

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pendahuluan

Pada pembahasan ini akan diurai tentang *theoretical background* dan garis besar pendekatan yang dilakukan untuk menentukan *proxies* likuiditas dan mengukur pengaruh likuiditas terhadap *yield spread* obligasi konvensional dan syariah. Tujuan dari penelitian ini adalah 1) untuk dapat mengetahui alternatif lain dari *proxies* likuiditas yang menggantikan volume dan frekuensi trading, sehingga dapat menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya yang sesuai dengan teori likuiditas; 2) untuk dapat membuktikan bahwasanya bid-ask spread sebagai *proxies* likuiditas alternatif dapat memberikan hasil yang akurat dalam menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya yang sesuai dengan teori likuiditas.

Diantara banyak penelitian sebelumnya, seperti Perraudin dan Taylor (2003) berpendapat bahwa salah satu variabel penting yang berpotensi menjadi variabel determinan dalam pembentukan *yield spread* obligasi adalah likuiditas. Kajian pengaruh likuiditas sendiri terhadap *expected return on assets* telah banyak dilakukan, seperti yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986), Silber (1991), serta Pastor Stambaugh (2001) dalam konteks *equity market*, adapun Warga (1992), Kamara (1994), Elton dan Green (1998), dan Krishnamurthy (2001) menerapkannya dalam konteks *treasury bond market*. Dapat dipastikan bahwa biaya transaksi dalam pasar obligasi korporat pada intinya lebih tinggi dibanding dalam pasar *treasury* yang lebih likuid (Schultz, 1998). Jadi, sangat wajar apabila mengasumsikan, bahkan mengharapkan bahwa likuiditas akan memiliki peran penting dalam pembentukan *yield spread* obligasi.

Telah banyak kajian atas struktur mikro pasar yang dilakukan, namun relatif tidak banyak yang memfokuskan perhatiannya pada kajian korelasi risiko

dengan likuiditas. Beberapa kajian terkait yang pernah dilakukanpun hanya terbatas pada studi kasus US *equities*, mengingat pasar sekuritas di Amerika Serikat relatif likuid. Karena faktor likuiditas pasarnya itulah, kajian yang dilakukan pun menjadi tepat guna (Chacko, hal. 2, 2005).

Obligasi sebagai salah satu instrumen pasar modal adalah surat hutang jangka panjang dengan bunga tertentu yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten). Obligasi seringkali diterbitkan untuk menggantikan hutang jangka pendek yang biasanya diberikan dalam bentuk kredit oleh bank. Obligasi dapat diterbitkan atas nama (*title bond*) atau atas unjuk (*sight bond*). Obligasi yang diterbitkan atas nama adalah obligasi yang merujuk kepada nama pemegang obligasi yang membeli dari penerbitnya. Apabila kepemilikan obligasi dipindahkan kepada pihak lain maka harus dilakukan *endorsement* sebagai tanda bahwa obligasi tersebut telah berpindah kepemilikan. Obligasi atas unjuk adalah obligasi yang diterbitkan tanpa nama pemilik. Siapa saja yang menguasainya berhak atas pengembalian pokok dan kupon yang dibayarkan oleh penerbitnya (Hakim, hal. 2, 2005). Obligasi dapat diterbitkan dengan kupon atau tanpa kupon. Kupon yang dibayarkan berisi bunga yang telah ditetapkan dalam suatu perjanjian penerbitan obligasi. Adapun, obligasi juga dapat diperjualbelikan di pasar sekunder dengan harga yang disepakati; seringkali dengan harga diskon (*discounting*) ataupun premi (Hakim, hal. 2, 2005).

Melihat definisi yang berlaku pada obligasi seperti tersebut di atas, maka ada dua hal yang menurut pandangan Islam perlu diperhatikan. Pertama masalah bunga dan kedua adalah masalah hutang dan pemindahannya dalam bentuk jual beli obligasi di pasar sekunder (Hakim, hal. 3, 2005). Masalah bunga tidak akan banyak dibahas mengingat telah secara tegas difatwakan haram hukumnya baik melalui konsensus (*ijtima'*) ulama dalam skala internasional maupun lokal (Majelis Ulama Indonesia).

Adapun dalam hal jual beli obligasi dengan sendirinya berarti jual beli hutang (*bai' al dayn*). Dalam Islam jual beli hutang termasuk dalam kategori jual beli yang obyeknya tidak dapat diambil saat berkontrak (*Bai' Ma'juz al-Taslim*). Jika dilakukan pemindahan obligasi dari satu pihak kepada pihak lain (*secondary*

market) maka dalam Islam hanya mungkin lewat salah satu dari dua cara: Jual beli hutang (*Bai' al-Dayn*) atau pemindahan hutang (*Hiwalah*) (Hakim, hal. 3, 2005).

Menurut Fiqih Muamalah (Zuhaily, Vol. IV hal. 432-434, 1989), jual beli Hutang (*Bai' al Dayn*) dalam Islam haram hukumnya. Kendati bagaimanapun bentuknya, entah itu *bai' al dayn lil madin nasiah* (jual beli hutang secara tangguh kepada yang berhutang), *bai' al dayn li ghairil madin nasiah* (jual beli hutang secara tangguh kepada yang tidak berhutang), *bai' al dayn lil madin naqdan* (jual beli hutang secara tunai kepada yang berhutang.), ataupun *bai' aldayn li ghairil madin naqdan* (jual beli hutang secara tunai kepada yang tidak berhutang).

Adapun cara lain untuk memindahkan hutang kepada pihak lain adalah dengan *Hiwalah* atau *Hawalah*. Dalam Syariah '*hiwalah*' adalah pemindahan hutang/piutang kepada pihak ketiga, sehingga pihak ketiga dapat menagih kepada pihak pertama. Dalam dunia komersial, pengalihan piutang dengan menggunakan *hiwalah* melahirkan beberapa masalah dan riskan untuk diterapkan mengingat akad *hiwalah* dalam fiqh klasik didasari oleh akad *tabarru'*. Artinya akad tolong menolong diantara para pelaku transaksi tanpa mengharapkan imbalan. Padahal dalam dunia moderen, dimana jasa merupakan komoditi yang harus dijual, maka *hiwalah* tidak mungkin dilakukan tanpa biaya (Hakim, hal. 3, 2005).

Berbeda dengan konsep umum obligasi yang selama ini didefinisikan, Obligasi Syariah (sukuk) adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip Syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Pernyataan ini, relevan kiranya dengan Sabda Rasulullah SAW yang diriwayatkan Imam al-Tirmidzi dari 'Amr bin 'Auf al-Muzani (Kumpulan Fatwa DSN MUI, hal. 198-200, 2002):

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram.”

Sederhananya, terjadi perluasan definisi dalam Obligasi Syariah. Sebagaimana preseden perluasan definisi terjadi pertama kali dalam perbankan. Singkatnya, transaksi Obligasi Syariah adalah transaksi investasi, bukan hutang piutang. Karena *investment* merupakan hak milik pemilik modal, maka ia dapat menjualnya kepada pihak lain. Prinsip inilah yang mendasari dibolehkannya adanya pasar sekunder bagi Obligasi Syariah (Hakim, hal. 3, 2005).

