

**ANALISIS PERBANDINGAN OBLIGASI SYARIAH  
DENGAN OBLIGASI KONVENSIONAL  
DI INDONESIA  
PERIODE SEPTEMBER 2002 – SEPTEMBER 2005  
SKRIPSI**

**DIAJUKAN UNTUK MEMENUHI SEBAGIAN PERSYARATAN  
DALAM MEMPEROLEH GELAR SARJANA EKONOMI  
JURUSAN EKONOMI PEMBANGUNAN**



**DIAJUKAN OLEH :  
NURLIKA FITRIANI  
NIM : 040117145**

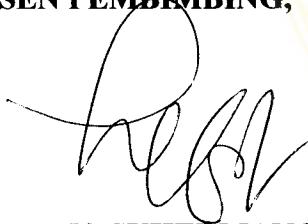
**KEPADA  
FAKULTAS EKONOMI UNIVERSITAS AIRLANGGA  
SURABAYA  
2006**

SKRIPSI

**ANALISIS PERBANDINGAN OBLIGASI SYARIAH DENGAN  
OBLIGASI KONVENSIONAL  
DI INDONESIA  
PERIODE SEPTEMBER 2002 – SEPTEMBER 2005**

**DIAJUKAN OLEH :  
NURLIKA FITRIANI  
NIM : 040117145**

**TELAH DISETUJUI DAN DITERIMA DENGAN BAIK OLEH  
DOSEN PEMBIMBING,**

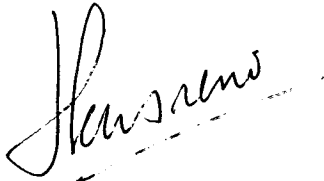


**Drs. Ec. H. SUHERMAN ROSYIDI, M.Com.**

**TANGGAL.....**

23 / - 06  
15

**KETUA PROGRAM STUDI,**



**Dra. Ec. Hj. SRI KUSRENI, M.Si.**

**TANGGAL.....**

06 - 06 - '06

## KATA PENGANTAR

Segala puji dan syukur bagi Allah SWT yang telah memberikan karunia dan petunjuk-Nya sehingga penulis mampu menyelesaikan skripsi yang berjudul **Analisis Perbandingan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional di Indonesia Periode September 2002 – September 2005**. Skripsi ini disusun sebagai persyaratan dalam memperoleh gelar Sarjana Ekonomi Jurusan Ekonomi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga Surabaya. Penelitian ini tidak akan terwujud tanpa adanya bantuan dari pihak lain, oleh karena itu penulis menyampaikan rasa terima kasih dan permohonan maaf kepada :

1. ALLAH SWT dan Rasulullah SAW atas ridho-Nya.
2. Kedua orang tua tercinta, Bapak Sugeng Supriadi dan Ibu Lies Kardianti, atas cinta yang tulus, doa yang tak pernah putus, dan pengorbanan yang luar biasa.
3. Drs. Ec. H. Karjadi Mintaroem, MS. selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
4. Dra. Ec. Hj. Sri Kusreni, M.Si selaku Ketua Jurusan Ilmu Ekonomi Studi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
5. Dra. Ec. Hj. Siti Umajah Masjkuri selaku Sekretaris Jurusan Ilmu Ekonomi Studi Pembangunan Fakultas Ekonomi Universitas Airlangga.
6. Drs. Ec. H. Suherman Rosyidi, M.Com selaku Dosen Pembimbing Skripsi atas waktu, energi, kesabaran, kepercayaan dan ilmu-ilmunya baik ilmu ekonomi dan ilmu tentang hidup.
7. Bp Hari Purnomo dan Ibu Agustina Dewi dari Bursa Efek Surabaya atas ilmu tentang obligasi, teknik analisis, dan data-data obligasi.
8. Seluruh Dosen Jurusan IESP FE Unair atas ilmu yang diberikan selama penulis kuliah (terutama untuk dosen pengajar konsentrasi Ekonomi Islam : Bp Yazid, Bp Ismail, Bp Momy, dan Ibu Rahma).
9. Seluruh staf FE Unair dan staf Jurusan IESP (mbak Nuning dan mas Dani).
10. Mas Anwar dari *Biomass Activindo Data Analysis and Market Research* atas pelajarannya tentang analisis diskriminan.
11. Keluarga besar Madiun (Eyang, Om, Tante, dan Sepupu) atas doa dan perhatiannya.
12. Keluarga besar Semarang (Eyang, Pakde, Om, Tante, dan Sepupu) atas doa dan perhatiannya.

13. Guru-guru di TK, SDN Menanggal III Surabaya, SMPN 12 Surabaya, dan SMUN 16 Surabaya atas ilmu dan pengaruhnya dalam hidup penulis.
14. Sahabat-sahabat tersayang : Farida Indah (terima kasih sudah menikah), Yunia, Mulia, dll atas kepercayaan, perhatian, pikiran, perjalanan, kebersamaan, dan kucing-kucingnya.
15. Teman-teman se-angkatan 2001 Jurusan IESP : Dyah, Mila, Tika, Refina, Nera, Rahma, Mukti, Tima, Ratih, Retno, Pipit, Dini, Meri, Casper, Enroe, Arie, Andri, Gagang, Yusuf, Tohari, Doni dll (termasuk anak-anak sekelas konsentrasi Ekonomi Islam).
16. Teman-teman angkatan 1998, 1999, 2000, 2002 (*Komaidi-u're the inspiration*, dll), 2003 dan anak-anak HIMAJUR.
17. Teman-teman SMUN 16 Surabaya (termasuk keluarga besar SKI dan INSAN), dan teman-teman di TK, SD, SMP.
18. Teman-teman di HMI Komisariat FE UNAIR, dan dalam aktifitas di kampus (termasuk KKN, Masyarakat Ekonomi Syariah, dll).
19. Lelaki yang saat ini membuatku merasa seperti pulang ke rumah (Rchan).
20. Orang-orang yang tidak bisa disebutkan satu per satu tetapi tidak terlupakan.

