

# BAB I

## PENDAHULUAN

### 1.1. Latar Belakang Masalah Penelitian

Konsep keuangan syariah Islam dewasa ini telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa, dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah dan diterbitkannya instrumen keuangan syariah. Selain itu, juga telah dibentuk lembaga keuangan internasional untuk memutuskan infrastruktur sistem keuangan Islam dan standar instrumen keuangan Islam, serta didirikannya lembaga rating Islam. Beberapa prinsip pokok dalam transaksi keuangan sesuai syariah antara lain berupa penekanan pada perjanjian yang adil, anjuran atas sistem bagi hasil dan *profit sharing*, serta larangan terhadap *riba*, *gharar*, dan *maysir*.

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah obligasi syariah/sukuk. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Dasar munculnya sukuk adalah karena ketidaksesuaian obligasi konvensional yang didefinisikan sebagai surat hutang dan memberikan kupon bunga dari pokok obligasi yang dilarang dalam syariah Islam.

Pada saat ini, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Di beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan Jerman. Penerbitan sukuk negara biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, misalnya pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik,

pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu, sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*, yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek, seperti *Islamic Treasury Bills* yang dapat digunakan untuk instrumen yang digunakan untuk memenuhi kebutuhan di pasar uang.

Perkembangan sukuk di pasar keuangan internasional cukup pesat. Pada tahun 2007, nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global telah meningkat lebih dari dua kali dibandingkan tahun 2006, dan mencapai US\$ 62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$ 27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006, sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 123%. Berdasarkan proyeksi Standard & Poor's (2008), seperti yang dikutip oleh Sudarsono (2012:316) dalam lima tahun ke depan, pasar sukuk dapat menembus level US\$ 100 miliar, tergantung pada kondisi stabilitas pasar kredit. Sementara itu, Moody's (2008) memperkirakan bahwa pasar sukuk akan meningkat sebesar 35% per tahun. Menurut Sudarsono (2012:317), pada tahun 2010 pasar sukuk global diperkirakan dapat menembus hingga US\$ 200 miliar, terutama didukung oleh negara-negara di luar negara Organisasi Konferensi Islam (OKI), seperti Inggris, Jepang dan Thailand.

Di Indonesia, penerbitan sukuk sudah dilakukan pada tahun 2002 yang dipelopori oleh PT Indosat Tbk. Sukuk yang diterbitkan menggunakan prinsip mudharabah dengan nilai Rp. 175 miliar. Pada tahun 2003, diterbitkan 5 sukuk dengan tipe sukuk mudharabah, 3 diantaranya adalah diterbitkan oleh bank. Bank tersebut adalah Bank Syariah Mandiri (BSM) sebesar Rp. 200 milyar, Bank Muamalat Indonesia sebesar Rp. 200 milyar, dan Unit Usaha Syariah Bank Bukopin sebesar Rp. 45 milyar. Mulai tahun 2004 dikenalkan sukuk dengan tipe sukuk ijarah, dari 7 sukuk yang diterbitkan 6 diantaranya bertipe sukuk ijarah yang dipelopori oleh PT Matahari Putra senilai 150 miliar.

Pada tahun 2005 terdapat 3 emiten yang menerbitkan obligasi. Apexindo Pratama sebesar Rp. 240 miliar, Indosat sebesar Rp. 285 miliar, dan Ricky Putra

Globalindo sebesar Rp. 125 miliar. Keadaan ini terus berlanjut sampai dengan juli 2005, terdapat 16 emiten yang menawarkan sukuk dengan total emisi sebesar 2 triliun rupiah. Terhadap kinerja tahun sebelumnya, sukuk tumbuh 23% dan nilai emisinya tumbuh 143%. Tahun 2008, Bursa Efek Indonesia (BEI) mencatat penerbitan sukuk 6 perusahaan senilai Rp. 1,534 triliun, terdiri atas sukuk ijarah PT. Aneka Gas Industri Rp. 160 miliar, sukuk ijarah PT. Indosat Tbk (ISAT) Rp. 570 miliar, sukuk ijarah PT Metrodata Electronics Tbk (MTDL) Rp. 90 miliar, sukuk ijarah PT Summarecon Tbk (SMRA) Rp. 200 miliar, dan sukuk mudharabah PT Mayora Indah Tbk (MYOR) Rp. 200 miliar.

