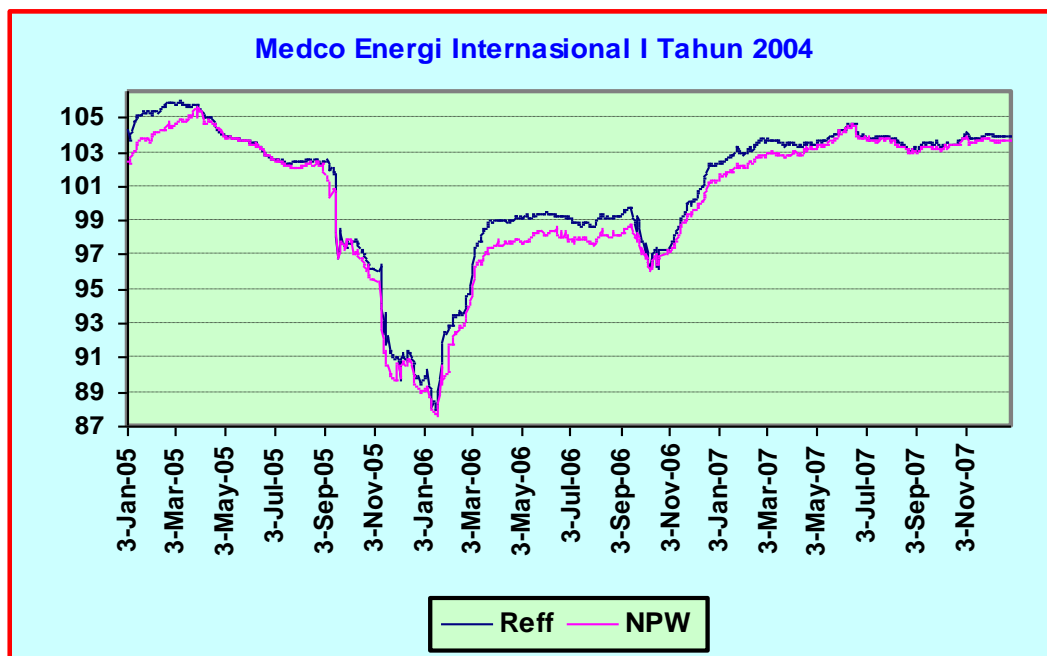
Tabel IV.2. Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi dan Nilai Pasar Wajar untuk Tahun 2006-2007

Nama Obligasi	2006-2007			Uji t ¹⁾ REFF=NPW (p-value) ²⁾
	N	Rataan (Simpangan Baku)		
		RFF	NPW	
Likuid				
ADIRA DINAMIKA MULTI FIN I TH 2003 SERI B	484	99.59 (4.06)	99.15 (4.33)	1.6642* (0.0964)
OBLIGASI I INDOSIAR TAHUN 2003	484	94.47 (5.47)	93.68 (5.85)	2.1622** (0.0308)
INDOFOOD SUKSES MAKMUR II TH 2003	483	102.07 (1.03)	101.50 (1.14)	8.1865*** (0.0000)
INDOSAT III TAHUN 2003 SERI A	483	100.73 (2.18)	100.34 (2.11)	2.8213 (0.0049)
MEDCO ENERGI INTERNASIONAL I TAHUN 2004	487	100.73 (3.64)	100.07 (3.89)	2.7252*** (0.0065)
Tidak Likuid				
INDOMOBIL FINANCE INDONESIA I TH 2004 SERI C	440	96.58 (2.80)	95.97 (2.77)	3.2514 (0.0012)
II MATAHARI PUTRA PRIMA TAHUN 2004	487	99.62 (4.85)	98.24 (5.03)	4.3522*** (0.0000)
LAUTAN LUAS II TAHUN 2003 SERI A	487	100.20 (2.55)	98.49 (4.03)	7.8953*** (0.0000)
SUBORDINASI I BANK BTN TAHUN 2004	487	98.47 (3.17)	97.86 (3.28)	2.9518 (0.0032)
OBLIGASI SUMMARECON AGUNG I TAHUN 2003	487	94.46 (5.38)	93.82 (5.50)	1.8416* (0.0658)
Pemerintah				
FR0026	488	102.54 (7.31)	102.28 (7.17)	0.5506 (0.5820)
FR0020	488	102.24 (7.54)	102.43 (5.43)	-0.4577 (0.6473)
VR0028	483	99.95 (0.06)	96.33 (8.35)	9.5326*** (0.0000)
VR0020	419	98.49 (1.46)	98.49 (1.46)	-0.0067 (0.9947)

