

STUDI PENDAHULUAN
PENGARUH PENERIMAAN DAN PENGELUARAN NEGARA TERHADAP
IMBAL HASIL *MISMATCH TREASURY BILLS*

Joko Sumantri
Politeknik Keuangan Negara-STAN
Alamat Korespondensi: jokosumantri@pknstan.ac.id

INFORMASI ARTIKEL

Diterima Pertama
19-11-2017

Dinyatakan Diterima
21-11-2017

KATA KUNCI:
preliminary study, Indonesian governments, investors, state revenues, state expenditures, yield of mismatch treasury bills

KLASIFIKASI JEL:
H270; H110; H120

ABSTRAK

The purpose of this preliminary study is to assist the Indonesian government and investors in predicting the effect of changes in state revenues and expenditures on yields on bonds to be issued under the name "mismatch treasury bills". The yield of treasury bills mismatch debt is proxied with 3-Month Indonesian Bond Yield indicator. By using linear regression analysis, state revenues and expenditure variables do not show a significant influence (α 5%) on the 3-Month Indonesian Bond Yield indicator.

Tujuan studi pendahuluan ini untuk membantu pemerintah Indonesia dan investor dalam memprediksi pengaruh perubahan penerimaan dan pengeluaran negara terhadap imbal hasil (*yield*) surat utang yang akan diterbitkan dengan nama "*mismatch treasury bills*". Imbal hasil surat utang *mismatch treasury bills* diprosikan dengan indikator *3-Month Indonesian Bond Yield*. Dengan menggunakan analisis regresi *linear*, variabel penerimaan dan pengeluaran negara tidak menunjukkan pengaruh yang signifikan (α 5%) terhadap indikator *3-Month Indonesian Bond Yield*.

1. PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Setiap bulannya posisi penerimaan dan pengeluaran negara sering mengalami ketidakcocokan, sehingga pemerintah sering mengalami *deficit cyclical* atau *cash-mismatch*. *Cash-mismatch* terjadi akibat adanya ketidakseimbangan penerimaan dan pengeluaran pemerintah dalam suatu periode tertentu. Pengeluaran yang melebihi penerimaan mengandung arti kebutuhan uang kas pemerintah relatif tinggi. Pada situasi tersebut, apabila ketersediaan uang (*cash availability*) lebih kecil, akan mengakibatkan terjadinya defisit kas (*cash short*). Kondisi sebaliknya, apabila penerimaan yang terjadi melebihi pengeluaran akan berpotensi adanya dana kas yang menganggur (*idle cash*). *Cash mismatch* berpotensi menyebabkan terjadinya tindakan anggaran yang tidak efisien dan timbulnya transaksi pembiayaan yang berbiaya tinggi (Suyanto, 2007).

Pada tahun 2017, pemerintah berencana akan mengeluarkan instrumen SBN (Surat Berharga Negara) yang akan dinamakan dengan "*mismatch treasury bills*". Instrumen tersebut digunakan untuk mencukupi kebutuhan pengeluaran belanja negara pada saat penerimaan negara terlambat masuk (kontan.co.id, 19 Oktober 2017). *Mismatch treasury bills* atau disebut juga surat perbendaharaan negara (SPN)/ *Treasury-Bills* yang akan diterbitkan pemerintah dengan tenor (jangka waktu) amat pendek yang unik, yaitu dalam hitungan satu bulan atau bahkan minggu, tergantung kondisi *cashflow* pengelolaan kas (kontan.co.id, 29 September 2017). Penggunaan "*mismatch treasury bills*" akan memperhatikan kinerja penerimaan (*trend*) dan besaran SAL (Saldo Anggaran Lebih) di akhir tahun berjalan (kontan.co.id, 19 Oktober 2017).

Mismatch treasury bills adalah instrumen untuk mengelola kas-*the cash management bills* (Akram dan Das, 2015). Sedangkan, *cash-mismatch* adalah peristiwa terjadinya ketidak-cocokan antara penerimaan dan pengeluaran kas (CDFI, 2015 dan Brunnermeier, et. al (2013). Dalam Metadata Bank Indonesia, Mei 2012, *Treasury Bills* didefinisikan sebagai SPN (Surat Perbendaharaan Negara). SPN adalah Instrumen Pasar Uang jangka pendek yang memiliki risiko relatif kecil karena dijamin secara penuh oleh negara Indonesia. SPN diterbitkan dengan pembayaran bunga secara diskonto.

Untuk memenuhi kebutuhan kas jangka pendek akibat terjadinya *cash-mismatch*, pihak yang membutuhkan dana dan yang kelebihan dana melakukan transaksi melalui pasar uang (Samsul, 2006 dalam Sejati, 2010). Dalam transaksi SBN termasuk SPN pada tahun 2017, untuk mengurangi adanya *black box* yang dilakukan broker sehingga pembentukan harga dan *yield* makin efisien, pemerintah akan menerapkan ETP (*Electronic Trading Platform*). ETP berfungsi untuk mempertemukan penjual dan pembeli dengan peralatan transaksi berupa layar elektronik yang difasilitasi oleh Bursa Efek Indonesia (market.bisnis.com, 06 April 2017).

Penerbitan/pengadaan utang mengikuti faktor-faktor ekonomi tertentu (suku bunga, imbal hasil di pasar keuangan, inflasi, dan faktor lainnya), Dalam perdagangan komoditas surat berharga di Pasar Uang Antar Bank (PUAB), *yield* menjadi salah satu pendekatan investor dalam menilai likuiditas. Penerbitan *mismatch treasury bills* akan memiliki konsekuensi terhadap biaya pengelolaan kas negara. Biaya pengelolaan kas yang akan terjadi terutama berupa pembayaran imbal hasil (*yield*) kepada investor, yang dalam hal ini dibayarkan dengan mekanisme *discount rate*. Dalam pelaksanaannya nanti, pemerintah tentunya perlu memprediksi perhitungan biaya penerbitan *mismatch treasury bills*. Sedangkan bagi investor, perlu memprediksi perhitungan tingkat keuntungan yang akan diperoleh.

Tabel 1
Imbal Hasil Obligasi 3 Bulan, Inflasi, dan Suku Bunga Pinjaman Beberapa Negara Per Nov 10, 2017

Peringkat	Negara	3-Mo Bond (%)	Inflation (%)	Real Rate (%)
1	Russia	7.86	4.1	3.612
2	South Africa	6.15	6.1	0.047
3	India	6.1	2.99	3.02
4	Pakistan	5.99	4.78	1.155
5	Malaysia	3.15	5.1	-1.855
6	Philippines	2.69	3.4	-0.689
7	Singapore	1.23	0.7	0.525
8	Israel	0.13	0.7	-0.57
9	Hungary	0.04	1.8	-1.729

Sumber: newsbitesfinance.com

Dalam melaksanakan transaksi di pasar uang, pemerintah dan investor tidak memiliki informasi yang cukup mengenai berapa tingkat *yield* yang seharusnya ditransaksikan sehingga tercipta *yield* yang efisien bagi negara dan dapat diterima oleh investor. Suatu studi pendahuluan mengenai bagaimana pengaruh perubahan penerimaan dan pengeluaran negara terhadap tingkat *yield* instrumen *mismatch treasury bills* diharapkan dapat membantu pemerintah dan investor dalam memahami bagaimana nantinya *yield mismatch treasury bills* dapat diprediksikan.

Data *Yield mismatch treasury bills* sampai dengan saat ini belum ada karena instrumennya belum diterbitkan. SPN yang pernah diterbitkan pemerintah Indonesia kebanyakan belum dikaitkan dengan kondisi *cash mismatch*. Selain itu, SPN yang dapat diperdagangkan di pasar keuangan relatif sangat sedikit porsinya di pasar keuangan (antaranews.com). Namun demikian, Faizah, et. al. (2015) mengatakan bahwa, selain peringkat, faktor yang digunakan sebagai pertimbangan oleh investor dalam berinvestasi obligasi adalah *yield*. Menurut Akram dan Das (2015), koefisien suku bunga *shortterm* yang diukur dengan menggunakan *proxy* perubahan *3-month bond yields* umumnya positif dan signifikan secara statistik. Sehingga, berdasarkan pendapat mereka, penelitian pendahuluan ini dapat dilaksanakan dengan menggunakan *proxy* data *3-Month Indonesian Bond Yield* sebagai pengganti ketidak-tersediaan data *yield mismatch treasury bills*.

