

BAB I PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Obligasi sebagai salah satu instrumen pasar modal adalah surat hutang yang dikeluarkan oleh Emiten kepada Pemegang Obligasi dengan kewajiban membayar bunga pada periode tertentu, dan melunasi pokok pada saat jatuh tempo kepada Pemegang Obligasi. Akan tetapi, berbeda halnya dengan sukuk yang merupakan suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang sukuk yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada Pemegang sukuk berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana sukuk pada saat jatuh tempo (Himpunan Fatwa DSN, 2002).

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

Adapun, yang dimaksud dengan Sukuk Ijarah adalah investasi yang landasan transaksinya adalah akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang dan 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-muntahiya 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 Syariah dengan akad jenis pertama ini dipandang lebih tepat. Diantara alasannya adalah selain konsep ini telah

teruji dan tidak asing lagi bagi investor, mudah dimengerti, serta proses penerbitannya relatif lebih cepat (Achsiem, hal. 4, 2004).

Sukuk bermanfaat sebagai instrumen keuangan/investasi jangka panjang dalam waktu tertentu untuk melaksanakan kegiatan komersial. Ini biasa terjadi karena sukuk bukanlah surat utang, tetapi investasi di Pasar Modal Syariah. Secara natural sukuk mempunyai proses *balancing/hedging* sendiri antara *cost* dan *income* dalam penerbitannya karena *return*-nya didasarkan pada konsep bagi hasil, bagi kontribusi dan bagi risiko (Yasni, 2003).

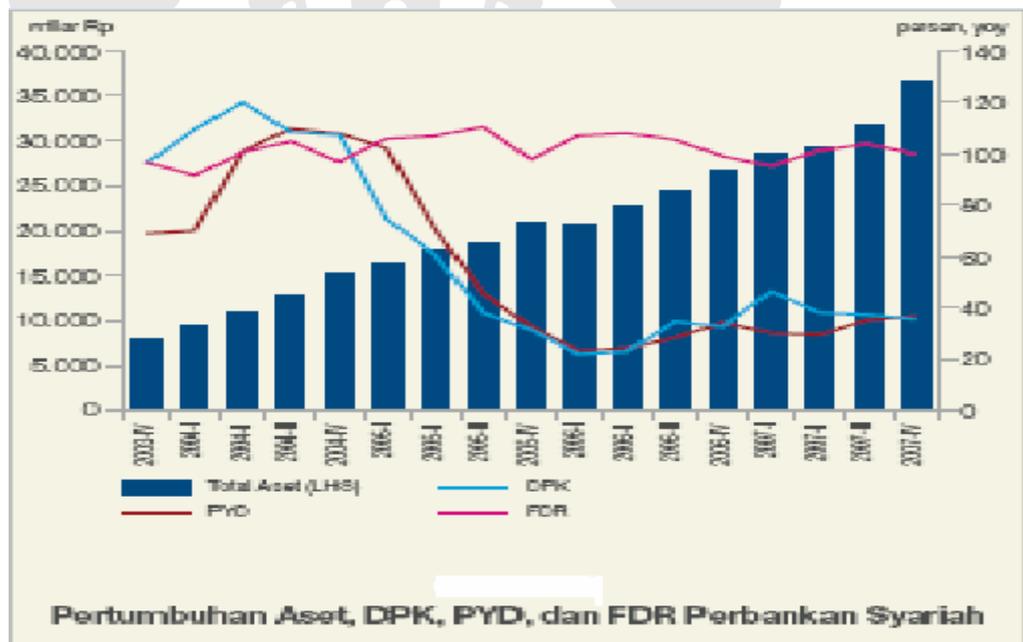
Kendati demikian, mengingat investor sukuk tidak hanya berasal dari Institusi-institusi Syariah saja, tetapi juga investor konvensional, selama dipertimbangkan bisa memberi keuntungan kompetitif, sesuai profil risikonya. Bagi Emiten sendiri, menerbitkan sukuk berarti juga memanfaatkan peluang-peluang tertentu. Emiten dapat memperoleh sumber pendanaan yang lebih luas, baik dari Investor Syariah maupun Konvensional. Disinilah investasi sukuk dihadapkan "*second best choice*". Ini artinya, secara langsung ataupun tidak langsung terdapat pembandingan atas pilihan yang ada, yakni antara *return* yang diharapkan dari investasi sukuk dengan *return* yang diharapkan dari investasi alternatif lainnya. Karena, investor *base* sukuk secara potensial sangat luas, maka sukuk berdasarkan akad Ijarah sekalipun akan menghadapi persoalan ini.