Penulis menyadari banyak kekurangan dalam skripsi ini, karena itu mohon saran dan kritiknya. Semoga skripsi ini dapat berguna bagi banyak pihak, terutama dalam pengembangan Ekonomi Islam. Amin.

Surabaya, Mei 2006

Penulis

## ABSTRAK

Obligasi sebagai salah satu instrumen investasi yang inovatif karena banyaknya variasi dan ragam produk. Begitu inovatif dan beragamnya jenis obligasi maka menjadi sulit untuk membuat generalisasi mengenai obligasi. Sebagai contoh, definisi obligasi sebagai surat hutang menjadi tidak berlaku kalau memasukkan obligasi syariah. Karena surat hutang menimbulkan kesan adanya bunga yang menurut syariah tidak halal sehingga tidak boleh diterbitkan. Hal ini menyebabkan obligasi syariah disebut sebagai surat berharga bukan surat hutang. Ini sebuah paradoks.

Obligasi syariah menjadi alternatif investasi bagi pihak-pihak yang mempertimbangkan manfaat ekonomi dan juga mempertimbangkan aspek kehalalan investasinya. Paradoks dalam obligasi syariah menimbulkan pertanyaan apakah obligasi syariah adalah instrumen investasi yang halal atau tidak? Dan apakah obligasi syariah identik atau berbeda dengan obligasi konvensional? Penelitian ini mencoba membandingkan kedua jenis obligasi tersebut berdasarkan nilai *yield to maturity*-nya. Tolok ukur ini dipilih karena mewakili struktur obligasi. Kedua jenis obligasi tersebut mewakili dua wilayah yang berbeda yaitu agama dan ilmu karena obligasi syariah merupakan implementasi ajaran Al-Quran mengenai larangan riba atau bunga. Sedangkan obligasi konvensional mewakili ilmu.

Penelitian ini membandingkan antara obligasi syariah dan obligasi konvensional bukan untuk menunjukkan menang-kalah di antara agama dan ilmu, tetapi menunjukkan adanya sinergi antara keduanya. Persoalan bahwa hidup itu pilihan, perdebatan antara agama dan ilmu pengetahuan atau disini ilmu ekonomi akan selalu menjadi pilihan bagi manusia. Pilihan yang akan membawa pada perubahan baik positif atau negatif. Islam sebagai *the way of life* menunjukkan sinergi antara agama dan ilmu pengetahuan, sehingga kita tidak terjebak pada situasi harus memilih. Sinergi ini terjadi dalam ekonomi syariah atau ekonomi Islam. Islam dengan kitab sucinya Al-Quran memberikan nilai moralitas pada ilmu ekonomi sehingga ilmu ekonomi benar-benar digunakan untuk meningkatkan kesejahteraan manusia tanpa menyengsarakan manusia yang lain dan membawa manusia pada keselamatan dunia-akhirat.

**Kata kunci** : perbandingan, obligasi syariah, obligasi konvensional, agama, ilmu, *yield to maturity*.

## DAFTAR ISI

	<b>Halaman</b>
Halaman Judul.....	i
Halaman Persetujuan.....	ii
Halaman Pernyataan.....	iii
Kata Pengantar.....	iv
Abstrak.....	vi
Daftar Isi.....	vii
Daftar Tabel.....	ix
Daftar Gambar.....	x
Daftar Grafik.....	xi
Daftar Lampiran.....	xii
<b>Bab I. Pendahuluan.....</b>	<b>1</b>
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.2 Rumusan Masalah.....	7
1.3 Tujuan Penelitian.....	7
1.4 Manfaat Penelitian.....	8
1.5 Sistematika Penulisan.....	8
<b>Bab II. Tinjauan Kepustakaan.....</b>	<b>10</b>
2.1 Landasan Teori.....	10
2.1.1 Pasar Obligasi.....	10

2.1.2	Obligasi Syariah.....	21
2.1.3	Pasar Obligasi Syariah.....	30
2.2	Penelitian Sebelumnya.....	32
2.3	Hipotesis dan Model Analisis.....	33
<b>Bab III.</b>	<b>Metode Penelitian.....</b>	<b>34</b>
3.1	Pendekatan Penelitian.....	34
3.2	Identifikasi Variabel.....	34
3.3	Definisi Operasional Variabel.....	34
3.4	Jenis dan Sumber Data.....	35
3.5	Prosedur Pengumpulan Data.....	36
3.6	Teknik Analisis.....	36
<b>Bab IV.</b>	<b>Pembahasan.....</b>	<b>41</b>
4.1	Gambaran Umum.....	41
4.1.1	Sejarah Obligasi Syariah.....	51
4.2	Analisis Model.....	53
4.3	Pembahasan.....	61
<b>Bab V.</b>	<b>Simpulan dan Saran.....</b>	<b>73</b>
5.1	Simpulan.....	73
5.2	Saran.....	74
	Daftar Pustaka.....	75
	Lampiran	