Sebagaimana dinyatakan oleh Hannikainen, 2016, Hamilton dan Kim (2000), Estrella dan ardouvelis (1991), dan *World Federation of Exchanges* dalam *pdfs.semanticscholar.org*, data *3-month bond yields* adalah satu ukuran *proxy* mengukur *cost of capital*. Data *3-month bond yields* sangat berguna dalam memprediksi pertumbuhan output di masa depan, tingkat konsumsi, investasi, dan probabilitas resesi.

Data *3-month bond yields* dapat memperingatkan investor mengenai kepercayaannya terhadap pasar, khususnya ketika terjadi perubahan yang cukup signifikan dalam perekonomian, seperti misalnya terjadinya perubahan penerimaan dan pengeluaran negara yang diakibatkan oleh rendahnya penerimaan pajak dan tingginya pengeluaran negara, serta sebab lain seperti penurunan harga minyak dunia. Data *3-month bond yields* di beberapa negara menjadi indikator makro ekonomi yang disandingkan dengan data inflasi dan suku bunga (lihat Tabel 1).

Dengan mengetahui pengaruh perubahan penerimaan dan pengeluaran negara terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield*, diharapkan akan menjadi salah satu alternatif dalam memperkirakan biaya penerbitan *mismatch treasury bill*, sekaligus menjadi acuan investor dalam memperkirakan tingkat keuntungan yang akan didapatkan jika berinvestasi dengan membeli *mismatch treasury bill*. Data total penerimaan dan pengeluaran negara di dapat dari Bank Indonesia, sedangkan Data *3-Month Indonesian Bond Yield* diperoleh dari situs *investing.com*.

1.2. Tujuan Penelitian

Penelitian ini bertujuan memberikan landasan studi pendahuluan mengenai bagaimana pengaruh volatilitas penerimaan dan pengeluaran negara terhadap *yield mismatch treasury bills* dengan menggunakan *proxy* data perubahan *3-Month Indonesian Bond Yield* (imbalance hasil surat berharga Indonesia dengan tenor 3 bulan).

1.3. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan salah satu alternatif bagi pemerintah dalam memprediksi perhitungan biaya penerbitan *mismatch treasury bills*. Sedangkan bagi investor, dapat memberikan salah satu alternatif dalam memprediksi perhitungan tingkat keuntungan yang akan diperoleh pada saat membeli instrumen *mismatch treasury bills*.

2. TINJAUAN LITERATUR

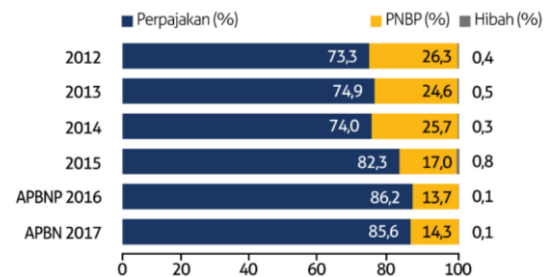
2.1. Penerimaan dan Pengeluaran Negara

Penerimaan negara terdiri atas penerimaan pajak dan bukan pajak. Penerimaan negara diperlukan untuk mengisi kas negara guna mencukupi pengeluaran belanja negara. Proses penerimaan dan pengeluaran negara berlangsung selama tahun anggaran.

Sampai dengan saat ini, penerimaan pajak merupakan penyumbang terbesar pendapatan negara (lihat gambar 1). Sedangkan Penerimaan Negara Bukan Pajak (PNBP) semakin menurun perannya

dalam pendapatan negara. Akan tetapi, tren penerimaan pajak Indonesia ternyata juga mengalami penurunan dari tahun ke tahun jika dibandingkan dengan target dan realisasinya.

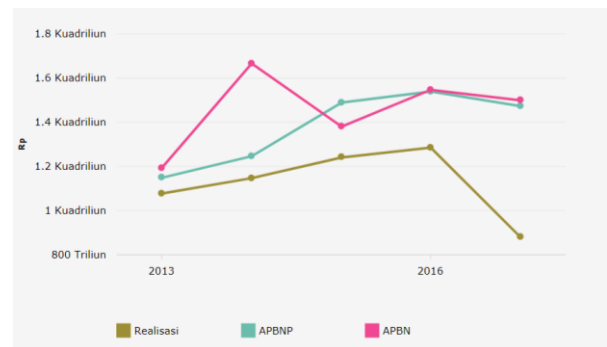
Gambar 1
Proporsi Pendapatan Negara 2012-2017



Sumber: kemenkeu.go.id

Data Januari–Agustus 2017 misalnya, total penerimaan dan total pengeluaran belanja negara dari awal tahun sampai 31 Agustus 2017 tercatat masing-masing sebesar Rp973,916 triliun dan Rp1,198,267 triliun, sehingga terjadi defisit sebesar Rp224,351 triliun. Penurunan capaian realisasi dibanding target nampak pada gambar berikut sebagai selisih yang makin melebar diantara garis Realisasi Penerimaan Pajak dan Target Penerimaan di APBN-P (lihat gambar 2).

Gambar 2
Penerimaan Pajak 2012-2017



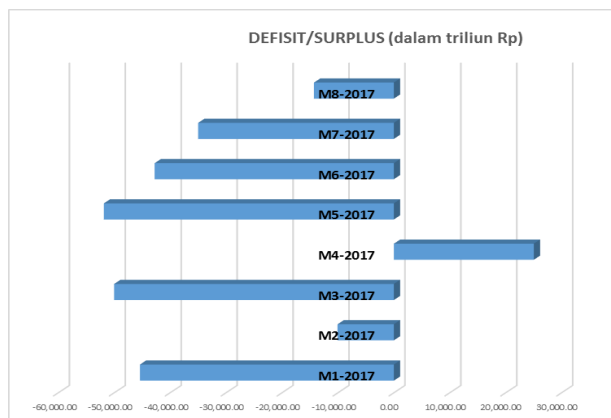
Sumber: databoks.katadata.co.id

Secara bulanan, data penerimaan pajak bulan Maret, April, dan Mei 2017 menunjukkan realisasi penerimaan masing-masing Rp90 triliun dengan target Rp73,5 triliun, Rp 122,4 triliun dengan target Rp114,7 triliun, dan Rp77 triliun dengan target Rp85 triliun. Hingga Agustus 2017, penerimaan pajak tercatat Rp 81,2 dengan target Rp107,5 triliun. Dengan realisasi tersebut, dari awal tahun sampai 31 Agustus 2017, realisasi penerimaan pajak baru mencapai Rp 685,6 triliun atau 53,5% dari target APBNP 2017 yang sebesar Rp 1.283,57 triliun (pemeriksaanpajak.com, 12 September 2017).

Sementara itu, data *cash-mismatch* APBN 2017 periode Januari–Agustus, yang merupakan selisih dari total penerimaan dan pengeluaran negara secara bulanan menunjukkan hanya terjadi surplus di bulan April 2017. Sedangkan bulan lainnya menunjukkan bahwa penerimaan negara menunjukkan defisit.

Fluktuasi defisit APBN 2017 periode Januari–Agustus sebagaimana gambar 3.

Gambar 3
Cash-Mismatch Jan-Agu 2017



Sumber : Bank Indonesia, data diolah.

2.2. *Cash-Mismatch* sebagai *Defisit Cyclical*

Pengertian *cash mismatch* lebih banyak dipakai sebagai terminologi dalam ilmu akuntansi dan konsep mitigasi risiko sistem operasi perbankan. Untuk terminologi makro ekonomi, istilah yang biasa digunakan adalah *gap spending*.

Konsep pemanfaatan utang pemerintah berkelanjutan dalam pembiayaan anggaran defisit telah menjadi perdebatan panjang dan kontroversi diantara penganut aliran Keynes. (Aspromourgos, 2014). Dewasa ini Keynesian sering menyarankan agar pemerintah melakukan pembiayaan defisit, terutama di saat terjadinya resesi (Perry, 2014).

Terlepas dari kontroversi teori Keynes tentang eksistensi utang guna penanganan situasi krisis perekonomian. Biar bagaimanapun juga, revolusi para penganut faham Keynes telah membawa pemahaman tentang defisit anggaran (yang sebenarnya termasuk dalam konsep ekonomi mikro) menjadi lebih dekat kepada variable ekonomi makro.