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. Berikut ini gambaran ringkas dari perkembangan industri keuangan syariah.

Perkembangan perbankan syariah hingga tahun 2007 cukup menggembirakan yang ditunjukkan oleh beberapa indikator kinerja utama. Peningkatan kinerja tersebut tidak terlepas dari perluasan jaringan pelayanan perbankan syariah sehingga memudahkan dalam penghimpunan dana maupun pembiayaan. Sepanjang tahun 2007 jaringan kantor perbankan syariah mengalami peningkatan yang cukup signifikan. Hal itu ditandai dengan berdirinya 9 Bank Perkreditan Rakyat Syariah (BPRS), pembentukan 6 Unit

Usaha Syariah (UUS), dan penambahan jaringan kantor cabang (termasuk kantor kas, kantor cabang pembantu dan unit pelayanan syariah) sebanyak 66 kantor. Selain itu, kebijakan pembukaan layanan syariah (officechanneling) juga memberikan dukungan yang berarti dalam mendorong berkembangnya volume usaha industri perbankan syariah. Hal itu ditunjukkan oleh jumlah layanan syariah yang meningkat hampir tiga kali lipat dari 456 kantor menjadi 1.195 kantor pada akhir tahun 2007. Penyebaran jaringan kantor bank syariah juga telah menjangkau masyarakat di lebih dari 70 kabupaten/kota di 31 provinsi. Perkembangan jaringan kantor mengindikasikan tingginya kebutuhan atau permintaan masyarakat terhadap jasa pelayanan keuangan berdasarkan prinsip-prinsip syariah (Bank Indonesia, 2007).

Sepanjang tahun 2007 saja, penghimpunan DPK tumbuh sebesar 35,5%, sedangkan pembiayaan yang disalurkan (PYD) tumbuh sebesar 36,7% (Gambar 1.1).



Gambar 1.1. Pertumbuhan Aset, DPK, PYD, dan FDR Perbankan Syariah
Sumber: Bank Indonesia tahun 2007

Akselerasi pertumbuhan PYD yang lebih tinggi dari pertumbuhan DPK tersebut mendorong peningkatan *financing to deposit ratio* (FDR) perbankan syariah dari 98,9% menjadi 99,8%. Pencapaian tersebut berhasil mendorong kenaikan volume usaha industri perbankan syariah sebesar Rp9,8 triliun atau tumbuh 36,7% dari tahun sebelumnya menjadi Rp36,5 triliun. Peningkatan tersebut memperbesar pangsa aset perbankan syariah terhadap perbankan nasional dari 1,6% pada akhir tahun 2006 menjadi 1,8% pada akhir tahun 2007 (Bank Indonesia, 2007).

Perusahaan asuransi hingga tahun 2007 mengalami peningkatan kinerja yang signifikan dan secara umum perusahaan asuransi juga semakin baik dan efisien. Sampai dengan September 2007, total aset industri asuransi meningkat signifikan dari Rp94,1 triliun menjadi Rp198 triliun atau naik 110,4% dibandingkan dengan posisi tahun 2003. Sementara itu, total aset perusahaan asuransi komersial (asuransi jiwa, kerugian dan reasuransi) meningkat 137,6% dari Rp50,1 triliun pada tahun 2003 menjadi Rp119,1 triliun (Bank Indonesia, 2007).

Sejalan dengan perkembangan lembaga keuangan syariah, jumlah perusahaan asuransi syariah juga mengalami peningkatan. Sampai dengan akhir tahun 2007 terdapat 3 perusahaan asuransi syariah, 32 cabang asuransi syariah dan 3 cabang reasuransi syariah. Sementara itu, total aset perusahaan asuransi syariah sampai dengan September 2007 mencapai Rp1,4 triliun atau meningkat 46,5% dari tahun sebelumnya sebesar Rp1,0 triliun. Pencapaian tersebut meningkatkan pangsa aset perusahaan asuransi syariah terhadap total aset industri asuransi menjadi 1,2% (Bank Indonesia, 2007).