Obligasi Syariah di dunia internasional sendiri dikenal dengan sukuk. Sukuk berasal dari bahasa Arab “*sak*” (tunggal) dan “*sukuk*” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau *note*. Sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah *sak* atau *sukuk* mewakili kepentingan baik penuh ataupun proporsional dalam sebuah atau kumpulan aset (Hakim, hal. 3, 2005). Sukuk di Indonesia mulai diterbitkan pada paruh akhir tahun 2002. Obligasi yang diterbitkan ini berdasarkan prinsip *mudharabah*. *Mudharabah* adalah akad kerjasama dalam bidang usaha dimana salah satu pihak bertindak selaku pemilik modal (*shahibul mal*) sedangkan pihak lain bertindak selaku pengelola (*mudharib*). Keuntungan yang diperoleh dari usaha ini dibagi menurut kesepakatan di muka, sedangkan apabila terjadi kerugian ditanggung oleh pemilik modal. Melihat kebutuhan pasar yang menginginkan adanya obligasi yang memberikan pendapatan tetap (*fixed income*), maka mulai tahun 2003 Sukuk dengan akad *Ijarah* mulai diterbitkan (Achsien, 2004).

Sukuk *Ijarah* adalah Obligasi Syariah yang landasan transaksinya adalah akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa/*fee* tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri. Kendati demikian, terdapat juga Sukuk dengan akad *Ijarah al-muntahiyah bi-tamlik*. Artinya ini merupakan perpaduan antara kontrak jual beli dan sewa atau lebih tepatnya akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa/upah/*fee* yang diakhiri dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri kepada Emiten. Dalam konteks perekonomian Indonesia, Sukuk dengan akad *Ijarah* jenis pertama ini dipandang lebih tepat. di antara alasannya adalah selain

konsep ini telah teruji dan tidak asing bagi investor, mudah dimengerti, serta proses penerbitan relatif lebih cepat (Achsien, 2004).

Pernyataan di atas didukung oleh kenyataan bahwa dari waktu penerbitan terlihat pergeseran akad yang melandasi Obligasi tersebut. Sukuk yang terbit tahun 2004 dan 2005 sebagian besar menggunakan akad Ijarah. Sedangkan Sukuk yang terbit tahun 2002 dan 2003 menggunakan akad Mudharabah. Dari 15 Sukuk yang diterbitkan tujuh Obligasi diterbitkan dengan akad mudharabah senilai Rp. 0,8 triliun dan delapan obligasi dengan akad Ijarah senilai Rp. 1,2 triliun (Republika, Mei 2006).

Sukuk Ijarah diterbitkan berdasarkan fatwa DSN No.14/DSNMUI/2003 tentang Sukuk Ijarah. Dengan berpijak pada kaidah fikih:

“Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

Dengan demikian, wajar bila penerapan Ijarah dalam obligasi mengikuti berbagai variasi mengikuti kebutuhan dan situasi perusahaan yang akan menerbitkan (emiten).

1. Emiten bertindak selaku wakil dari investor/Pemegang Obligasi menyewa dari pihak ketiga, lalu Emiten menyewanya dari investor/pemegang obligasi.
2. Investor/Pemegang Obligasi menyewa asset dari pihak ketiga. Emiten menyewanya dari investor/Pemegang Obligasi.
3. Investor/Pemegang Obligasi menyewa aset dari Emiten. Emiten menjadi wakil dari Investor/Pemegang Obligasi untuk menyewakannya kepada pihak ketiga.

Seperti juga dalam Sukuk Mudharabah, Sukuk Ijarah menghadapi tantangan dan kendala yang tidak sedikit. Berikut ini adalah diantaranya (Hakim, hal. 6, 2005):

1. Sandaran untuk menentukan tingkat *fee* ijarah (sewa) belum tersedia. Seringkali para praktisi Sukuk merujuk kepada tingkat keuntungan di pasar uang, yang tentunya berdasarkan suku bunga pinjaman untuk berbagai jangka waktu. Akan tetapi kasus ini bukan hanya bersifat lokal tapi juga internasional. Sampai saat ini, misalnya *Islamic Development Bank* masih menggunakan *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) sebagai rujukan keuntungan untuk investasi yang ditanamkannya di berbagai negara Muslim.
2. Seperti halnya Sukuk Mudharabah, sampai saat ini belum ada satupun ketentuan yang mengatur tentang Sukuk Ijarah. Padahal seperti yang dikemukakan di muka, ada beberapa perbedaan fundamental antara obligasi yang berdasarkan Syariah dengan obligasi biasa.
3. Kendala lainnya adalah pengenaan pajak kepada sewa guna karena ia merupakan obyek pajak. Akibatnya, penerbitan Sukuk selalu dibayangi kekhawatiran akan pengenaan pajak atas *fee* ijarah. Bahkan di beberapa struktur yang dikembangkan untuk obligasi ijarah terdapat kemungkinan adanya pajak berganda.

Dengan kondisi demikian, para pelaku pasar modal dan keuangan Syariah sudah pasti dihadapkan dengan pilihan yang telah tersedia dan dilematis. Seperti dalam hal penentuan *benchmark* tingkat hasil untuk mendiskontokan nilai pasar suatu Sukuk. Ketika prinsip fundamental dari ilmu keuangan menyatakan bahwa harga sebenarnya dari suatu aset sama dengan nilai sekarang (*present value*) dari semua arus kas yang diharapkan untuk diterima oleh pemilik aset tersebut selama usia aset, maka penilaian Sukuk pun tidak akan terlepas dari pemahaman tentang konsep diskonto dan *time value of money*.

Diakui memang, prinsip fundamental yang berlaku dalam pasar keuangan konvensional belum tentu sesuai dan dapat diterapkan sepenuhnya untuk pasar keuangan Syariah. Terlebih lagi, terkait dengan adanya larangan transaksi yang melibatkan unsur *riba*, *gharar* dan *maisir*. Sayangnya, hingga saat ini konsensus ataupun sandaran untuk menggantikan faktor diskonto pada aset Syariah belum tersedia. Padahal, Sebagaimana diungkapkan oleh Achsien (hal. 45, 2003) bahwa konsep diskonto sangat penting dalam analisis teori modal dan investasi. Secara

praktis, digunakan dalam evaluasi proyek ataupun keputusan. Misalnya saja model *Net Present Value* (NPV), *Cost-Benefit Analysis*, *Internal required Rate of Return* (IRR), *Deviden Model* dalam *Asset Valuation*, dan lain sebagainya.

Diskonto inilah yang dimaksud dalam *time value of money*. Konsep *time value of money* atau yang disebut ekonom sebagai *positive time preference* menyebutkan bahwa nilai komoditi pada saat ini lebih tinggi dibanding nilainya di masa depan. konsep yang dikembangkan Von Bhom-Bawerk dalam *Capital and interest* dan *Positive Theory of Capital* memang menyebutkan bahwa *positive time preference* merupakan pola ekonomi normal, sistematis, dan rasional. Diskonto dalam *positive time preference* ini biasanya didasarkan pada, atau paling tidak berhubungan erat dengan tingkat bunga (Achsien, hal. 46, 2003).

Sejak terjadinya konvergensi pendapat (fatwa) dalam fikih bahwa bunga bank diharamkan dalam Islam karena dianggap salah satu bentuk riba, muncullah pertanyaan-pertanyaan tentang penggunaan diskonto dalam evaluasi investasi, dan juga pemakaiannya sebagai *cost of capital*. Terdapat perbedaan pendapat dalam hal ini, yang berarti belum terdapat kesepakatan. Tetapi ada penyikapan yang cukup sama terhadap teori *positive time preference*, yaitu bahwa teori tersebut tidak bisa diasumsikan begitu saja diterima secara menyeluruh di kalangan ekonom. Kalau disebutkan bahwa *positive time preference* merupakan pola yang wajar dan normal dengan melihat latar historis, maka yang rasional justru yang memungkinkan terjadinya *positive* maupun *negative time preference* (Achsien, hal 45, 2003; al-Zarqa, hal. 97, 1992). Kemungkinan positif maupun negatif dan bahkan *zero time preference* adalah karena ketidakpastian (*uncertainty*) di masa depan.