Dalam pembahasan mengenai defisit, secara garis besar terdapat dua pengelompokan defisit, yaitu 1) Defisit Struktural (*structural deficit*) dan 2) Defisit Siklikal (*cyclical deficit*).

Defisit struktural adalah suatu keadaan dimana pengeluaran negara lebih besar dari pada penerimaan negara dan berlangsung dalam kurun waktu lama. Defisit Siklikal adalah konsekuensi dari kebijakan fiskal yang diambil dan terjadi mengikuti siklus perekonomian, biasanya terjadi dalam situasi krisis-jangka pendek (Sujai, 2014).

Dalam konteks defisit fiskal, suatu negara yang memiliki kebutuhan pengeluaran investasi yang tinggi, akan lebih memiliki rentang defisit anggaran yang besar. Akan tetapi, dalam konteks siklikal defisit, pengeluaran negara tersebut yang bukan bersifat investasi akan memiliki defisit yang lebih rendah (Palley, 2014).

Seberapa besar defisit suatu anggaran negara menjadi isu politik penting yang sering diangkat ke permukaan. Para penganut Keynes berkeyakinan bahwa dalam beberapa situasi, pengeluaran defisit dapat dibenarkan (Shrivastav, 2013).

Pada horison waktu tahunan, bisa dikatakan bahwa penerbitan/pengadaan utang sebanding dengan keperluan dana menutup defisit anggaran. Namun, dalam jangka pendek (harian/bulanan/kuartalan), tingkat keakuratan antara kebutuhan dana untuk pengeluaran dan penerimaan (termasuk tambahan dana melalui penerbitan/pengadaan utang) sangat sulit dilakukan.

Ketidaktepatan kas ini memiliki horison yang lebih kecil dari sisi jumlah dan lebih pendek dari sisi waktu dibanding penetapan rencana pembiayaan. Sudah menjadi *common sense* dalam literatur, perlunya untuk mengatur penanganan ketidaktepatan kas (*cash mismatch*) diantara permasalahan pengeluaran, penerimaan, dan defisit pembiayaan (Suyanto, 2007 dan *Reserve Bank of Australia Bulletin*, 1993).

Ketersediaan kas dalam menjaga risiko *cash mismatch* perlu dilakukan dalam rentang periode yang pendek (harian/mingguan/bulanan). *Cash mismatch* dapat dikalkulasi dengan persamaan: $NC/SC = \text{Total Penerimaan Pemerintah} - \text{Total Pengeluaran Pemerintah}$ (Testic, et.al., 2014). $NC/SC = \text{Negative Cash (Defisit Kas)}/\text{Positive Cash (Surplus Kas)}$, dimana seluruh variabel di atas bersifat *short-term transactional*.

Dalam Strategi Pengelolaan Utang Negara Tahun 2016 dan Bab IV Nota Keuangan RAPBN-P 2008 misalnya disebutkan bahwa, dalam kerangka Kebijakan Umum Pembiayaan Tahunan, untuk keperluan mengatasi *negatif cash mismatch*, pemerintah Indonesia diperkenankan melakukan utang kepada domestik ataupun luar negeri melalui penggunaan instrumen utang berupa surat berharga negara (*bonds-T Bills*) dan pinjaman program yang diterima dalam bentuk tunai (*cash financing*).

2.3. *Mismatch treasury bills*

Indonesia sejak tahun 2004 telah menggunakan utang berupa surat berharga negara (*bonds-T Bills*) dan pinjaman tunai untuk keperluan mencukupi kebutuhan kas ketika terjadi selisih. Pada penjelasan Pasal 7 ayat 3, Peraturan Bank Indonesia Nomor 18/11/PBI/2016 tentang Pasar Uang disebutkan bahwa, Surat Perbendaharaan Negara adalah salah satu Instrumen Pasar Uang yang berlaku juga sebagai instrumen moneter untuk operasi moneter dengan cara transaksi *repurchase agreement*.

SPN ada dua jenis yaitu dapat diperdagangkan (*tradeable*) dan tidak dapat diperdagangkan (*non-tradeable*). Saat ini, SPN yang dapat diperdagangkan relatif sangat sedikit porsinya di pasar keuangan (antaranews.com). Pemerintah kebanyakan menerbitkan obligasi bertenor jangka panjang. Beberapa seri SPN, seperti SPNNT20160902 dan

SPNNT20160401, merupakan SPN yang tidak dapat diperdagangkan dan penjualannya tidak dilakukan dengan publik (lelang) melainkan ditujukan pada investor tertentu (*Private Placement*).

Bank Indonesia menginginkan agar surat utang negara berjangka pendek dapat lebih aktif diperdagangkan di pasar uang (antaranews.com). Pasar uang adalah tempat bertemunya lembaga keuangan seperti bank-bank komersial, pemerintah, perusahaan-perusahaan, dealers dan brokers, untuk melakukan transaksi dana atau surat-surat berharga dengan tenor kurang dari satu tahun.

Dengan meningkatnya volume SPN dan instrumen utang jangka pendek lainnya di pasar uang, Bank Indonesia berharap akan efektif memperdalam atau mendiversifikasi pasar keuangan domestik. Sehingga kedepannya, pembiayaan jangka pendek melalui pasar keuangan di Indonesia tidak hanya bergantung ke kredit (pinjaman) dari bank (antaranews.com).

2.4. Imbal Hasil (*Yield*) atas SPN

SPN adalah instrumen utang pemerintah yang imbal hasilnya dibayarkan secara *discount* dan penjualannya dilaksanakan dengan mekanisme lelang melalui bank Indonesia.

Investor umumnya memandang penghasilan yang diperoleh dari transaksi surat berharga sebagai cara perhitungan mudah, yaitu sebagai aliran uang yang masuk dari selisih harga jual dan beli. Padahal dalam perhitungannya pengertian diantara *yield* dan *discount rate* sebagai hasil dari transaksi instrumen utang dapat sedikit rumit. Pasar keuangan dalam mentransaksikan surat berharga memiliki berbagai cara untuk mempresentasikan dan menghitung imbal hasil.

Discount rate dari suatu surat berharga dihitung dengan cara menerapkan harga *discount* terhadap suatu nilai pari sebagai penghasilan yang diterima di depan (*face value*). Nilai Par (*par value*) dalam dunia keuangan dan akunting berarti "nilai yang ditetapkan" atau "nilai yang tampak". Dari istilah ini maka timbul pulalah istilah seperti "pada pari" (pada nilai pari), "di atas pari" (di atas nilai pari) dan "di bawah pari" (di bawah nilai pari) (id.wikipedia.org).

Discount rate dapat dianggap sebagai *yield* yang diterima saat jatuh tempo (*yield to maturity*). Dalam implementasinya nilai *discount rate* digunakan untuk mem-present value-kan *cash flow* obligasi di masa mendatang (baik kupon maupun pokok).

Secara teoritis nilai sekarang (*present value*) dari seluruh penerimaan kas di masa mendatang adalah harga suatu obligasi (*price*), yang dihitung dengan menggunakan tingkat bunga tertentu. Formula perhitungan pembelian SBN/SPN dengan harga *discount* adalah sebagai berikut: $(\text{Harga discount} \div \text{par value}) \times (360 \div \text{lama hari jatuh tempo})$ (businessdictionary.com). Tingkat keuntungan/*yield* berbanding terbalik dengan harga obligasi. Jika *yield* naik (dengan ketentuan faktor lain tidak berubah), maka harga akan turun.

Sebagai simplifikasi pengertian, jika pada saat membeli obligasi investor harus membayar lebih kecil daripada nominal obligasi tersebut maka kondisi ini disebut: investor membeli pada harga *discount*. Sedangkan, jika pada saat membeli obligasi jumlah yang dibayarkan investor sama dengan nominal obligasi, maka kondisi ini disebut: investor membeli pada harga *par*. (djppr.kemenkeu.go.id).

