

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN MASALAH

Mengetahui dan memahami faktor-faktor risiko sangatlah penting sebelum melakukan investasi di sektor keuangan. Diantara tujuannya adalah untuk mengestimasi seberapa besar potensi kerugian dan keuntungan dari eksposur investasi yang dimiliki. Ketepatan dalam mengindikasikan faktor-faktor risiko menjadi penentu keberhasilan pengukuran eksposur risiko. Yang pasti, tidak ada rumusan instan untuk dapat langsung menentukan suatu faktor risiko secara tepat.

Dalam penentuan faktor ini diperlukan uji coba (*trial and error*). Satu faktor risiko mungkin saja relevan digunakan untuk ratusan bahkan ribuan individu aset. Definisi faktor risiko sendiri adalah suatu parameter yang ketika nilai pasarnya mengalami perubahan dari nilai semula menjadi penyebab berubahnya nilai portofolio aset (Best, hal. 105, 1998).

Dengan demikian, untuk menentukan faktor risiko utama dari suatu portofolio, maka masing-masing asumsi faktor risiko portofolio tersebut harus diuji secara kritis terlebih dahulu. Memang, dalam beberapa kasus telah jelas apa variabel apa saja yang menjadi faktor risikonya. Dalam mengidentifikasi faktor risiko, setidaknya ada dua hal yang harus dilakukan (Best, hal 108, 1998), yakni:

1. Mengidentifikasi seluruh variabel yang diasumsikan menjadi faktor-faktor risiko.
2. Menentukan variabel apa saja yang layak menjadi faktor risiko terkait dengan peranan relatifnya dalam komposisi portofolio.

Suatu faktor risiko dapat saja diperoleh dari harga pasar yang secara langsung dapat diobservasi, seperti harga emas ataupun kurs mata uang. Kendati demikian, suatu faktor risiko pun terkadang tidak dapat diperoleh dari observasi secara langsung atas harga pasarnya.

Adapun kenyataan bahwa Obligasi Syariah Ijarah memberikan tingkat *fee* (kupon) yang tetap dalam setiap periode waktu tertentu, maka faktor risiko yang paling potensial menyebabkan kerugian adalah sama dengan yang lazim berlaku untuk obligasi *fixed income* konvensional, yakni volatilitas tingkat hasil yang diinginkan pasar (Jorion, hal 283, 2005).

Ditinjau dari sudut pandang pelaku pasar (investor) obligasi di Indonesia, akurasi penilaian harga obligasi tentunya penting untuk dipahami. Terlebih lagi, 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. Singkatnya, pertumbuhan industri keuangan syariah sepatutnya diiringi dengan pertumbuhan instrumen investasi syariahnya yang seimbang pula. 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.

Diakui, dalam beberapa tahun terakhir ini permintaan akan sukuk semakin meningkat. Karena itu, menyikapi persoalan kelebihan permintaan (*excess of demand*), mendorong berbagai pihak untuk terus berkreasi dalam hal pengadaan instrumen investasi syariah. Tidak terkecuali pemerintah selaku pengemban regulasi. Telah lama dan cukup tingginya aspirasi dari para pelaku pasar keuangan syariah menuntut pemerintah agar segera mungkin melahirkan regulasi-regulasi yang pro kemajuan industri keuangan syariah. Akhirnya, untuk sektor sukuk syariah sendiri, saat yang paling dinanti telah tiba, yakni dengan disahkannya regulasi penerbitan sukuk pemerintah.

Kendatipun per tahun 2008 ini telah 19 sukuk korporasi diterbitkan, namun tetap saja permintaan yang ada masih lebih tinggi dibanding penawaran yang tersedia. Diakui, sampai kini jumlah penerbitan obligasi konvensional relatif masih lebih tinggi dibanding dengan penerbitan sukuk. Kondisi ini tentunya patut

untuk dijadikan pemicu untuk perkembangan sukuk secara khusus, dan jenis instrumen investasi syariah lain secara umumnya.

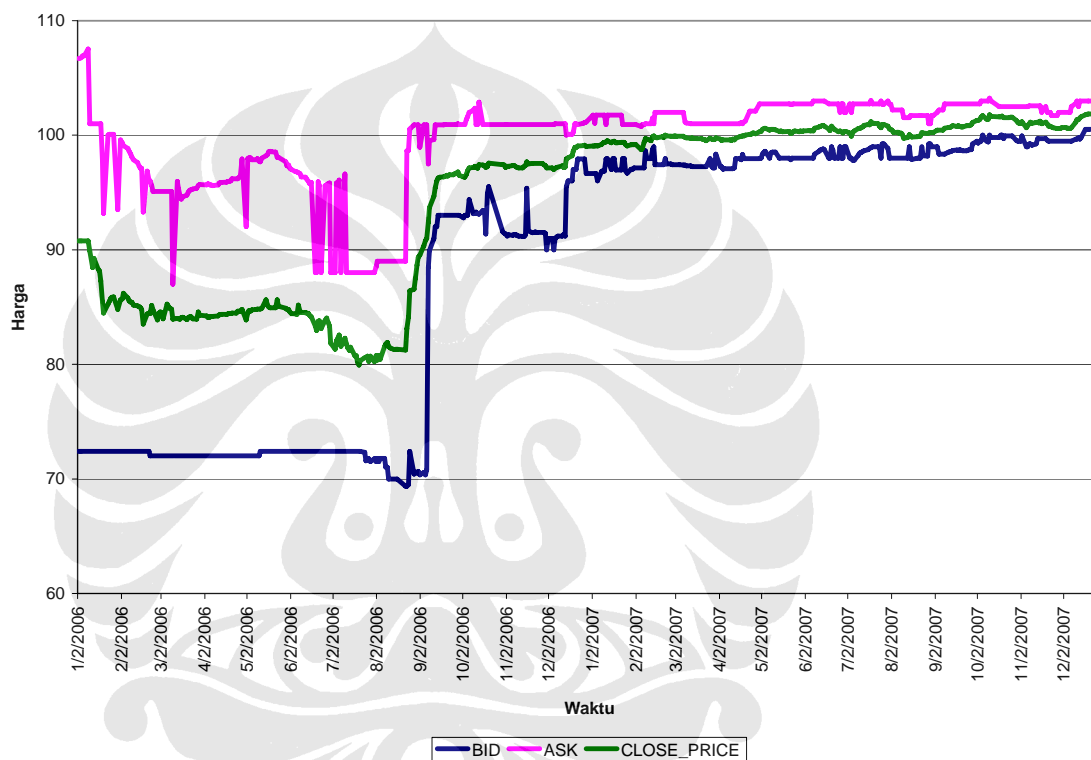
Ada hal yang menarik untuk dicermati disini, yakni hubungan antara *supply-demand* sukuk dengan premi risiko dan likuiditasnya. Dengan ketersediaan investasi sukuk yang relatif jauh lebih rendah dibanding dengan instrumen investasi konvensional, sudah tentu asumsi yang berlaku adalah likuiditas sukuk lazimnya lebih rendah jika dibandingkan dengan obligasi konvensional.

Dengan asumsi tingkat likuiditas sukuk lebih rendah dari obligasi konvensional, maka secara teori, tingkat premi risiko sukuk yang terbentukpun harusnya lebih tinggi dibanding dengan obligasi konvensional. Hal ini mengingat likuiditas senantiasa berbanding terbalik dengan nilai premi risikonya. Menariknya, ketika peneliti hendak membandingkan dua jenis obligasi dari emiten yang sama serta memiliki karakteristik yang sama pula, hanya saja berbeda akad/perjanjiannya, yakni akad syariah dan konvensional, maka fakta yang terjadi di tataran praktis adalah premi risiko sukuk ternyata lebih rendah dibandingkan dengan premi risiko konvensional. Tentunya, fakta ini bertentangan dengan teori yang ada. Karena persoalan inilah, arah penelitian ini hendak difokuskan

4.1. Perolehan Data Historis Harga *Bid-Ask* Obligasi

Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, mengingat obligasi senantiasa diperdagangkan di luar lantai bursa efek (*Over-The-Counter market/OTC*), tentunya untuk memperoleh data transaksi perdagangan obligasi dari karakter pasar demikian 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 Kustodian Sentral Efek Indonesia Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data *bid-ask spread* harian yang menjadi rujukan dalam pembentukan Nilai Pasar Wajar (*fair market value*) dari obligasi yang tercatat di Kustodian Sentral Efek Indonesia selama Januari 2006 sampai Desember 2007.

Yang dimaksud dengan Nilai Pasar Wajar dari Efek adalah nilai yang dapat diperoleh dari transaksi Efek yang dilakukan antar para Pihak yang bebas bukan karena paksaan atau likuiditas. Nilai Pasar Wajar dari Efek ini wajib ditentukan dan disampaikan oleh Manajer Investasi kepada Bank Kustodian selambat-lambatnya pada pukul 17.00 WIB setiap hari kerja. Berikut ini beberapa data harga bid-ask dari obligasi-obligasi yang menjadi objek dalam penelitian ini yang terekam oleh Bank Kustodian.