Perbedaan pendapat terjadi pada saat suatu *rate* tertentu digunakan sebagai faktor diskonto. Yang satu menganggap hal tersebut dilarang karena Islam tidak memperbolehkan riba; di pihak lain, ditemukan adanya praktek penjualan dalam bentuk *bay as-salam* dan *bay mu'ajjal* yang ternyata tidak dilarang dalam Islam. Dalam praktek penjualan yang demikian, harga komoditi boleh berbeda dengan harga *spot*-nya dengan adanya perlibatan waktu dalam proses pertukaran. Secara

sederhana, terkadang ini dianggap bentuk pengakuan *time value of money* atau adanya tingkat diskonto.

Al-Zarqa (hal. 97, 1992) menyebutkan bahwa diskonto didasari oleh prinsip *opportunity cost* untuk efisiensi, karena ekonom pun sepakat bahwa mengabaikan diskonto akan menyebabkan hilangnya efisiensi, padahal Islam menghendaki efisiensi melalui pelarangan *israf* (sesuatu yang berlebihan). Hanya saja dalam hal ini al-Zarqa tidak mau menggunakan *interest rate* sebagai faktor diskonto. Karena, kalau tingkat bunga (*interest rate*) digunakan sebagai faktor diskonto, maka menjadikan tingkat bunga tersebut harus pula diterima. Oleh karenanya, sudah semestinya hal itu ditolak (Achsien, hal. 46, 2003).

Lebih lanjut Achsien (hal. 46, 2003) menegaskan bahwa terlepas dari apapun yang layak dijadikan sebagai faktor diskonto dalam menilai harga aset saat ini, kesimpulannya adalah pendapat yang membolehkan penggunaan *rate of return* tertentu sebagai faktor diskonto didasarkan pada alasan bahwa faktor ini diperlukan secara definitif untuk kepentingan efisiensi.

Merujuk kepada beberapa literatur sebelumnya tentang kajian likuiditas dan *yield spread* obligasi, pada sub bab 2.2 akan diulas konsep dasar berinvestasi dan bertransaksi dalam sistem ekonomi islam, pada sub bab 2.3. akan diulas tentang risiko likuiditas dalam pasar obligasi korporat. Kemudian, sub bab 2.4. Proxi likuiditas dan terakhir pada sub bab 2.5. berisi konsep dasar pengukuran likuiditas.

2.2. Risiko Likuiditas Dalam Pasar Obligasi Korporat

Diantara banyak penelitian sebelumnya, seperti Perraudin dan Taylor (2003) berpendapat bahwa salah satu variabel penting yang berpotensi menjadi variabel determinan dalam pembentukan *yield spread* obligasi adalah likuiditas. Kajian pengaruh likuiditas sendiri terhadap *expected return on assets* telah banyak dilakukan, seperti yang dilakukan oleh Amihud dan Mendelson (1986), Silber (1991), serta Pastor Stambaugh (2001) dalam konteks equity market, adapun

Warga (1992), Kamara (1994), Elton dan Green (1998), dan Krishnamurthy (2001) menerapkannya dalam konteks treasury bond market. Dapat dipastikan bahwa biaya transaksi dalam pasar obligasi korporat pada intinya lebih tinggi dibanding dalam pasar treasury yang lebih likuid (Schultz, 1998). Jadi, sangat wajar apabila mengasumsikan, bahkan mengharapkan bahwa likuiditas akan memiliki peran penting dalam pembentukan *yield spread* obligasi.

Telah banyak kajian atas struktur mikro pasar yang dilakukan, namun relatif tidak banyak yang memfokuskan perhatiannya pada kajian korelasi risiko dengan likuiditas. Beberapa kajian terkait yang pernah dilakukanpun hanya terbatas pada studi kasus US *equities*, mengingat pasar sekuritas di Amerika Serikat relatif likuid. Karena faktor likuiditas pasarnya itulah, kajian yang dilakukan pun menjadi tepat guna (Chacko, hal. 2, 2005).

Istilah likuiditas yang lazim digunakan dalam term keuangan, umumnya merujuk pada kemampuan perusahaan dalam menjual segala aset yang dimilikinya secepat mungkin, dengan biaya yang seminimal mungkin, dan meraih harga yang setinggi mungkin. Sampai sini, relatif tidak ada perbedaan yang esensial antara likuiditas untuk term keuangan dan likuiditas untuk term pasar obligasi. Yang paling khas membedakan penggunaan likuiditas untuk pasar obligasi adalah bagaimana likuiditas tersebut dihargai.

Yang menjadi pertanyaan menarik selanjutnya adalah mengapa dalam *return* obligasi korporat turut tercakup pula adanya unsur kompensasi atas likuiditas. Untuk persoalan ini, setidaknya ada alasan yang menarik pula untuk diungkapkan sebagaimana telah dikemukakan oleh Downing, Underwood dan Xing (hal. 1: 2005) seperti dalam pernyataannya berikut ini:

We propose a dynamic equilibrium model of asset prices and trading volume when agents face fixed transactions costs. We show that even small fixed costs can give rise to large “no-trade” regions for each agent’s optimal trading policy. The inability to trade more frequently reduces the agents’ asset demand and in equilibrium gives rise to a significant illiquidity discount in asset prices.

Utamanya adalah struktur model obligasi korporat yang senantiasa dihargai/dinilai berdasarkan risiko *default* semata cenderung berujung pada *misprice* untuk obligasi-obligasi yang memiliki maturitas jangka panjang. Beberapa penelitian terkini yang telah dilakukan membenarkan pernyataan tersebut di atas. Diantaranya, penelitian yang dilakukan oleh Lyden dan Saraniti (2000); Eom, Helwege, dan Huang (2002), menyimpulkan bahwa varian-varian dasar struktural model dari Merton (1974), sebagaimana penelitiannya Leland dan Toft (1996); Collin-Dufresne dan Goldstein (2001) hanya mengungkap sebatas pada kesimpulan bahwa *over-price bonds* dialami oleh obligasi-obligasi yang dikeluarkan oleh perusahaan-perusahaan besar dan *well-capitalized*, sementara *under-price bonds* dialami oleh perusahaan-perusahaan lebih berisiko.

Beberapa penelitian telah mengemukakan beberapa penjelasan mengapa *structural models* yang berdasarkan pada *default risk* semata terbukti gagal memproyeksi harga obligasi yang realistis. Seperti, Duffie dan Lando (2001) menyatakan bahwa *asymmetric information* perihal *default risk* yang meliputi penerbit obligasi (*issuers*) dan investor semakin menambah *spread* risiko yang terobservasi; adapun Giesecke (2003) mengungkapkan bahwa ketidakpastian atas parameter-parameter yang digunakan dalam model perhitungan itulah yang turut pula memainkan peran dalam menambah *spread* risiko yang nampak.