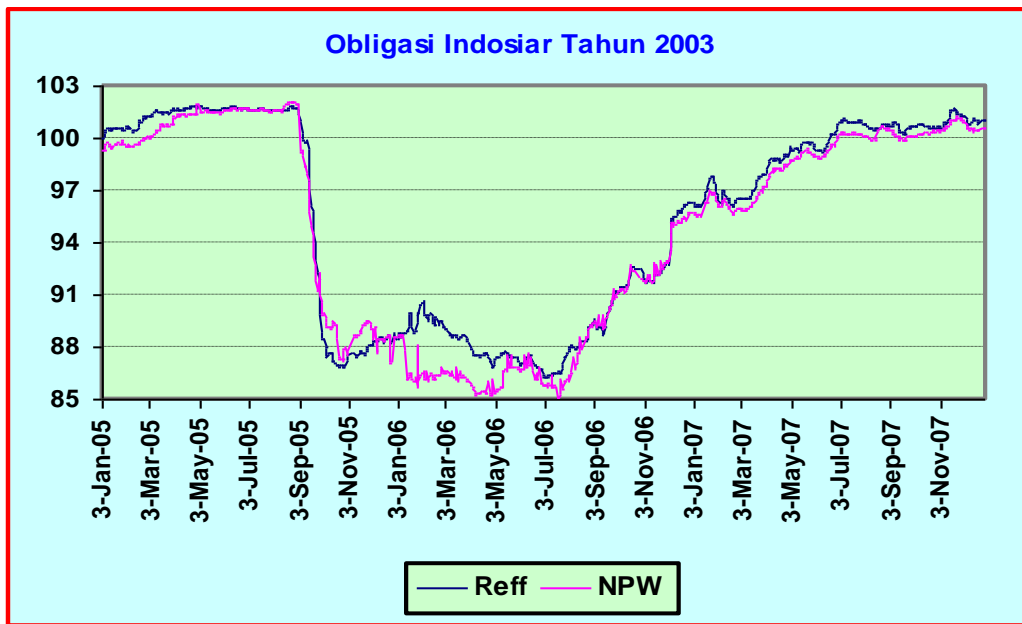
Secara umum obligasi baik perusahaan dan pemerintah mempunyai harga Referensi yang lebih tinggi dibandingkan harga NPW, kecuali untuk obligasi FR0020. Hal ini kembali menunjukkan bahwa Manajer Investasi dalam menentukan harga obligasi dalam portofolionya menganggap bahwa harga Referensi masih terlalu tinggi sehingga mereka menetapkan NPW lebih rendah dibandingkan Referensi.

Berbeda dengan hasil pada periode 2005, hasil pengujian berdasarkan uji t menunjukkan bahwa empat dari lima obligasi perusahaan yang dikategorikan likuid menunjukkan bahwa harga Referensi dan NPW berbeda secara statistik, dengan harga Referensi lebih tinggi dari NPW. Obligasi MEDCO ENERGI INTERNASIONAL I TAHUN 2004 (Grafik 7) dan Obligasi INDOSIAR TAHUN 2003 (Grafik 8) yang sebelumnya di tahun 2005 tidak memiliki perbedaan harga Referensi dan NPW yang signifikan, pada periode 2006-2007 kedua obligasi tersebut memiliki perbedaan harga Referensi dan NPW yang signifikan.

Grafik 7.

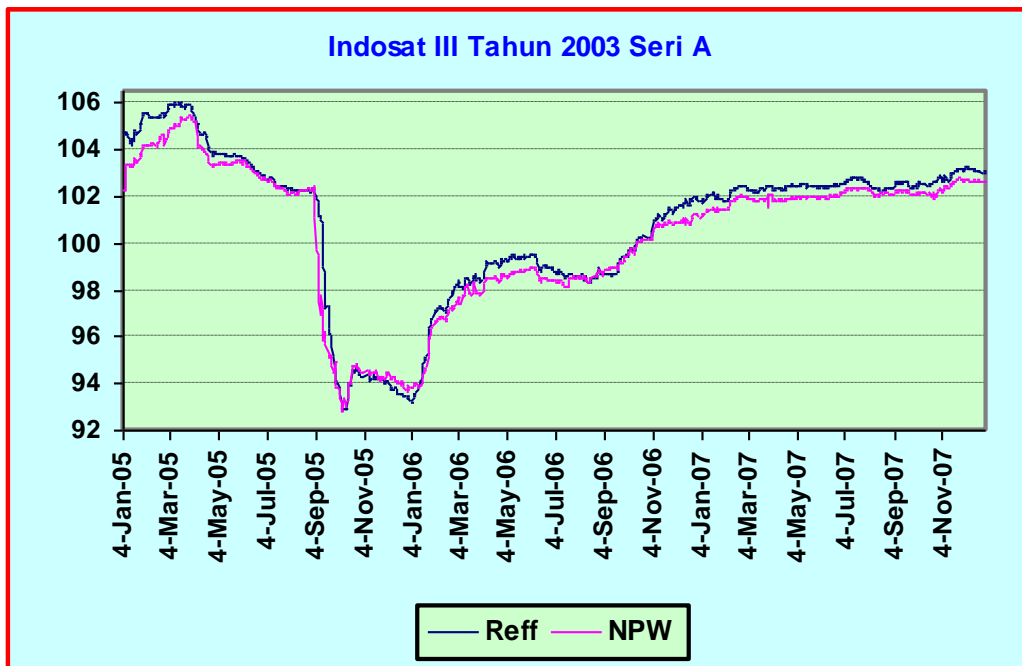


Grafik 8.



