

## ABSTRAK

Nama : Dedy Hendrawan  
Program Studi : Timur Tengah dan Islam  
Judul : Likuiditas Sebagai Faktor Determinan Premi Risiko Obligasi Konvensional Dan Sukuk Ijarah

Tujuan penelitian ini adalah 1) untuk dapat mengetahui alternatif lain dari *proxies* likuiditas yang menggantikan volume dan frekuensi trading; 2) untuk dapat membuktikan bahwasanya *bid-ask spread* sebagai *proxies* likuiditas alternatif dapat memberikan hasil yang akurat. Sementara data yang digunakan adalah data harga *bid and ask* serta harga penutupan dari 7 obligasi konvensional dan 7 sukuk ijarahnya selama Januari 2006 hingga Desember 2007. Metode yang digunakan adalah pemodelan data panel. Dari hasil penelitian ini dapat diambil kesimpulan bahwa *Bid-ask spread* dapat digunakan sebagai alternatif lain dari *proxies* likuiditas menggantikan volume dan *frekuensi trading*. *Bid-ask spread* pun secara signifikan dapat digunakan untuk menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya.

Kata Kunci: bid-ask spread, likuiditas, premi risiko, model data panel.

## ABSTRACT

Name : Dedy Hendrawan  
Program : Middle East and Islam  
Theme : Liquidity as a Determinant Factor of Corporate Bond and Sukuk Risk Premium

The aims of the research are 1) to find out the proper proxies of liquidity to alternate the volume and trading frequency till we can use it in term of corporate bonds and its sukuk; 2) to acknowledge that bid-ask spread as proxies of liquidity can improve and assert the significant implication of liquidity unto risk premium accurately cq. corporate bonds and its sukuk. Hopefully it will appropriate with the theory. The database used in this research is data of bid-ask prices taken from January 02, 2006 till December 28, 2007 based on Government Custodian. The technical model used to is Panel Data Model. The result shows that bid-ask spread more appropriate used as proxies of liquidity than volume and trading frequency regarding relation between liquidity and risk premium in term of corporate bonds and its sukuk. In the other side, bid-ask spread as proxies of liquidity indeed can improve and assert the significant implication of liquidity unto risk premium accurately.

Key words: bid-ask spread, liquidity, risk premium, Panel Data Model.

## اختصار

الاسم : دادي حندروان  
الكلية : الدراسة الاسلاميّة و الشرق الاوسط  
الموضوع : تصفية متجر كالعامل المقرّر جائزة خسارة سند تقليدي  
وسكوك الاجارة

وأما هدف هذا التفتيش هو: اولا لمعرفة الخيرية الاخري من فراكسس تصفية متجر الذي يتبدّل حجم و تكرّر التجارة. ثانيا لاثبات بدليل انّ بد اسك سفريد كفراكسس تصفية متجر يعطي البيّنة الموافقة. وبينما البيّنة التي تستعمله هي بد اند اسك سفريد وسعر الاختتام ايضا من سبع سند تقليدي و سكوك الاجارة من يناير 2006 حتّي ديسمبر 2007. وأما منهجه هو فر مديلان دات فانيل. و نتيجة هذا التفتيش هي انّ بد اند اسك يستعمل كالخياره الاخري من فراكسس تصفية متجر الذي يتبدّل حجم و تكرّر التجارة. وايضا يستطيع بد اسك سفريد ان يستعمله ليقرّر فريم رسيكو سند تقليدي وسكوك الاجارة.

كليمه المقفيل : بد اسك سفريد و تصفية متجر وفريم رسيكو و موديل دات فانيل.

## RINGKASAN EKSEKUTIF

Seiring dengan tumbuh berkembangnya industri keuangan syariah, seperti sektor perbankan syariah, asuransi syariah, reksadana syariah dan sektor keuangan syariah lainnya, sudah pasti tuntutan akan instrumen investasi syariah pun berjalan linier. Keberadaan instrumen investasi yang berbasis syariah ini senantiasa sangat penting guna mengendalikan likuiditas masing-masing asetnya. Diantara instrumen investasi yang dimaksud dan diminati oleh industri keuangan syariah adalah sukuk syariah.