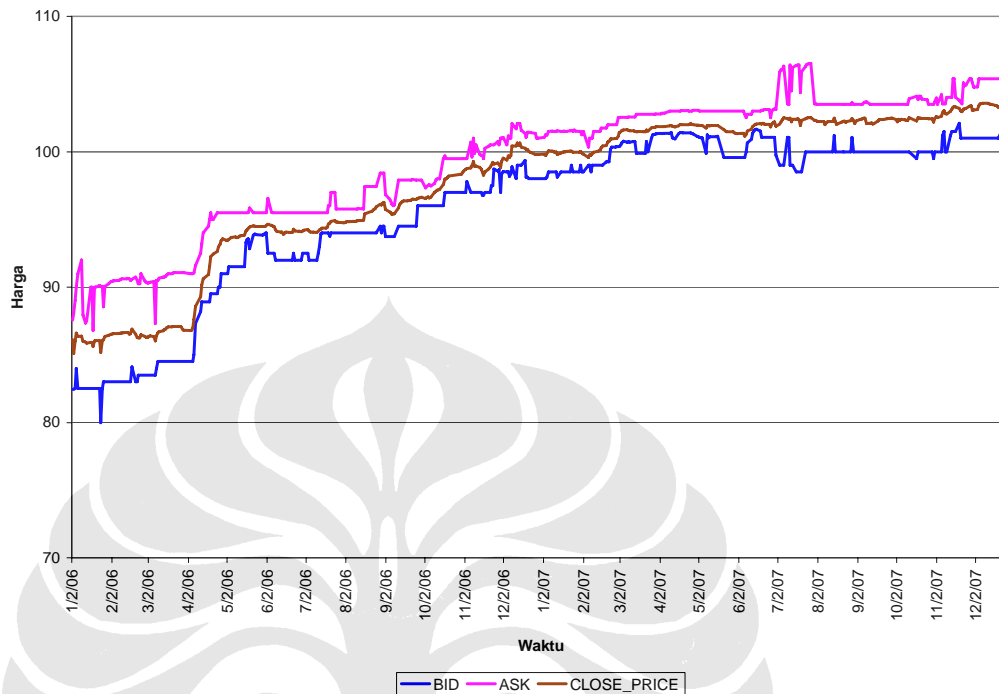


Gambar 4.1. Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

Gambar 4.1 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang hampir sama, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 70 hingga 110. Adapun, tren pembentukan harga (*close prices*) yang cenderung mengalami fluktuasi yang tajam, yakni sekitar bulan September dan Oktober 2006 diakibatkan oleh fenomena *redemption* yang menerpa pasar

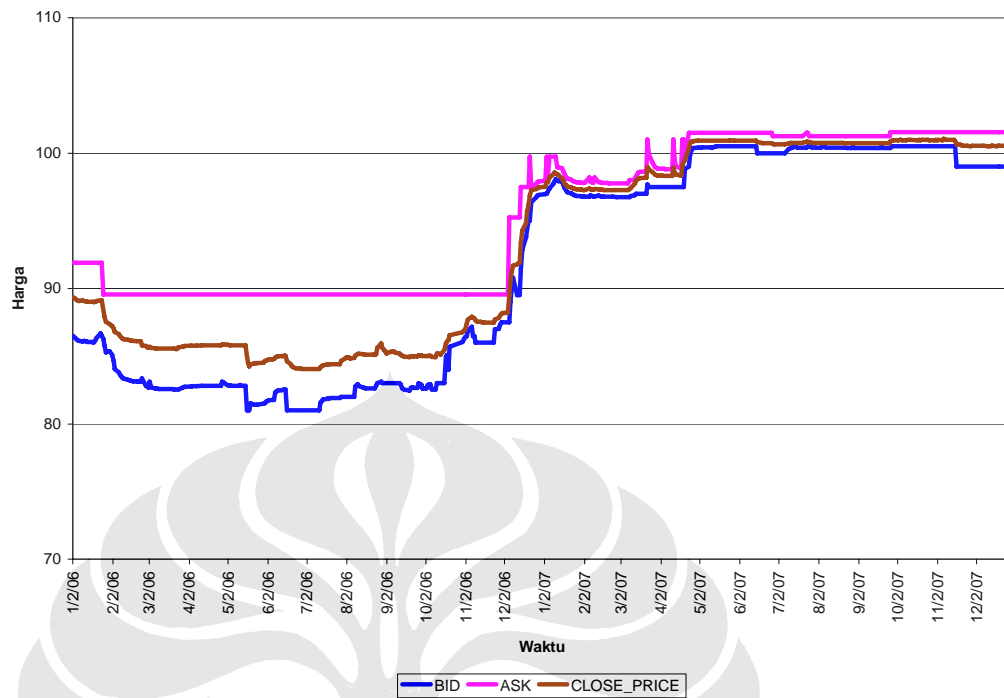
sekuritas Indonesia. Kendatipun tidak berlangsung lama, Namun memiliki efek yang cukup signifikan dalam stabilitas pasar modal di Indonesia.



Gambar 4.2. Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

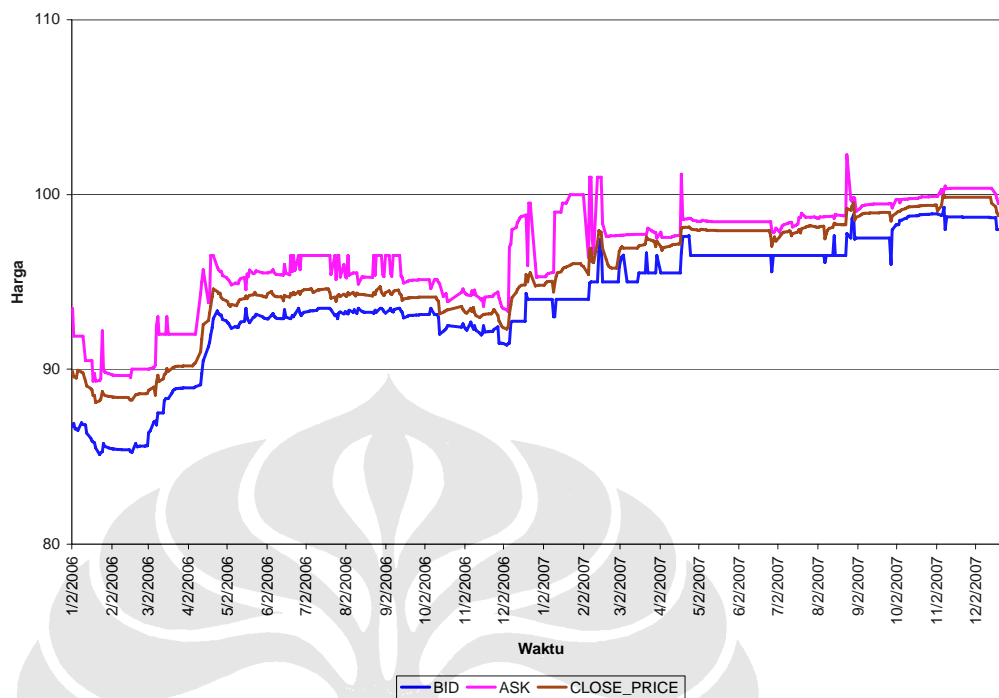
Sama halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005, Gambar 4.2 di atas pun, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang hampir sama, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 80 hingga 110. Hanya saja, tren harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 ini lebih stabil dibanding harga *bid-ask* Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005. Tampak dalam gambar tersebut, bahwa fluktuasi harga (*close prices*) cenderung satu arah yang tetap, yakni meningkat, kendatipun pada saat pasar dilanda oleh fenomena *redemption*.



Gambar 4.3. Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

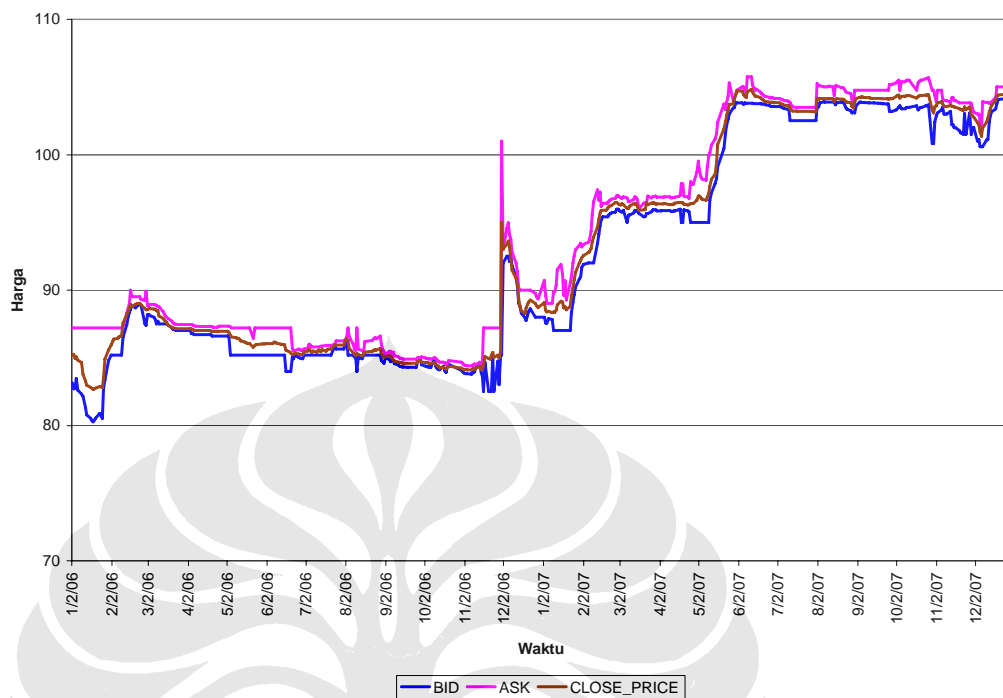
Gambar 4.3 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang hampir sama, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 80 hingga 100. Adapun, tren pembentukan harga (*close prices*) yang cenderung mengalami fluktuasi yang tajam, yakni selama memasuki tahun 2006 diakibatkan oleh fenomena *redemption* yang menerpa pasar sekuritas Indonesia. Kendatipun tidak berlangsung lama, Namun memiliki efek yang cukup signifikan dalam stabilitas pasar modal di Indonesia.