Berkaitan dengan *yield*, menurut Putri, et.al., 2017, teori struktur tingkat bunga dapat digunakan untuk menjelaskan tingkat imbal hasil obligasi dan perubahannya yang terjadi. Teori-teori struktur tingkat bunga, berupa:

- a. Teori Harapan (*Expectation Theory*), yang menjelaskan bahwa tingkat bunga obligasi jangka panjang akan sama dengan nilai rata-rata bunga jangka pendek dari obligasi tersebut selama *n*-periode yang sama.
- b. Teori Preferensi Likuiditas (*Liquidity Preference Theory*), yang menjelaskan bahwa investor lebih menyukai investasi pada obligasi jangka pendek dikarenakan risiko ketidakpastian yang dihadapi akan semakin kecil, sedangkan perusahaan yang memerlukan dana lebih menyukai dana pinjaman jangka panjang. Implikasi dari teori adalah obligasi dengan tenor lebih panjang akan menawarkan imbal hasil yang relatif lebih tinggi dibanding tenor pendek.
- c. Teori Preferensi Habitat (*Preferred Habitat Theory*), yang menjelaskan bahwa investor mempunyai preferensi pada sektor maturitas tertentu dan akan beralih ke sektor maturitas lain jika diberikan imbalan yang memadai.

Prastowo (2008) melakukan penelitian terhadap dampak kebijakan moneter terhadap pasar obligasi, khususnya obligasi pemerintah (SUN), yang tercermin dari pergerakan *yield* obligasi. Hasil penelitian yang dilakukan oleh Prastowo (2008) menunjukkan hanya suku bunga deposito dan *yield* obligasi yang secara signifikan merespon perubahan BI Rate. Sementara untuk suku bunga pasar uang dan indeks harga saham tidak ditemukan adanya respon yang signifikan.

Dalam tulisannya, Prastowo (2008) juga menyampaikan bahwa, suku bunga jangka panjang cenderung untuk bergerak searah dengan suku bunga jangka pendek. Sedangkan *yield* dari aset jangka panjang seperti obligasi bergerak searah dengan pergerakan suku bunga.

Yield sangat dipertimbangkan oleh investor ketika berinvestasi. Investor melihat bahwa berinvestasi pada suatu instrumen pasar keuangan yang memiliki risiko yang rendah seperti berinvestasi pada obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah, tidak memerlukan *yield* yang tinggi sebagai kompensasi, sebaliknya jika berinvestasi pada suatu instrumen pasar keuangan yang memiliki risiko tinggi, investor memerlukan *yield* semakin tinggi.

Yield ditentukan oleh ekspektasi pasar finansial terhadap besaran tingkat bunga jangka pendek untuk masa mendatang dan juga besaran tingkat bunga untuk mengoffset risiko finansial masa mendatang (Sulitiyono, 2010).

Dalam Favero, (2010), Penelitian yang dilakukan oleh Amihud Mendelson (1986) tentang pengaruh yang *bid-ask spread* mencerminkan likuiditas terhadap harga asset di New York pada tahun 1961 - 1980. Variabel yang digunakan salah satunya adalah *beta bid-ask spread excess return*. Hasil dari penelitian ini adalah investor cenderung meminta *expected return* yang lebih tinggi untuk asset yang kurang likuid sebagai kompensasi risiko likuiditas.

2.5. Likuiditas Keuangan Negara

Pengertian likuiditas dalam literatur dan implementasinya di industri keuangan diterapkan dalam banyak hal. Likuiditas keuangan adalah gagasan yang sulit dipahami, namun sangat penting bagi fungsi yang baik dari sistem keuangan. Likuiditas sering didiskusikan dalam tiga pengertian utama, yaitu likuiditas perbankan, likuiditas pasar dan likuiditas pendanaan (Nikolaou, 2009). Sementara, likuiditas dalam pengelolaan keuangan negara diartikan sebagai sebagai upaya pemerintah untuk menghasilkan arus kas masuk jangka pendek (Williams, 2004).

Likuiditas yang diterapkan dalam perdagangan obligasi misalnya diartikan sebagai tingkat kecepatan melakukan konversi kas dari hasil penjualan aset lancar (*shortterm securities*). Selain pengertian itu, Likuiditas yang diterapkan dalam perdagangan obligasi juga diartikan sebagai seberapa cepat obligasi yang diperdagangkan di transaksikan oleh investor (Handayani, 2017).

Pembuat kebijakan dan akademisi menyadari bahwa likuiditas merupakan hal penting dalam manajemen pengelolaan kas. Akibat adanya krisis keuangan, banyak pemerintah di dunia mulai mengeluarkan kebijakan untuk mengurangi dampak sistemik risiko dalam sistem keuangan dengan memperkuat likuiditas (Hartlage, 2012). Pengukuran likuiditas menjadi hal kritis dalam mengatur dan mengevaluasi suatu dampak krisis keuangan, Duffie (2012) dalam Brunnermeier, et Al. (2013).

Dalam Favero, (2010) disebutkan bahwa dalam tataran teoritis, tingkat likuiditas harus menjadi perhatian oleh pasar keuangan, karena likuiditas menciptakan biaya perdagangan dan dapat menciptakan risiko tambahan. Burton, et.al. (1998) dalam Sejati (2010), menyatakan bahwa tingkat likuiditas yang tinggi menunjukkan kuatnya kondisi keuangan perusahaan (pemerintah). Dalam kaitannya dengan likuiditas perdagangan obligasi pemerintah, tujuan utamanya adalah membantu menurunkan biaya pinjaman pemerintah (Evjen, et. al., 2017).

3. KERANGKA TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Berdasarkan teori-teori di atas, dapat dibangun suatu konsep penelitian untuk mengetahui bagaimana pengaruh volatilitas penerimaan dan pengeluaran negara terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield* (imbal hasil Surat Berharga Indonesia dengan tenor 3 bulan).

Dalam membangun konsep penelitian terlebih dahulu perlu dibangun asumsi-asumsi yang disesuaikan dengan tujuan penelitian. Asumsi-asumsi dibangun menggunakan uraian kata-kata kunci dari paragraf-paragraf yang telah diuraikan sebelumnya di atas. Asumsi-asumsi penelitian adalah sebagai berikut:

- a. Surat Perbendaharaan Negara dapat dijadikan sebagai instrumen pencarian dana menutup kebutuhan *cash-mismatch* yang bersifat jangka pendek dalam satu bulan atau bahkan minggu (dengan tenor unik).
- b. SPN dapat diperdagangkan di pasar keuangan, yang nantinya akan difasilitasi oleh ETP. ETP mengurangi adanya *black box* yang dilakukan broker sehingga pembentukan harga dan *yield* makin efisien. ETP akan menciptakan transaksi yang transparan antara penjual dan pembeli.
- c. Investor dalam melakukan transaksi instrumen SPN dalam bentuk "*mismatch treasury bills*" dapat mengetahui dengan jelas maksud pemerintah yaitu dalam rangka mencukupi kebutuhan dana pengeluaran negara pada saat penerimaan negara terlambat masuk berjalan.
- d. Data *history* penerimaan dan pengeluaran negara tersedia hingga bulan sebelumnya di dalam *website Economic and Financial Data for Indonesia* - Bank Indonesia, www.bi.go.id/sdds. Sedangkan data *3-Month Indonesian Bond Yield* diperoleh dari investing.com.
- e. Dengan adanya informasi yang mencukupi dan mekanisme transaksi yang transparan, pemerintah dan investor dapat menggunakan salah satu data dalam mengukur *cost of capital*. Untuk *shortterm investment (working capital)*, data yang digunakan biasanya adalah *3-month bond yields* sedangkan untuk *long term investment (fix capital)* biasanya adalah *10-year bond yields*.
- f. Variabel penelitian dalam rangka mencari hubungan menggunakan variabel data kenaikan dan penurunan penerimaan dan pengeluaran negara dan menggunakan variabel *yield* sebagai imbal hasil bagi investor dan biaya bagi negara dengan *proxy* data *3-Month Indonesian Bond Yield*.
- g. Data disusun dalam periode bulanan karena penelitian ini membahas mengenai instrumen jangka pendek.
- h. Perubahan penerimaan dan pengeluaran negara diduga akan berpengaruh terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield* yang pada akhirnya akan

menjadi faktor penentu biaya penerbitan SPN sebagai instrumen *mismatch treasury bills*.

4. METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan statistik deskriptif dan regresional untuk mengetahui hubungan antara data *3-Month Indonesian Bond Yield* dengan data kenaikan dan penurunan penerimaan dan pengeluaran negara. Metode statistik yang digunakan dalam mencari hubungan adalah *Ordinary Least Squares* (OLS) sebagaimana pernah digunakan oleh Sihombing, et.al, (2012), dan Liu (1999) dalam Claude (2016).

Metode OLS merupakan metode kuadrat terkecil linier untuk memperkirakan parameter yang tidak diketahui dalam model regresi linier, dengan tujuan meminimalkan jumlah kuadrat dari perbedaan antara respons yang diamati (nilai variabel yang diprediksi) di dataset yang diberikan dan yang diprediksi oleh fungsi linier dari satu set variabel penjelas. Dalam analisisnya, penulis menggunakan aplikasi paket program SPSS (*Statistical Product and Service Solutions*) versi 20 tahun 2011 yang dikeluarkan oleh perusahaan *International Business Machines Corporation*.

Teknik regresi dilakukan melalui beberapa tahapan. Pada tahapan awal, dengan menggunakan bantuan aplikasi Program SPSS. Kemudian di uji dengan cara variabel ditentukan berdasarkan uji-t (parsial) dan uji F (uji bersama/serentak) untuk melihat pengaruh semua variabel bebas terhadap variabel terikatnya secara bersama-sama. Variabel dimasukkan ke dalam model dengan nilai p-valuen kurang dari batasan kepercayaan α yang ditetapkan oleh peneliti (tingkat signifikansi 0,05).

Konsep yang dibangun dalam mencari hubungan antar variabel dan pengaruhnya menggunakan persamaan *Ordinary Least Squares* (OLS), dimana $Y(x) = a + b_1 \ln(X_1) + b_2 \ln(X_2)$. Penggunaan logaritma natural dalam persamaan tersebut (tanda Ln) diterapkan dalam data penerimaan dan pengeluaran negara. Konversi logaritma natural data penerimaan dan pengeluaran negara untuk menyetarakan satuan data *3-Month Indonesian Bond Yield* yang diukur dalam persen, sementara penerimaan dan pengeluaran negara diukur dalam triliun rupiah. Dalam analisisnya nanti, data yang di konversi kedalam logaritma natural akan dikembalikan menjadi data aslinya. Dengan menggunakan konsep tersebut, hipotesis yang disusun adalah sebagai berikut:

Ho : $b_1 = b_2 = 0$; Tidak ada pengaruh variabel bebas X_1 dan X_2 terhadap variabel tak bebas Y (Tidak ada Pengaruh Perubahan Penerimaan dan Pengeluaran Negara terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield*)

Ha : $b_1, b_2 \neq 0$; Ada pengaruh variabel bebas X_1 dan X_2 terhadap variabel tak bebas Y (ada Pengaruh Perubahan Penerimaan dan Pengeluaran Negara terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield*)

5. ANALISIS DAN HASIL PENELITIAN

Penelitian ini masih bersifat pendahuluan (*preliminary study*) yang dibuat untuk menyesuaikan tema penelitian disepertar penerimaan negara. Data *Yield mismatch treasury bills* sampai dengan saat ini belum ada karena instrumennya belum diterbitkan. Sehingga, penelitian pendahuluan ini menggunakan *proxy* data *3-Month Indonesian Bond Yield* dalam meneliti bagaimana pengaruh penerimaan dan pengeluaran negara terhadap *yield mismatch treasury bills*.

Dalam kertas kerja penelitian lainnya yang dibuat oleh peneliti (belum dipublikasikan), terhadap data *3-Month Indonesian Bond Yield* sebagai *proxy* data *yield mismatch treasury bills* telah dilakukan analisis uji pengaruh dengan metode *stepwise criteria* regresional. Pengujian menggunakan data defisit dan surplus bulanan APBN, pembiayaan APBN, total nilai penerbitan SPN-SPNS, BI Rate, suku bunga deposito 3 Bulan, suku bunga modal kerja (*Working Capital*), suku bunga investasi, dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan) menunjukkan hasil bahwa, hanya dua variabel yang secara bersama-sama memiliki hubungan saling mempengaruhi terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield* yaitu suku bunga deposito 3 Bulan dan total nilai penerbitan SPN-SPNS.

Sedangkan hasil penelitian ini dengan membangun suatu konsep bagaimana pengaruh perubahan penerimaan dan pengeluaran negara terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield* (imbalance hasil Surat Berharga Indonesia dengan tenor 3 bulan), dengan menggunakan analisis uji pengaruh/regresional diuraikan dalam sub bab berikut ini.

5.1. Deskripsi Data Penerimaan dan Pengeluaran APBN, serta *3-Month Indonesian Bond Yield*

Deskripsi data selama periode Januari 2013 – Agustus 2017 (lihat tabel 2) menunjukkan bahwa rata-rata data *3-Month Indonesian Bond Yield* adalah sebesar 5,854%, sedangkan rata-rata penerimaan negara sebesar 11.696471 atau Ln (120.146,931 triliun) dan pengeluaran negara sebesar 11.868652 atau Ln (142.721,722 triliun).

Pada Agustus (M8) 2013, data *3-Month Indonesian Bond Yield* menunjukkan angka paling tinggi, yaitu 7% dari semua data yang diobservasi (lihat tabel 2 dan gambar 4). Padahal penerimaan negara menunjukkan angka 11.5325, atau Ln (101,976.74 triliun) dan pengeluaran negara menunjukkan angka 11.5777 atau Ln (106,691.84 triliun).

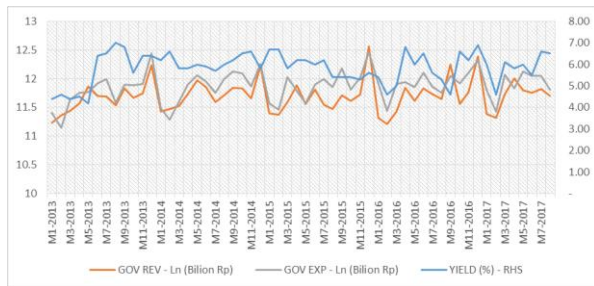
Kondisi ini menarik diamati, karena pada saat itu selisih antara penerimaan dan pengeluaran negara tidak terlalu besar yaitu negatif Rp4.715,11 triliun. Angka negatif Rp4.715,11 triliun menunjukkan kekurangan kas pemerintah di Agustus 2013 yang hanya sebesar 4% dari total pengeluaran. Sedangkan, Rata-rata kekurangan kas pemerintah Indonesia per bulan selama periode penelitian mencapai angka negatif Rp22.586,66 triliun.

Tabel 2
Deskripsi Statistik Data Penerimaan Negara, Pengeluaran Negara, dan 3-Month Indonesian Bond Yield Periode Januari 2013 – Agustus 2017

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
YIELD (RHS)-%	56	4,2	7,0	5,854	,7254
GOV REV (Billion Rp)	56	11,2063	12,5583	11,696471	,2745034
GOV EXP (Billion Rp)	56	11,1472	12,4593	11,868652	,2671913
Valid N (listwise)	56				

Selama periode Januari 2013 – Agustus 2017, variabel data penelitian mengalami fluktuasi sebagaimana gambar 4.

Gambar 4
Fluktuasi Data Penerimaan Negara, Pengeluaran Negara dan 3-Month Indonesian Bond Yield Periode Januari 2013 – Agustus 2017

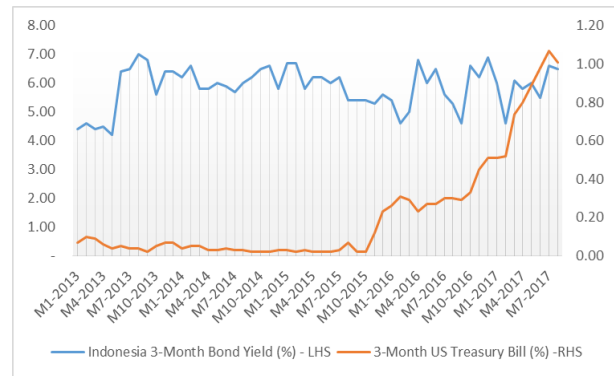


Pada waktu itu, peningkatan 3-Month Bond Yield di pasar obligasi Indonesia kemungkinan berhubungan dengan kekhawatiran pelaku pasar akan berakhirnya program stimulus AS yang akan dilaksanakan pada September 2013. Imbasnya tak hanya dirasakan oleh pasar global namun juga *emerging market* termasuk Indonesia (ibpa.co.id).