Tren yang mengemuka akhir-akhir ini, banyak penelitian yang berupaya untuk memahami peranan likuiditas dalam menentukan harga obligasi. Karena itu, tidak mengherankan jika likuiditas atas pasar obligasi *fixed income* telah menjadi salah satu subjek penelitian yang paling banyak peminatnya, karenanya telah banyak hasil penelitian yang mengemukakan tentang likuiditas sebagai faktor determinan return efek *fixed income*.

Gagasan bahwa investor menuntut suatu premi likuiditas atas sekuritas-sekuritas yang tidak likuid (*illiquid securities*) serta bahwa *liquidity cost* tidak dapat dipisahkan dari *frequency of trading* dinyatakan oleh Lo, Mamaysky dan Wang (2004). Oleh karena investor tidak selamanya mampu menghedging semua risiko, maka mereka menuntut suatu *ex-ante risk premium* dengan cara

menurunkan harga sekuritasnya. Jadi, untuk satu cash flow tertentu, karakter obligasi yang kurang likuid akan memiliki frekuensi *trading* yang jarang, ketika ditransaksikanpun harganya lebih rendah, dan menawarkan *yield spreads* yang lebih tinggi. Tak heran, jika teori yang terbentuk mengatakan bahwa likuiditas harus dibayar/dikompensasi dengan *yield spread*.

Jadi, setiap investor suatu sekuritas atau portofolio sekuritas ataupun yang tengah mempertimbangkan untuk membeli suatu sekuritas senantiasa akan dihadapkan pada risiko likuiditas. Sebagaimana diungkapkan oleh Chacko dan Stafford (2004), penelitian ini memahami likuiditas sebagai “*simply the gap between the fundamental value of a security and the price at which the security is actually transacted at; high liquidity means this gap is small and vice versa*”. Singkatnya, risiko likuiditas merupakan ketidakpastian seberapa besar atau kecil gap yang akan tercipta pada suatu waktu tertentu.

Bagi seluruh investor dan terutama investor potensial, risiko likuiditas adalah kenyataan yang harus mereka hadapi. Setiap transaksi, pada dasarnya merupakan suatu NPV negatif dari sisi investor. Jika investor telah mengetahui akan seberapa negatif nilai NPV, maka fakta inilah yang dipahami sebagai suatu risiko investasi, dimana selanjutnya investor dapat melakukan strategi optimisasi alokasi aset. Risiko ini tidak memandang seberapa besar investor akan melakukan transaksi atas aset yang dimiliki atau hendak dimiliki.

Yang pasti, risiko investasi tersebut senantiasa hadir pada setiap aset sekuritas, baik aset dengan kepemilikan sedikit maupun banyak. Dari kondisi inilah, risiko senantiasa tidak sepenuhnya dapat dipisah-pisahkan dari komponen risiko lainnya. Pertanyaan lazim selanjutnya adalah bagaimana risiko sistematis dari aspek likuiditas dinilai. Sudah selayaknyakah investor menuntut suatu premi risiko atas risiko likuiditas yang meliputi setiap aset yang ada. Untuk itulah penelitian ini dilakukan.

2.3. Proxies likuiditas

Beberapa kajian empiris yang menelaah tentang likuiditas obligasi ataupun instrumen pasar modal lainnya, lazim menggunakan metode pengukuran

likuiditas dengan proxi langsung yang berdasarkan data transaksi ataupun metode pengukuran likuiditas dengan proxi tidak langsung yang berdasarkan karakteristik dan, atau *end-of-day prices* obligasi. Beberapa contoh proxi langsung likuiditas yang digunakan dalam pengukuran likuiditas adalah *bid-ask spread*, *effective bid-ask spread*, *quoted sizes*, *trade size*, *quoted frequencies*, *trade frequencies* dan *trading volume* (Houweling, Mentink, dan Vorst, hal. 10: 2003).

Memang, untuk obligasi korporat, dimana transaksi lebih seringkali terjadi di *over-the-counter market*, tak pelak yang menjadi proxi likuiditas langsung dalam perhitungannya seringkali menjadi tidak *reliable* karena sangat sulit diperoleh. Tak heran jika selanjutnya banyak peneliti yang lantas menggunakan proxi-proxi likuiditas tidak langsung sebagai gantinya. Penelitiannya Houweling, Mentink, dan Vorst (2003) merupakan salah satu penelitian yang berpendapat sebagaimana di atas.

Dalam penelitiannya, Houweling, Mentink, dan Vorst (2003) mengemukakan terdapat 8 (delapan) proxi likuiditas yang diimplementasikan pada input datanya, yakni *issued amount*, *coupon*, *listed*, *age*, *missing price*, *yield volatility*, *number of contributors* dan *yield dispersion*. Namun, penelitian ini tidak hendak berpijak pada penelitiannya Houweling, Mentink, dan Vorst (2003), mengingat masih belum lazimnya kedelapan proxi likuiditas tersebut digunakan dalam tataran praksis.

Penelitian ini lebih merujuk pada penelitian Chacko (2005) tentang "*Liquidity Risk in the Corporate Bond Market*". Dalam penelitiannya, Chacko (2005) hendak menyajikan bahwa tidak hanya bagaimana risiko likuiditas itu harus dinilai, namun bagaimana dampak selanjutnya dari *illiquidity* terhadap *analysis of security returns*. Secara spesifik, pertanyaan penelitiannya diarahkan pada persoalan bagaimana mengukur tingkat *corporate bond's illiquidity* serta menemukan proxi yang tepat untuk menentukan *bond's illiquidity*. Pada persoalan terakhir inilah, ditemukan pijakan untuk melihat sekaligus membandingkan variabel mana yang selanjutnya dinilai lebih layak dalam kasus obligasi konvensional dan sukuknya. Singkatnya, ketika Chacko menghadapi persoalan kelangkaan (data) *trading*, maka yang dilakukan selanjutnya adalah

merumuskan suatu metode pengukuran likuiditas baru dengan menggunakan data yang tidak memerlukan kejadian *trading*.

Terkait dengan transaksi obligasi yang lebih seringkali terjadi di *over-the-counter market*, dalam penelitiannya, Chacko mengatakan bahwa terdapat dua alasan utama minimnya penelitian tentang likuiditas pada pasar obligasi korporat.

Pertama, bentuk pasar dalam obligasi korporat adalah bentuk pasar dealer (OTC Market), sehingga tidak terdapat sumber pusat data yang merekam transaksi perdagangan yang terjadi di pasar obligasi korporat. Satu dealer hanya berurusan dengan transaksi yang melibatkan dirinya sendiri, tanpa memiliki pengetahuan rekam jejak perdagangan yang dilakukan oleh dealer lainnya. Sehingga, sulit untuk memperoleh data base yang komprehensif atas setiap transaksi perdagangan yang berlangsung.

Kedua, terkait dengan persoalan bagaimana mengukur likuiditas. Sehubungan dengan ini, yang biasa dilakukan oleh pelaku pasar adalah dengan mempertimbangkan aspek volume perdagangan (*trading volume*). Dengan demikian, pasar yang tidak likuid (*illiquid market*) bisa dipahami bahwa hanya sedikit transaksi perdagangan yang terjadi.

Menanggapi persoalan pertama, Chacko (2005) menggunakan database dari salah satu kustodian terbesar di dunia. Fungsi utama lembaga kustodian ini adalah untuk melaksanakan *clearance* dan *settlement* perdagangan, penyimpanan surat berharga, dan menyelenggarakan *asset servicing* seperti, *dividend collection*, *proxi voting*, serta *accounting* dan *tax services*. Lembaga kustodian tidak terikat pada dealer manapun, konsumen dari lembaga kustodian adalah pemilik surat berharga sendiri langsung (*the owner of assets*), bukan broker/dealers. *Asset owner* sendiri bisanya menunjuk pada *multiple dealers* yang melaksanakan transaksi perdagangan.

