

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Sejak mulai didirikannya Bank Muamalat Indonesia pada tahun 1991 maka ekonomi syariah mulai banyak dikenal masyarakat dan mengalami perkembangan yang diharapkan akan menjadi besar mengingat sebagian besar penduduk Indonesia beragama Islam. Adanya krisis ekonomi yang melanda Indonesia pada tahun 1997-1998 menguji kehandalan Bank Syariah dalam menghadapi permasalahan yang ada sehingga Bank Syariah atau pun ekonomi syariah pada umumnya mulai diakui keberadaannya oleh masyarakat.

Dalam perjalanan selanjutnya, perkembangan ekonomi syariah kurang dari yang diharapkan. Menurut Deputi Gubernur Bank Indonesia Siti C. Fajriah, diperkirakan sampai tahun 2008 total aset bank syariah hanya akan mencapai 2,8%. Artinya target 5% yang diinginkan BI tidak akan terwujud. Sedangkan di sisi perkembangan instrumen investasi, jumlah dana yang berputar di sektor syariah masih tertinggal jauh dari perkembangan instrumen investasi pada sektor konvensional.

Menurut data yang berhasil dikumpulkan oleh Tempo 21 Oktober 2007, perkembangan di bidang saham syariah sudah mulai cukup banyak dengan masuknya beberapa sektor industri yang menerbitkan saham syariah. Jika dilihat dari sisi kinerja, maka saham yang masuk ke dalam Jakarta Islamic Index tumbuh 55,83 % yaitu dari 199,75 di akhir 2005 menjadi 311,28 pada akhir tahun 2006. Lebih baik dari Indeks LQ45 yang naik dari 54,55 % menjadi 393,11 pada akhir 2006 dan indeks Bursa Efek Jakarta yang naik 55,29 % pada tahun yang sama.

Untuk pasar reksadana syariah, menurut Presiden Direktur Fortis Investment Eko P. Pramono, sampai bulan Oktober 2007 ini aset reksa dana syariah baru mencapai Rp 1,2 triliun atau sekitar 1,6% dibandingkan aset total reksa dana yang mencapai Rp 73,671 triliun. Walau pun dari sisi aset masih terlihat sangat kecil, tetapi pertumbuhan pasar reksa dana syariah sampai akhir tahun 2006 paling tinggi dibandingkan produk pasar efek lainnya. Sepanjang tahun 2006, reksa dana

syariah tumbuh 35,3% dan nilai aktiva bersih tumbuh 29,4% dibanding 2005. Hingga akhir tahun 2006 terdapat 23 reksa dana syariah atau 5,71% dari total reksa dana.

Bila dibandingkan dengan instrumen investasi syariah lainnya maka Obligasi Syariah (sukuk) tumbuh paling kecil yakni 6% dan nilai emisinya tumbuh 10%.

Pada Tabel 1.1 menunjukkan komposisi yang terdapat pada obligasi korporat berdasarkan jenis obligasi dan persentase jumlahnya.

**Tabel 1.1 .**

**Obligasi Korporasi 2006**

Jenis Obligasi	Persentase
Konvensional Bunga Tetap	94,62%
Konvensional Bunga Mengambang	4,73%
Syariah	0,65%

Sumber: Fact Book 2007, BES

Menurut Fact Book 2007 yang diterbitkan oleh Bursa Efek Surabaya baru tercatat 17 perusahaan atau 10,49% dari total emiten dengan total emisi Rp 2,21 triliun atau 2,15 % dari total nilai emisi obligasi sampai Juni 2006. Berikut ini adalah data mengenai pertumbuhan nilai emisi obligasi syariah di Indonesia.

**Tabel 1.2.**

**Nilai Emisi Obligasi Syariah**

Tahun	Nilai Emisi
2003	Rp 740 milyar
2004	Rp 1,4 triliun
2005	Rp 2 triliun
2006	Rp 2,3 triliun