## DAFTAR TABEL

	<b>Halaman</b>
Tabel 1.1 Perbedaan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional.....	5
Tabel 2.1 Faktor yang Mempengaruhi Pergerakan Kurva Permintaan Pasar Obligasi.....	17
Tabel 2.2 Faktor yang Mempengaruhi Pergerakan Kurva Penawaran Pasar Obligasi.....	20
Tabel 4.1 Perbedaan Obligasi dengan Saham.....	44
Tabel 4.2 Perbedaan antara Bunga dan Bagi Hasil.....	48
Tabel 4.3 <i>Canonical Discriminant Function Coefficients</i> .....	58
Tabel 4.4 Interpretasi Analisis Diskriminan.....	60
Tabel 4.5 Obligasi Syariah s/d September 2005.....	62
Tabel 4.6 Perhitungan Bagi Hasil Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i> Indosat...	63
Tabel 4.7 Perhitungan Bagi Hasil Obligasi Syariah Periode 6 Februari 2003 – 6 Mei 2003 (Rp Juta).....	64
Tabel 4.8 Perbandingan Nilai Emisi, Jumlah dan dan YTM Dua Jenis Obligasi (Rp 000).....	67



## DAFTAR GAMBAR

	<b>Halaman</b>
Gambar 2.1 Hubungan antara Pasar Barang dan Pasar Uang.....	11
Gambar 2.2 Kurva <i>IS – LM</i> .....	12
Gambar 2.3 Skema Obligasi Syariah <i>Murabahah</i> .....	26
Gambar 2.4 Skema Obligasi Syariah <i>Mudharabah</i> .....	27
Gambar 2.5 Skema Obligasi Syariah <i>Ijarah</i> .....	28
Gambar 2.6 Obligasi Syariah Substitusi Obligasi Konvensional.....	31
Gambar 3.1 Kurva <i>Centroids Groups</i> .....	39
Gambar 4.1 Kurva <i>Centroids Groups</i> .....	59



## DAFTAR GRAFIK

### Halaman

Grafik 2.1 Pergerakan dalam Kurva Permintaan dan Kurva Penawaran Pasar Obligasi.....	15
Grafik 4.1 <i>Yield Curves</i> .....	49
Grafik 4.2 <i>Yield Curve</i> Obligasi Syariah Bulan September 2005.....	65
Grafik 4.3 Pertumbuhan Jumlah Dua Jenis Obligasi.....	66
Grafik 4.4 Nilai Emisi Kedua Jenis Obligasi (Rp 000).....	68
Grafik 4.5 <i>Yield to Maturity (YTM)</i> Kedua Jenis Obligasi.....	69



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 Data Obligasi Hasil Analisis Diskriminan
- Lampiran 2 Analisis Diskriminan
- Lampiran 3 Peringkat Rating Obligasi
- Lampiran 4 Fatwa – fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia
- Lampiran 5 Data Obligasi Bulan September 2005



## **BAB I**

### **PENDAHULUAN**

#### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Dunia investasi Indonesia berkembang pesat sejak terjadi krisis tahun 1998 karena semua instrumen ekonomi termasuk sektor pemerintah dan swasta bekerja keras untuk mengembalikan pertumbuhan ekonomi Indonesia seperti sebelum krisis 1998. Hal ini memunculkan berbagai strategi, salah satunya penerbitan obligasi untuk menambah dana bagi perusahaan atau Negara. Jika individual atau perusahaan memerlukan dana sementara tidak ada uang tunai maka biasanya mereka akan meminjam uang pada saudara, teman, atau lembaga keuangan seperti bank atau pegadaian. Dengan cara yang lebih modern, sebuah perusahaan atau pemerintah akan menerbitkan surat utang atau obligasi sebagai bukti peminjaman dana tersebut. Pada dasarnya obligasi merupakan surat utang berjangka yang memberikan pendapatan tetap pada pembelinya dalam bentuk bunga yang sudah ditentukan waktunya dan nilainya tidak terpengaruh oleh perubahan harga efek yang bersangkutan.

Ada beberapa alasan perusahaan memilih menerbitkan obligasi daripada instrumen investasi yang lain, yaitu :

1. Sejak krisis 1998, perbankan lebih selektif dalam mengucurkan kredit sehingga perusahaan tidak bisa meminjam dana dalam jumlah besar, maka pilihan bagi perusahaan adalah menerbitkan surat utang atau obligasi karena saat itu kondisi bursa saham juga tidak mendukung;

2. Proses penerbitan obligasi lebih mudah dan fleksibel dibandingkan melakukan prosedur pinjaman di bank;
3. Perusahaan mungkin menerbitkan surat utang karena belum memenuhi syarat untuk menerbitkan saham.

Ada beberapa keuntungan dari perusahaan bila menerbitkan obligasi (dengan mengesampingkan perbedaan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah), yaitu tidak adanya campur tangan pemilik dana terhadap perusahaan, tidak ada *controlling interest* oleh pemilik obligasi terhadap perusahaan seperti halnya perusahaan yang menerbitkan saham, dan dapat diperjualbelikan sehingga memiliki return yang cukup tinggi. Bagi investor obligasi bisa menghasilkan keuntungan yaitu kupon, pendapatan atas kenaikan nilai nominal obligasi, dan apabila perusahaan penerbit obligasi bangkrut maka investor obligasi mendapat prioritas sebelum investor saham untuk mendapatkan *returnnya*.