Dengan munculnya obligasi syariah maka diharapkan dapat memberikan alternatif kepada investor yang menginginkan kepastian dari kehalalan usahanya dalam berinvestasi. Tetapi untuk dapat berkembang dengan baik maka obligasi syariah tidak hanya bersandar pada nilai-nilai religius, karena pada dasarnya investor tetap menginginkan keuntungan dalam usahanya, jadi diharapkan obligasi syariah memiliki kinerja yang baik untuk dapat tumbuh dan menjadi salah satu cara investasi yang menguntungkan. Dengan demikian, untuk menarik investor juga harus diperhatikan nilai obligasi dengan memperlihatkan return yang dihasilkan cukup menarik dengan tingkat risiko yang kecil tanpa mengabaikan prinsip keadilan untuk semuanya. Dengan melihat kinerja berdasarkan tingkat keuntungan yang dihasilkan dan tingkat risiko yang dihadapi maka diharapkan investor akan memutuskan membeli obligasi yang ditawarkan.

Dalam hal metode perhitungan *return*, sukuk mempunyai prinsip-prinsip yang berbeda dengan obligasi konvensional. Obligasi konvensional hanya mengenal satu sistem *return* berupa bunga, sedangkan sukuk mengenal berbagai sistem *return* lain. Hal ini tergantung pada jenis akad transaksi yang digunakan dalam penerbitan sukuk. Diantaranya adalah akad ijarah (sewa), mudharabah (bagi hasil), dan murabahah (jual beli).

Sedangkan dalam hal risiko, oleh karena sukuk lebih bersifat investasi (daripada hutang), ditunjang oleh asset emiten yang jelas disebutkan dan hanya

digunakan pada aktivitas-aktivitas tertentu yang disepakati di awal. Sehingga seharusnya risiko sukuk lebih rendah dari obligasi konvensional, hal lainnya adalah karena adanya mekanisme *risk sharing* yang jelas. Sedangkan berdasarkan berita harian Republika pada tanggal 24 September 2005 disebutkan bahwa: pengaruh kenaikan sertifikat bank Indonesia (SBI) yang menyebabkan harga obligasi rontok beberapa bulan yang lalu ternyata tidak terlalu mempengaruhi kinerja obligasi syariah.

Menurut Sudarsono (2012:251), sukuk lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional, hal ini disebabkan oleh:

1. Kemungkinan perolehan dari bagi hasil pendapatan lebih tinggi daripada obligasi konvensional.
2. Obligasi syariah aman karena digunakan untuk mendanai proyek-proyek prospektif.
3. Bila terjadi kerugian (diluar kontrol) investor tetap memperoleh haknya.
4. Terobosan paradigma, bukan lagi surat utang tetapi surat investasi.

Selain itu berita harian Republika pada tanggal 11 Februari 2005 dengan judul “Bagi hasil obligasi mudharabah lebih baik dari konvensional” juga menyebutkan bahwa tingkat bagi hasil obligasi syariah mudharabah rata-rata lebih baik dari konvensional. *Yield* rata-ratanya pun cukup tinggi hingga membuat investor enggan untuk melepasnya dipasar sekunder. Hanya saja jumlah obligasi masih terbatas, disamping sebagian besar investor masih kurang memahami obligasi syariah. Selain itu juga terdapat pembatasan terhadap emiten yang dapat menerbitkan sukuk, yaitu emiten dengan aktivitas bisnis yang tidak bertentangan dengan ketentuan syariah dan memiliki fundamental usaha yang kuat.