Sumber: Bapepam LK, Agustus 2007

Perkembangan yang terjadi di Indonesia menunjukkan fenomena yang berlainan dengan yang terjadi pada pasar dunia saat ini. Seperti yang terdapat pada Harian Bahrain Tribune yang dikutip Republika Online , hingga Juni 2007 nilai emisi sukuk global diproyeksi meningkat 75% menjadi 24,5 miliar dolar AS

dibandingkan periode serupa tahun lalu. Perkembangan sukuk yang pesat untuk menarik dana dari Negara-Negara Timur Tengah yang mengalir keluar dari Amerika Serikat disebabkan oleh peristiwa 11 September 2001 dan melonjaknya harga pasaran minyak dunia sejak serangan Amerika Serikat ke Irak pada tahun 2004. Diprediksikan bahwa Investor Timur Tengah telah menginvestasikan lebih dari US\$ 1,2 trilyun di pasar internasional. dan perkembangan terakhir menunjukkan bahwa dana-dana tersebut banyak dialokasikan ke negara-negara yang memiliki instrumen syariah. Dana yang tertanam di industri keuangan syariah dan aset-aset syariah diperkirakan mencapai sekitar US\$ 650-700 milyar dan beredar pada kurang lebih 300 lembaga keuangan syariah seluruh dunia.

Aliran dana yang sangat besar ini kurang ditangkap oleh Pemerintah Indonesia. Ketidakpastian hukum dan perpajakan menjadi rintangan yang cukup besar untuk menarik masuknya investasi ke Indonesia. Pasar sekunder obligasi sekunder juga belum optimal, ditandai dengan kurangnya informasi yang dibutuhkan investor untuk melakukan transaksi sehingga timbul keengganan dalam melakukan jual beli serta terbatasnya jumlah dan nilai obligasi yang ditanamkan.

Berbagai hal yang dianggap menghambat perkembangan ekonomi syariah adalah sebagai berikut:

1. Sosialisasi yang dilakukan oleh pemilik usaha syariah dan Pemerintah belum optimal sehingga umat Islam sendiri masih banyak yang tidak mengerti atau tidak mengetahui tentang ekonomi syariah.
2. Struktur masyarakat masih menganut mental agraris dimana yang penting persediaan makan cukup. Belum berpikir untuk mengatur *cash flow* apalagi berinvestasi.
3. Ekonomi syariah terutama bank syariah belum menjadi *problem solving* bagi masyarakat.
4. Masalah perpajakan dimana masih dikenakan pajak berganda pada produk murabahan sehingga produk sulit bersaing.
5. *Political Will* dari pemerintah terhadap pengembangan ekonomi syariah masih rendah. Terbukti dengan belum adanya Undang-Undang Syariah.

Dengan melihat hambatan-hambatan tersebut di atas dapat diketahui masih banyak yang harus dibenahi agar ekonomi syariah tumbuh dengan pesat dan diaplikasikan secara menyeluruh oleh masyarakat. Lajunya investasi di bidang syariah akan menambah semakin banyaknya dana yang terkumpul karena untuk mendukung target pertumbuhan 6,5-6,9% pertahun di Indonesia dibutuhkan pertumbuhan investasi sebesar 13,9-17,1%. Peran masyarakat sebagai investor sangat besar karena melihat model perkembangan keuangan syariah di Timur Tengah dimotori oleh *Market Driven* (permintaan masyarakat). Dengan gabungan antara dukungan pemerintah dalam memasyarakatkan ekonomi syariah dan permintaan masyarakat akan produk-produk investasi syariah akan secara langsung membuat perkembangan ekonomi syariah menjadi cepat dan sesuai dengan yang diharapkan.

## 1.2 Rumusan Masalah

Pada dasarnya investasi di pasar modal cukup menarik bagi investor yang ingin menanamkan dananya sehingga tidak terbatas hanya pada perbankan atau *real assets*. Investasi di pasar modal juga menawarkan likuiditasnya dan memungkinkan investor meraih keuntungan tinggi disesuaikan dengan risikonya. Adanya *supply* dan *demand* menunjukkan keberhasilan akan pembentukan pasar modal tersebut. Dengan banyaknya instrumen investasi yang ditawarkan dan bersifat menguntungkan akan menarik investor untuk menanamkan dananya.

Dari latar belakang permasalahan di atas diketahui bahwa perkembangan ekonomi syariah kurang menggembirakan bila dilihat dari nilai investasi yang dikumpulkan. Ada pun Sukuk atau Obligasi Syariah merupakan instrumen investasi yang paling lambat pertumbuhannya. Dengan mengesampingkan permasalahan dari segi hukum atau perpajakan, dapat dilihat bahwa perkembangan instrumen investasi syariah masih jauh dari harapan masyarakat.

Pada tabel 1.3 terlihat perkembangan Obligasi Syariah bila dibandingkan dengan Obligasi Korporasi konvensional.