Dalam dunia perbankan saat ini, sedang berlangsung trend dimana pendapatan diperoleh berdasarkan bagi hasil, bukan berdasarkan bunga. Trend ini lebih dikenal sebagai *Islamic Finance* atau *Sharia Banking Business*. Trend ini bukan hanya trend sesaat, karena *Islamic Finance* atau *Sharia Banking Business* adalah sebuah sistem global yang berprinsip (Algaoud dan Lewis, 2001:48) :

- a. tidak ada transaksi keuangan berbasis bunga (riba);
- b. pengenalan pajak religius atau pemberian sedekah, zakat;
- c. pelarangan produksi barang dan jasa yang bertentangan dengan system nilai Islam (haram);

- d. penghindaran aktivitas ekonomi yang melibatkan *maysir* (judi) dan *gharar* (ketidakpastian);
- e. penyediaan *Takaful* (asuransi Islam).

Sistem yang mengacu pada Islam sebagai *the way of life* ini mempengaruhi semua instrumen investasi yang akan diterbitkan secara syariah, termasuk obligasi.

Instrumen pasar modal syariah di Indonesia telah ada sejak tahun 1997, tepatnya ketika PT Danareksa Investment Management meluncurkan Danareksa Syariah pada tanggal 3 Juli 1997. Selanjutnya BEJ meluncurkan *Jakarta Islamic Index* pada 3 Juli 2000 yang bertujuan untuk memandu investor yang ingin menanamkan modalnya secara syariah. Perkembangan selanjutnya, hadir obligasi syariah yang dipelopori oleh PT Indosat pada awal September 2002.

Perkembangan instrumen investasi obligasi menjadi obligasi konvensional dan obligasi syariah dilatarbelakangi oleh Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002, yang kemunculannya didesak oleh masyarakat perbankan syariah yang menginginkan lebih banyak instrumen investasi syariah. Lalu disusul dengan Fatwa No. 33 tentang obligasi syariah *mudharabah* dan Fatwa No. 41 tentang obligasi syariah *ijarah*. Hingga bulan September 2005 telah ada 16 Obligasi Syariah di Pasar Modal Syariah yang diterbitkan oleh 15 emiten. Semua instrumen investasi diatas tercatat pada Pasar Modal Syariah yang telah diluncurkan sejak tanggal 14 Maret 2003.

Berdasarkan penerbitnya, obligasi dibagi tiga yaitu :

- a. *Corporate bonds* : obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan, baik yang berbentuk badan usaha milik Negara (BUMN), atau badan usaha swasta.

b. *Government bonds* : obligasi yang diterbitkan pemerintah.

c. *Municipal bonds* : obligasi yang diterbitkan pemerintah daerah.

Pembagian ini berlaku secara umum baik obligasi konvensional atau obligasi syariah. Selama ini obligasi syariah hanya diterbitkan oleh *corporate*, hal ini sangat disayangkan mengingat kapitalisasi modal yang cukup besar akan terjadi apabila *Government* juga menerbitkan obligasi.

Investor obligasi syariah adalah lembaga-lembaga keuangan syariah yang mengalami kelebihan likuiditas dan pada saat yang sama kesulitan dalam menanamkan pada investasi yang sesuai syariah. Itu semua masih harus ditambah dengan adanya pelarian modal investor Timur Tengah dari AS sesudah tragedi 11 September 2001 akibat pengawasan dana yang ketat oleh pemerintah AS karena terkait dugaan dana untuk kegiatan terorisme. Pengawasan tersebut berupa pembatasan kepemilikan investor dari Timur Tengah pada korporasi AS hanya sebesar 10%. Diperkirakan dana syariah yang keluar dari AS sekitar US\$ 200 miliar (Modal, April 2003:22-23). Dulu, para investor Arab itu memilih Inggris dan Amerika untuk lahan mendulang untung. Setelah tragedi penghancuran World Trade Center, New York, November 2001, mereka berpaling ke negara berpenduduk mayoritas muslim. Aliran modal ini akhirnya akan menuju negara yang telah menyiapkan instrumen pasar modal syariah. Hal ini merupakan peluang yang sangat bagus untuk mengembangkan instrumen investasi yang bersifat syariah dan memiliki keuntungan ekonomis atau *return* yang prospektif.

Peneliti bank senior, Ahmad Buchori MAF, menyatakan ada tiga negara yang sudah menangkap peluang perginya dana miliuner Timur Tengah dari

perbankan Amerika Serikat pasca tragedi World Trade Center (WTC). Ketiga negara tersebut adalah Qatar, Sudan, dan Malaysia. Dalam tahun 2004, Qatar telah mampu meraup dana para pemilik modal dari Timur Tengah sebesar 700 juta dolar AS. Negara yang cukup kaya ini telah mengeluarkan *Islamic Government Bond (IGB)*, semacam surat obligasi yang menganut sistem syariah. Menurut Ahmad, penarikan dana besar-besaran oleh pemilik modal dari Timur Tengah belum direspons oleh pasar sekunder. Dalam pengamatannya, pasar sekunder belum jalan bahkan ada kecenderungan untuk menahan dana tersebut. "Saya dengar Qatar dan Malaysia memperoleh dana cukup besar bahkan melebihi target. Dalam waktu dekat Qatar akan mengeluarkan IGB lagi, karena belum semua pemilik modal telah menyimpan dananya," kata Ahmad Buchori. Sayang sekali, Indonesia belum dapat mengikuti langkah ketiga negara tersebut.