Gambar 4.4. Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

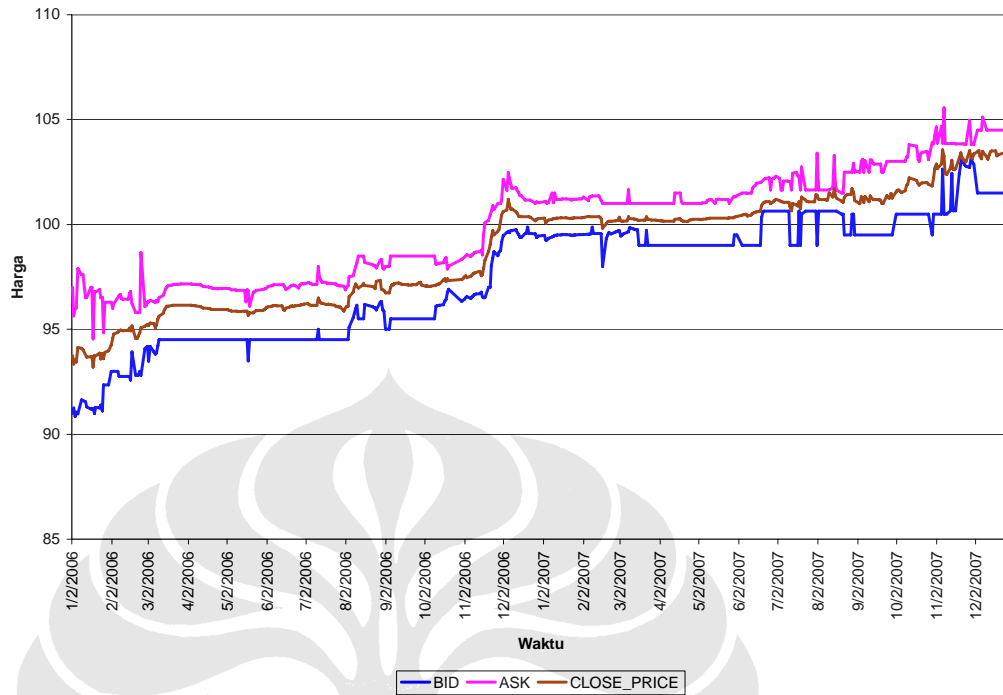
Sama halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005, Gambar 4.4 di atas pun, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang lebih stabil naik jika dibandingkan dengan Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 85 hingga 100. Tampak dalam gambar tersebut, bahwa fluktuasi harga (*close prices*) cenderung menunjukkan arah yang tetap, yakni meningkat, kendatipun pada saat pasar dilanda oleh fenomena *redemption*.



Gambar 4.5. Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

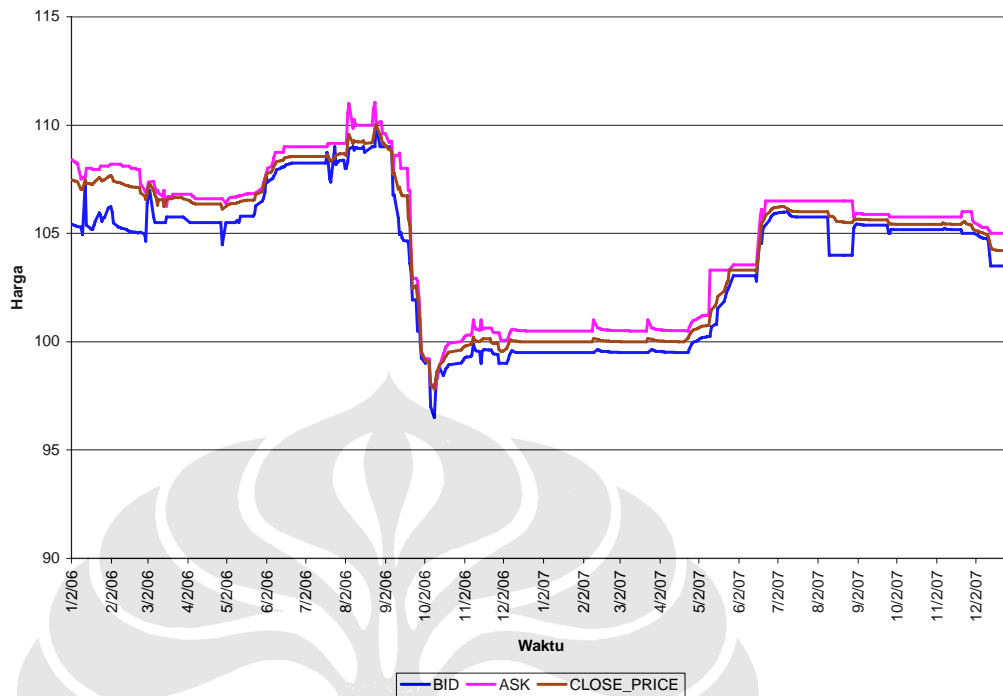
Gambar 4.5 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 mengalami fluktuasi harga yang relatif tajam, terutama pada saat periode redemption melanda pasar modal Indonesia



Gambar 4.6 Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah I HITS Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

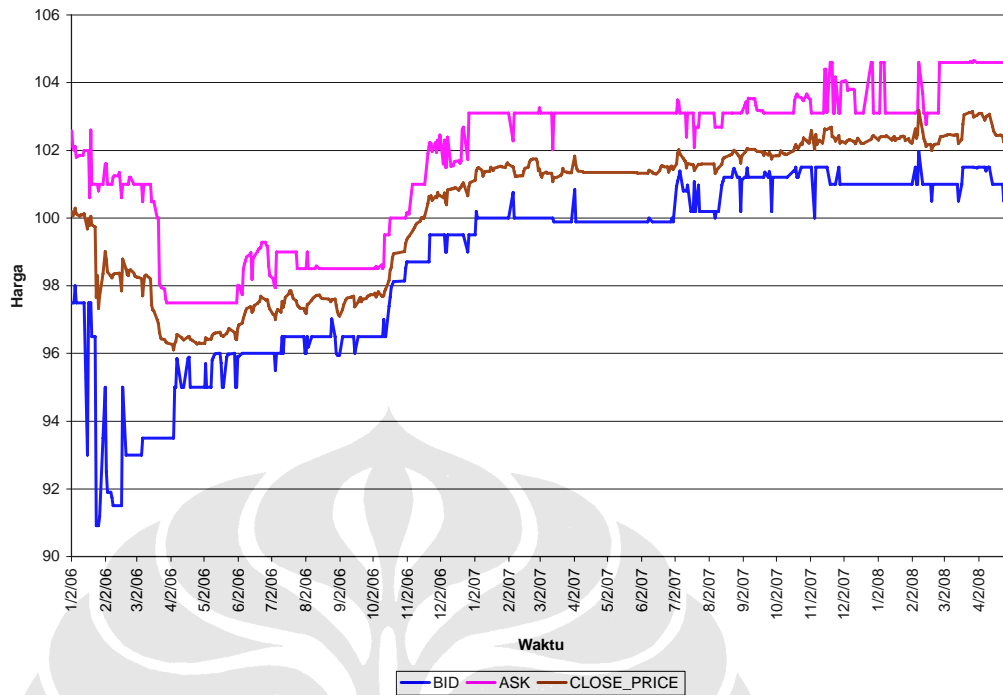
Sama halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi-Obligasi Syariah Ijarah sebelumnya, Obligasi Syariah Ijarah I HITS Tahun 2004 pun, sebagaimana tampak pada Gambar 4.6 di atas, memiliki tren yang lebih stabil naik jika dibandingkan dengan Obligasi konvensionalnya, yakni Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B.



Gambar 4.7 Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi Indosat IV Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

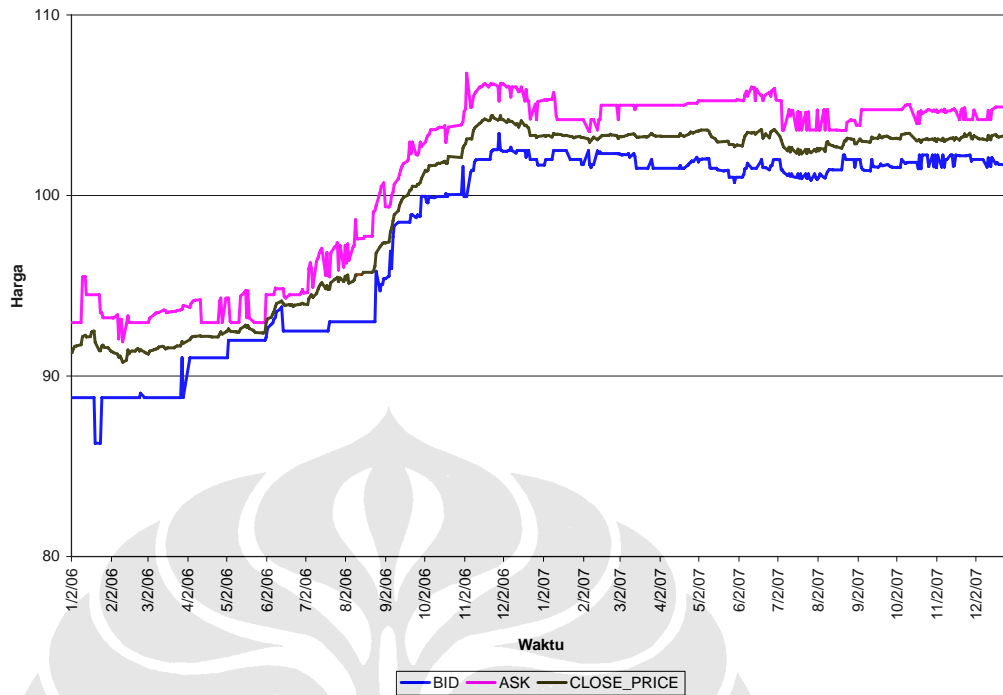
Gambar 4.7 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Indosat IV Tahun 2005 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang berbeda jika dibandingkan dengan tren harga obligasi lain yang menjadi objek kajian dalam penelitian ini. Tampak bahwa tren titik-titik pembentukan harga bid-ask dan closes prices mengalami beberapa kejutan, terutama di masa-masa redemption. Hanya dalam 1 bulan saja, harga Obligasi Indosat IV Tahun 2005 mengalami terjun bebas, tergerus hampir sebesar 15%. Fenomena ini kontras dengan yang terjadi di pasar obligasi syariahnya. Sebagai tampak pada gambar berikut ini.