Investasi perusahaan asuransi didominasi oleh portofolio obligasi pemerintah (SUN) dan deposito. Fenomena yang menarik dari perilaku investasi industri asuransi adalah meningkatnya minat perusahaan asuransi untuk berinvestasi dalam SUN. Dalam lima tahun terakhir, portofolio SUN meningkat sebesar Rp35,5 triliun dari Rp6,5 triliun pada akhir tahun 2002 menjadi Rp42,0 triliun pada Oktober 2007. Sementara simpanan deposito hanya meningkat sebesar Rp9,5 triliun dari Rp31,0 triliun menjadi Rp40,5 triliun. Hal tersebut menandakan terjadinya pergeseran dominasi portofolio

investasi dari deposito ke SUN yang tercermin dari rasio SUN terhadap deposito yang mencapai 103,8% (Gambar 1.2). Perubahan perilaku investasi perusahaan asuransi tersebut mendorong perkembangan pasar SUN dan secara tidak langsung membantu mengurangi eksese likuiditas perbankan (Bank Indonesia, 2007).



Gambar 1.2. Portofolio Investasi Perusahaan Syariah
Sumber: Bank Indonesia tahun 2007

Pasar reksadana kembali bergairah mengikuti pergerakan pasar saham dan obligasi. Nilai Aktiva Bersih (NAB) reksadana pada akhir tahun 2007 mencapai Rp92,2 triliun atau meningkat 76,4% dibandingkan dengan tahun 2006 yang tercatat sebesar Rp52,3 triliun (Gambar 1.3). Kenaikan NAB tersebut dipengaruhi oleh kenaikan harga underlying reksadana, terutama, saham dan peningkatan volume reksadana (net subscription) (Bank Indonesia, 2007).

Gambar 1.3



Gambar 1.3. Perkembangan NAB Reksadana

Sumber: Bank Indonesia tahun 2007

Selama tahun 2007 terdapat penerbitan 70 reksadana baru, sehingga jumlahnya meningkat dari 399 reksadana menjadi 469 reksadana (17,5%). Reksadana berpendapatan tetap mendominasi dengan porsi sebesar 35,3%, diikuti reksadana terproteksi sebesar 24,1%, reksadana campuran sebesar 21,8% dan reksadana saham sebesar 11,6%. Faktor lain yang mendukung peningkatan NAB adalah gencarnya edukasi kepada investor potensial dan semakin berimbangnnya persepsi risiko antara reksadana dan simpanan bank seiring dengan penurunan nilai penjaminan oleh Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) (Bank Indonesia, 2007).

Sepanjang tahun 2007, terdapat 4 reksadana syariah yang mendapatkan pernyataan efektif sehingga akumulasi reksadana syariah mencapai 25 reksadana atau 5,7% dari total reksadana. NAB reksadana syariah mencapai Rp2,1 triliun atau meningkat 206,5% dari tahun sebelumnya sebesar Rp0,7 triliun. Peningkatan tersebut menaikkan porsi NAB reksadana syariah dari 1,3% menjadi 2,4% pada akhir tahun 2007 (Bank Indonesia, 2007).

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.

Tidak mengherankan, jika dalam beberapa tahun terakhir ini permintaan akan sukuk semakin meningkat. Karena itu, menyikapi persoalan masih sejangnya ketersediaan instrumen investasi berbasis syariah dengan permintaan yang ada, mendorong berbagai pihak untuk terus berkreasi dalam hal pengadaan instrumen investasi syariah. Tidak terkecuali pemerintah selaku pengemban regulasi. Telah lama dan tingginya aspirasi dari para pelaku pasar keuangan syariah menuntut pemerintah agar segera mungkin melahirkan regulasi-regulasi yang berpihak atas kemajuan industri keuangan syariah. Akhirnya, untuk sektor sukuk syariah sendiri, saat yang paling dinanti telah tiba, yakni dengan disahkannya regulasi penerbitan sukuk pemerintah yaitu Undang-Undang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Sebagai tindak lanjut pengesahan UU SBSN, tahun ini pemerintah berencana menerbitkan sukuk negara yang nilainya mencapai Rp15 triliun.

Penerbitan segera sukuk pemerintah penting dilakukan. Hal tersebut untuk mendorong industri pasar modal syariah di Indonesia. Saat ini, instrumen investasi syariah seperti sukuk korporasi masih terbatas dan belum berkembang secara optimal. Untuk mendorong perkembangan pasar sukuk tersebut, sukuk pemerintah perlu segera diterbitkan. Sukuk pemerintah akan menjadi pemicu lahirnya berbagai sukuk korporasi. Hal itu karena sukuk pemerintah akan menjadi panduan (benchmark) bagi penerbitan sukuk-sukuk korporasi.