Terdapat beberapa perbedaan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah yang memungkinkan investor memiliki keleluasaan untuk memilih sesuai dengan kebutuhan, seperti yang ditunjukkan pada tabel di bawah :

**Tabel 1.1**

**Perbedaan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional**

<b>Keterangan</b>	<b>Obligasi Syariah</b>	<b>Obligasi Konvensional</b>
Harga Penawaran	100%	100%
Jatuh Tempo	± 5 tahun	± 5 tahun
Pokok Obligasi saat jatuh tempo	100%	100%
Pendapatan	Bagi hasil / nisbah	Bunga / kupon
Return	15,5 – 16% indikatif	15,5 – 16% tetap
Rating	AA+	AA+

Sumber : AAA Securities sebagaimana ditulis kembali dalam M.Luthfi Hamidi, *Jejak-jejak Ekonomi Syariah*, 2003:278.



Dari tabel di atas terlihat sepertinya tidak ada perbedaan antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional kecuali pada bagian pendapatan dan *return*nya. Hal ini disebabkan karena kedua jenis obligasi tersebut tidak berbeda secara fisik tetapi berbeda secara prinsip yaitu obligasi syariah menggunakan sistem bagi hasil dan obligasi konvensional dengan sistem bunga.

Obligasi syariah menjadi investasi alternatif bagi kalangan investor yang menginginkan investasinya halal dan tetap bernilai ekonomis atau memiliki *return* yang menguntungkan. Dengan adanya obligasi syariah, investasi bebas *riba* atau bunga akan tercapai dan *return*nya saat ini lebih tinggi daripada return deposito perbankan, rata-rata *return* obligasi syariah sekitar 12%-16% (Modal, Des2004:13).

*Market share* obligasi syariah sebesar tiga persen dari total pasar obligasi korporasi senilai Rp 53,65 triliun selama periode tahun 2002 – 2004 menunjukkan pertumbuhan obligasi syariah yang cukup signifikan karena obligasi syariah yang diterbitkan diserap oleh pasar. Pertumbuhan obligasi syariah sebesar tiga persen ini menjadi tanda tanya apakah obligasi syariah memiliki tingkat *return* yang menguntungkan secara ekonomi bagi investor atau hanya sekedar *trend* karena sekarang sedang *booming* pelaksanaan instrumen syariah.

Instrumen syariah yang dianggap tidak *profitable* dan tidak profesional atau hanya menjiplak produk konvensional saja, diharapkan tidak akan ada. Hal ini disebabkan munculnya instrumen investasi syariah yang semakin beragam, lebih *profitable*, dan lebih profesional sesuai dengan syariah, salah satunya obligasi syariah. Penelitian yang akan dibuat ini mencoba membuktikan bahwa

salah satu instrumen investasi syariah yaitu obligasi syariah merupakan instrumen yang sesuai syariah dan *profitable* bagi investor, caranya membandingkan dengan obligasi konvensional.

## 1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian pada latar belakang diatas maka permasalahan yang hendak diteliti dalam penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat perbedaan antara kinerja obligasi konvensional dan kinerja obligasi syariah berdasarkan nilai *yield to maturity* periode September 2002 – September 2005 ?
2. Obligasi jenis apa (konvensional ataukah syariah) yang lebih menguntungkan emiten ?
3. Obligasi mana yang sebaiknya dibeli oleh investor (*bond holder*) ?

## 1.3 Tujuan Penelitian

1. Untuk mengetahui bagaimana perbandingan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah pada periode September 2002 – September 2005.
2. Untuk mengetahui tingkat *profitabilitas* obligasi syariah dibandingkan dengan obligasi konvensional dilihat dari *yield masing-masing* obligasi selama periode September 2002 – September 2005.
3. Mengetahui prospek dan tantangan obligasi syariah di Indonesia.

#### **1.4 Manfaat Penelitian**

1. Memberikan gambaran tentang perkembangan obligasi syariah di Indonesia.
2. Sosialisasi obligasi syariah sebagai bagian dari instrumen pasar modal Indonesia.
3. Manfaat ilmiah, penelitian ini diharapkan dapat memberi sumbangan bagi ilmu ekonomi, khususnya dalam pengembangan ekonomi islam sebagai suatu ilmu.
4. Manfaat kebijaksanaan, penelitian ini diharapkan dapat memberi masukan bagi pemerintah atau pihak emiten agar lebih serius dan tidak ragu untuk terus mengembangkan obligasi syariah di Indonesia.

#### **1.5 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan skripsi terbagi dalam lima bab dimana masing-masing bab saling berkaitan dengan materi bahasan. Secara garis besar kerangka dari pembahasan masing-masing bab adalah sebagai berikut :

**Bab I : Pendahuluan**

Bab ini menjelaskan rumusan masalah, tujuan penelitian, bahan-bahan latar belakang, manfaat penelitian, dan sistematika penulisan.

**Bab II : Tinjauan Pustaka**

Bab ini memuat antara lain uraian tentang landasan teori yang sesuai dengan permasalahan yang diperoleh penulis selama perkuliahan maupun literatur-literatur yang sekiranya dapat dijadikan dasar pedoman, selain

itu juga dijelaskan penelitian sebelumnya dan model analisis yang dipakai.

#### Bab III : Metodologi Penelitian

Bab ini menjelaskan tentang pendekatan penelitian, jenis dan sumber data, prosedur pengumpulan data, dan teknik analisis.

#### Bab IV : Hasil dan Pembahasan

Bab ini memuat tentang gambaran hasil penelitian dan pembahasan dari perbandingan obligasi syariah dengan obligasi konvensional di Indonesia periode September 2002 – September 2005.

#### Bab V : Kesimpulan dan Saran

Bab ini merupakan bab yang terakhir dari seluruh pembahasan yang ada dalam skripsi ini. Isi dari bab ini adalah penarikan kesimpulan dari hasil pembahasan serta saran-saran produktif yang berkaitan dengan pembahasan skripsi.