Maka dari itu, dikarenakan lembaga kustodian tidak terikat pada satu dealer manapun menjadikannya mampu merekam jejak perdagangan dari seluruh dealer. Tidak mengherankan jika database dari lembaga kustodian lebih luas dari database yang dimiliki oleh dealer-dealer yang ada. Pastinya, database milik

kustodian pun lebih representatif dibanding yang dimiliki oleh para dealer. Karena itulah, penelitian yang hendak dilakukan ini pun merujuk pada database transaksi perdagangan Obligasi kepada Lembaga kustodian Efek Indonesia.

Dengan menggunakan database transaksi perdagangan obligasi yang terekam oleh lembaga kustodian, Chacko (hal. 6: 2005) membagi pelbagai obligasi yang ada ke dalam delapan kategori. Salah satu kategori obligasi yang paling menjadi sorotan adalah obligasi-obligasi yang masuk ke dalam kategori *financial services industry*.

Dalam aspek pertumbuhannya, Chacko mengamati bahwa pada tahun 2004 saja, dari seluruh obligasi yang diterbitkan, lebih dari satu pertiganya berasal dari *financial services industry*. Fakta ini tidaklah mengherankan, mengingat banyak dari *financial services industry* seperti bank dan asuransi memiliki tingkat *leverage* (sisi sebelah kanan dari neraca keuangan) yang lebih besar dibanding dengan perusahaan lain dari kategori *non-financial services industry*.

Dalam hal ini, Chacko memberi contoh dari obligasi-obligasi yang berasal dari industri teknologi, yang memang memiliki proporsi obligasi yang paling sedikit dari keseluruhan obligasi yang menjadi objek kajiannya. Langkah pengkategorian ini selanjutnya berguna untuk menyusun hipotesis selanjutnya tentang tingkat volume obligasi yang ditransaksikan.

Disamping langkah pengkategorian ini, Chacko pun menyoroti objek kajiannya dari sisi, perkembangan rating, struktur maturitas, jejak penerbitan (*sustainability*), *face value*, serta nilai obligasi yang ditransaksikan. Keseluruhan ini bertujuan untuk menentukan faktor determinan atas tingkat volume obligasi yang ditransaksikan. Dari beberapa variabel ini, Chacko melihat bahwa dalam perkembangannya telah tampak pertumbuhan volume obligasi yang ditransaksikan. Berpijak pada variabel-variabel ini pula, Chacko melakukan analisis regresi linier sederhana guna membuktikan dari variabel mana saja likuiditas dinilai (dihargai).

Sementara itu, menanggapi persoalan kedua, terkait dengan persoalan bagaimana mengukur likuiditas, Chacko menyadari betul akan sulitnya menilai

dan membandingkan likuiditas obligasi yang satu dibanding dengan yang lain. Masalahnya karena hampir semua obligasi korporat jarang ditransaksikan. Contoh dari kesulitan ini adalah, jika obligasi pertama ditransaksikan enam kali dalam setahun, sementara obligasi kedua hanya ditransaksikan tiga kali dalam setahun, tentunya jumlah total yang telah ditransaksikan masih terlalu sedikit untuk dapat menentukan bahwa obligasi pertama dua kali lebih likuid dibanding obligasi kedua. Karena itulah, dibutuhkan metode pengukuran statistik yang lebih reliable untuk menilai likuiditas obligasi, tidak semata cukup mengacu pada volume trading. Untuk persoalan kedua ini, Chacko menggunakan metode statistik yang disebutnya sebagai *latent liquidity*.

Tujuan *latent liquidity* ini adalah untuk mengukur likuiditas macam-macam sekuritas yang memang diperdagangkan di *dealer market* (OTC). Hanya saja, dalam metode *latent liquidity* ini penilaian likuiditas didasarkan pada aspek kemudahan akses (*accessibility*) bagi setiap dealer (baik beli maupun jual). Singkatnya, dalam metode *latent liquidity* ini mengesampingkan aspek volume trading yang terjadi, yang pokok adalah seberapa mudah suatu obligasi dapat diakses oleh para dealer, semakin mudah maka semakin likuid. Kemudahan akses ini diperoleh dengan sendirinya dari tingkat *turn over* perusahaan penerbit obligasi. Semakin tinggi tingkat *turn over* perusahaan penerbit, sudah pasti memudahkan bagi para dealer untuk mempersuasi investor untuk membeli ataupun menjualnya kembali, pun halnya demikian sama yang terjadi dengan kebalikannya. Terkait dengan persoalan bagaimana mengukur likuiditas ini, penelitian ini tidak hendak mereplikasi metode *latent liquidity*-nya Chacko, mengingat tampak complicated dan subyektif. Penelitian ini lebih menyadarkan pada metode pengukurannya Goyenko (2005) dan Chen, Lesmond, Wei (2005).

Hasil kesimpulan dari penelitian Chacko ini adalah risiko likuiditas tampak jelas mempengaruhi proses pembentukan harga obligasi (*corporate bonds*). Singkatnya, faktor risiko likuiditas menjadi faktor determinan dari *return* obligasi. Chacko pun menyatakan bahwa obligasi yang dinilai likuid tidak mengandung premi likuiditas yang tinggi. Selain itu, adanya *illiquidity* dapat ditelusuri dari pengukuran likuiditas konvensional yang telah diterima selama ini, yakni melalui variabel volume *trading* ataupun *bid-ask spread*.

Menegaskan pada pernyataan sebelumnya, untuk satu *cash flow* tertentu, karakter obligasi yang kurang likuid akan memiliki frekuensi *trading* yang jarang, ketika ditransaksikanpun harganya lebih rendah, dan menawarkan *yield spreads* yang lebih tinggi. Tak heran, jika teori yang terbentuk mengatakan bahwa likuiditas harus dibayar/dikompensasi dengan *yield spread*.

Setiap investor suatu sekuritas atau portofolio sekuritas ataupun yang tengah mempertimbangkan untuk membeli suatu sekuritas senantiasa akan dihadapkan pada risiko likuiditas. Ketika Chacko dan Stafford (2004), memahami likuiditas sebagai “*simply the gap between the fundamental value of a security and the price at which the security is actually transacted at; high liquidity means this gap is small and vice versa*”, maka risiko likuiditas merupakan ketidakpastian seberapa besar atau kecil gap yang akan tercipta pada suatu waktu tertentu.

Selanjutnya, gap yang terbentuk antara harga aset yang ditransaksikan (*the transactable price*) dan nilai dasarnya (*fundamental value*) disebut sebagai *the half-spread*. Adapun *the bid-ask spread* adalah jumlah dari *the buy-spread* (gap antara harga aset yang harus dikeluarkan oleh pembeli dengan nilai fundamentalnya) dan *the sell half-spread* (nilai fundamental dikurangi harga jualnya). Setidaknya, terdapat dua kondisi yang dapat mempengaruhi variasi kedua sisi spread (*the bid-ask spread*).