**Tabel 1.3.**  
**Perkembangan Obligasi Korporasi**

Jenis Obligasi	2005	2006
Konvensional	268	281
Syariah	16	17

Sumber : Fact Book 2005-2007 BES

Dari tabel tersebut dapat dilihat bahwa antara tahun 2005-2006 Obligasi Konvensional bertambah banyak 13 buah obligasi sedangkan Obligasi Syariah hanya bertambah 1 buah obligasi.

Berdasarkan uraian di atas maka rumusan masalah dalam tesis ini adalah bahwa Obligasi Syariah seharusnya menjadi instrumen investasi yang menarik dan diharapkan dapat tumbuh dengan pesat. Tetapi kenyataan di lapangan menunjukkan bahwa Obligasi Syariah di Indonesia tumbuh lambat bila dibandingkan dengan Obligasi Konvensional. Lambatnya pertumbuhan Obligasi khususnya Obligasi Syariah Ijarah bisa disebabkan oleh berbagai macam faktor. Salah satunya adalah *performance* dari Obligasi Syariah Ijarah yang kemungkinannya diduga tidak sebaik *performance* dari Obligasi Konvensional. Oleh karena investor melihat *performance* berdasarkan pada keuntungan yang dapat diraih serta risiko yang akan ditanggung, maka perlu dilakukan penelitian mengenai Obligasi Syariah Ijarah dengan membandingkannya dengan Obligasi Konvensional dari sisi return, risiko, likuiditas dan kinerja portofolionya yang menjadi acuan investor dalam berinvestasi.

Sesuai dengan rumusan masalah tersebut maka pertanyaan penelitian dalam tulisan ini adalah:

5. Apakah terdapat perbedaan antara return dan risiko antara Obligasi Korporasi Syariah Ijarah dengan Obligasi Korporasi Konvensional ?
6. Bagaimana kinerja Obligasi Syariah Ijarah bila dibandingkan dengan obligasi konvensional berdasarkan tingkat likuiditas di pasar sekunder?
7. Bagaimana kinerja Obligasi Syariah Ijarah bila dibandingkan dengan kinerja Obligasi Konvensional ?
8. Bagaimana perbandingannya bila dibentuk portofolio optimal antara Obligasi Syariah Ijarah dan Obligasi Konvensional?

### 1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian

#### 1.3.1. Tujuan Penelitian

Dalam hubungan dengan permasalahan di atas, maka tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengukur apakah terdapat perbedaan antara Obligasi Korporasi berbasis syariah dengan Obligasi Korporasi Konvensional berdasarkan tingkat return dan risikonya.
2. Untuk mengetahui bagaimana tingkat likuiditas dari Obligasi Syariah Ijarah di pasar sekunder bila dibandingkan dengan Obligasi Konvensional.
3. Untuk membandingkan bagaimana kinerja / *performance* antara Obligasi Syariah Ijarah dengan Obligasi Konvensional.
4. Untuk mengetahui perbandingan return dan risiko jika dibentuk portofolio optimal antara Obligasi Syariah Ijarah dan Obligasi Konvensional

#### 1.3.2. Manfaat Penelitian

Manfaat yang diharapkan dari hasil penelitian ini adalah :

4. Bagi investor, sebagai bahan untuk mempertimbangkan investasinya setelah melihat kinerja dari obligasi syariah dan konvensional
5. Bagi peneliti , penelitian ini merupakan upaya untuk melihat implikasi investasi syariah secara riil dan pengembangan studi terkait investasi syariah khususnya obligasi syariah
6. Bagi PSTTI-UI, sebagai bagian untuk terus mengembangkan penelitian-penelitian yang terkait ekonomi dan keuangan islam

### 1.4 Batasan Masalah

- Masalah yang diangkat adalah dengan melihat perolehan return dan risikonya yang didapat dari perhitungan YTM (*Yield to Maturity*), mengukur tingkat likuiditas obligasi dari frekuensi perdagangan, serta perbandingan portofolio optimal diantara keduanya dengan memakai Metode Markowitz.
- Pengukuran kinerja dilakukan dengan memakai Metode Sharpe.
- Jumlah obligasi yang akan dijadikan sampel adalah 10 buah terdiri dari 5 obligasi konvensional berbunga tetap dan 5 Obligasi Syariah ijarah yang

tercatat dalam Over the Counter Fixed Income Service (OTC-FIS). Obligasi berasal dari 5 perusahaan yang masing-masing menerbitkan 2 jenis obligasi yaitu obligasi syariah dan konvensional.