## BAB II

### TINJAUAN KEPUSTAKAAN

#### 2.1 Landasan Teori

##### 2.1.1 Pasar Obligasi

Definisi pasar, menurut Pass, Lowes dan Davies (1994:393) dalam *Dictionary of Economics*, adalah suatu mekanisme pertukaran dimana pembeli dan penjual berinteraksi untuk menentukan harga dan jumlah dari suatu produk, faktor produksi atau surat berharga. Menurut Samuelson (1998:10) pasar menurut faktor produksinya dibagi menjadi empat yaitu :

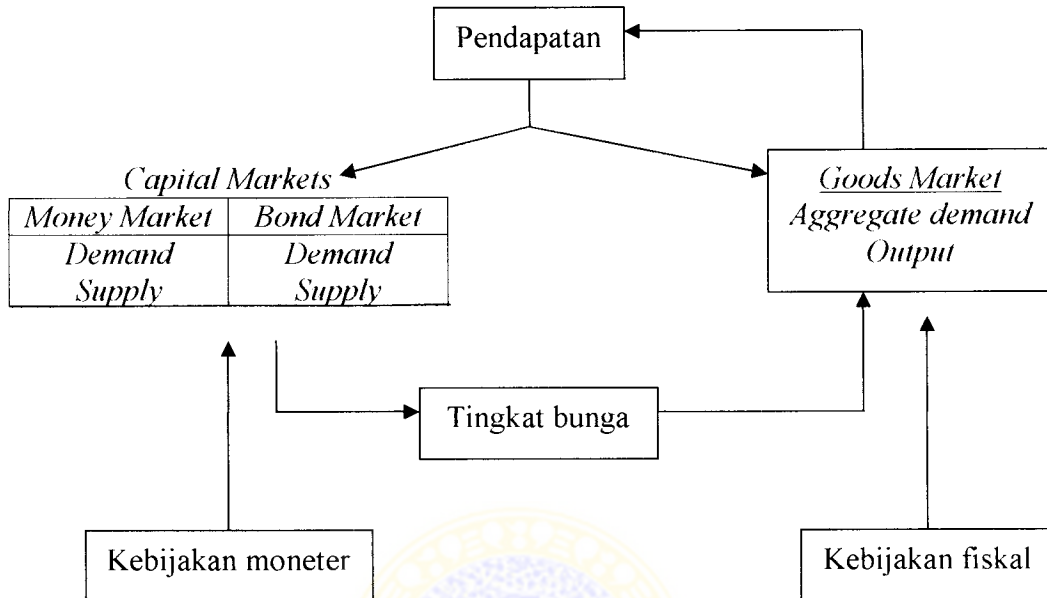
- a. *Land market* atau *goods market* atau pasar barang
- b. *Labor market* atau pasar tenaga kerja
- c. *Capital market* atau pasar modal
- d. *Money market* atau pasar uang

Pasar juga terbagi atas dua sektor yaitu sektor riil yang mencakup *goods market* dan *labor market*, dan sektor moneter yang mencakup *capital market* dan *money market*.

Hubungan antara pasar barang dan pasar uang mewakili hubungan sektor riil dan sektor moneter. Hubungan tersebut melibatkan beberapa variabel, yaitu output (yang oleh karena di antara unsurnya adalah G dan T, maka mewakili kebijakan fiskal), pasar uang, dan pasar modal (kedua pasar tersebut mewakili kebijakan moneter) yang dipengaruhi oleh tingkat bunga dan pendapatan. Secara sistematis hubungan tersebut dapat dilukiskan sebagai berikut:

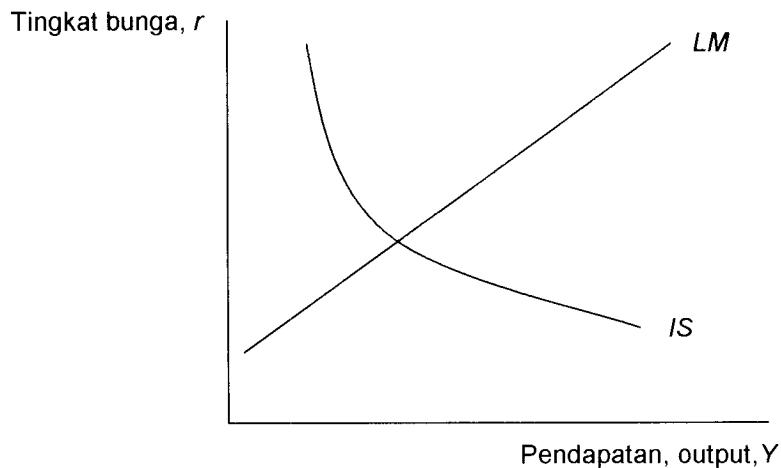
Gambar 2.1

## Hubungan antara Pasar Barang dan Pasar Uang



Sumber : Dornbusch, R., dan S. Fischer, *Macroeconomics*, Sixth edition, 1994:89.

Struktur di atas menggambarkan interaksi antara pasar barang dan pasar uang yang lebih dikenal sebagai struktur model *IS-LM*. Struktur ini menunjukkan pendapatan yang mempengaruhi pengeluaran, sedangkan pengeluaran mencakup nilai output dan pendapatan. Dengan menambahkan efek dari tingkat bunga pada pengeluaran dan pendapatan, dan ketergantungan pasar modal pada pendapatan, maka dapat dinyatakan bahwa makin tinggi pendapatan akan menaikkan permintaan uang dan tingkat bunga, atau, dengan perkataan lain makin tinggi tingkat bunga akan menurunkan pengeluaran dan pendapatan. Hubungan antara tingkat bunga dan pendapatan digambarkan dalam kurva *IS-LM* yaitu kurva yang menunjukkan penawaran dan permintaan di pasar uang dan pasar barang sebagai berikut :

**Gambar 2.2****Kurva *IS - LM***

Sumber : Mankiw, N. Gregory, *Teori Makroekonomi*, Edisi Keempat, Terjemahan, 2000:259.