Walaupun volumenya tidak sebesar pasar sukuk pemerintah, aktivitas di pasar sukuk korporasi juga mengalami peningkatan yang signifikan. Sejalan dengan pasar modal dan SUN, peningkatan aktivitas perdagangan sukuk korporasi juga didorong oleh meningkatnya permintaan dari industri keuangan syariah. Sejak penerbitan pertamanya pada tahun 2002 hingga akhir tahun 2007 telah terdapat 21 penerbitan obligasi syariah dengan nilai emisi Rp3,2 triliun atau 2,5% dari total emisi obligasi, 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 tingkat premi risiko—yang direfleksikan dengan *yield to maturity* (YTM)—sukuk yang terbentukpun harusnya lebih tinggi dibanding dengan obligasi konvensional. Hal ini mengingat likuiditas senantiasa berbanding terbalik dengan nilai premi risikonya. Menariknya, ketika 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.

1.2 Rumusan Masalah dan Pertanyaan Penelitian

Sebagaimana telah diungkapkan di atas, 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*. Ini artinya, nilai *yield to*

maturity obligasi konvensional berbeda dengan sukuknya. Seperti terlihat pada Tabel 1.1 dibawah ini.

Tabel I. *Yield to Maturity* Obligasi Konvensional dan Sukuk Ijarah

No	Name	Coupon	Price	YTM	TTM	Duration	Yield Curve	Spread
1	Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	12.25	102.75	11.00	2.57	2.14	8.84	2.17
	Apexindo Pratama Duta I Syariah Ijarah Tahun 2005	12.25	103.70	10.58	2.57	2.15	8.84	1.74
2	Berlina I Tahun 2004 Seri B	13.75	102.75	12.33	2.26	1.86	8.70	3.63
	Berlina I Syariah Ijarah Tahun 2004	13.75	102.80	12.31	2.26	1.86	8.70	3.60
3	Citra Sari Makmur I Tahun 2004	12.25	102.75	14.30	1.82	1.54	8.49	5.81
	Citra Sari Makmur I Syariah Ijarah Tahun 2004	12.25	103.70	11.77	1.82	1.56	8.49	3.28
4	Indorent I Tahun 2004 Seri B	13.25	99.91	13.32	1.16	1.05	7.96	5.36
	Indorent I Syariah Ijarah Tahun 2004	13.25	103.10	10.37	1.16	1.06	7.96	2.41
5	HITS I Tahun 2004 Seri B	14.00	102.10	12.91	2.26	1.86	8.70	4.21
	HITS I Syariah Ijarah Tahun 2004	14.00	105.65	11.14	2.26	1.87	8.70	2.43
6	Matahari Putra Prima II Tahun 2004	13.80	105.05	10.44	2.57	1.46	8.84	1.60
	Matahari Putra Prima Syariah Ijarah I Tahun 2004	13.80	105.10	10.41	2.57	1.46	8.84	1.57
7	Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	14.75	100.00	14.74	1.79	1.50	8.43	6.32
	Sona Topas Tourism Industry Syariah Ijarah Tahun 2004	14.75	103.88	12.30	1.79	1.52	8.43	3.87

Sumber: data BES telah diolah kembali

Terlepas, penyebab perbedaan premi risiko antara keduanya tersebut karena karakteristik obligasi ataupun pasar (investor) yang memang memiliki motif murni karena pertimbangan bisnis, yang pasti, kejadian ini menarik untuk ditelaah lebih mendalam lagi. Selanjutnya, adalah wajar bila muncul hipotesis yang mengatakan bahwa premi risiko terhadap *Yield Curve* suatu sukuk ijarah yang ditawarkan kepada masyarakat pun bergantung kepada mekanisme pasar, sama halnya dengan produk obligasi konvensional.

Diketahui, komponen dari *yield to maturity* terdiri dari *risk free rate* dan premi risiko. Dalam hal ini, yang menjadi benchmark *risk free rate* untuk masing-masing sukuk ijarah dan obligasi konvensional adalah sama. Sementara itu, nilai premi risiko dipengaruhi oleh (1) jenis penerbit, (2) kredibilitas penerbit, (3) jatuh tempo, (4) ketentuan-ketentuan yang membatasi atau membebaskan penerbit maupun investor untuk bertindak, (5) pajak atas pendapatan bunga, dan (6)

likuiditas. Dalam kasus perbandingan antara sukuk ijarah dan obligasi konvensional, poin satu (1) sampai dengan lima (5) adalah sama untuk keduanya. Pada poin enam (6) itulah yang berbeda, dimana likuiditas untuk masing-masing sukuk Ijarah dan obligasi konvensional berbeda satu sama lain.