Gambar 4.8 Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

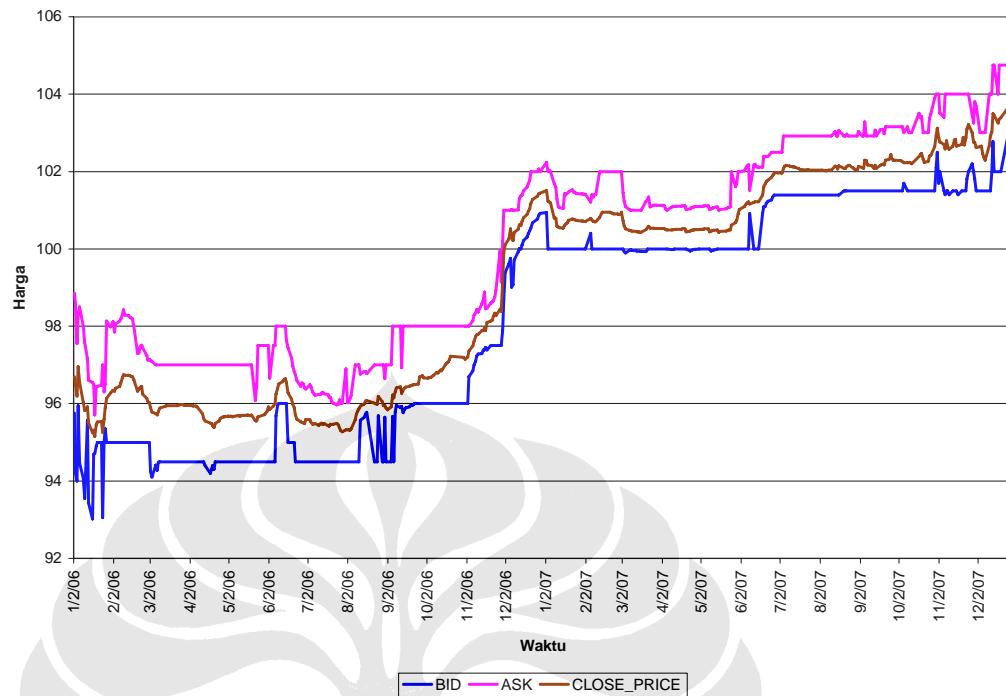
Sebagaimana telah dinyatakan sebelumnya, ternyata kondisi yang berbeda terjadi untuk Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005, dimana tren harga bergerak searah, naik seiring waktu. Tampak pula bahwa fenomena redemption tidak terlalu signifikan mempengaruhi penurunan harga Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005, tentunya dari beberapa studi kasus sebelumnya.



Gambar 4.9 Perbandingan Harga Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

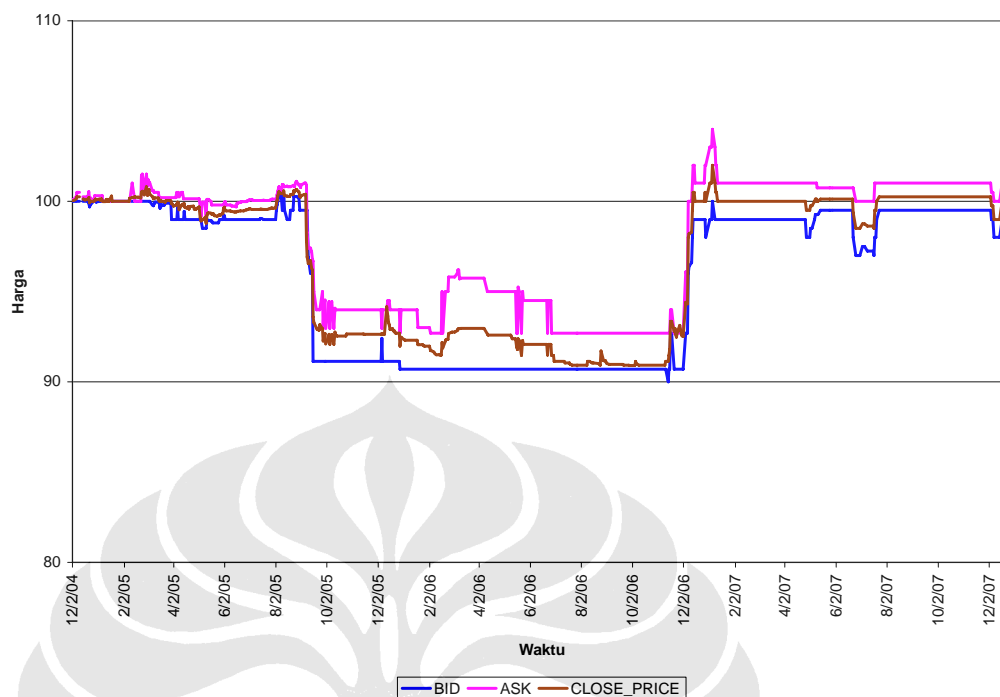
Gambar 4.9 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang hampir sama, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 87 hingga 100. Adapun, tren pembentukan harga (*close prices*) yang terkena dampak redemption, tidak terlalu tampak mencolok.



Gambar 4.10 Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

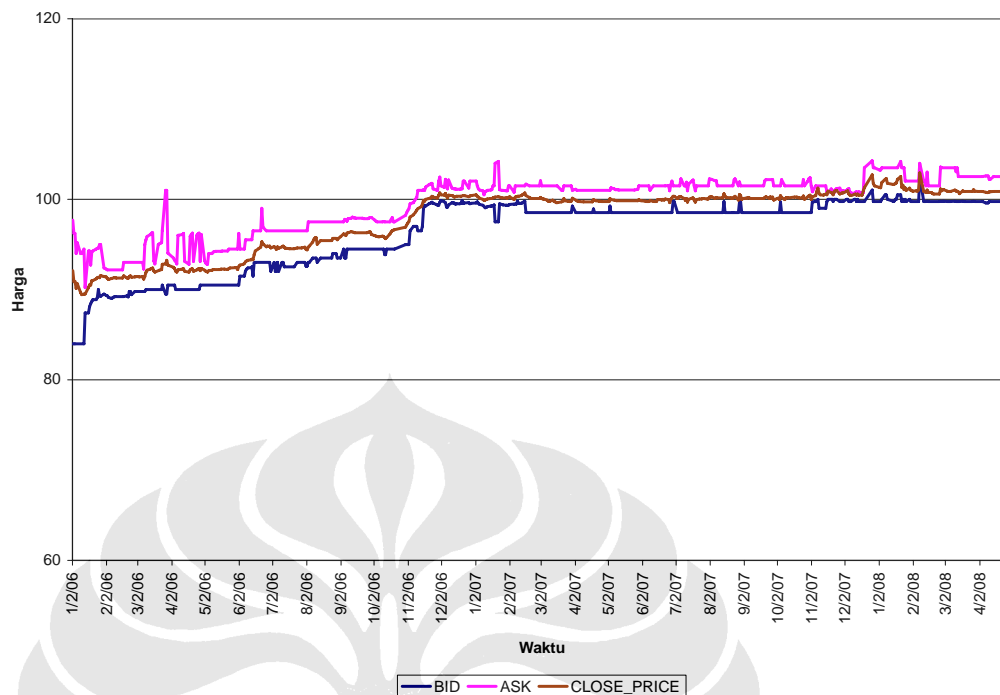
Sama halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004, Gambar 4.10 di atas pun, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang lebih stabil naik jika dibandingkan dengan Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004, yakni berkisar di Nilai Pasar Wajar 90 hingga 114. Tampak dalam gambar tersebut, bahwa fluktuasi harga (*close prices*) cenderung menunjukkan arah yang tetap, yakni meningkat, kendatipun pada saat pasar dilanda oleh fenomena *redemption*.



Gambar 4.11 Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

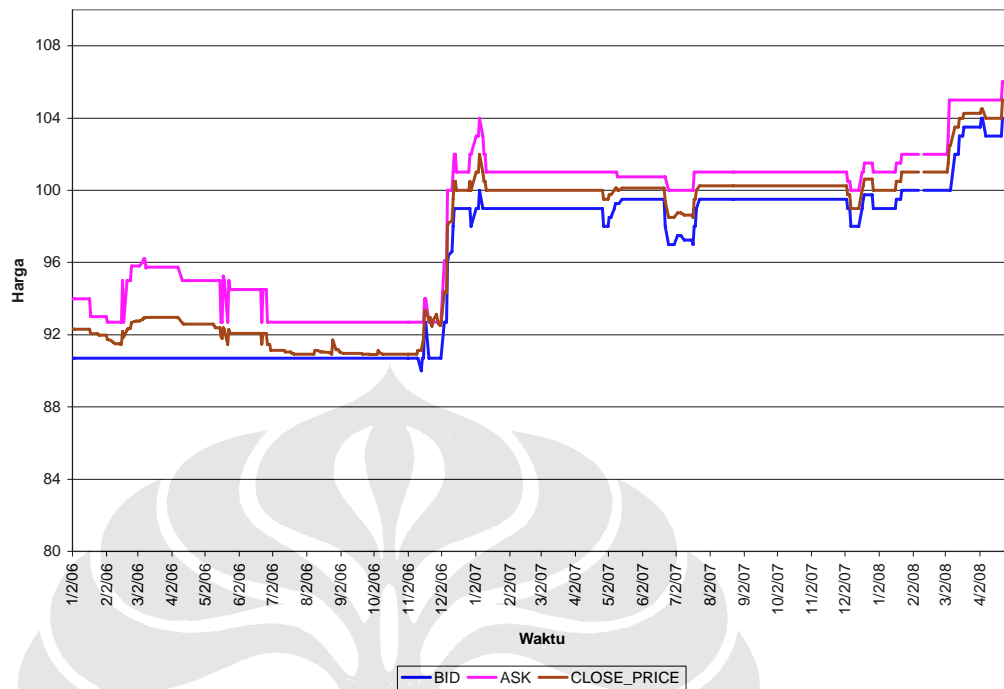
Gambar 4.11 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang cukup fluktuatif, terutama pada saat periode redemption. Saat itu, harga Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B selama periode redemption senantiasa berada dibawah nilai 100. Dengan demikian, redemption sangat signifikan berpengaruh pada tren pembentukan harga (*close prices*) Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B.