Berdasarkan uraian diatas dapat disimpulkan bahwa sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi konvensional, serta diharapkan dapat menjadi instrumen investasi yang menarik dan dapat tumbuh dengan pesat. Oleh karena itu penulis tertarik untuk melakukan penelitian apakah obligasi syariah

mampu lebih kompetitif dibandingkan dengan obligasi konvensional dilihat dari kemampuannya memberikan imbal hasil, tingkat risiko, serta kinerjanya yang menjadi acuan investor dalam berinvestasi.

## **1.2. Perumusan Masalah Pokok Penelitian**

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka penulis merumuskan masalah pokok penelitiannya sebagai berikut: “Bagaimana analisis perbandingan kinerja obligasi antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional di BEI?”

## **1.3. Spesifikasi Masalah Penelitian**

Berdasarkan perumusan Masalah Pokok Penelitian diatas, maka masalah-masalah penelitian dapat dispesifikasi sebagai berikut:

1. Apakah terdapat perbedaan imbal hasil antara obligasi syariah mudharabah dengan obligasi konvensional?
2. Apakah terdapat perbedaan risiko antara obligasi syariah mudharabah dengan obligasi konvensional?
3. Bagaimanakah perbandingan kinerja obligasi syariah mudaharabah dengan obligasi konvensional?

## **1.4. Kerangka Teori**

### **1.4.1. Identifikasi Variabel-variabel Penelitian**

Dengan memperhatikan pengungkapan masalah pokok di atas, maka variabel penelitian ini terdiri atas tiga variabel yaitu imbal hasil, risiko, dan kinerja obligasi, baik syariah maupun konvensional.

#### 1.4.2. Uraian Konseptual Tentang Variabel

Investasi adalah kegiatan menempatkan uang atau dana dengan harapan untuk memperoleh tambahan atau keuntungan tertentu atas uang atau dana. Menurut Tandelilin (2001) yang dikutip oleh Huda dan Nasution (2007:7) investasi diartikan sebagai komitmen atas sejumlah dana atau sumber daya lainnya yang dilakukan pada saat ini, dengan tujuan memperoleh sejumlah keuntungan dimasa datang. Suatu keuntungan yang diperoleh dalam melakukan investasi disebut dengan *return*. Tingkat dari *return* selalu menjadi alat ukur pertumbuhan investasi yang dilakukan sehingga akan menjadi perhatian dari para investor.

Hal yang patut diperhitungkan setelah *return* adalah risiko yang terkandung didalamnya. Menurut Jogiyanto (2003:130) risiko seringkali dihubungkan dengan penyimpangan atau deviasi dari *outcome* yang diterima dengan yang diekspektasi. Sejalan dengan definisi diatas, menurut Brigham dan Gapenski (1999) seperti dikutip oleh Huda dan Nasution (2007:7) berpendapat bahwa risiko merupakan kemungkinan keuntungan yang diterima lebih kecil dari keuntungan yang diharapkan.

Setiap investasi selalu membandingkan besarnya risiko dengan pengembalian yang diharapkan. Investasi disebut juga sebagai *the trade off between risk and return*. Tingkat risiko dari suatu investasi akan meningkat seiring dengan peningkatan imbal hasil yang ditawarkan. Atau dengan kata lain investasi dengan tingkat risiko yang rendah akan menawarkan tingkat imbal hasil yang lebih rendah pula, sebaliknya dengan tingkat risiko yang lebih tinggi akan menawarkan imbal hasil yang lebih tinggi pula.

Risiko dan imbal hasil tiap jenis obligasi berbeda-beda tergantung karakteristiknya masing-masing. Besaran yang digunakan untuk mengukur *return* obligasi dalam penelitian ini yaitu imbal hasil yang diharapkan (*expected*) dengan menghitung YTM (*Yield to Maturity*) dari masing-masing obligasi.