Apabila kita amati data sejenis yang terjadi di Amerika Serikat, pada Agustus 2013, *yield* 3-Month US Treasury Bill di pasar sekunder Amerika Serikat sebesar 0.04% dengan rata-rata 0.22% selama periode penelitian (*Board of Governors of the US Federal Reserve System* sebagaimana disajikan dalam fred.stlouisfed.org).

Data *yield* 3-Month US Treasury Bill di pasar sekunder Amerika pada gambar 5 terlihat tidak mengalami gejala yang berarti selama Januari 2013-Oktober 2015. Data *yield* 3-Month US Treasury Bill baru mengalami pergolakan dan terus meningkat mulai dari angka 0.12% pada November 2015 hingga mencapai 1.07 di Juli 2017 sebagai angka tertinggi. Kondisi tersebut terjadi karena *the Fed* mulai menaikkan tingkat suku bunga pada Desember 2015 untuk pertama kalinya dalam hampir satu dekade (ekbis.sindonews.com).

Gambar 5
Fluktuasi Data
3-Month Indonesian Bond Yield dan 3-Month US Treasury Bill Periode Januari 2013 – Agustus 2017



Sumber:

- fred.stlouisfed.org (3-Month US Treasury Bill)
- investing.com (Indonesia 3-Month Bond Yield)

Peningkatan suku bunga Amerika Serikat pada Desember 2015 diperlukan karena kondisi ekonomi Amerika yang memerlukan perbaikan, untuk mengatasi kenaikan tingkat pengangguran di Amerika ke level 5% dan inflasi yang akan meningkat dalam jangka menengah ke arah 2% (ekbis.sindonews.com). Donald van Deventer, Ph.D. dalam *Business Economics, Harvard University*, selaku pendiri Kamakura Corporation, telah melakukan simulasi pada tahun 2015 bahwa indikator 3-Month US Treasury Bill Rate akan meningkat dari rata-rata 0.05% pada tahun 2015 menjadi rata-rata 2.78% dalam 10 tahun ke depan (seekingalpha.com).

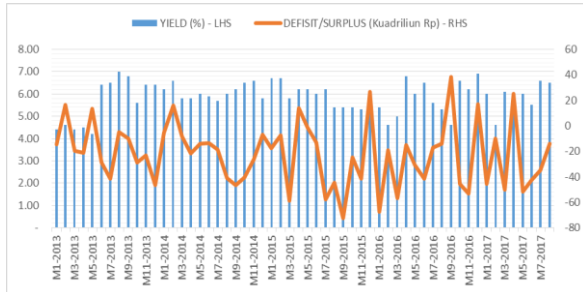
Indikator 3-Month US Treasury Bill dan 3-Month Indonesian Bond Yield dalam perkembangannya tidak menunjukkan hubungan yang berarti (angka Pearson *Correlation* pada 0,041 dengan signifikan 2-tailed pada 0,766). Berdasarkan gambar 5 nampak bahwa, pergerakan 3-Month Indonesian Bond Yield selama periode penelitian lebih stabil dibanding pergerakan indikator 3-Month US Treasury Bill Rate. Pergerakan 3-Month Indonesian Bond Yield yang hampir menyentuh batas 7% terjadi pada April (M4) 2015 dan Desember (M12) 2016 (lihat gambar 6).

Pada April 2015, para investor merasa kuatir dengan pertumbuhan perekonomian Indonesia karena pada saat itu terdapat situasi pertumbuhan PDB yang lemah, performa ekspor yang melambat, tingkat suku bunga yang tinggi, dan lambatnya belanja pemerintah, sementara pendapatan di empat bulan pertama 2015 di bawah target dan hanya mencapai Rp310 triliun (indonesia-investments.com). Di Desember 2016, perkiraan kenaikan suku bunga Bank Sentral Amerika Serikat (*Fed Fund Rate*) telah menimbulkan ketidakpastian. Selain itu, ekonomi dunia yang semula diproyeksikan tumbuh 3,5 persen harus dikoreksi menjadi 3 persen yang lebih rendah dibanding tahun lalu 3,1 persen karena pertumbuhan ekonomi AS yang tidak sekuat proyeksi sebelumnya dan ekonomi Tiongkok masih mengalami perlambatan (bisniskeuangan.kompas.com).

Sementara itu, data 3-Month Indonesian Bond Yield jika dikaitkan dengan defisit bulanan ternyata juga menunjukkan hubungan yang tidak berarti (angka Pearson *Correlation* pada -0,112 dengan signifikan 2-

tailed pada 0,411). Pada gambar 6 menunjukkan bahwa, perubahan data *3-Month Indonesian Bond Yield* tidak diikuti oleh data perubahan defisit bulanan.

Gambar 6
Fluktuasi Data
3-Month Indonesian Bond Yield dan Defisit
Periode Januari 2013 – Agustus 2017



5.2. Analisis Regresi Data Penerimaan dan Pengeluaran APBN, serta *3-Month Indonesian Bond Yield*

Penelitian ini masih bersifat pendahuluan (*preliminary study*) karena Data *Yield mismatch treasury bills* sampai dengan saat ini belum (instrumennya belum diterbitkan). Sehingga, penelitian pendahuluan ini masih menggunakan *proxy* data *3-Month Indonesian Bond Yield*.

Dari *output* hasil olahan program aplikasi SPSS dengan metode *Enter*, diperoleh hasil sebagai berikut:

Tabel 3
Variables Entered/Removed^a

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Ln (GOV REV), Ln (GOV EXP) ^b	.	Enter

a. *Dependent Variable: 3-Month Indonesian Bond Yield -%*
b. *All requested variables entered.*

Tabel 4
Model Summary^b

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	
1	,271 ^a	,074	,039	,7112	
Model	Change Statistics				
	R Square Change	F Change	df1	df2	Sig. F Change
1	,074	2,104	2	53	,132

a. *Predictors: (Constant), Ln (GOV REV), Ln (GOV EXP)*
b. *Dependent Variable: 3-Month Indonesian Bond Yield*

Dari *output* di atas pada tabel *Model Summary* diperoleh nilai koefisien determinasi R Squared = 0,039, yang berarti sekitar 39% variasi Penerimaan dan Pengeluaran Negara dapat menjelaskan variasi *3-Month Indonesian Bond Yield*. Nilai ini merupakan nilai yang tidak terlalu tinggi dan belum mencerminkan terjadinya hubungan kuat antara variabel bebas Ln (GOV REV) dan Ln (GOV EXP) dan variabel tak bebas *3-Month Indonesian Bond Yield -%*. Nilai Durbin Watson (*Tabel Model Summary*) adalah nilai Durbin Watson hitung hasil olahan program aplikasi SPSS yang nantinya akan dibandingkan dengan nilai Durbin Watson (DW) Tabel, baik nilai DU (Durbin Upper) maupun nilai DL (Durbin Lower). Pada hasil di atas, nilai Durbin Watson Hitung adalah sebesar 1,148, dimana nilai tersebut kurang dari nilai DL pada k = 3 dan

n = 56, sehingga terdapat masalah autokorelasi positif. Nilai DL pada k = 4 dan n = 56 berdasarkan tabel Durbin Watson adalah sebesar: 1.47410 sedangkan nilai DU sebesar 1.63339.