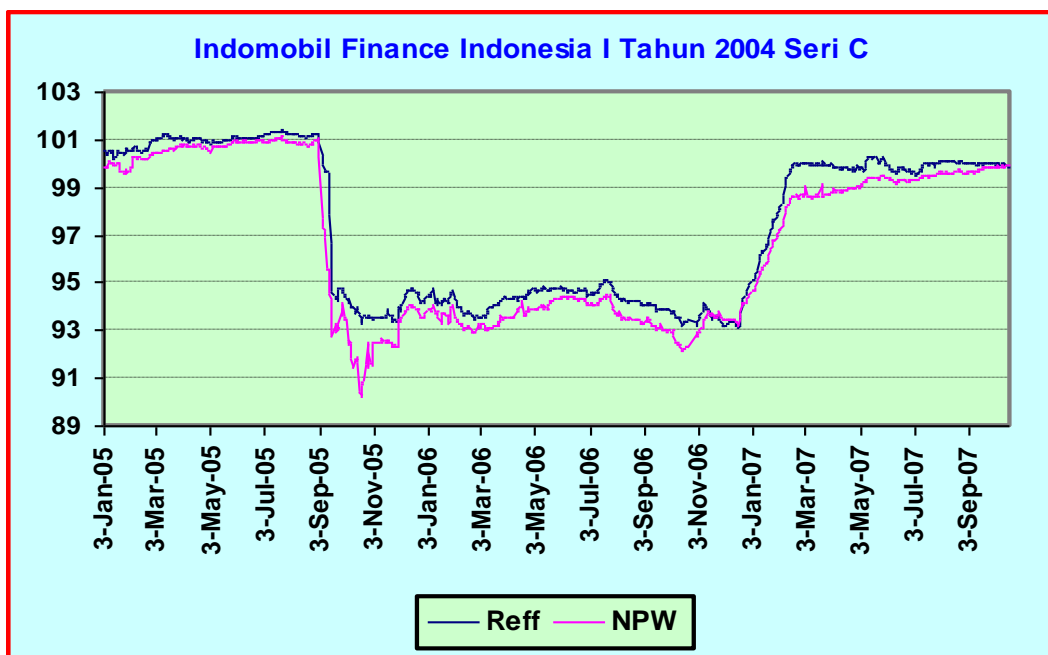
Satu-satunya obligasi yang mempunyai valuasi yang sama antara harga Referensi dan NPW adalah INDOSAT III TAHUN 2003 SERI A. Yang menarik adalah obligasi tersebut juga menunjukkan kesamaan valuasi pada tahun 2005 seperti terlihat secara grafis pada grafik 9 berikut..

Grafik 9



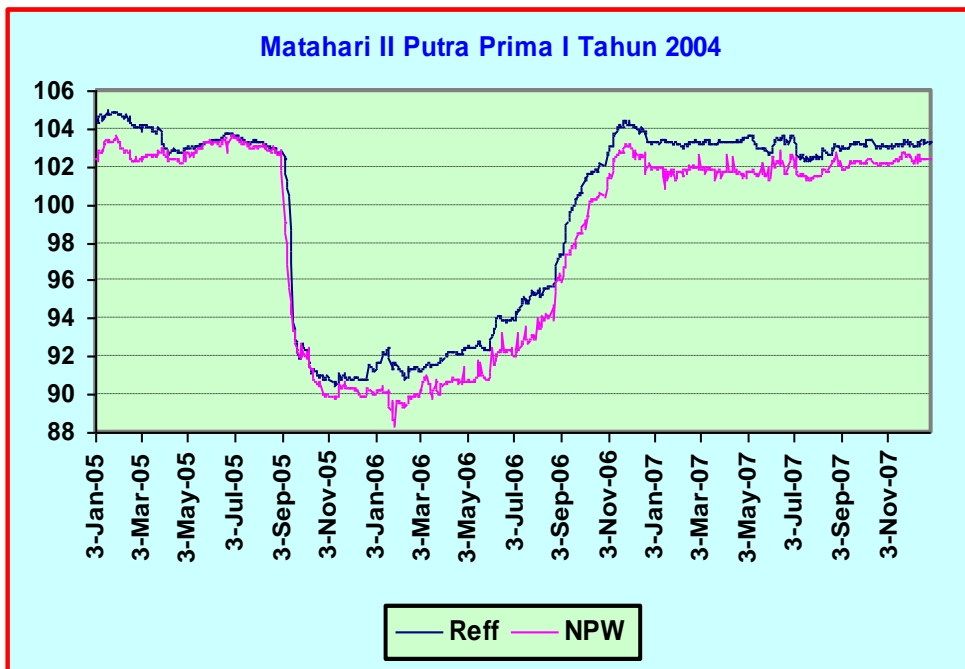
Hal yang sama juga terjadi pada obligasi perusahaan yang dikategorikan tidak likuid. Dari hasil pengujian berdasarkan uji t diketahui bahwa tiga dari lima obligasi perusahaan menunjukkan perilaku harga Referensi dan NPW yang berbeda. Satu-satunya obligasi yang secara konsisten tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan antara harga Referensi dan NPW dari tahun 2005 hingga 2007 adalah obligasi INDOMOBIL FINANCE INDONESIA I TH 2004 SERI C (Grafik 10).