Melalui imbal hasil yang diharapkan, dapat diketahui perkiraan besarnya imbal hasil yang bisa didapat jika obligasi yang bersangkutan tetap dimiliki sampai dengan jatuh tempo. Selain itu dari satu set imbal hasil masing-masing obligasi dapat dihasilkan standar deviasinya yang mencerminkan total risiko obligasi yang bersangkutan. Kemudian untuk melihat kinerja portofolio obligasi maka dipakai teknik analisis dengan indeks sharpe.

### 1.4.3. Hipotesis-hipotesis Penelitian

Berdasarkan uraian latar belakang masalah dan rumusan masalah diatas, maka hipotesis yang akan diuji pada penelitian ini adalah:

1.  $H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$  Tidak terdapat perbedaan imbal hasil antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.  
 $H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$  Terdapat perbedaan imbal hasil antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.
2.  $H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$  Tidak terdapat perbedaan risiko antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.  
 $H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$  Terdapat perbedaan risiko antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.
3.  $H_0 : \mu_1 - \mu_2 = 0$  Tidak terdapat perbedaan kinerja antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.  
 $H_a : \mu_1 - \mu_2 \neq 0$  Terdapat perbedaan kinerja antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional suku bunga tetap.

## 1.5. Tujuan dan Kegunaan Penelitian

### 1.5.1. Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah yang telah ditentukan penelitian ini mempunyai tujuan yaitu:

1. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan imbal hasil antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional.
2. Untuk mengetahui apakah terdapat perbedaan risiko antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional.
3. Untuk membandingkan bagaimana kinerja/*performance* antara sukuk mudharabah dengan obligasi konvensional.

### **1.5.2. Kegunaan Penelitian**

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat sebagai berikut:

1. Bagi Peneliti  
Sebagai sarana untuk meningkatkan wawasan berfikir tentang investasi dalam bentuk obligasi, khususnya sukuk atau obligasi syariah serta sebagai salah satu syarat untuk menyelesaikan program studi strata satu di STIE Indonesia.
2. Bagi Masyarakat  
Dimaksudkan untuk memberikan wacana kepada masyarakat luas mengenai investasi dalam sukuk sehingga dapat meluruskan persepsi masyarakat terhadap sukuk dan animo masyarakat.
3. Bagi Pengembangan Disiplin Ilmu  
Sebagai sumbangsih penting dalam pengembangan disiplin ilmu terutama Ekonomi Islam khususnya tentang obligasi syariah, serta berguna sebagai bahan pertimbangan dan informasi bagi peneliti lain yang berkaitan dengan penelitian ini. Di sisi lain penelitian ini dapat menambah wawasan dan kepustakaan bagi pihak-pihak yang berkepentingan.
4. Bagi Praktek-praktek Profesional  
Dapat memberikan kontribusi bagi para pengambil keputusan mengenai gambaran dan informasi tentang investasi dalam obligasi, khususnya sukuk,

sehingga lebih yakin dalam menjalankan sukuk sebagai salah satu alternatif investasi yang halal.

### **1.6. Ruang Lingkup Penelitian**

Agar penelitian ini dapat berjalan lebih efektif dan efisien dalam mengumpulkan dan menganalisis data serta agar tidak menyimpang dari masalah pokok yang diteliti, maka penelitian akan ditekankan pada hal-hal sebagai berikut:

1. Masalah yang diangkat adalah dengan melihat perolehan imbal hasil dan risikonya yang didapat dari perhitungan YTM (*Yield to Maturity*).
2. Pengukuran kinerja dilakukan dengan menggunakan Metode Sharpe.
3. Jumlah obligasi yang akan dijadikan sampel adalah 4 obligasi terdiri dari 2 obligasi konvensional suku bunga tetap dan 2 obligasi syariah mudharabah yang tercatat di Bursa Efek Indonesia. Obligasi berasal dari 2 perusahaan yang masing-masing menerbitkan 2 jenis obligasi, yaitu obligasi konvensional dan syariah.
4. Penelitian dilakukan terhadap obligasi yang diterbitkan pada tahun 2007 dan jatuh tempo pada tahun 2013.