Wajar jika muncul hipotesis bahwa likuiditas itulah yang menjadi faktor determinan premi risiko. Hipotesis ini bersandar pada hasil kesimpulan dari penelitiannya Lo, Mamaysky dan Wang (2004), yakni adanya 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*.

Singkatnya, 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*. Pada akhirnya, realisasi kompensasi tersebut tampak pada besaran nilai *yield to maturity*. Semakin likuid suatu obligasi, semakin rendah nilai *yield to maturity*. Sebaliknya, semakin ilikuid suatu obligasi, semakin tinggi nilai *yield to maturity*-nya (Longstaff, Mithal dan Neis, 2004).

Untuk kasus pasar obligasi di Indonesia saat ini, sebagaimana yang ditampilkan oleh Tabel 1 di atas, dengan nilai *yield to maturity* sukuk yang lebih rendah dibandingkan dengan obligasi konvensional, seharusnya sukuk lebih likuid dibanding obligasi konvensional. Yang menarik, kenyataannya, *trading* untuk sukuk justru tidak lebih likuid dibanding obligasi konvensional. Berdasarkan indikator jumlah besaran nilai penerbitan yang tercatat di OTC, tampak bahwa *trading* untuk obligasi konvensional lebih likuid jika dibandingkan dengan sukuk seperti yang terlihat pada Tabel 1.2 dibawah ini.

Tabel II. Indikator Likuiditas Obligasi Konvensional dan Sukuk Ijarah

No	Name	Liquidity Level		
		Total Emisi Size (Bio)	Transaksi	
			Volume (bulanan) Size (Bio)	Frekwensi (bulanan) (x)
1	Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	510	65.49	14.74
	Apexindo Pratama Duta I Syariah Ijarah Tahun 2005	240	11.05	5.96
2	Berlina I Tahun 2004 Seri B	32	14.97	7.22
	Berlina I Syariah Ijarah Tahun 2004	85	3.43	3.38
3	Citra Sari Makmur I Tahun 2004	85	20.41	10.94
	Citra Sari Makmur I Syariah Ijarah Tahun 2004	100	2.45	1.29
4	Indorent I Tahun 2004 Seri B	100	16.34	5.20
	Indorent I Syariah Ijarah Tahun 2004	100	3.30	2.73
5	HITS I Tahun 2004 Seri B	81	14.97	6.67
	HITS I Syariah Ijarah Tahun 2004	92	4.41	3.14
6	Matahari Putra Prima II Tahun 2004	300	98.07	21.78
	Matahari Putra Prima Syariah Ijarah I Tahun 2004	150	3.84	3.44
7	Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	100	4.74	1.45
	Sona Topas Tourism Industry Syariah Ijarah Tahun 2004	52	1.59	0.87

Sumber: data BES telah diolah kembali

Praktis hal ini bertentangan dengan konsepsi teoritis selama ini tentang relasi likuiditas dan pembentukan *yield to maturity*. Menjadi satu keniscayaan bahwa ketiadaan pengetahuan tentang faktor-faktor determinan yang mempengaruhi premi risiko bagi kedua jenis obligasi konvensional dan sukuknya, investor berpotensi menghadapi risiko kerugian yang tidak dikehendaki sebelumnya, seperti terjadinya *misprices* atas aset sukuk yang dimiliki. 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.

Seperti diketahui sebelumnya bahwa komponen dari *yield to maturity* terdiri dari *risk free rate* dan premi risiko. Nilai *risk free rate* adalah sama untuk masing-masing sukuk ijarah dan obligasi konvensional. Sementara itu nilai premi risiko dipengaruhi oleh (1) jenis penerbit, (2) Kredibilitas penerbit, (3) Jatuh Tempo, (4) ketentuan-ketentuan yang membatasi atau membebaskan penerbit maupun investor untuk bertindak, (5) pajak atas pendapatan bunga, dan (6) likuiditas. Point satu (1) hingga lima (5) adalah sama untuk masing-masing sukuk ijarah dan obligasi konvensional.

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 frekuensi *trading* sebagai *proxies* likuiditas menghasilkan tingkat likuiditas yang rendah.

Berdasarkan uraian di atas, rumusan masalah dalam penelitian adalah indikator volume dan frekuensi trading tidak lagi valid untuk dijadikan sebagai *proxies* likuiditas dalam menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya. Dengan demikian, memerlukan adanya pendekatan alternatif lain, dalam hal ini *bid-ask spread* sebagai *proxies* likuiditas yang dapat memberikan akurasi dalam menghitung premi risiko sehingga investor dapat menurunkan potensi risiko kerugian yang tidak dikehendaki sebelumnya, seperti terjadinya *misprices* atas aset sukuk yang dimiliki.