Grafik 10

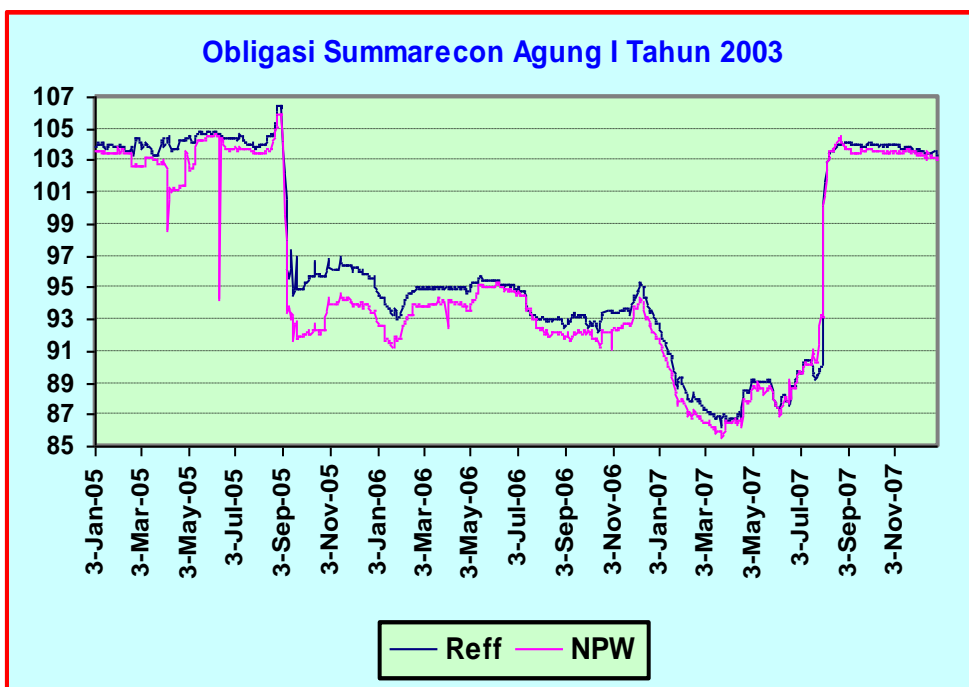


Terdapat dua obligasi yang memiliki perbedaan harga Referensi dan NPW yang tidak signifikan di tahun 2005 namun memiliki perbedaan harga yang signifikan untuk periode 2006-2007. Kedua obligasi tersebut adalah obligasi MATAHARI PUTRA PRIMA I TAHUN 2004 (Grafik 11) dan obligasi SUMMARECON AGUNG I TAHUN 2003 (Grafik 12).

Grafik 11.



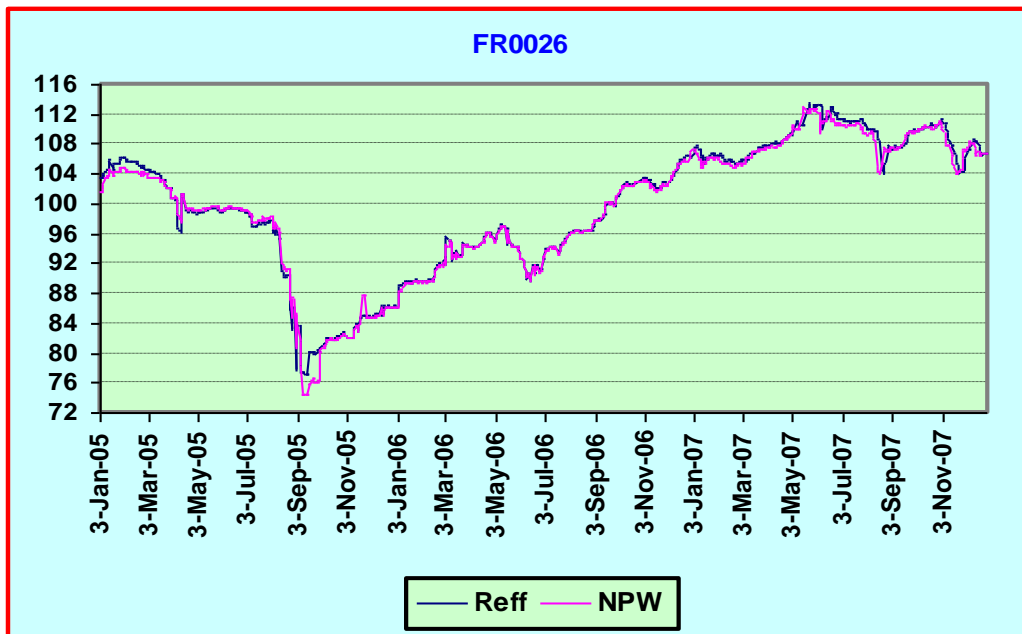
Grafik 12.



Untuk obligasi pemerintah, data menunjukkan bahwa hanya satu dari empat obligasi yang diuji mempunyai perilaku harga Referensi dan NPW yang berbeda, yaitu VR0028. Hal ini juga konsisten dengan hasil pada periode 2005. Obligasi

FR006 secara konsisten tidak memiliki perbedaan harga Referensi dan NPW yang signifikan dari tahun 2005 hingga 2007 dan terlihat secara grafis pada Grafik 13 berikut.

Grafik 13



Untuk obligasi pemerintah tampaknya periode 2006-2007 terdapat perubahan perilaku dimana pada periode tersebut terdapat kesamaan antara harga Referensi dan NPW.

Dari hasil di atas, dapat dikatakan bahwa pada kisaran tahun 2006-2007, jumlah obligasi yang selisih harga Referensi dan NPWnya signifikan semakin bertambah dibandingkan dengan tahun 2005. Hal ini terjadi pada obligasi korporasi likuid dan tidak likuid. Pada obligasi pemerintah, jumlah obligasi yang selisih harga Referensi dan NPWnya signifikan berkurang dibandingkan dengan tahun 2005.

IV.3 PLTO-Referensi -NPW

Tabel IV.3 menyajikan deskripsi data serta pengujian perbedaaan valuasi untuk keenam obligasi yang mempunyai data harga dari tiga sumber yang berbeda yaitu harga PLTO, Referensi dan NPW.