- Penelitian dilakukan terhadap obligasi yang diperdagangkan mulai Januari 2005 sampai dengan Desember 2006.

### **1.5 Kerangka Pemikiran**

Sukuk atau obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk berupa hasil/margin/fee, serta membayar kembali obligasi pada saat jatuh tempo.

Obligasi syariah (sukuk) pertama kali diterbitkan di Indonesia pada tahun 2002. Walaupun mengalami pertumbuhan yang cukup berarti tetapi masih kurang dari yang diharapkan. Secara nilai keseluruhan volume perdagangan, obligasi syariah masih memiliki porsi yang sangat kecil dan tertinggal jauh dari perkembangan obligasi konvensional.

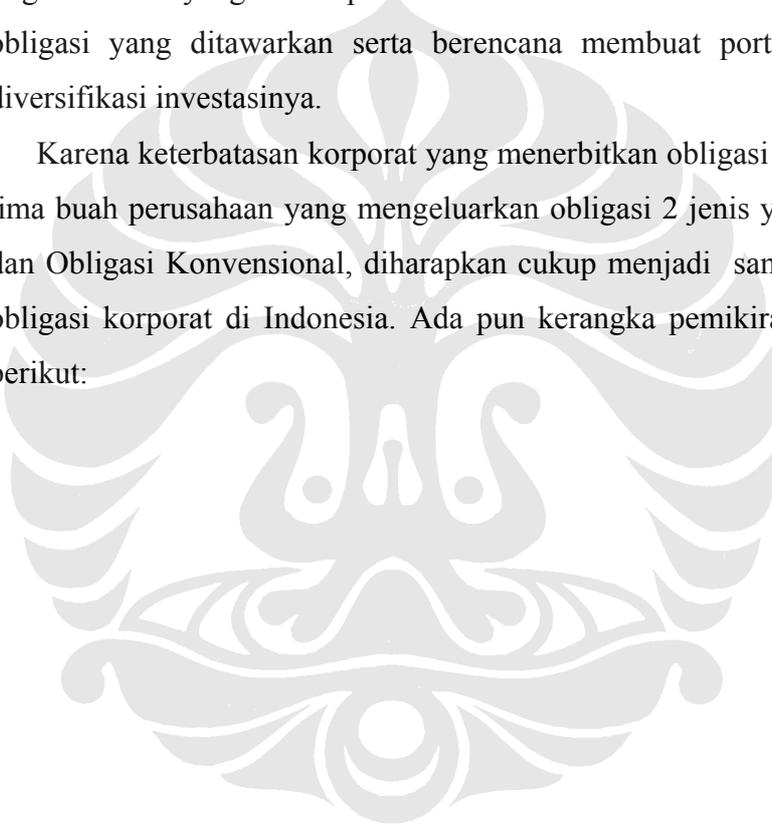
Melihat kondisi Indonesia dengan mayoritas penduduknya beragama Islam, maka terdapat kemungkinan yang sangat besar bahwa sukuk akan terus mengalami perkembangan yang cukup menjanjikan dan mempunyai prospek yang cukup cerah. Penerbitan sukuk juga diharapkan dapat menjaring calon investor yang tidak mau bersentuhan dengan riba yang merupakan larangan di dalam agama Islam. Umat Islam secara individu maupun kelompok yang selama ini boleh dibilang tertinggal dalam kegiatan perekonomian dapat berpartisipasi dengan membeli sukuk dan mempunyai kemungkinan mendapatkan keuntungan darinya. Dengan demikian dapat memperluas pasar dan membuka peluang bagi umat untuk ikut melakukan investasi di pasar modal.