Pertama, mengingat transaksi perdagangan hanya akan terwujud ketika penjual dan pembeli meraih kata sepakat. Yang seringkali terjadi adalah pada saat penjual hendak menjual suatu aset tertentu miliknya, namun tidak ada pembeli yang berminat membelinya ketika itu. Untuk itulah peran dari lembaga intermediasi keuangan dalam hal ini sangat dibutuhkan, lembaga ini disebut juga dengan *Market Maker*. Market maker inilah yang nantinya berperan dalam menjembatani kepentingan penjual maupun pembeli terkait pemilihan jenis asset, jumlah aset maupun penyesuaian waktu transaksi. Karenanya, untuk peran inilah market maker menuntut suatu biaya/imbal jasa yang terkandung dalam spread yang terbentuk.

Adapun faktor *kedua* yang berpotensi memicu meningkatkan *yield spread* adalah *asymmetric information*. Dalam suatu transaksi, siapapun tidak

dapat memastikan apakah seseorang yang terlibat di dalamnya benar-benar telah *well informed*, mengetahui tentang segala hal terkait dengan kegiatan transaksi yang berlangsung. Karenanya, sebagai kompensasi atas kondisi tersebut, peran market maker yang menyediakan informasi yang dibutuhkan, membebaskan biaya atas jasanya pada kedua belah pihak (pembeli dan penjual), dimana dalam hal ini ditarik dari spread yang terbentuk. Pengabsahan akan kondisi ini diperkuat oleh banyak penelitian, seperti penelitian Glosten dan Milgrom (1985), Easley dan O'Hara (2001, 2005), serta Easley, Hvidkjaer, dan O'Hara (2002).

Sementara mempertanyakan kembali keberadaan bid-ask spread tidak lagi menjadi persoalan, justru yang sekarang ini seringkali menjadi perhatian adalah ihwal apakah variasi perubahan bid-ask spread tersebut terkait dengan waktu, lantas apakah karakter variasi waktunya tersebut dapat dipandang sebagai suatu risiko sistematis, sehingga dengan cara apakah variasi bid-ask spread dapat dihitung. Hal yang lumrah jika seorang investor mengharapkan risiko likuiditas dapat dihitung (Chacko, hal. 2, 2005).

Lebih lanjut, Chacko (2005) mencontohkan bahwa ketika terjadi LTCM crisis atau pada saat terjadinya ledakan *bubble technology*, berakibat pula pada rendahnya likuiditas dan lemahnya performa bursa saham Amerika Serikat (diindikasikan dengan meningkatnya bid-ask spread), bahkan bursa saham dunia. Tak pelak, kondisi inipun berimplikasi pada menurunnya return investor, karena mereka dituntut oleh kehendak pasar yang hendak membeli efek yang dimilikinya untuk memberikan premi melalui penurunan harga. Kedua fenomena ini cukuplah menjadi bukti bahwa risiko likuiditas memiliki harga yang harus dibayar.

Persoalan apakah risiko likuiditas dapat dipandang sebagai sumber risiko sistematis yang utama atau tidak, pastinya menjadi hal yang amat penting baik bagi praktisi pasar maupun akademisi. Sayangnya, hanya ada sedikit penelitian terkait yang memfokuskan pada topik persoalan ini, hasil kesimpulannya pun masih membingungkan. Persoalan utama yang meliputi topik likuiditas ini tentunya terkait dengan aktivitas perdagangan (*trading*) itu sendiri. Sementara itu, risiko yang mengemuka dari aspek likuiditas ini adalah masalah jaranganya

aktivitas perdagangan yang terjadi. Padahal, dengan jarang terjadinya aktivitas perdagangan, harga jual dan beli pun akan memiliki deviasi yang cukup besar dari harga fundamentalnya, dengan kata lain, proyeksi perhitungan half-spread yang dilakukan pun menjadi kurang efektif lagi. Fakta inilah yang mendorong peneliti hendak melakukan penelitian tentang likuiditas dan risiko likuiditas di tengah pasar yang memang *illiquid*.

Adapun terkait dengan bervariasinya likuiditas dari masing-masing obligasi dengan masa maturitas yang berbeda, penelitian Goyenko, Subrahmanyam, dan Ukhov (2007) dapat dijadikan sandaran dalam membangun asumsi penelitian ini. Dalam penelitiannya, Goyenko, Subrahmanyam, dan Ukhov (2007) mengkaji tingkat ilikuiditas untuk masing-masing obligasi dengan tingkat maturitas yang berbeda. Pun halnya, mereka pun berupaya membandingkan antara ilikuiditas on-the-run dan off-the-run.

Input data yang digunakan adalah quoted spreads (QS), yang merupakan ukuran standar untuk pasar obligasi. Data quoted spreads berasal dari data harian CRSP, yang diurut mulai dari bulan November 1967 hingga Desember 2005. Tampilan quoted spread ini berpijak pada data bid-ask yang telah ditentukan dalam setiap harinya.

Hasil akhirnya mereka menyimpulkan bahwa tingkat inflasi, kebijakan moneter, return dan volatility adalah faktor utama yang mempengaruhi ilikuiditas dari off-the-run. Adapun, untuk ilikuiditas atas jenis obligasi on-the-run, maka volatilitas itulah yang berperan penting.

Disamping itu semua, Goyenko, Subrahmanyam, dan Ukhov (hal. 4: 2007) menyatakan bahwa likuiditas dalam pasar obligasi sangat dipengaruhi oleh kondisi ekonomi. Salah satu contoh, spread obligasi meningkat selama terjadi resesi. Tampak jelas pada pembentukan spread yang semakin melebar antara obligasi berjangka panjang dan pendek pada saat kondisi resesi. Hal ini mengindikasikan bahwa para investor lebih memilih untuk mengalihkan dananya ke instrumen obligasi berjangka waktu pendek.

Hasil analisis granger-causality mengindikasikan bahwa untuk kedua jenis obligasi on-the-run dan off-the-run, ternyata short term iliquidity itulah

yang menyebabkan long term illiquidity, sementara itu hubungan kausalitas antara keduanya hanya berjalan satu arah saja. Ini berarti, guncangan ilikuiditas timbul dari short term ke long term, tidak terjadi sebaliknya.

Berbicara tentang hubungan ilikuiditas antara obligasi on-the-run dan off-the run, maka penelitian Goyenko, Subrahmanyam, dan Ukhov (2007) inilah yang pertama. Hal ini berpijak pada asumsi awal bahwa karakteristik time series dari obligasi on-the-run dan off-the-run amatlah berbeda. Di satu sisi, volatilitas menjadi faktor determinan utama dari on-the-run illiquidity, maka di sisi lain, off-the-run illiquidity dapat diprediksi melalui perangkat analisis makroekonomi dan variabel-variabel pasar lainnya.

Terkait dengan penelitian Goyenko, Subrahmanyam, dan Ukhov (2007) ini, maka penelitian inipun berupaya hendak melihat seberapa signifikan hubungan antara obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya, terutama dalam hal seberapa signifikan volatilitas premi risiko Obligasi Konvensional memiliki korelasi dengan volatilitas *yield spread* Sukuknya. Metodologi yang digunakan untuk menjawab pertanyaan tersebut menggunakan metode granger-causality.

2.4 Pengukuran likuiditas

Pasar sekuritas yang illiquid selanjutnya dapat dipahami ketika data perdagangan yang terkait dengannya hanya sedikit. Oleh karenanya, tidak mengherankan jika objek penelitian-penelitian yang terkait dengan topik likuiditas ini banyak dilakukan untuk kasus ekuitas yang memiliki tingkat likuiditas yang tinggi, seperti US equities. Jadi, wajar apabila pertanyaan tentang bagaimana likuiditas harus dihargai masih belum juga terjawab. Chordia, Subrahmanyam & Anshuman (2001) menyimpulkan bahwa terdapat hubungan negatif antara likuiditas dan *expected return*, adapun Hasbrouck & Seppi (1998) tidak menemukan adanya hubungan antara keduanya. Sementara itu, Huberman dan Halka (2001) serta Pastor dan Stambaugh (2003) melakukan pengujian kembali apakah risiko likuiditas merupakan salah satu faktor risiko sistimatis.