Tabel IV.3. Ringkasan Data dan Hasil Pengujian Perbedaan Valuasi Obligasi berdasarkan Harga Referensi, Nilai Pasar Wajar dan Harga Penutupan PLTO

Nama Obligasi	N	Rataan (Simpangan baku)			Uji F PLTO=REFF=NP W (p-value)
		PLTO	REFF	NPW	
Obligasi Adira Dinamika Multi Finance I Tahun 2003 seri B	15	103.45 (2.88)	100.21 (2.14)	99.83 (2.41)	9.5502*** (0.0004)
Indofood Sukses Makmur II Tahun 2003	114	102.71 (4.06)	102.67 (0.63)	102.13 (0.70)	2.1010 (0.1239)
Indosat III Tahun 2003 Seri A	29	101.20 (5.75)	101.53 (1.29)	101.22 (1.11)	0.0803* (0.9229)
Matahari Putra Prima II Tahun 2004	48	103.83 (1.73)	102.84 (1.29)	101.62 (1.37)	26.9565*** (0.0000)
Medco Energy International I Tahun 2004	203	103.34 (1.93)	102.28 (2.29)	101.85 (2.38)	24.5389*** (0.0000)
Obligasi Negara Tahun 2003 seri FR0026	306	106.59 (4.33)	107.13 (3.59)	106.80 (3.45)	1.5651 (0.2096)

Catatan:

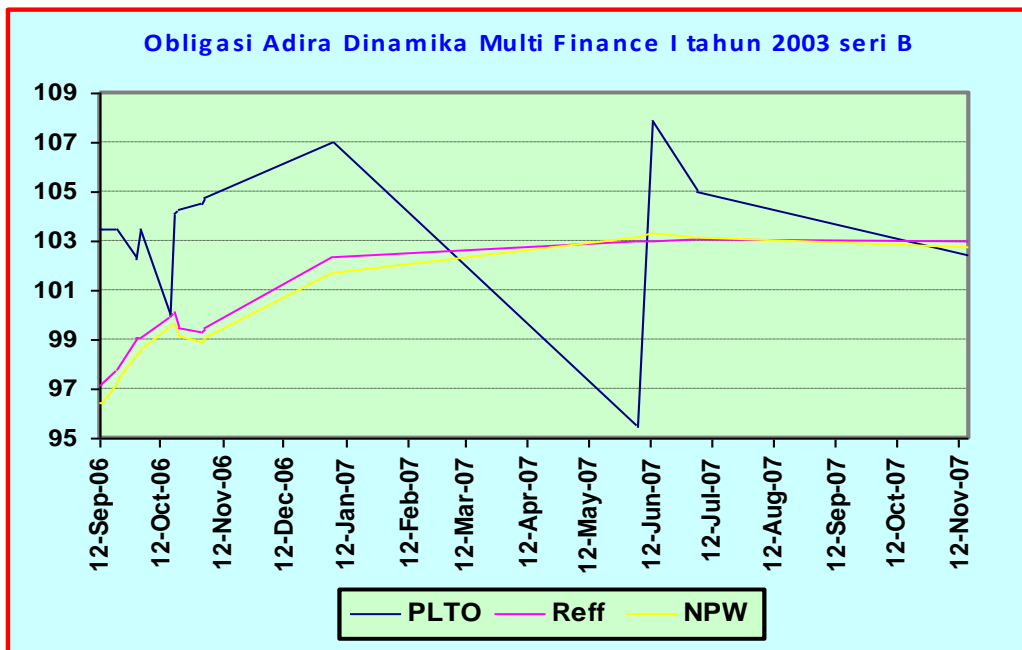
- *** : signifikan pada $\alpha = 1\%$
- ** : signifikan pada $\alpha = 5\%$
- * : signifikan pada $\alpha = 10\%$

Kecuali untuk obligasi Indosat III dan FR0026, secara umum data menunjukkan untuk keempat obligasi harga PLTO cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan harga Referensi dan NPW. Namun demikian jika dilihat dari nilai simpangan bakunya, harga PLTO cenderung lebih berfluktuasi dibandingkan dengan Referensi dan NPW. Sementara itu, harga Referensi secara konsisten selalu lebih tinggi dibandingkan NPW untuk semua obligasi, dengan variasi harga yang relatif sama.