Keseimbangan *IS-LM* menggambarkan keseimbangan dalam pasar barang dan jasa yaitu *IS* dan pasar uang yaitu *LM*. Kurva *IS* menunjukkan kombinasi hubungan antara tingkat pendapatan dengan tingkat bunga yang memenuhi syarat keseimbangan pasar barang dan jasa yaitu terpenuhinya kesamaan antara permintaan barang dan jasa dengan penawaran barang dan jasa. Kurva *LM* menunjukkan kombinasi hubungan antara tingkat pendapatan dengan tingkat bunga yang memenuhi syarat keseimbangan pasar uang yaitu terpenuhinya kesamaan antara permintaan uang dengan penawaran uang. Perpotongan kurva *IS* dan *LM* menunjukkan tingkat bunga dan pendapatan yang memenuhi keseimbangan di kedua pasar untuk nilai pengeluaran pemerintah, pajak, penawaran uang, dan permintaan uang pada tingkat harga tertentu.

Dalam skripsi ini akan dibahas mengenai *capital market*, khususnya *bond market* atau pasar obligasi. Pasar obligasi memiliki pengertian yang identik

dengan pengertian pasar pada umumnya, perbedaannya hanya terletak pada apa yang diperdagangkan yaitu obligasi. Harga obligasi di pasar uang atau tepatnya pasar obligasi ditentukan oleh hukum permintaan dan penawaran di pasar modal. Harga obligasi berfluktuasi sesuai kondisi pasar dan dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga perbankan sebagai substitusi tingkat suku bunga obligasi. Teori Keynes membatasi kekayaan individu dalam bentuk uang tunai dan obligasi. Uang tunai tidak menghasilkan apa-apa, sedangkan obligasi dapat menghasilkan pendapatan berupa bunga serta perubahan harga obligasi sebagai akibat terjadinya perubahan tingkat bunga.

Harga pasar obligasi akan selalu berbanding terbalik dengan tingkat suku bunga pasar dan *yield* obligasi sendiri atau *return* obligasi. Pada kasus obligasi tanpa jatuh tempo atau *consol*, obligasi senilai Rp 100.000,- yang memberikan pendapatan kupon sebesar Rp 6.000,- per tahun untuk selamanya, sama artinya dengan bila tingkat bunga yang berlaku 6% setahun, maka bisa diperoleh pendapatan bunga sebesar Rp 6.000,- per tahun untuk selamanya bila uang tersebut disimpan di bank atau dipinjamkan selamanya (dengan asumsi tingkat bunga tetap 6%). Jadi harga *consol* yang memberikan hasil Rp 6.000,- akan mendekati Rp 100.000,- bila tingkat bunga yang berlaku 6% setahun, atau Rp 150.000,- bila tingkat bunga 4% setahun, atau Rp 200.000,- bila tingkat bunga 3% setahun dan seterusnya. Hal ini dapat dirumuskan dengan persamaan sebagai berikut (Boediono, 1998:30) :

$$P = \frac{K}{r} \dots\dots\dots(1)$$



dimana :  $P$  = harga-pasar obligasi  
 $K$  = nilai bunga yang diterima pemegang obligasi per tahun (nilainya konstan)  
 $r$  = tingkat bunga, atau disebut juga  $i$

Dari persamaan di atas, dengan nilai  $K$  yang konstan, maka perubahan harga pasar obligasi ditentukan oleh perubahan tingkat bunga. Karena  $r$  merupakan penyebut maka naiknya  $r$  menyebabkan  $P$  turun, dan sebaliknya.

Pelaku pasar yang memiliki kelebihan uang biasanya akan menggunakannya untuk membeli surat berharga, salah satunya obligasi. Pelaku pasar ini cenderung bergerak sebagai spekulan yang berusaha mendapatkan keuntungan dari investasi<sup>1</sup> mereka dengan cara memprediksi pergerakan tingkat bunga pasar. Para spekulan membeli obligasi pada waktu harga obligasi murah dan menjualnya pada waktu harga obligasi mahal. Dengan cara begini spekulan mendapatkan keuntungan. Jika mereka memperkirakan tingkat bunga obligasi akan naik maka mereka akan melakukan pembelian obligasi karena saat itu harga obligasi lebih murah. Kenaikan jumlah obligasi yang diminta ini, ceteris paribus, menyebabkan harga pasar obligasi meningkat sesuai hukum harga, dan penerbit obligasi yang lebih suka membayar tingkat bunga lebih rendah akan mengurangi tingkat bunga dengan cara menambah jumlah penawaran obligasi sehingga tingkat bunga perlahan akan mencapai tingkat bunga keseimbangan yang diinginkan oleh penerbit obligasi dan spekulan. Proses keseimbangan ini dipengaruhi oleh motif memegang uang dalam bentuk uang tunai yang diungkapkan oleh Keynes yaitu :