Gambar 4.12. Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah Indorent I Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

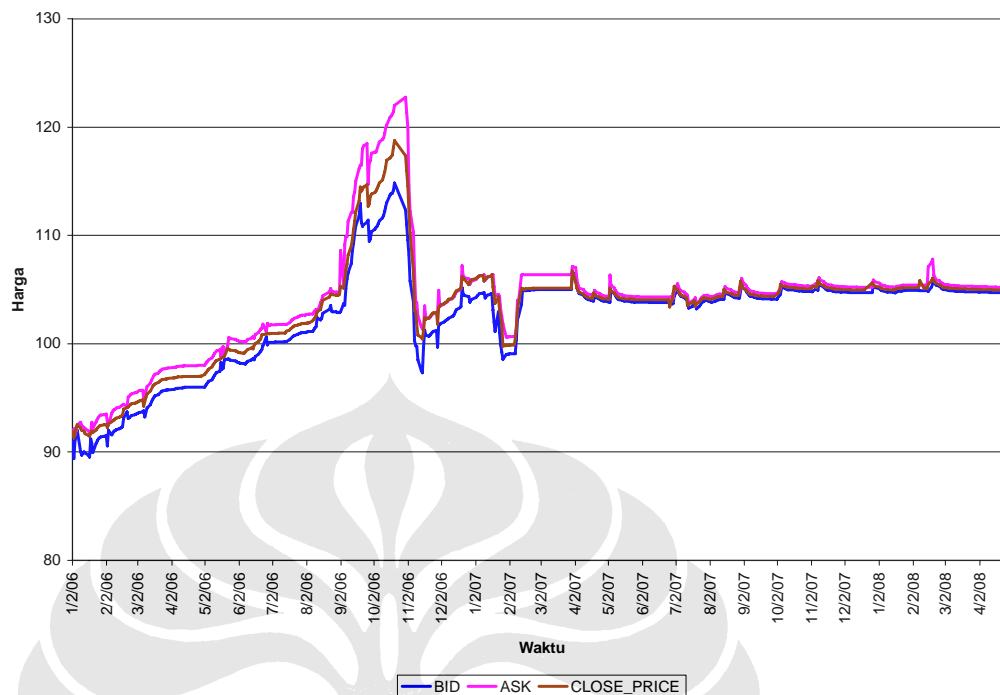
Berbeda halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B, Gambar 4.11 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Indorent I Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang lebih stabil naik jika dibandingkan dengan Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B. Tampak dalam gambar tersebut, bahwa fraksi atau spread yang terbentuk antara harga ask dan bid senantiasa rendah. Dalam beberapa hal tertentu, kenyataan ini menjadi indikasi bahwa obligasi Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B ini relatif likuid



Gambar 4.13 Perbandingan Harga Bid & Ask Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

Sama halnya dengan Gambar 4.13 kondisi Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B Gambar 4.13 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang cukup fluktuatif, terutama pada saat periode *redemption*. Saat *redemption*, harga Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 senantiasa berada Di bawah nilai 100. Dengan demikian, *redemption* sangat signifikan berpengaruh pada tren pembentukan harga (*close prices*) Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004.



Gambar 4.14 Perbandingan Harga Bid & Ask Sukuk Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

Berbeda halnya dengan tren harga *bid-ask* Obligasi-obligasi syariah yang menjadi objek dalam penelitian ini, Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B, Gambar 4.11 di atas, menunjukkan bahwa harga *bid-ask* Obligasi Syariah Ijarah Sona Topas Tourism Industry Th 2004 selama periode penelitian 2 Januari 2006 sampai dengan 28 Desember 2007 memiliki tren yang lebih fluktuatif jika dibandingkan dengan Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B. Tampak dalam gambar tersebut, bahwa fraksi atau spread yang terbentuk antara harga ask dan bid senantiasa rendah. Dalam beberapa hal tertentu, kenyataan ini menjadi indikasi bahwa obligasi Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B ini relatif likuid

4.2. Estimasi Model Data Panel

Pada prinsipnya model data panel ini merupakan suatu model yang menggabungkan model data *cross-section* dan data *time series*. Hal ini bisa merupakan keuntungan (data banyak) tetapi model yang menggunakan data ini menjadi lebih kompleks (parameternya banyak). Diantara beberapa teknik pemodelan data panel yang tersedia, penelitian lebih memilih teknik Model Efek Tetap (*Fixed Effect*). Teknik pemodelan ini mengasumsikan adanya variabel-variabel yang tidak semuanya masuk dalam persamaan model memungkinkan adanya intercept yang tidak konstan. Dengan kata lain, *intercept* ini mungkin menjadi dasar pemikiran pembentukan model tersebut. Secara sistematis model Model Efek Tetap dinyatakan dalam Rumus (3-2) berikut:

$$Y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + \gamma_2 W_{2t} + \gamma_3 W_{3t} + \dots + \gamma_X W_{Xt} + \delta_2 Z_{it} + \delta_3 Z_{i3} + \dots + \delta_T Z_{iT} + \varepsilon_{it}$$

di mana:

Y_{it} = Variabel terikat untuk individu ke-i dan waktu ke-t

X_{it} = Variabel bebas untuk individu ke-i dan waktu ke-t

W_{it} dan Z_{it} variabel dummy yang didefinisikan sebagai berikut:

$W_{it} = 1$; untuk individu i ; $i = 1, 2, \dots, N$

= 0; lainnya

$Z_{it} = 1$; untuk individu i ; $i = 1, 2, \dots, N$

= 0; lainnya

Proses estimasi tersebut akan dilakukan dengan menggunakan *software* komputer, yakni Program Siap Pakai EViews. Dengan menggunakan bantuan Program Siap Pakai Eviews, diperoleh persamaan estimasinya adalah sebagai berikut:

- a. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah Apexindo Pratama Duta I Th 2005 & Obligasi Apexindo Pratama Duta I Th 2005

$$PR_APEX(KONV) = 0.03499655259 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_APEX01A$$

$$PR_APEX(SYA) = 0.027829685 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_APEX01B$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi Apexindo Pratama Duta I Th 2005 sebesar 0,035. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah Apexindo Pratama Duta I Th 2005 sebesar 0,027.

- b. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 & Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004

$$PR_CSMR(KONV) = 0.07309184923 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_CSMR01A$$

$$PR_CSMR(SYA) = 0.06472027356 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_CSMR01B$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004 sebesar 0,073. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 sebesar 0,065.

- c. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah I HITS Tahun 2004 & Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B

$$PR_HITS(KONV) = 0.06711679528 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_HITS01B$$

$$PR_HITS(SYA) = 0.0431563405888 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_HITS01C$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B sebesar 0,067. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah I HITS Tahun 2004 sebesar 0,043.

- d. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005 & Obligasi Indosat IV Tahun 2005

$$PR_ISAT(KONV) = 0.00514338662 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_ISAT04A$$

$$PR_ISAT(SYA) = 0.01587829879 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_ISAT04B$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi Indosat IV Tahun 2005 sebesar 0,005. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005 sebesar 0,015.

- e. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004 & Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004

$$PR_MPPA(KONV) = 0.037434594236 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_MPPA02A$$

$$PR_MPPA(SYA) = 0.041954994608 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_MPPA02B$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004 sebesar 0,037. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004 sebesar 0,041.

- f. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah Indorent I Tahun 2004 & Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B

$$PR_RENT(KONV) = 0.05558891062 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_RENT01B$$

$$PR_RENT(SYA) = 0.047241546045 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_RENT01C$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B sebesar 0,056. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah Indorent I Tahun 2004 sebesar 0,047.

- g. Persamaan estimasi Sukuk Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 & Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004

$$PR_SONA(KONV) = 0.06546050398 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_SONA01A$$

$$PR_SONA(SYA) = 0.03231272552 + 0.06333340349 * BIDASKSPD_SONA01B$$

Persamaan tersebut di atas dapat dipahami bahwa setiap kenaikan 1 poin *bid-ask spread* berimplikasi pada naiknya premi risiko Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 sebesar 0,065. Adapun, pengaruhnya untuk Sukuk Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 sebesar 0,032.

Dari model di atas dapat disimpulkan beberapa hal antara lain:

1. Teknik Model Efek Tetap menunjukkan adanya hubungan positif antara perubahan *bid-ask spread* dengan perubahan premi risiko, hal ini berlaku untuk masing-masing obligasi konvensional dan ijarahnya.
2. Dari keseluruhan objek obligasi yang diteliti, obligasi yang mempunyai rata-rata perubahan premi risiko terbesar adalah Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004.
3. Adapun dari keseluruhan objek obligasi yang diteliti, obligasi yang mempunyai rata-rata perubahan premi risiko terkecil adalah Obligasi Indosat IV Tahun 2005.
4. Sementara itu, jika secara khusus jenis obligasi syariah saja yang dinilai, maka obligasi syariah ijarah yang mempunyai rata-rata perubahan premi risiko terbesar adalah Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004.
5. Terakhir, obligasi syariah ijarah yang mempunyai rata-rata perubahan premi risiko terkecil adalah Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005.