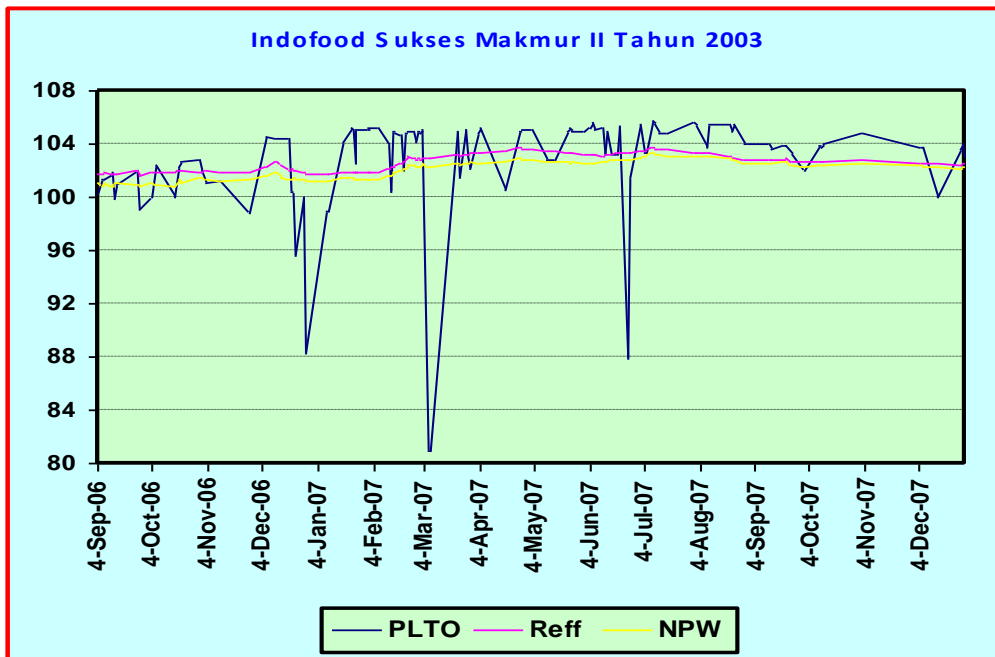
Hasil pengujian secara statistik dengan menggunakan uji F diperoleh hasil bahwa hanya dua obligasi yaitu Indofood Sukses Makmur II Tahun 2003 dan Obligasi Negara Tahun 2003 seri FR0026 yang perilaku valuasinya tidak terlalu berbeda antara PLTO, harga Referensi dan NPW. Sementara itu keempat obligasi lainnya terdapat perbedaan harga yang signifikan antara harga PLTO, harga Referensi, maupun NPW.

Secara terbatas berdasarkan tabel di atas, tampaknya dalam penentuan harga obligasi perusahaan terdapat penilaian yang berbeda diantara harga yang dibentuk di pasar (PLTO) dan harga yang terbentuk dari kesepakatan MI (harga Referensi) maupun harga yang ditetapkan oleh masing-masing MI (NPW). Dalam hal ini harga PLTO cenderung lebih tinggi dibandingkan penilaian lainnya. Secara grafis pergerakan harga untuk masing-masing obligasi dapat dilihat pada grafik berikut.