Dalam tulisannya, Chacko (2005) mengambil beberapa obligasi korporat dari bursa efek Amerika Serikat sebagai sampelnya. Memang, jika dibandingkan

dengan pasar ekuitasnya, pasar obligasi korporat sangatlah illiquid. Jika rata-rata transaksi saham berlangsung dalam hitungan menit, maka tidak halnya dengan yang terjadi di pasar obligasi korporat. Sedangkan, rata-rata transaksi obligasi korporat terjadi tidak kurang dari sekali dalam dua bulan.

Dengan karakter pasar demikian, likuiditas sudah pasti menjadi bagian masalah tersendiri bagi para pelaku pasarnya. Oleh karena itu, tuntutan para investor atas suatu premi risiko likuiditas pun sangat mudah terlihat. Berbeda dengan saham yang diperdagangkan di lantai bursa efek, obligasi korporat diperdagangkannya di suatu dealer pasar. Karenanya, obligasi senantiasa diperdagangkan *over-the-counter* (OTC) market, di luar lantai bursa efek. Untuk memperoleh data transaksi perdagangan obligasi dari karakter pasar yang *over the counter* sangatlah sulit, disebabkan tidak ada satu dealer pun yang memiliki share transaksi lengkap sehingga dapat dijadikan sebagai sumber data utama.

Untuk kepentingan perolehan data ini, penelitian ini hendak merujuk data base dari Bank Kustodian, sebagaimana Chacko (2005) pun melakukan ini dengan merujuk pada bank kustodian terbesar di dunia. Permasalahan utama tetaplah ada, kendatipun dapat dilihat likuiditas pasar yang ada, namun kita tidak dapat membedakan tingkat likuiditas dari masing-masing obligasi. Disebabkan jarangya transaksi yang terjadi dari semua obligasi, maka pengukuran likuiditas jika hanya menggunakan metode tradisional saja, niscaya hanya mampu menilai perbedaan kecilnya saja dari likuiditas masing-masing obligasi.

Banyak literatur yang menyajikan variasi pengukuran likuiditas. Berkenaan dengan ini, salah satunya adalah tulisannya Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) dan Chacko, (2005) terkait dengan persoalan melihat seberapa besar pengaruh likuiditas terhadap *yield spread* obligasi. Dalam melihat seberapa besar pengaruh, likuiditas terhadap *yield spread* obligasi Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) menggunakan tiga pengukuran likuiditas yang berbeda. Ketiga metode pengukuran ini meliputi, *the bid-ask spread*, *the liquidity proxy of zero returns* dan *a liquidity estimator* berdasarkan pada varian model Lesmond, Ogden, dan Trzcinka (1999) yang selanjutnya disingkat dengan metode LOT.

Tidak memadainya informasi tentang *spread* atau harga obligasi yang terbentuk telah menjadi hambatan utama baik dalam analisis likuiditas sendiri

maupun analisis pengaruh likuiditas terhadap *yield spreads* (Goodhart dan O Hara, 1997). Karena itu, Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) menggunakan data Bloomberg dan Datastream untuk keperluan ketiga metode perhitungan yang digunakan. Dengan supply data tersebut, diantara ketiganya, metode *bid-ask spread* lah yang tampak paling memadai untuk digunakan dalam pengukuran liquidity costs. Hanya saja data spread yang digunakan dalam metode ini tidak selalu tersedia untuk setiap obligasi dan setiap periode waktu yang dikehendaki. Kenyataan ini sangat mungkin terjadi pada obligasi yang jarang ditransaksikan atau pada off-the-run bonds.

Adapun, metode *the precentage of zero return* lebih tepat digunakan dalam pemilihan liquidity proxies. Sementara itu, metode LOT digunakan untuk menjadi metode alternative dari kedua metode sebelumnya. Karena yang menjadi dasar pemikiran dari metode LOT ini adalah ketika nilai/harga obligasi sebenarnya dibentuk oleh begitu banyak *stochastic factors*, maka harga hasil perhitungan hanya akan merefleksikan informasi baru jika harga yang terhitung tersebut melebihi *total liquidity cost*. Ini berarti, *liquidity costs threshold* senantiasa ada untuk setiap obligasi, yang nantinya berfungsi sebagai nilai minimum dari harga obligasi yang ditransaksikan.

Dari hasil perhitungannya, Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) menyimpulkan bahwa dengan ketiga metode perhitungan yang digunakan memang terdapat hubungan yang signifikan antara likuiditas dan *yield spread*. Selain itu, turut memperkuat teori sebelumnya, dalam penelitian mereka ini pun disimpulkan pula bahwa jika semakin ilikuid suatu obligasi, maka secara signifikan dan positif akan mendorong pada peningkatan *yield spreadnya*.

Setidaknya, penelitian Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) ini memberikan kontribusi yang cukup berharga pada persoalan hubungan likuiditas dan pembentukan *yield spread* obligasi selanjutnya. Terutama terkait dengan kajian risiko kredit, dimana sebelumnya lazim diasumsikan bahwa *yield spread* itulah, secara keseluruhan yang merepresentasikan *default risk*, sehingga para praktisi seringkali melakukan penilaian *default probability* berdasarkan *yield spreads*. Melalui penelitian Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) ini, dapat dibuktikan bahwa

pendekatan dan pemahaman semacam itu tidaklah memadai, mengingat komponen likuiditas yang membentuk *yield spread* tidak secara langsung terkait dengan *default risk*. Sayangnya, ketiga metode pengukuran likuiditas yang diungkapkan Chen, Lesmond, dan Wei, (2005) ini tidak terlalu tepat untuk diterapkan pada penelitian ini, terutama terkait karakteristik data transaksi yang amat jarang terjadi. Akan tetapi, untuk persoalan pengukuran *yield spread* (spread premi risiko), penelitian ini menggunakan rumus Chen, Lesmond & Wei (2005):

$$YieldSpread_{it} = \eta_0 + \eta_1 Liquidity_{it} + \eta_2 Maturity_{it} + \eta_3 Coupon_{it} + \eta_4 Treasuryrate_{it} + \eta_5 Maturity_{it} + \eta_6 BondRating_{it} + \eta_7 PreTaxCoverage_{it} + \eta_8 Debt / Assets_{it} + \eta_9 Debt_{it} / Capitalization + \varepsilon_t$$

Hanya saja, ketika rumusan tersebut direplikasi pada kasus penelitian ini, ada beberapa perubahan, terkait dengan jumlah dan kondisi yang sama dari dua jenis obligasi yang berbeda, yakni obligasi konvensional dan syariahnya. Sehingga pengukuran *yield spread* yang digunakan adalah :

$$YieldSpread_{it} = \eta_0 + \eta_1 Liquidity_{it} + \varepsilon_t \quad (2-1)$$

Untuk kepentingan perolehan data ini, penelitian ini hendak merujuk data base dari Kustodian Sentral Efek Indonesia, sebagaimana Chacko (2005) pun melakukan ini dengan merujuk pada kustodian sentral terbesar di dunia. Penelitian ini hendak merujuk data base dari Kustodian Sentral Efek Indonesia, terutama data sheet tentang nilai *bid-ask spread*. Sebagaimana telah menjadi bagian tugas dari Kustodian Sentral Efek, lembaga ini memiliki tugas untuk mencatat setiap transaksi/pemindahan hak kepemilikan surat berharga obligasi yang dilakukan oleh para klien (*dealer*) nya.