Tabel 4-1
Estimation Output

Dependent Variable: PREMIRSK?				
Method: Pooled Least Squares				
Date: 07/20/08 Time: 11:23				
Sample: 1/02/2006 12/31/2007				
Included observations: 521				
Cross-sections included: 14				
Total pool (balanced) observations: 7294				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.043709	0.000226	193.6038	0.0000
BIDASKSPD?	0.063333	0.004483	14.12895	0.0000
Fixed Effects (Cross)				
_APEX01A--C	-0.008712			
_APEX01B--C	-0.015879			
_CSMR01A--C	0.029383			
_CSMR01B--C	0.021011			
_HITS01B—C	0.023408			
_HITS01C—C	-0.000553			
_ISAT04A—C	-0.038566			
_ISAT04B—C	-0.027831			
_MPPA02A--C	-0.006274			
_MPPA02B--C	-0.001754			
_RENT01B--C	0.011880			
_RENT01C--C	0.003533			
_SONA01A--C	0.021751			
_SONA01B--C	-0.011396			
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.676823	Mean dependent var	0.045979	
Adjusted R-squared	0.676201	S.D. dependent var	0.023802	
S.E. of regression	0.013544	Akaike info criterion	-5.763701	
Sum squared resid	1.335247	Schwarz criterion	-5.749522	
Log likelihood	21035.22	F-statistic	1088.875	
Durbin-Watson stat	0.014579	Prob(F-statistic)	0.000000	

Sebagaimana tampak pada out put di atas, terlihat bahwa variabel bebas (*bid-ask spread*) telah signifikan secara statistik. Mengingat teknik Model Efek

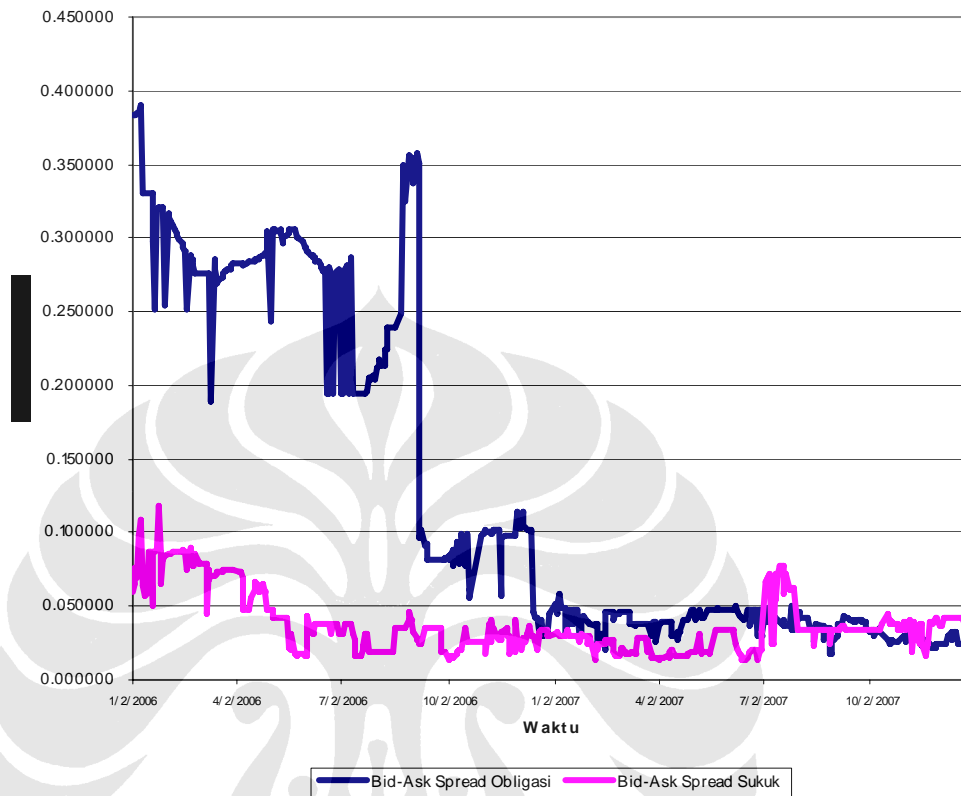
Tetap tidak membutuhkan asumsi terbebasnya model dari serial korelasi, maka uji tentng otokorelasi dapat diabaikan. Pun halnya, mengingat data juga merupakan data cross-section, maka pada saat variabel independen telah signifikan secara statistik, dapat diambil kesimpulan bahwa model telah terbebas dari korelasi.

Untuk tingkat korelasi, terlihat bahwa nilai *R-square* relatif cukup besar (67,68%). Ini berarti keberadaan variabel independen memang signifikan mempengaruhi variabel dependen. Selanjutnya, kita dapat menginterpretasikan slope dengan setiap perubahan satu poin *bid-ask spread* akan meningkatkan premi risiko obligasi sebesar 0.063 poin.

Adapun terkait dengan pertanyaan kedua, ihwal *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, peneliti akan menilainya melalui perbandingan nilai *bid-ask spread* konvensional dan syariah.

Menurut asumsi yang lazim diterima saat ini, dikatakan bahwa obligasi yang memiliki *bid-ask spread* yang relatif rendah, dapat dikategorikan sebagai obligasi yang likuid, pun demikian sebaliknya. Obligasi yang likuid tentunya akan dikompensasi dengan premi risiko yang rendah pula.

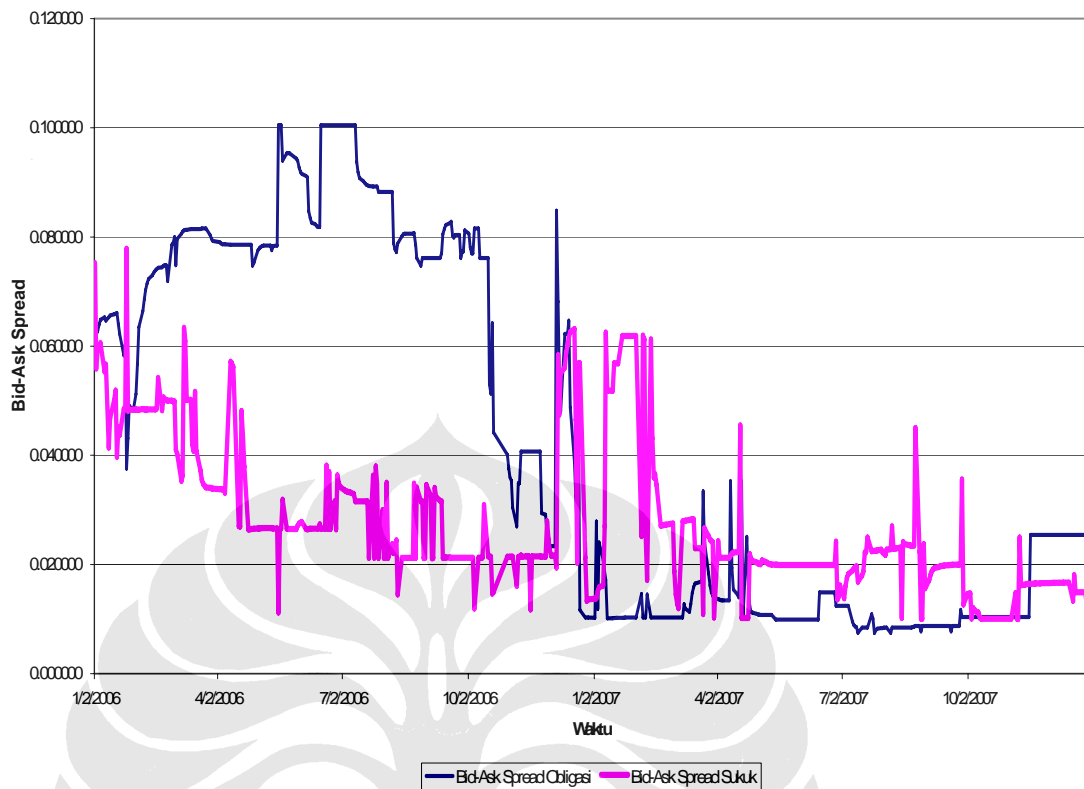
Jika memang dalam tataran prakteknya Obligasi syariah Ijarah memiliki premi risiko yang relatif lebih rendah dibandingkan obligasi konvensional, maka dapat dikatakan bahwa obligasi syariah Ijarah tersebut memiliki *bid-ask spread* yang relatif lebih rendah, singkatnya obligasi syariah ijarah relatif lebih likuid dibanding obligasi konvensional. Benar tidaknya asumsi ini, dibuktikan dengan membandingkan selisih nilai *bid-ask spread* obligasi syariah ijarah dan konvensional. Ilustrasi mudahnya dapat dilihat dari tampilan gambar berikut ini:



Gambar 4.15 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 & Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

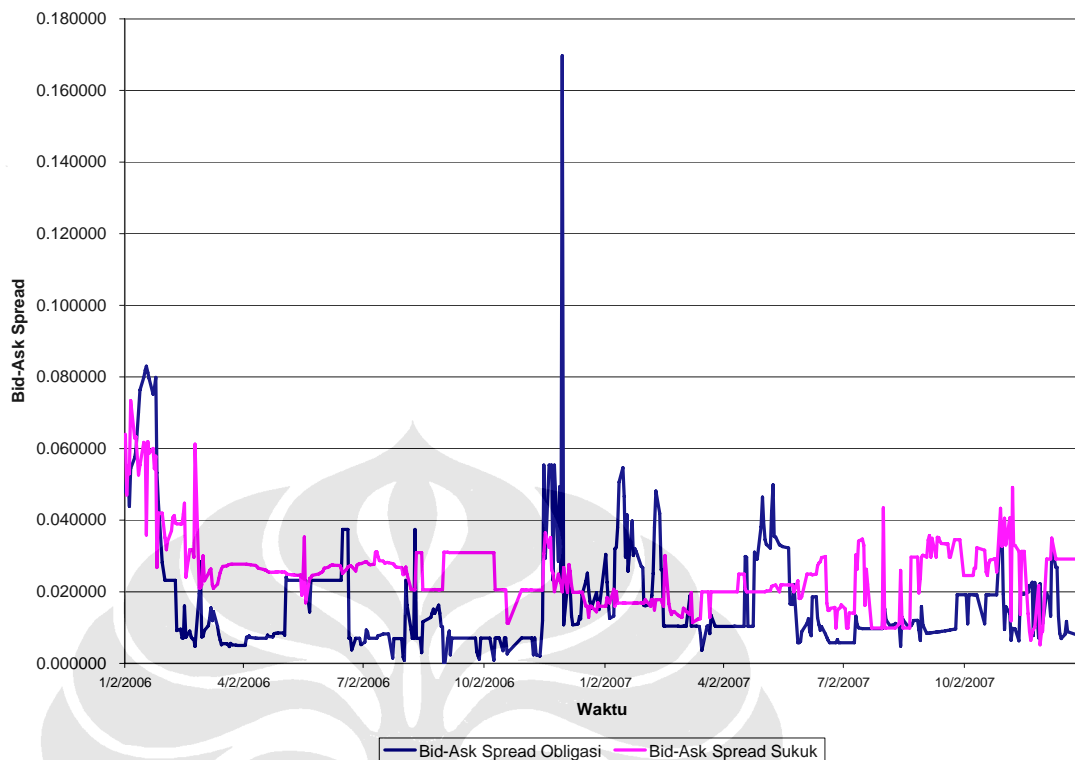
Dari Gambar 4.15 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 relatif lebih rendah dibandingkan dengan Obligasi Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005