Sebagaimana layaknya instrumen investasi, maka tujuan dari jual beli obligasi syariah di pasar sekunder adalah untuk tujuan menjaga likuiditas. Perdagangan yang diharapkan terjadi adalah pada saat jatuh tempo dengan harga pada par sama dengan nominal yang tertera pada sertifikat obligasi. Tetapi perdagangan sebelum jatuh tempo sulit untuk dapat dihindarkan. Bagaimana pun juga tujuan dari para investor adalah untuk meraih keuntungan. Perdebatan mengenai boleh tidaknya

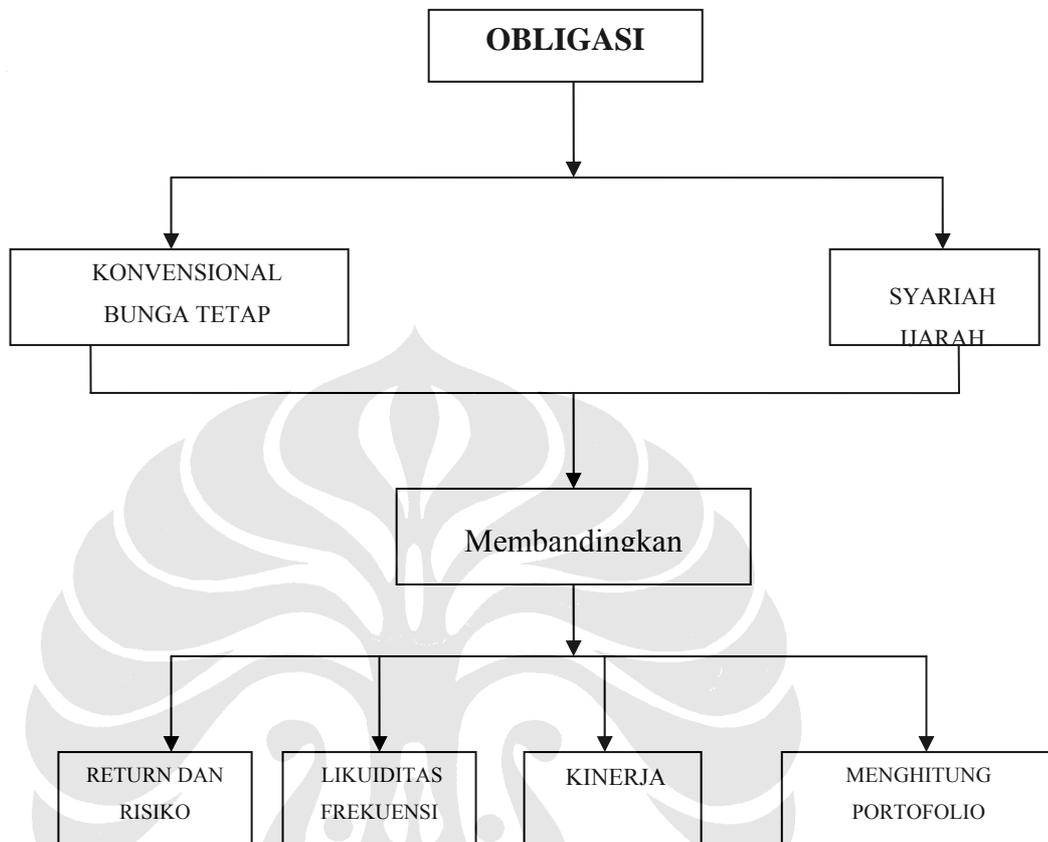
penjualan obligasi syariah sebelum jatuh tempo memungkinkan rendahnya tingkat likuiditas obligasi syariah di pasar sekunder. Hal ini akan mengakibatkan kurang menariknya obligasi syariah untuk dimiliki oleh para investor.

Adapun tujuan utama dari penerbitan obligasi adalah mendapatkan dana atau pinjaman. Dengan demikian untuk menarik investor juga harus diperhatikan nilai obligasi dengan memperlihatkan *return* yang dihasilkan cukup menarik dan tingkat risiko yang kecil tanpa mengabaikan prinsip keadilan untuk semuanya. Dengan melihat kinerja berdasarkan tingkat keuntungan yang dihasilkan dan tingkat risiko yang dihadapi maka investor akan memutuskan untuk membeli obligasi yang ditawarkan serta berencana membuat portofolio dalam rangka diversifikasi investasinya.