Tabel 5
Coefficients^a

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
	B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	-3,176	4,433		,717
	Ln (GOV EXP)	,578	,573	,213	1,008
	Ln (GOV REV)	,186	,558	,070	,333
Model	95,0% Confidence Interval for B				
	Lower Bound	Upper Bound	Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	-12,068	5,715		
	Ln (GOV EXP)	-,572	1,727	,268	,137
	Ln (GOV REV)	-,933	1,305	,236	,046

a. *Dependent Variable: 3-Month Indonesian Bond Yield*

Pada kolom *Coefficients* diperoleh nilai koefisien/parameter regresi linear berganda a = -3,176, b1 = 0,578 dan b2 = 0,186. Sehingga persamaan regresi yang diperoleh adalah :

$$Yield (3\text{-Month Indonesian Bond Yield}) =$$

$$-3.176 + 0,578 \text{ Ln (GOV EXP)} + 0,186 \text{ Ln (GOV REV)}$$

Hasil uji-t dengan data yang diambil dari kolom t dan sig. pada variabel Ln (GOV EXP) dan Ln (GOV REV) untuk mengetahui apakah variabel bebas secara terpisah berpengaruh signifikan terhadap variabel tak bebas. Hasil olahan data yang dituangkan dalam tabel 5: *Coefficients* berguna untuk pengujian parameter secara parsial. Sedangkan hasil olahan data yang dituangkan dalam tabel 6: *Anova*, berguna untuk pengujian parameter secara bersama-sama. Proses pengujian parsial dengan menguji parameter b1 dan b2 secara satu persatu, yang kemudian dilanjutkan dengan proses pengujian secara bersama, seperti diuraikan di bawah ini.

Proses pengujian parsial dengan menguji parameter b1 dengan hipotesis Ho : b1 = 0, Ha : b1 ≠ 0, dengan taraf signifikansi 5%, derajat bebas df = n-2 = 56-2 = 54, maka diperoleh t-tabel = 1,717. Hasil olahan statistik program SPSS memperoleh t-hitung = 1,008 dan nilai p-value = 0,318. Nilai t-hitung = 1,008 < t-tabel = 1,717 atau nilai p-value = 0,318 > 0,05. Jadi Ho ditolak dan Ha diterima, yang artinya adalah pada signifikansi 5% ternyata *3-Month Indonesian Bond Yield* tidak berpengaruh terhadap Ln (GOV EXP).

Proses pengujian parsial dengan menguji parameter b2 dengan hipotesis Ho : b2 = 0, Ha : b2 ≠ 0, dengan taraf signifikansi 5%, derajat bebas df = n-2 = 12-2 = 10, maka diperoleh t-tabel = 2,228. Hasil olahan statistik program SPSS memperoleh t-hitung = 0,333 dan 1,717 atau nilai p-value = 0,740 > 0,05. Jadi Ho ditolak dan Ha diterima, yang artinya adalah Ln (GOV REV) tidak berpengaruh terhadap *3-Month Indonesian Bond Yield*.

Pengujian secara bersama-sama menggunakan Tabel ANOVA. Pengujian ini untuk menguji ketepatan model. Apakah variabel bebas secara bersama-sama mempengaruhi variabel tak bebas. Dalam menggunakan uji ketepatan model digunakan uji F,

dengan hipotesis $H_0 : b_1 = b_2 = 0$, $H_a : \text{Terdapat } b_i \neq 0$ dengan $i = 1$ dan 2 , dan taraf signifikansi 5%.

Tabel 6
ANOVA^a

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2,129	2	1,064	2,104	,132 ^b
	Residual	26,811	53	,506		
	Total	28,939	55			

a. Dependent Variable: 3-Month Indonesian Bond Yield

b. Predictors: (Constant), Ln (GOV REV), Ln (GOV EXP)

Dengan nilai signifikansi 5%, derajat bebas pembilang $dk = 2$ dan derajat bebas penyebut $df = n - k - 1 = 56 - 2 - 1 = 53$, maka diperoleh $F\text{-tabel} = 9,47456$. Dari hasil uji statistik diperoleh $F\text{-hitung} = 2,104$ dan nilai $p\text{-value} = 0,132$. Nilai $t\text{-hitung} = 2,104 <$ dari $F\text{-tabel} = 9,47456$ atau nilai $p\text{-value} = 0,132 >$ $0,05$. Jadi H_0 ditolak dan H_a diterima. Dengan signifikansi 5% variabel Ln (GOV REV) dan Ln (GOV EXP) secara bersama-sama tidak berpengaruh terhadap 3-Month Indonesian Bond Yield.

Hasil analisis data tersebut menunjukkan bahwa perubahan penerimaan dan pengeluaran bulanan pemerintah tidak menjadi perhatian utama investor. Investor nampaknya lebih condong memperhatikan kepada indikator ekonomi yang lain. Dalam kertas kerja penelitian yang dibuat oleh peneliti dan belum dipublikasikan, terhadap data 3-Month Indonesian Bond Yield sebagai proxy data yield mismatch treasury bills telah dilakukan analisis uji pengaruh menggunakan data defisit dan surplus bulanan APBN, pembiayaan APBN, total nilai penerbitan SPN-SPNS, BI Rate, suku bunga deposito 3 Bulan, suku bunga modal kerja (Working Capital), suku bunga investasi, dan IHSG (Indeks Harga Saham Gabungan). Hasil analisis uji tersebut menunjukkan hasil bahwa, hanya dua variabel yang memiliki hubungan saling mempengaruhi terhadap 3-Month Indonesian Bond Yield yaitu suku bunga deposito 3 Bulan dan total nilai penerbitan SPN-SPNS.

Strategi pengelolaan utang pemerintah yang prudent (dapat dipercaya), buffer cash (cadangan kas) pemerintah yang optimal, dan dukungan Bank Indonesia dalam koridor kebijakan pengelolaan kas yang aktif, nampaknya mampu menjaga fluktuasi perubahan 3-Month Indonesian Bond Yield. Sehingga, perubahan penerimaan dan pengeluaran bulanan pemerintah tidak menjadi perhatian utama investor. Sementara, dapat kami sampaikan bahwa dimungkinkan adanya pengaruh yang signifikan terhadap perubahan 3-Month Indonesian Bond Yield yaitu dari dua variabel suku bunga deposito 3 Bulan dan total nilai penerbitan SPN-SPNS berdasarkan hasil uji dari penelitian kami yang belum dipublikasikan.

6. IMPLIKASI DAN KETERBATASAN

Diperlukan penelitian lanjutan untuk mengetahui variabel-variabel yang paling mempengaruhi perubahan data indikator 3-Month Indonesian Bond Yield dan yield mismatch treasury bills dengan menggunakan teknik analisis berbeda dan rentang data yang lebih panjang.

DAFTAR PUSTAKA (REFERENCES)

BUKU

- Brunnermeier, M., Gorton, G., & Krishnamurthy, A. 2014. In Risk Topography: Systemic Risk and Macro Modeling (pp. 99-112). University of Chicago Press. ISBN- 13: 978-0-226-09264-5 (e- book). DOI: 10.7208/ chicago/ 9780226092645.001.0001
- Handayani, Dian. 2017. Dalam Politeknik Keuangan Negara STAN: Instrumen Pembiayaan APBN untuk Pembangunan Infrastruktur. Esai keuangan negara : Sumbangsih Pemikiran Untuk Negeri: Diandra Kreatif, Jogjakarta. ISBN: 6023364993, 9786023364992
- Wang, X. S. 2006. Financial management in the public sector: tools, applications and cases. M.E. Sharpe, Inc. ISBN 0-7656-1677-7
- Schacht, K. N., Stokes, J. J., & Doggett, G. 2015. Pedoman Perilaku Profesi Manajer Investasi (Terjemahan). Edisi Kedua. ISBN 978-1-942713-07-4

PAPER/ARTIKEL

- Akram, T., & Das, A. 2015. Does Keynesian theory explain Indian government bond yields? Levy Economics Institute Working Paper No. 834. ISSN 1547-366X
- Aspromourgos, Tony., Keynes, Employment Policy and the Question of Public Debt, Journal, Review of Political Economy , Volume 26, 2014 - Issue 4
- Brunnermeier, Markus. Krishnamurthy, A., and Gorton, G. 2013. Liquidity Mismatch Measurement. Princeton University and NBER, Northwestern University and NBER, Yale University and NBER
- Claude, Rusibana. 2016. Organizational Determinants, Capital Structure and Financial Performance of Firms Registered in Rwanda Development Board. The International Journal Of Business & Management. ISSN 2321-8916
- Estrella, A. dan Hardouvelis G. A., (1991). The Term Structure as a Predictore of Real Economic Activity. The Journal Of Finance. Vol. XLVI, No.2. 555-576. Online ISSN: 1540-6261
- Evjen, Snorre. Marte Grønvold. Karianne Gundersen. 2017. Liquidity in the Norwegian Government Bond Market. Norges Bank Staff Memo No. 1. ISSN 1504-2596 (online only), ISBN 978-82-7553-967-8 (online only)
- Faizah, Y. L. N., Suyono, E., & Ramadhanti, W. 2015. Pengaruh Profitabilitas, Likuiditas, Size dan Leverage Perusahaan terhadap Yield Obligasi dengan Peringkat Obligasi Sebagai Variabel Intervening. Akuntabel, 5(1).
- Favero, C., Pagano, M., & Von Thadden, E. L. 2010. How does Liquidity Affect Government Bond Yields? Journal Of Financial And Quantitative Analysis Vol. 45, No. 1, pp. 107-134. Copyright 2010, Michael G. Foster School of Business, University of