Gambar 4.16 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 & Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

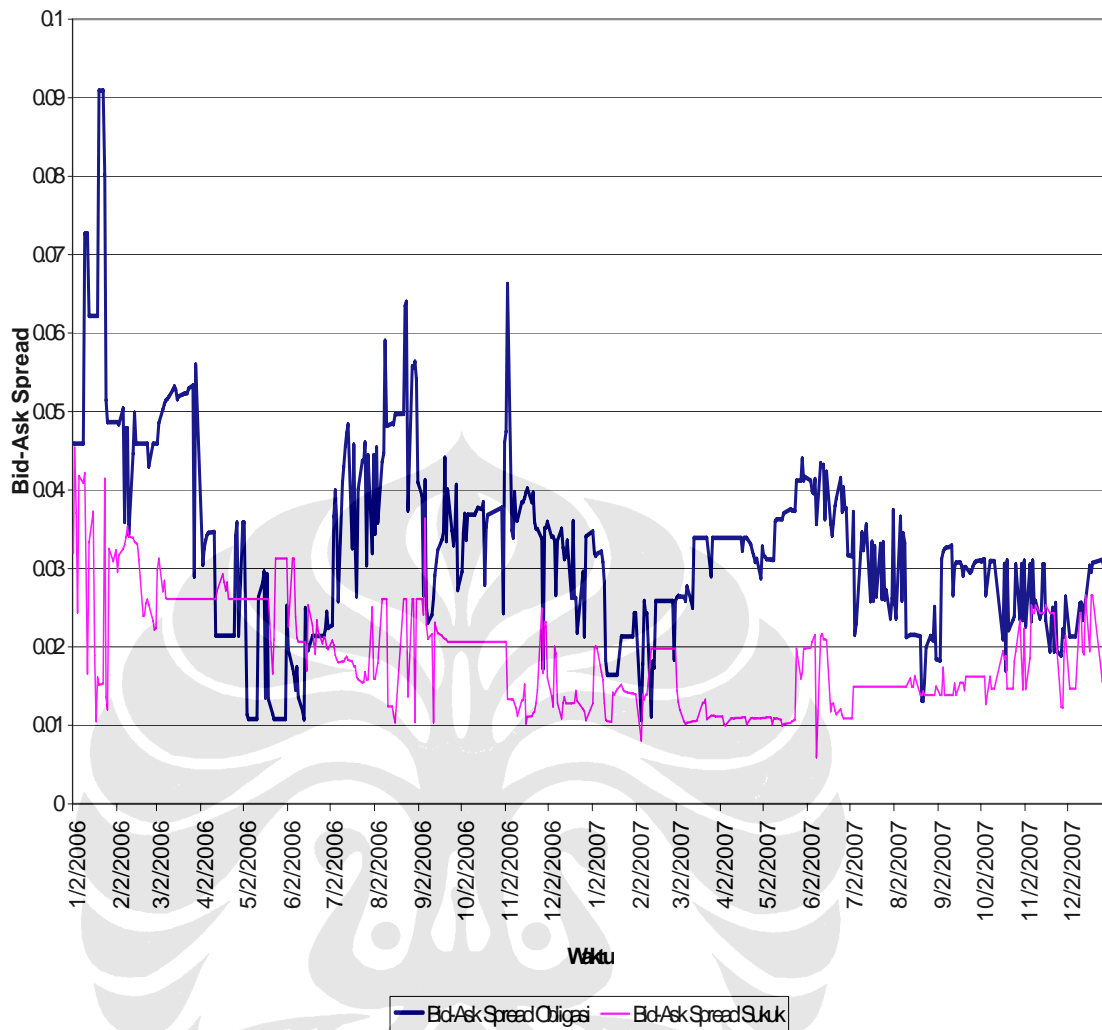
Dari Gambar 4.16 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 sangat *dispute* ketika dibandingkan dengan Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004, namun secara data keseluruhan Obligasi Syariah Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 relatif lebih rendah dibandingkan dengan Obligasi Citra Sari Makmur I Tahun 2004. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005



Gambar 4.17 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah I HITS Tahun 2004 & Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

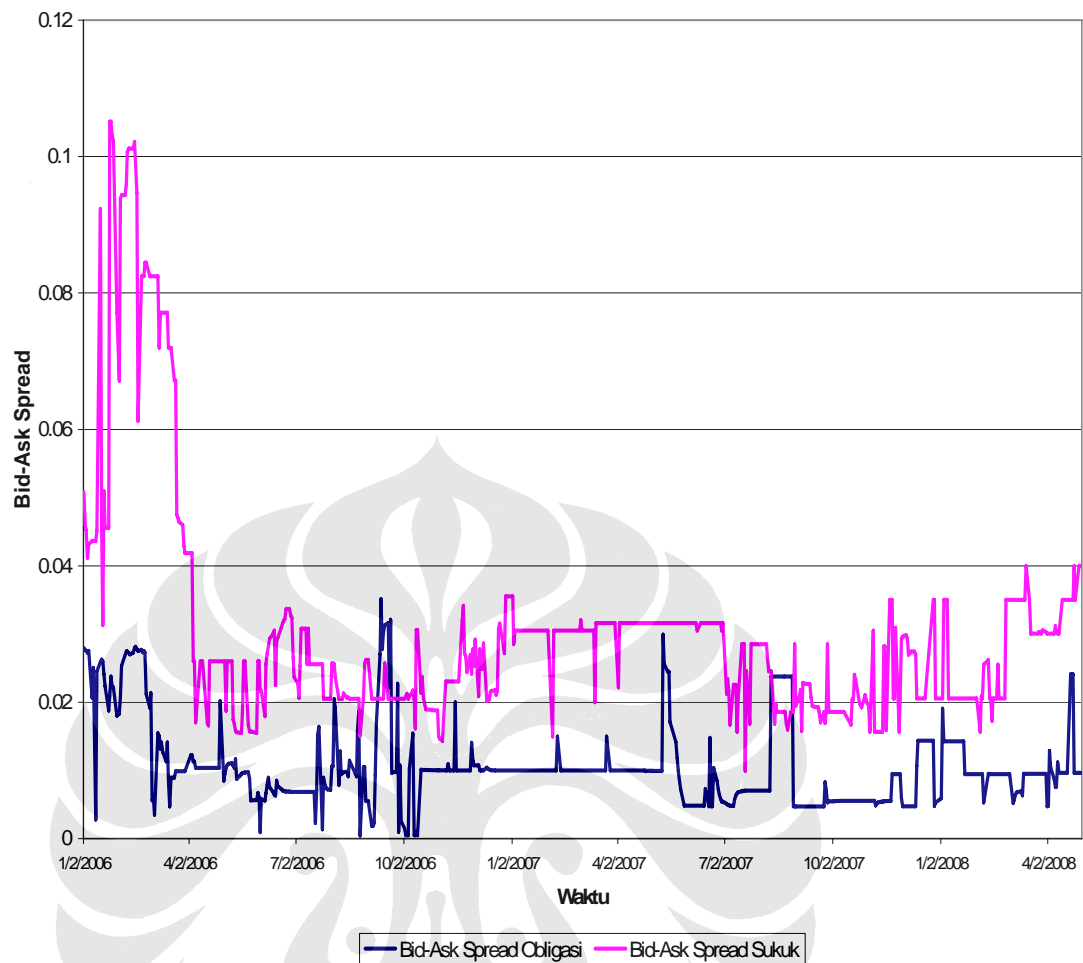
Dari Gambar 4.17 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah I HITS Tahun 2004 & relatif lebih rendah dibandingkan dengan Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah I HITS Tahun 2004 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi I HITS Tahun 2004 Seri B



Gambar 4.18 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004 & Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

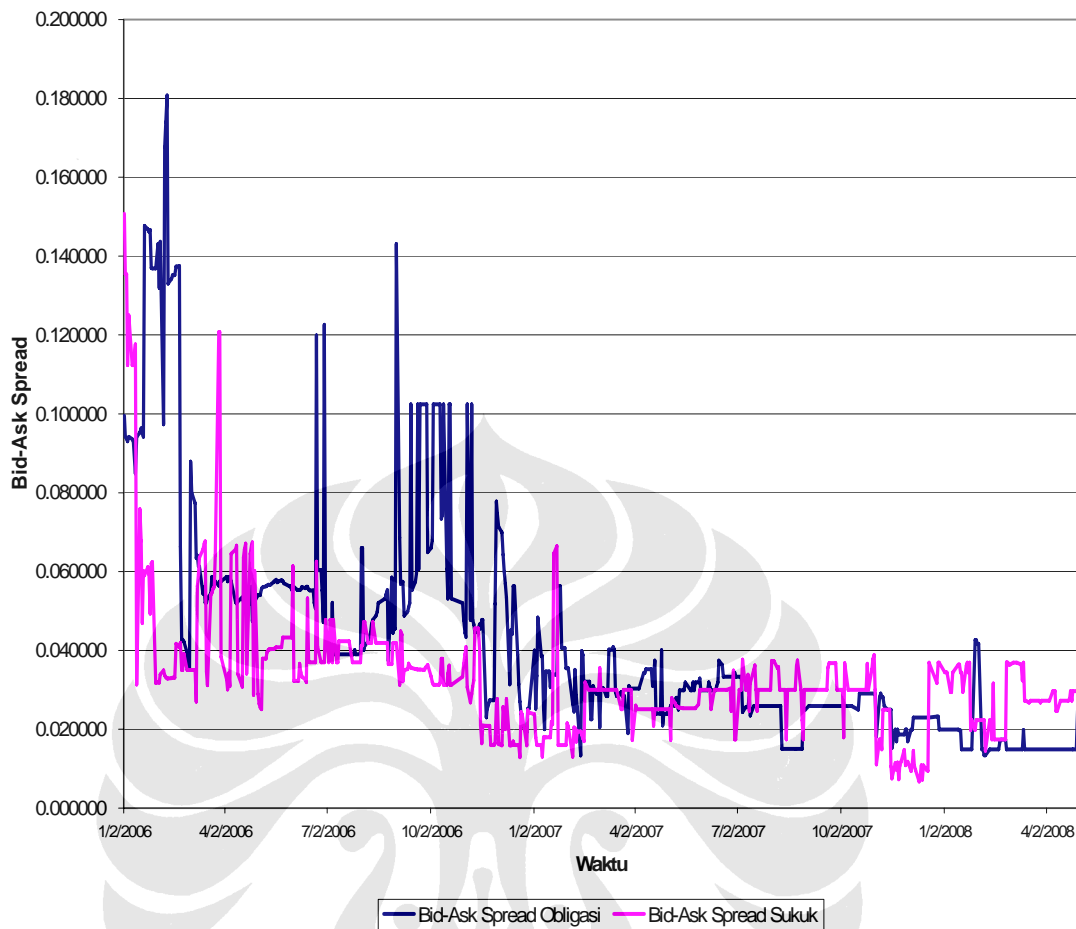
Dari Gambar 4.18 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah I Matahari Putra Prima Th 2004 relatif lebih rendah dibandingkan dengan Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah I Matahari Putra Prima Th 2004 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi II Matahari Putra Prima Tahun 2004.