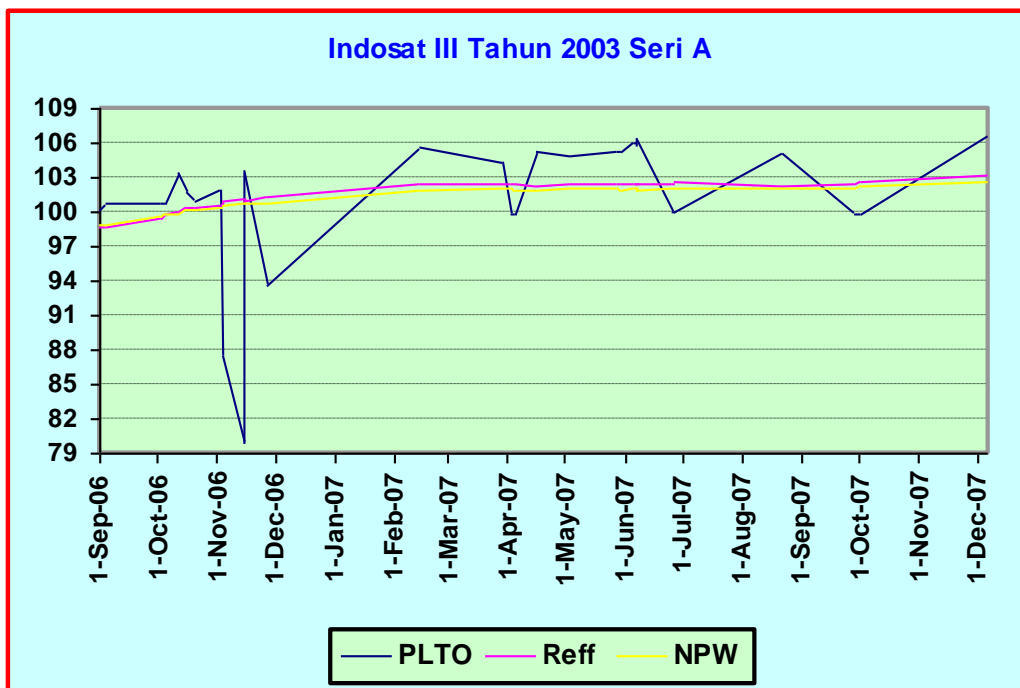
Grafik 14



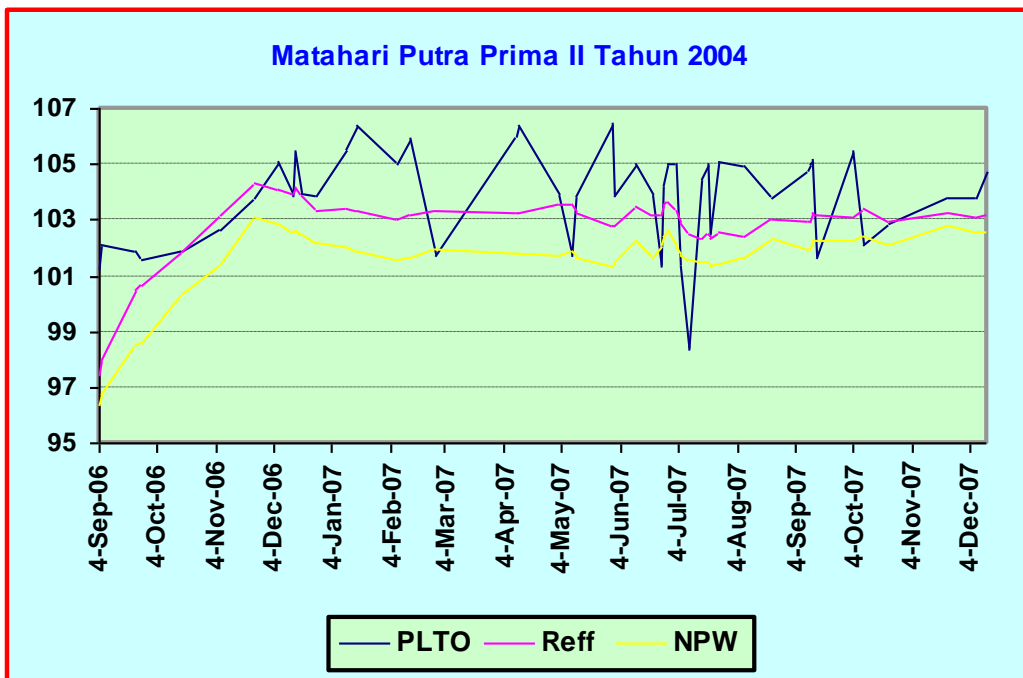
Grafik 15



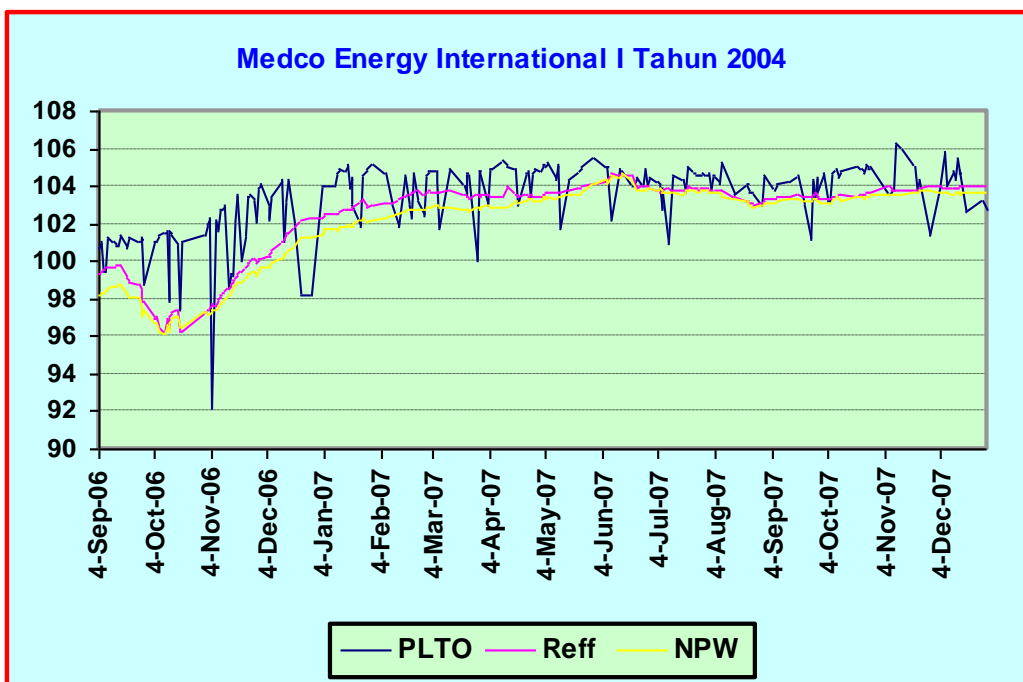
Grafik 16



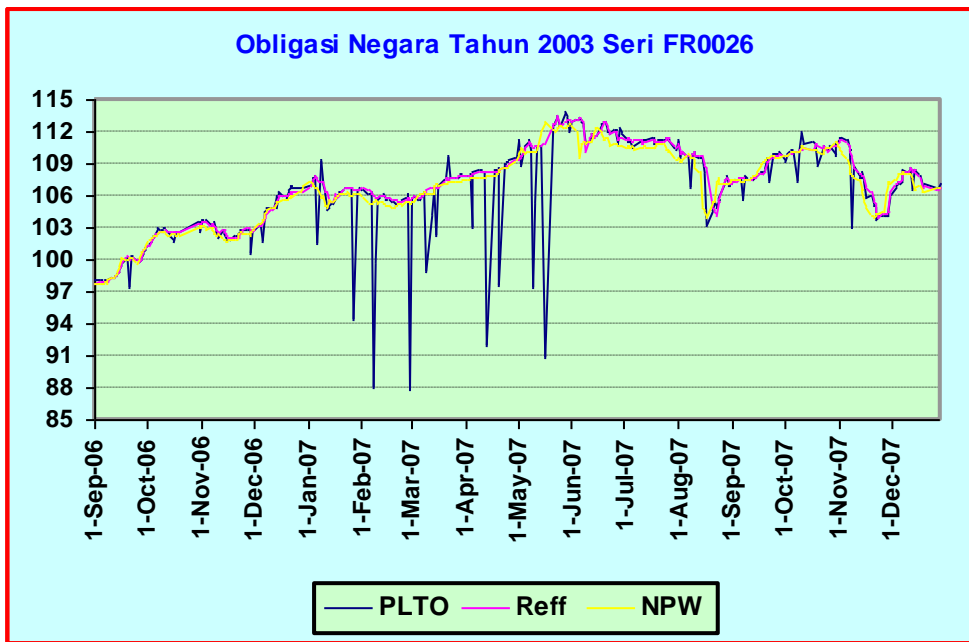
Grafik 17



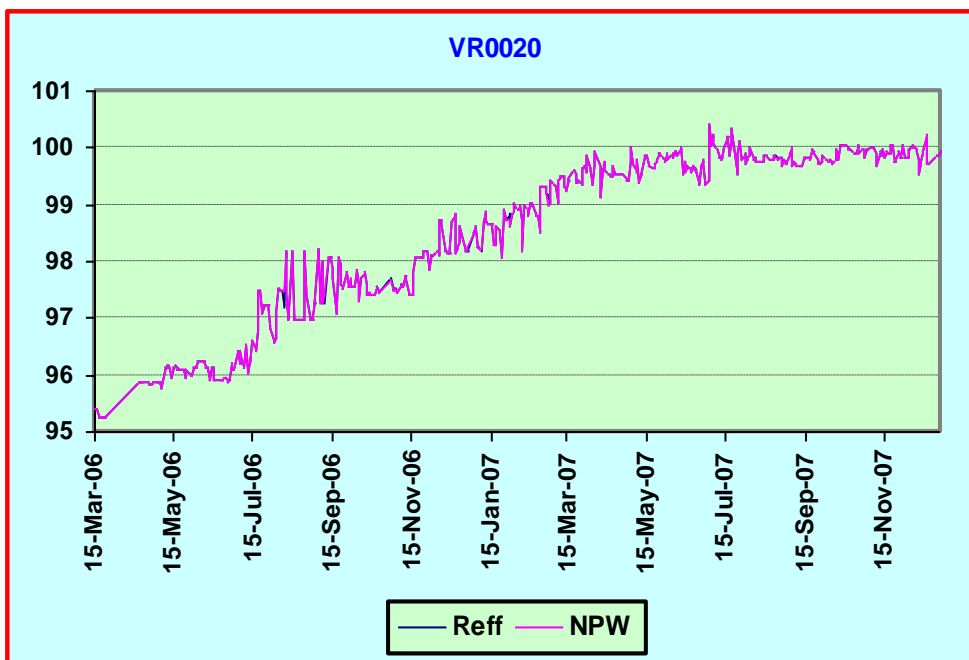
Grafik 18



Grafik 19



Grafik 20



BAB V

KESIMPULAN DAN REKOMENDASI

V.1. Kesimpulan

1. Secara umum secara konsisten semua obligasi baik perusahaan dan pemerintah mempunyai harga Referensi yang lebih tinggi dibandingkan harga NPW walaupun secara statistik perbedaan tersebut tidak semuanya signifikan. Hal ini menunjukkan bahwa beberapa perbedaan yang terjadi bukan disebabkan karena perbedaan perilaku dalam valuasi harga obligasi atau juga bahwa Manajer Investasi dalam menentukan harga obligasi dalam portofolionya menganggap bahwa harga Referensi masih terlalu tinggi sehingga mereka memanfaatkan toleransi yang dimungkinkan dalam peraturan IV.C.2 dengan menetapkan NPW lebih rendah dibandingkan harga Referensi.
2. Tidak terdapat perbedaan antara obligasi korporasi likuid dan tidak likuid dalam hal simpangan antara Referensi dan NPW. Ekspektasi bahwa jumlah obligasi untuk kategori obligasi korporasi yang likuid akan lebih sedikit, baik dari sisi jumlah maupun simpangannya, dibandingkan dengan obligasi korporasi yang tidak likuid, ternyata tidak terbukti.