Berdasarkan rumusan diatas, dalam tesis ini disusun pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Apakah *bid-ask spread* dapat digunakan sebagai alternatif lain dari *proxies* likuiditas menggantikan volume dan frekuensi trading, sehingga dapat menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya yang sesuai dengan teori likuiditas.
2. Apakah *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.

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan gambaran yang lebih luas tentang aspek-aspek yang terkait dalam kegiatan investasi pada instrumen obligasi konvensional dan Sukuk dalam upaya untuk dapat mengoptimalkan *return* dan meminimalisir risiko dalam investasi ini, terutama garis besar pendekatan yang dilakukan untuk menentukan *proxies* likuiditas dan mengukur pengaruh likuiditas terhadap premi risiko obligasi konvensional dan syariah. Sehingga diharapkan

menjadi masukan yang berarti bagi para investor agar mereka dapat mengenal lebih selektif dan cermat dalam melakukan investasi dalam instrumen ini. Terutama menyangkut persoalan:

1. Untuk 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 membuktikan *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.

1.4 Batasan Masalah

Batasan Masalah dalam penelitian tesis ini adalah sebagai berikut:

1. Obligasi yang dijadikan sampel penelitian ini adalah 7 Sukuk Ijarah yang tercatat telah melakukan transaksi perdagangan (*trading*) melalui *Over The Counter Fixed Income Service* (OTC-FIS) dalam Bursa Efek Surabaya (BES) selama Januari 2006 hingga Desember 2007.
2. Sukuk tersebut telah dirating, tidak dalam keadaan *default* serta memiliki karakteristik yang sama, seperti dalam hal besarnya *coupon* yang ditawarkan serta panjangnya *time to maturity*.

1.5 Kerangka Pemikiran

Penelitian tentang variabel penentu volatilitas premi risiko telah dilakukan sebelumnya oleh Goyenko (2005). Dalam penelitiannya tersebut, Goyenko menguji ada tidaknya hubungan antara faktor likuiditas terhadap pembentukan *pricing* obligasinya. Memang, penelitian Goyenko ini tidak hanya terbatas pada obyek obligasi semata, namun turut pula melibatkan obyek saham. Secara umum, Goyenko hendak melihat *pricing* atas obyek mana yang lebih signifikan dipengaruhi oleh likuiditas masing-masing *trading*-nya. Secara singkat, penelitiannya mengungkapkan bahwa *pricing* antara keduanya sama-sama

signifikan dipengaruhi oleh faktor likuiditas. Adapun penelitian lainnya, seperti yang dilakukan oleh Amihud (2002) mengungkapkan bahwa likuiditas mempengaruhi pembentukan harga aset, mengingat setiap investor akan menuntut kompensasi atas beban biaya transaksi.

Lebih lanjut, Fabozzi (hal. 590, 2000) menyatakan bahwa obligasi diperdagangkan pada tingkat likuiditas yang berbeda, termasuk juga sukuk. Semakin besar likuiditas diharapkan, semakin rendah hasil yang diminta investor. Sementara itu, harga obligasi akan berfluktuasi sepanjang usianya seiring dengan perubahan hasil pada pasar. Sisa usia obligasi inilah yang disebut dengan jangka waktu jatuh tempo atau maturitas. Tingkat perubahan harga obligasi tergantung dari jangka waktu jatuh temponya. Semakin lama jangka waktu jatuh tempo, semakin besar perubahan tingkat harga disebabkan perubahan hasil.