Tidak mengherankan, jika dalam beberapa tahun terakhir ini permintaan akan sukuk semakin meningkat. Karena itu, menyikapi persoalan masih senjangnya ketersediaan instrumen investasi berbasis syariah dengan permintaan yang ada, mendorong berbagai pihak untuk terus berkreasi dalam hal pengadaan instrumen investasi syariah

Adalah suatu fenomena yang menarik terjadi semenjak kehadiran sukuk, yang berdasarkan akad ijarah. Seperti tampak pada perbandingan sebuah emiten yang melakukan emisi surat hutang dalam bentuk struktur yang sama dimana besaran kupon/fee ijarah dan waktu jatuh tempo yang sama tetapi memiliki akad yang berbeda, yakni antara obligasi konvensional dengan kupon tetap dan sukuk dengan akad ijarah. Kendatipun keduanya memiliki struktur obligasi yang sama, namun ternyata memiliki premi risiko yang senantiasa berbeda terhadap *Yield Curve*.

Perbedaan tingkat likuiditas itulah diindikasikan sebagai penyebab perbedaan nilai *premi risiko* untuk sukuk ijarah dan obligasi konvensional. Nilai *premi risiko* sukuk ijarah yang lebih rendah dibandingkan dengan nilai *premi risiko* obligasi konvensional berarti tingkat likuiditas sukuk ijarah lebih tinggi bila dibandingkan dengan tingkat likuiditas obligasi konvensional. Kenyataannya, dengan menggunakan volume dan frekwensi *trading* sebagai *proxies* likuiditas menghasilkan tingkat likuiditas yang rendah.

Tujuan penelitian ini adalah 1) untuk dapat mengetahui alternatif lain dari *proxies* likuiditas yang menggantikan volume dan frekuensi trading; 2) untuk dapat

membuktikan bahwasanya *bid-ask spread* sebagai *proxies* likuiditas alternatif dapat memberikan hasil yang akurat. Sementara data yang digunakan adalah data harga *bid and ask* serta harga penutupan dari 7 obligasi konvensional dan 7 sukuk ijarahnya selama Januari 2006 hingga Desember 2007, yakni:

1. Obligasi Apexindo Pratama Duta I Th 2005
2. Sukuk Ijarah Apexindo Pratama Duta I Th 2005
3. Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004
4. Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004
5. Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B
6. Sukuk Ijarah I HITS Tahun 2004
7. Obligasi Indosat IV Tahun 2005
8. Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005
9. Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004
10. Sukuk Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004
11. Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B
12. Sukuk Ijarah Indorent I Tahun 2004
13. Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004
14. Sukuk Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder berupa data panel harga dan *bid-ask* dari Obligasi konvensional dan Sukuk Ijarahnya yang diperdagangkan selama Januari 2006 hingga Desember 2007 serta kurva hasil (*Yield Curve*) yang diperoleh dari situs Bursa Efek Surabaya ([www.bes.co.id](http://www.bes.co.id)).

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 (lihat Schultz, 1998). Jadi, sangat wajar apabila mengasumsikan, bahkan mengharapkan bahwa likuiditas memiliki peran penting dalam pembentukan *yield spread* obligasi.

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 proksi 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*.

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 biasanya menunjuk pada *multiple dealers* yang melaksanakan transaksi perdagangan.

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.

Dari hasil penelitian ini dapat diambil kesimpulan bahwa 1) *Bid-ask spread* dapat digunakan sebagai alternatif lain dari proxies likuiditas menggantikan volume dan frekuensi trading. *Bid-ask spread* pun dapat digunakan untuk menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya yang sesuai dengan teori likuiditas; 2) *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.