3. Secara umum data menunjukkan untuk keempat obligasi harga PLTO cenderung lebih tinggi dibandingkan dengan harga Referensi dan NPW. Namun demikian jika dilihat dari nilai simpangan bakunya, harga PLTO cenderung lebih berfluktuasi dibandingkan dengan Referensi dan NPW. Sementara itu, harga

Referensi secara konsisten selalu lebih tinggi dibandingkan NPW untuk semua obligasi, dengan variasi harga yang relatif sama.

V.2. Rekomendasi

Harga yang terdapat dalam PLTO agar dapat juga dipergunakan sebagai basis data dalam penentuan harga Referensi atau dengan kata lain basis data yang dipergunakan dalam penentuan harga Referensi diperluas dengan demikian lebih mencerminkan harga yang sesungguhnya.

DAFTAR PUSTAKA

Ake, N. John dan Martha J. Hays, *Regulatory and Accounting Standards on The Valuation of Portfolio Securities by Investment Companies*, Wall Street Lawyer, Vol 11 No.1, January 2007.

<http://www.sec.gov/divisions/investment/guidance/tyle120899.htm>

Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-24/PM/2004 (Peraturan Nomor IV.C.2) tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana.

Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Nomor Kep-25/PM/2006 (Peraturan Nomor X.M.3) tentang Pelaporan Transaksi Obligasi

Maginn, John L., Donald L. Tuttle, Dennis W. McLeavey, dan Jerald E. Pinto. *Chartered Financial Analyst Program (Portfolio Management I: The Portfolio Management Process and The Investment Policy Statement)*. Amerika Serikat: Association for Investment Management and Research, 2003

Undang-undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.