Karena keterbatasan korporat yang menerbitkan obligasi syariah maka dipakai lima buah perusahaan yang mengeluarkan obligasi 2 jenis yaitu Obligasi Syariah dan Obligasi Konvensional, diharapkan cukup menjadi sampel dalam penelitian obligasi korporat di Indonesia. Ada pun kerangka pemikirannya adalah sebagai berikut:



**Gambar 1.1**  
**Kerangka Pemikiran**



### 1.6 Hipotesis Penelitian

Hipotesis dalam penelitian ini adalah dalam kaitannya antara perbandingan obligasi konvensional dengan obligasi syariah (sukuk). Maka hipotesisnya adalah:

1.  $H_0$ : Tidak ada perbedaan return antara Obligasi Syariah Ijarah dan obligasi konvensional berbunga tetap.  
 $H_1$ : Terdapat perbedaan return antara Obligasi Syariah Ijarah dengan obligasi konvensional berbunga tetap.
2.  $H_0$ : Tidak terdapat perbedaan risiko antara Obligasi Syariah Ijarah dan obligasi konvensional berbunga tetap.  
 $H_1$ : Terdapat perbedaan risiko antara Obligasi syariah Ijarah dengan Obligasi konvensional berbunga tetap.

3.  $H_0$ : Tidak terdapat perbedaan likuiditas obligasi syariah dan obligasi konvensional.

$H_1$ : Terdapat perbedaan likuiditas Obligasi Syariah dan obligasi konvensional berbeda.

4.  $H_0$ : Tidak terdapat perbedaan antara kinerja Obligasi Syariah Ijarah dengan obligasi konvensional berbunga tetap.

$H_1$ : Terdapat perbedaan antara kinerja Obligasi Syariah Ijarah dengan obligasi konvensional berbunga tetap.

## **1.7 Metode Penelitian**

### **1.7.1 Jenis Data**

Data obligasi yang digunakan dalam tesis ini adalah data sekunder, merupakan data *time series* dari 5 perusahaan yang menerbitkan dua jenis obligasi sekaligus yaitu Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah. Pemilihan perusahaan berdasarkan jangka waktu penerbitan yang kurang lebih 5 tahun dan tahun penerbitan sekitar tahun 2004. Penelitian dimulai bulan Januari 2005 sampai dengan bulan Desember 2006. Data ini dikeluarkan secara berkala oleh Bursa Efek Surabaya.

### **1.7.2 Metode Analisis**

Alat untuk menguji kinerja masing-masing obligasi diukur dari rata-rata return adalah dengan menghitung YTM (*Yield to maturity*) dari masing-masing obligasi.

Untuk mengetahui risiko, yang biasa digunakan adalah dengan menghitung deviasi standarnya. Untuk melihat perbandingan antara obligasi syariah dan konvensional memakai uji *independent sample t test*

Untuk melihat kinerja portofolio maka dipakai teknik analisis Sharpe. Untuk melihat tingkat likuiditas obligasi dilihat dari frekwensi perdagangan yang terjadi selama waktu penelitian. Untuk membandingkan portafolio maka dipakai Metode Markowitz.

## **1.8 Sistematika penulisan**

### **BAB I: Pendahuluan**

Bab ini terdiri atas latar belakang masalah, perumusan masalah, pertanyaan penelitian, tujuan, kerangka pemikiran, hipotesis, metode penulisan dan sistematika penulisan.

### **BAB II: Studi Kepustakaan dan Landasan Teori**

Pada bab ini akan dimulai dengan penelitian-penelitian sebelumnya yang berhubungan dengan obligasi dan bersinggungan dengan masalah yang dibahas dalam penelitian ini. Selanjutnya dibahas landasan teori yang akan digunakan sebagai dasar untuk menganalisis. Mengulas tentang obligasi syariah dan obligasi konvensional. Diuraikan juga mengenai karakteristik dan konsep dasar perhitungan obligasi atau sukuk yang digunakan untuk menyelesaikan masalah dan pengertian portafolio serta pengukuran kinerja.

### **BAB III: Metodologi Penelitian**

Pada bab ini diuraikan penggunaan data-data untuk perhitungan analisis.. Data yang ada disertai prosedur pengumpulan datanya dan teknik menganalisisnya. Pada bagian akhir disajikan alur (*flow diagram*) untuk menggambarkan proses tahapan analisis.

### **BAB IV: Analisis Dan Pembahasan**

Bab ini merupakan penjelasan hasil dari data-data yang telah diproses, dianalisis dan diuraikan sesuai tahapan penelitian yang dilakukan. Menggunakan metode pengolahan sesuai alur yang diuraikan melalui *flow diagram*. Pada akhir bab penulis melakukan analisis terhadap hasil pengujian dengan mengaitkan pada teori yang mendasarinya.

### **BAB V: Kesimpulan dan Saran**

Berdasarkan analisis dan pembahasan hasil penelitian, penulis memberikan kesimpulan penelitian dan saran untuk penelitian selanjutnya