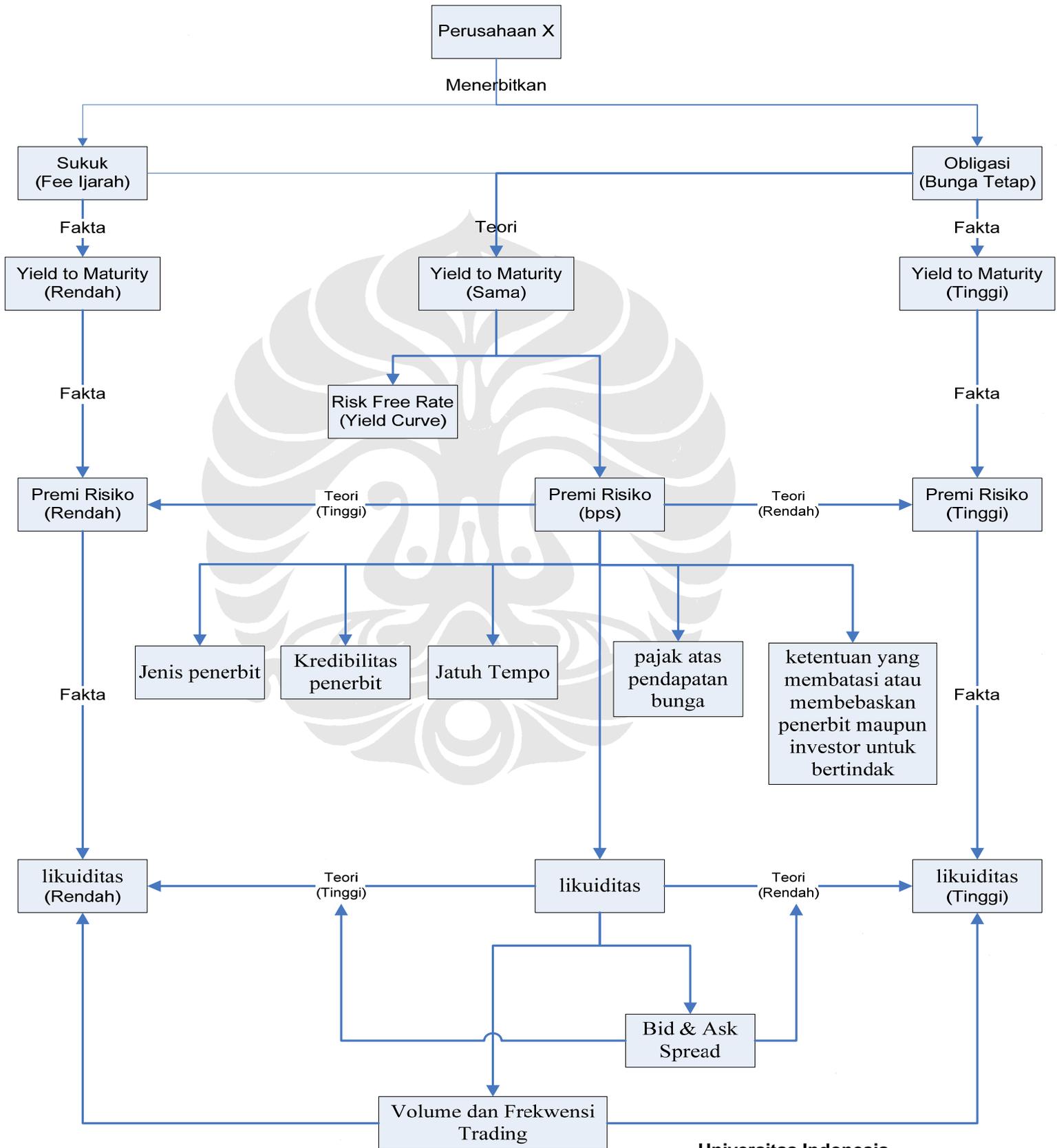
Karenanya, ketika penelitian ini hendak membandingkan prospek return dari obligasi konvensional dan sukuknya, maka keterkaitan likuiditas dan pembentukan *pricing* obligasi dan sukuk inilah yang dijadikan sebagai parameter utamanya. Wajar kiranya jika investor menuntut suatu premi likuiditas atas sekuritas-sekuritas yang tidak likuid (*illiquid securities*). Sederhananya, selama masa investasi berlangsung, 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* (spread premi risiko) yang lebih tinggi. Tak heran, jika teori yang terbentuk mengatakan bahwa likuiditas harus dibayar/dikompensasi dengan *yield spreads*. Artinya, *liquidity cost* tidak dapat dipisahkan dari *frequency of trading*.

Pertanyaan lazim selanjutnya adalah bagaimana risiko sistematis dari aspek likuiditas dinilai dan bagaimana likuiditas harus dihargai. Dalam satu penelitiannya, 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*”. Singkatnya, risiko likuiditas merupakan ketidakpastian seberapa besar atau kecil *gap* yang akan tercipta pada suatu waktu tertentu.