- Washington, Seattle, doi:10.1017/S0022109009990494.
- Hamilton, J. D., & Kim, D. H. (2000). A Re-Examination of The Predictability of Economic Activity Using the Yield Spread (Working Paper No. 7954). National Bureau of Economic Research.
- Hannikainen, J. (2016). When does the Yield Curve Contain Predictive Power? Evidence From a Data-Rich Environment. Tampere Economic Working Papers. ISSN 1458-1191, ISBN 978-952-03-0108-8
- Hartlage, A. W. 2012. The Basel III liquidity coverage ratio and financial stability. Michigan Law Review, Volume 111. Issue 3.
- Nikolaou, K. 2009. Liquidity (risk) Concepts: Definitions and Interactions. European Central Bank, Frankfurt, Germany. Working Paper Series No 1008. ISSN 1725-2806 (online)
- Palley, Thomas I. Senior Economic Policy Adviser, AFL-CIO Washington, DC, June 2014, Milton Friedman's economics and political economy: an old Keynesian critique, Working Paper, Macroeconomic Policy Institute
- Prastowo, N. J. 2008. *Dampak BI Rate Terhadap Pasar Keuangan: Mengukur Signifikansi Respon Instrumen Pasar Keuangan Terhadap Kebijakan Moneter* (Vol. 21). Working Paper No. 21. Januari 2008
- Putri, N.P. K. E, Astika, I. B. P., dan Dewi, A. A. 2017. Pengaruh Tingkat Bunga Pasar dan Karakteristik Obligasi pada Imbal Hasil Obligasi yang Tergolong Investment Grade. E-Jurnal Akuntansi Universitas Udayana. Vol.19.3, 1774-1802. ISSN: 2302-8556
- Putri, E. L. H. , 2013. Pengaruh Risiko Likuiditas Perusahaan terhadap Yield Spread Obligasi. Jurnal Ekonomi dan Bisnis Tahun XXIII, No. 3. P-ISSN 2527 – 7499, E-ISSN 2528 – 3634
- Sejati, Grace Putri. 2010. Analisis Faktor Akuntansi dan Non Akuntansi dalam Memprediksi Peringkat Obligasi Perusahaan Manufaktur. *Bisnis & Birokrasi*, Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi, Volume 17, Nomor 1, hlm.70-78. ISSN 0854-3844
- Sihombing, Pardomuan. , Siregar Hermanto, Manurung, Adler H., Santosa, Perdana W. 2012. Analisis Pengaruh Aliran Modal Dan Faktor Eksternal Terhadap Term Structure Interest Rate Obligasi Pemerintah Indonesia (SUN). *Journal of Capital Market and Banking*.; Vol. 1, No. 3.. ISSN: 2301 – 4733
- Shrivastav, U. S. S., Why and how we Need to Tackle Fiscal Deficit of India?, Research Paper, *PARIPEX - INDIAN JOURNAL OF RESEARCH X*, Volume : 2 | Issue : 2 |, february 2013, page 205
- Tesic, A., Ilic, D., & Đelic, A. T. 2014. Consequences of Fiscal Deficit and Public Debt In Financing The Public Sector. Review Article. *Ekonomika*
- Poljoprivrede, 61(1), 177. *Economics of Agriculture* 1/2014. UDC: 336.14:336.13
- SKRIPSI/TESIS/DISERTASI/MODUL/MAJALAH**
- BAPEPAM – LK. Departemen Keuangan RI. Apa & Bagaimana Berinvestasi. Edukasi Masyarakat di Bidang Pasar Modal dan Lembaga Keuangan Non Bank
- CDFI (The Community Development Financial Institution). 2015. Liquidity and Cash Management Definitions, Practices, and Examples
- Perry, Nathan. Modul: Debt and Deficits: Economic and Political Issues, page 12. Global Development And Environment Institute Tufts University Medford, MA 02155, Copyright © 2014 Global Development And Environment Institute, Tufts University
- Reserve Bank of Australia Bulletin, The Separation Of Debt Management And Monetary Policy, November 1993, page 4.
- Sujai, Mahpud. Buletin Kinerja - Edisi XXI/2014, page 5
- Sulitoyono, 2010. Analisis Penggunaan Term Structure of Interest Rate sebagai Alat Prediksi Aktifitas Ekonomi Riil. Tesis. Fakultas Ekonomi. Program Magister Perencanaan Dan Kebijakan Publik. Jakarta
- Williams, M. 2004. Government Cash Management: Good and Bad Practice. World Bank Technical Note.
- WEBSITE /TERBITAN ONLINE**
- antaranews.com. Pewarta: Indra Arief Pribadi Rabu, 29 Juni 2016. BI ingin SUN jangka pendek aktif diperdagangkan (diakses 12 November 2017)
- Bank Indonesia. Mei 2012. Metadata: Basic Information. Data Category : Government Securities (SBN). Statistics Disseminator : Department of Economic and Monetary Statistics (DSM). <http://www.bi.go.id> (diakses 12 November 2017)
- bisniskeuangan.kompas.com. Kompas.com 02 November 2016 BI: Kondisi Perekonomian Indonesia 2017 Mengejutkan (diakses 18 November 2017)
- businessdictionary.com/definition/discount-yield.html (diakses 18 November 2017)
- databoks.katadata.co.id/datapublish/2017/10/13/penerimaan-pajak-selalu-di-bawah-target (diakses 17 November 2017)
- Deventer, Donald van U.S. 2015. Treasury Simulations Show 3-Month Treasury Bill Rate Rising From 0.05% To An Average Of 2.78% In 10 Years. <https://seekingalpha.com> (diakses 19 November 2017)
- djppr.kemenkeu.go.id/uploads/files/dmodata/in/6Publikasi/5Brosur/Istilah%20Umum%20SUN.pdf (diakses 18 November 2017)

- ekbis.sindonews.com/read/1070026/35/the-fed-naikkan-suku-bunga-acuan-025-1450310557 (diakses 18 November 2017)
- fred.stlouisfed.org/series/TB3MS (diakses 18 November 2017)
- investing.com/rates-bonds/indonesia-3-month (diakses 18 November 2017)
- investopedia.com/articles/financial-theory/11/4-money-market-yields (diakses 18 November 2017)
- id.wikipedia.org/wiki/Nilai_pari (diakses 18 November 2017)
- indonesia-investments.com. 08 Mei 2015. Bagaimana dengan Ekonomi Indonesia di 2015? (diakses 18 November 2017)
- junaidichaniago.files.wordpress.com (diakses 18 November 2017)
- kemenkeu.go.id/apbn2017 (diakses 17 November 2017)
- kontan.co.id, 19 Oktober 2017. Pemerintah siapkan surat utang baru SPN T-Bills (diakses 12 November 2017)
- kontan.co.id, 29 September 2017. Gap penerimaan, Kemkeu akan rilis SPN tenor unik (diakses 12 November 2017)
- pemeriksaanpajak.com. 12 September 2017. Penerimaan Pajak Bulanan Menurun (diakses 12 November 2017)
- statistikian.com (diakses 12 November 2017)
- Suyanto, Siswo. 2007. Penerimaan APBN Bermasalah (Intermezzo). keuanganpublik.com (diakses 17 November 2017)
- Wicaksono, Kurniawan A. 06 April 2017. Obligasi Negara, Pemerintah akan Terapkan Electronic Trading Platform. <http://market.bisnis.com> (diakses 12 November 2017)
- World Bank. S. E. Bond market development indicators: Financial Sector Operations and Policy. Financial Sector Development Indicators. Comprehensive assessment through enhanced information capacity. pdfs.semanticscholar.org (diakses 12 November 2017)

HALAMAN INI SENAGAJA DIKOSONGKAN