Gambar 4.19 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah Indosat Tahun 2005 & Obligasi Indosat IV Tahun 2005 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

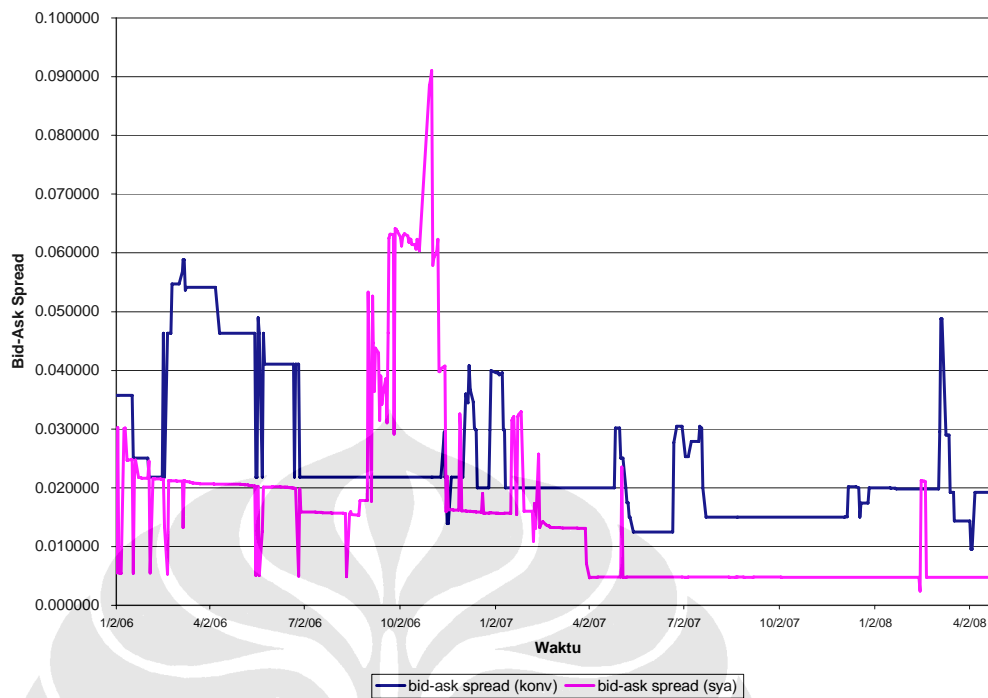
Dari Gambar 4.19 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005 relatif lebih tinggi dibandingkan dengan Obligasi Indosat IV Tahun 2005. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005 relatif tidak lebih likuid dibanding dengan Obligasi Indosat IV Tahun 2005



Gambar 4.20 Perbandingan *Bid-ask spread* Sukuk Ijarah Indorent I Tahun 2004 & Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

Dari Gambar 4.20 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah Indorent I Tahun 2004 relatif lebih rendah dibandingkan dengan Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah Indorent I Tahun 2004 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi Indorent I Tahun 2004 Seri B



Gambar 4.21 Perbandingan *bid-ask spread* Sukuk Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 & Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004 Periode 2 Januari s/d 28 Desember 2007

Sumber: KSEI, data *bid-ask* dan *closing price* telah diolah kembali

Dari Gambar 4.21 diatas, tampak bahwa titik-titik pembentuk *bid-ask spread* Obligasi Syariah Ijarah Sona Topas Tourism Industry Th 2004 relatif lebih rendah dibandingkan dengan obligasi Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004. ini artinya, Obligasi Syariah Ijarah Sona Topas Tourism Industry Th 2004 relatif lebih likuid dibanding dengan Obligasi Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004.

Dari uraian diatas dapat dipahami bahwa *bid-ask spread* secara statistik signifikan mempengaruhi volatilitas premi risiko, karenanya dapat dijadikan sebagai *proxi* likuiditas selanjutnya. Hal menarik lain yang patut dicatat disini adalah kendatipun pasar obligasi syariah ijarah di Indonesia masih belum ramai, namun sebagai instrumen investasi, obligasi syariah ijarah cukup menjanjikan untuk tampil sebagai primadona, mengingat dari kenyataan ujian *redemption*,

produk-produk investasi syariah, dalam hal ini obligasi syariah dapat dinilai cukup kuat bertahan.

Secara keseluruhan tampak bahwa investor obligasi konvensional, terlebih lagi 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. Terbukti, bahwa dengan strategi *buy and hold* ini, investor sukuk syariah tetap diuntungkan dengan relatif tingginya harga sukuk di pasar sekunder.

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).

Singkatnya, penelitian ini telah mengemukakan suatu fakta bahwa pertama, tingkat volume dan frekuensi *trading* sukuk tidak lagi mumpuni untuk digunakan sebagai *proxi* likuiditas dalam metode menilai harga sukuk. Dalam hal ini, harga sukuk tidak lagi direpresentasikan oleh tingkat volume dan frekuensi *trading* sukuk. Kondisi ini, dipicu oleh kondisi dan karakteristik dari instrumen investasi sukuk itu sendiri. Kendatipun, ditinjau dari tingkat volume dan frekuensi *trading* sukuk tidak lebih likuid dibanding obligasi konvensional, namun ternyata harga sukuk lebih tinggi dibanding dengan obligasi konvensional. Terbukti dari nilai premi risikonya yang relatif lebih tinggi.

Kenyataan ini tentunya turut memperkuat hipotesis bahwa instrumen investasi syariah terbukti relatif lebih menguntungkan dibanding dengan

instrumen konvensional. Menjadi hal yang membanggakan ketika produk syariah memiliki kemampuan dan kesempatan untuk bisa lebih diperhitungkan dalam industri keuangan nasional bahkan internasional sekalipun. Tidak salah jika pemerintah Indonesia dalam waktu dekat ini akan *me-launching* sukuk perdananya. Selanjutnya, diharapkan dapat menjadi indikasi yang positif untuk kebangkitan perekonomian syariah di Indonesia. Semakin banyak masyarakat yang melekat akan industri investasi syariah, maka semakin nyata perkembangan investasi syariah selanjutnya, dan semakin tinggi pula kontribusi sistem syariah terhadap perekonomian dan kesejahteraan umat.

Hampir bisa dipastikan, seiring dengan akan diterbitkannya sukuk pemerintah Indonesia pada tahun ini, pasar obligasi syariah di Indonesia dapat menjadi alternatif investasi syariah yang cukup diperhitungkan, terlebih mengingat pasar investasi di Malaysia sudah hampir mencapai titik kejenuhan. Di titik inilah, pada pengembalian kebijakan dan praktisi pasar yang *concern* terhadap kemajuan industri keuangan syariah harus mampu berperan lebih banyak lagi. Menyadari akan masih ilikuidnya pasar obligasi syariah, tidak hanya di Indonesia namun di negara lainnya, hendaknya menjadi pemicu untuk lebih kreatif lagi dalam menghilangkan hambatan-hambatan dalam mencapai efisiensi pasar.

Dari kenyataan yang dapat disaksikan langsung dalam aktivitas pasar sekunder di Indonesia, terdapat beberapa hal yang diindikasikan menjadi hambatan dalam pengembangan industri investasi Islami. Diantaranya adalah faktor regulasi sendiri yang masih lambat merespon kebutuhan pasar secara proaktif, masih lemahnya *market driven factor*, masih terbatasnya pilihan instrumen investasi syariah yang telah ada, masih kurangnya informasi tentang risk profile dari masing-masing produk investasi syariah (*risk profile of shari'a compliant instrument*) (lih. Zaidi, 2007).

Terkait dengan persoalan masih lemahnya *market driven factor*, hal ini tampak jelas dari belum terpadunya praktisi syariah dalam menentukan dasar acuan tingkat bagi hasil (sebagaimana Libor atau Euribor). Padahal keberadaan dasar acuan (*benchmark*) tingkat bagi hasil ini sangat diperlukan guna menilai kinerja dan keuntungan aset yang dimiliki.

Selain itu, yang termasuk dalam persoalan masih lemahnya *market driven faktor* adalah masih lemahnya likuiditas pasar, masih berlangsungnya *inefficiency* dalam tataran praktek, dan relatif masih sedikitnya pelaku pasar yang *concern* dengan industri keuangan syariah, jika dibandingkan dengan pelaku pasar konvensional yang memang tengah jauh lama mapannya.