Jadi, melalui data base Kustodian Sentral Efek inilah dapat diketahui alur transaksi perdagangan yang terjadi yang dilakukan oleh seluruh dealer. Kendatipun, tidak sepenuhnya dapat dilihat seluruh transaksi perdagangan yang telah berlangsung, namun dapat diketahui sebagian pentingnya. Karenanya, sepanjang dalam perhatian kita kondisi pasar tidak bias, data base perolehan dari

Kustodian Sentral Efek ini selanjutnya secara memadai dapat dijadikan sumber rujukan utama dalam menilai likuiditas. Jika Chacko (2005) dalam penelitiannya menggunakan input data dari *US corporate bond universe* lalu membaginya ke dalam salah satu diantara enam portofolio yang ada, maka penelitian ini yang menjadi acuan pembagiannya adalah karakter sukuk dan konvensional. Inilah yang membedakan penelitian ini dengan penelitian Chacko (2005). Namun metode perolehan nilai bid-ask spread, penelitian ini mereplikasi metodenya Chacko (2005). Yakni menggunakan rumus:

$$QuotedSpread = \frac{Ask - Bid}{\frac{1}{2}(Ask + Bid)} \quad (2-2)$$

Terkait dengan model penelitian yang secara spesifik mengkaji tentang sukuk, penelitian Zaidi (2007) dapat dijadikan rujukan selanjutnya. Jamal Abbas Zaidi ini merupakan Chief Executive Officer Islamic International Rating Agency, dari Kerajaan Bahrain. Penelitian Zaidi (2007) ini berjudul: “*Overcoming barriers to liquidity; Commoditization, Sukuk, promoting issuance and a secondary market*” pertama kali dipublikasikan dalam acara Islamic Finance and Investment World Europe 2007 yang diselenggarakan pada tanggal 25 – 28 Juni 2007.

Memang, tulisan Zaidi (2007) dalam judul ini mengupas bagaimana konstruksi pasar sekunder Islam saat ini berada dan bagaimana caranya kenyataan itu harus berubah. Kendatipun demikian, kelak disadari bahwa gagasannya tersebut, sebagaimana dikutip dalam penelitian ini, dapat menjadi kontribusi yang positif bagi perkembangan industri investasi keuangan Islam di Indonesia.

Ulasan tentang konstruksi pasar sekunder Islam ini oleh Zaidi (2007) senantiasa disandingkan dan diperbandingkan dengan konstruksi pasar sekunder untuk sistem keuangan konvensional. Apa yang menjadi karakteristik pasar sekunder konvensional adalah tingginya likuiditas, dalamnya pengetahuan investor akan pasar, efisiensi, telah dimilikinya *yield curve* dan beberapa kurva

lain yang senantiasa dijadikan sebagai acuan (*benchmark*) dalam menilai kinerja dan keuntungan aset yang dimiliki, dimilikinya standar penilaian atas *upcoming issues*, dan lain sebagainya.

Adapun yang menjadi karakteristik dari konstruksi pasar sekunder yang berbasis sistem Islam adalah kebalikan dari apa yang dimiliki oleh konstruksi pasar sekunder untuk sistem keuangan konvensional sebagaimana tersebut di atas. Mengingat masih barunya kebangkitan industri keuangan syariah, tentunya tidak mudah untuk langsung dapat bersanding sejajar dengan konstruksi sistem yang telah mapan sejak lama. Setidaknya, disadari banyak sekali hambatan yang menyebabkan lambatnya kemajuan industri keuangan Islam.

Menyikapi persoalan ini, Zaidi (2007) mengungkapkan setidaknya ada beberapa faktor pendorong yang menyebabkan lesunya perdagangan pasar sekunder Islam. Diantaranya adalah masih belum dimilikinya *Islamic benchmark rate* (seperti LIBOR or Euribor) untuk menjadi proksi dalam menilai suatu instrumen investasi Islami; rendahnya likuiditas, kurang efisien, relative masih sedikitnya pelaku pasar yang *concern* dengan instrumen investasi Islam.

Diakui, jika dibandingkan dengan jumlah emisi yang menerbitkan obligasi, jumlah sukuk (*Islamic Debt*) masih jauh lebih rendah. Oleh karena masih sedikitnya produk atau aset investasi syariah yang tersedia, menyebabkan para investor keuangan yang hendak *concern* dengan sistem keuangan syariah kesulitan mengendalikan likuiditas asetnya, terutama dalam hal mengelola kelebihan likuiditas yang sifatnya temporer (*short term*).

Disisi lain, pada saat saat terjadi kelebihan permintaan akan instrumen syariah, kondisi ini cenderung membentuk watak pelaku pasar syariah untuk kurang apresiasi atas risiko dan *reward* terkait dengan aset investasinya. Singkatnya, investor sukuk syariah lebih memilih strategi bisnis *buy and hold*. Strategi *buy and hold* ini menjadi penyebab terbentuknya kondisi pasar yang tidak aktif. Dengan strategi *buy and hold*, seorang manajer investasi lazimnya membeli suatu produk investasi kemudian menahannya hingga maturitasnya habis. Strategi ini sama sekali tidak keliru, selama ia dapat memberikan *value added* bagi pertambahan aset yang dimiliki.

Jika diibaratkan, strategi *buy and hold* ini hendak mempertentangkan teori pasar yang efisien (*efficient market*), dimana aktivitas perdagangan aktif justru tidak lagi dipandang sebagai satu-satunya strategi yang menguntungkan. Merujuk pada fakta pasar sukuk yang ada, pandangan ini mungkin saja tercipta semenjak harga suatu sekuritas yang terbentuk di pasar sudah tidak lagi seratus persen bisa diproyeksi dari *risk profile* dan *return expectation* dari instrumen terkait. Perdagangan di pasar sekunder, yang memiliki karakter pasar yang kurang efisien ternyata menyediakan insentif dan rewards kepada para manajer portofolio sehingga tetap yakin akan keuntungan yang bisa diraih dari investasi yang dilakukan di pasar sekunder (sukuk).

Diantara sekian banyak literatur terkait dengan persoalan likuiditas dan pembentukan *yield spread*, belum ada yang secara spesifik memfokuskan pada persoalan sukuk (obligasi korporat syariah). Pesolan ini menjadi menarik untuk dikaji lebih dalam ketika asumsi-asumsi yang telah lazim berlaku dan terbukti valid di industri obligasi konvensional tidak selamanya berlaku valid untuk sukuk. Ungkapan ini dipicu pada saat mencermati perkembangan industri sukuk di Indonesia, dimana pembentukan *yield spread* sukuk tidak berbanding terbalik dengan likuiditas ketika dibandingkan dengan obligasi sejenisnya dari produk syariah.

Terlepas dari adanya perbedaan prinsip dasar antara obligasi konvensional dan syariah, tentunya, pembuktian analisis-analisis yang lazim berlaku di obligasi konvensional ini patut untuk dilakukan uji falsifikasi kembali. Dalam hal ini, peneliti tetap berpijak pada metode dan teknik analisis yang telah berlaku di obligasi konvensional, baik dari sisi penentuan *proxies* maupun perhitungan likuiditas.