Yang dimaksud dengan gap di sini adalah gap yang terbentuk antara harga aset yang ditransaksikan (*the transactable price*) dan nilai dasarnya (*fundamental value*) yang selanjutnya disebut sebagai *the half-spread*. Dalam tataran praktis, istilah *the half-spread* ini lebih dikenal dengan istilah *the bid-ask 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). Pada akhirnya, setelah *the bid-ask spread* masing-masing obligasi dan sukuknya telah diketahui, maka dapat dengan mudah dilakukan perbandingan prospektus *risk and return*, melalui besaran premi risiko yang diberikan. Diharapkan melalui analisis premi risiko ini dapat dijadikan dasar verifikasi dalam menilai seberapa jauh sukuk memiliki nilai kompetitif dibanding dengan obligasi konvensional.

Berdasarkan kerangka pemikiran di atas, maka disusunlah kerangka pemikiran dalam sebuah skema relasi antar variabel. Kerangka Pemikiran (*theoretical framework*) dapat dipahami sebagai kerangka konseptual yang mempertegas adanya hubungan beberapa faktor yang terkait dengan pokok permasalahan penelitian (Sekaran, hal. 91, 2000). Kerangka pemikiran ini selanjutnya berguna untuk merumuskan postulat serta hipotesis penelitian. Berdasarkan penelusuran literatur dari penelitian-penelitian terkait sebelumnya, dapat dirumuskan bahwa kerangka pemikiran dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Gambar 1.4
Kerangka Pemikiran



Universitas Indonesia

1.6 Hipotesis Penelitian

Sesuai dengan tujuan penelitian ini adalah untuk memberikan gambaran yang lebih luas tentang aspek-aspek yang terkait dalam kegiatan investasi pada instrumen obligasi konvensional dan Sukuk dalam upaya untuk dapat mengoptimalkan return dan meminimalisir risiko dalam investasi ini, terutama garis besar pendekatan yang dilakukan untuk menentukan proxies likuiditas dan mengukur pengaruh likuiditas terhadap premi risiko obligasi konvensional dan syariah. Sehingga diharapkan menjadi masukan yang berarti bagi para investor agar mereka dapat mengenal lebih selektif dan cermat dalam melakukan investasi dalam instrumen ini. maka hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis :

H₀: *Bid-ask spread* sebagai *proxies* likuiditas alternatif tidak dapat memberikan hasil yang akurat dalam menentukan besaran premi risiko obligasi konvensional dan sukuk ijarahnya yang sesuai dengan teori likuiditas.

H₁: *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.

1.7 Metode Penelitian

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).

Sebagaimana dalam hipotesa penelitian, maka bagian metodologi dalam bagian ini merupakan uraian tentang metodologi analisis tesis ini. Secara singkat, untuk menjawab pertanyaan dan membuktikan hipotesis yang dibangun dalam penelitian ini, maka metode yang akan digunakan adalah pemodelan data panel.

1.8 Sistematika Penulisan

BAB I: Pendahuluan

Berisikan tentang latar belakang masalah penelitian yang dilakukan, rumusan masalah dan pertanyaan penelitian, tujuan penelitian, batasan masalah, kerangka pemikiran, hipotesis penelitian, metode penelitian dan sistematika penulisan.

BAB II: Tinjauan Literatur

Pada bab ini akan dibahas 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 penelitian ini adalah untuk memberikan gambaran yang lebih luas tentang aspek-aspek yang terkait dalam kegiatan investasi pada instrumen obligasi konvensional dan Sukuk dalam upaya untuk dapat mengoptimalkan return dan meminimalisir risiko dalam investasi ini, terutama garis besar pendekatan yang dilakukan untuk menentukan proxies likuiditas dan mengukur pengaruh likuiditas terhadap premi risiko obligasi konvensional dan syariah. Disamping itu, dengan merujuk kepada penelitian sebelumnya, sebagai hipotesis awal, akan diungkap beberapa variabel yang turut mempengaruhi likuiditas dan pengukuran likuiditas dari obligasi.

BAB III: Metodologi Penelitian dan Data

Berisikan tentang deskripsi data yang digunakan, yakni masing-masing kedelapan Sukuk Ijarah dan Obligasi Konvensional dengan bunga tetap. Pada bab ini pun diuraikan tentang metodologi penelitian dan teknis pemilihan data dan *flowchart* metodologi penelitian.

BAB IV: Analisis dan Pembahasan Penyelesaian Masalah

Berisikan tentang hasil-hasil yang diperoleh dari penelitian ini beserta pembahasannya.

BAB V: Kesimpulan dan Saran

Berisikan tentang kesimpulan dari penelitian yang dilakukan dan beberapa saran sebagai alternatif pemecahan masalah.