1. Motif transaksi
2. Motif berjaga-jaga

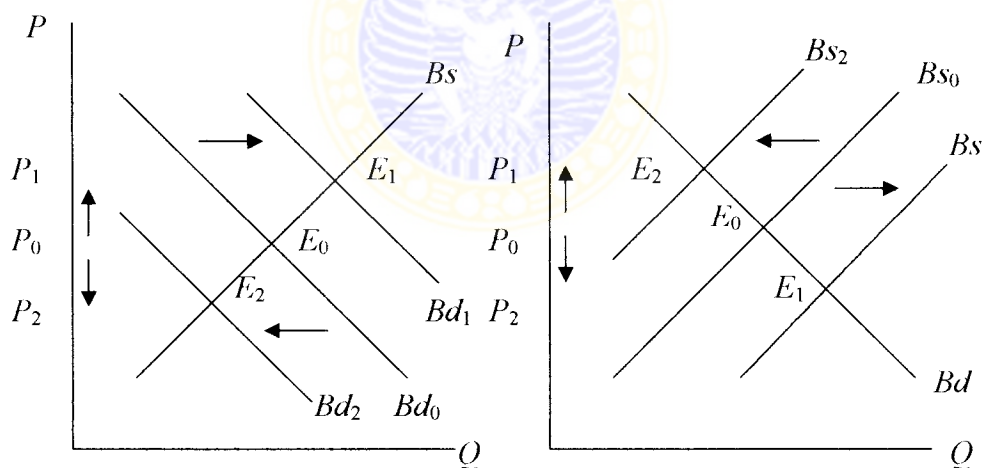
<sup>1</sup> Pengeluaran untuk pembelian surat-surat berharga atau disebut juga investasi keuangan.

### 3. Motif spekulasi

Penjelasan di atas terkait dengan model *IS-LM*, tapi di sini kita akan membahas terlebih dahulu mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi fluktuasi *supply* dan *demand* harga obligasi yang nantinya akan mempengaruhi pergerakan tingkat bunga. Menurut Hubbard (2002:121-134), ada beberapa faktor yang akan mempengaruhi pergerakan dari kurva penawaran dan kurva permintaan obligasi. Berikut pergerakan kurva penawaran dan kurva permintaan obligasi selain pergerakan di sepanjang kurva juga pergerakan perpindahan kurva dari kanan ke kiri dan sebaliknya.

**Grafik 2.1**

**Pergerakan dalam Kurva Permintaan dan Kurva Penawaran Pasar Obligasi**



Sumber : Hubbard, R. Glenn, *Money, the Financial System, and the Economy*, Edisi Keempat, 2002:124 & 129.

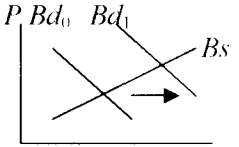
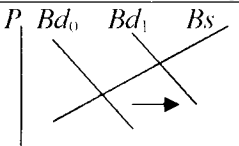
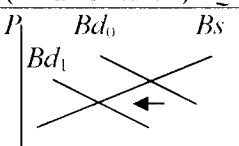
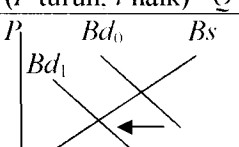
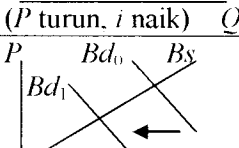
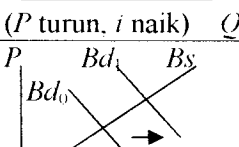
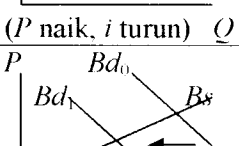
Dalam pasar obligasi, faktor yang menaikkan permintaan obligasi akan memindahkan kurva permintaan ke kanan dan menaikkan permintaan obligasi yaitu dari  $Bd_0$  ke  $Bd_1$ , maka titik ekuilibriumnya berubah dari  $E_0$  ke  $E_1$  dengan kenaikan harga sebesar  $P_0P_1$ . Faktor yang menurunkan permintaan obligasi akan

memindahkan kurva permintaan ke kiri dan menurunkan permintaan obligasi yaitu dari  $Bd_0$  ke  $Bd_2$ , maka titik ekuilibrium berubah dari  $E_0$  ke  $E_2$  dengan penurunan harga sebesar  $P_0P_2$ . Dengan cara yang sama, faktor yang menaikkan penawaran obligasi akan memindahkan kurva penawaran ke kanan dan menaikkan penawaran obligasi yaitu dari  $Bs_0$  ke  $Bs_1$ , maka titik ekuilibriumnya berubah dari  $E_0$  ke  $E_1$  dengan penurunan harga sebesar  $P_0P_1$ . Dan faktor yang menurunkan penawaran obligasi akan memindahkan kurva penawaran ke kiri dan menurunkan penawaran obligasi yaitu dari  $Bs_0$  ke  $Bs_2$ , maka titik ekuilibrium berubah dari  $E_0$  ke  $E_2$  dengan kenaikan harga sebesar  $P_0P_2$ .

Kurva permintaan obligasi menggambarkan hubungan antara jumlah obligasi yang diminta dan harga obligasi. Faktor yang mempengaruhi pergerakan kurva permintaan obligasi adalah pendapatan per kapita, ekspektasi *return* obligasi, ekspektasi tingkat bunga, ekspektasi inflasi, ekspektasi *return* aset lain, risiko obligasi dibandingkan aset lain, likuiditas obligasi dibandingkan aset lain, dan biaya informasi. Khusus mengenai risiko obligasi disini adalah risiko pasar yaitu "*The chance that a portfolio of investments can lose money because of swings in the financial markets as a whole.*" (Hirschey dan Pappas, 1996:80). Tabel 2.1 di bawah berisi tentang pergerakan kurva permintaan obligasi akibat faktor-faktor tersebut. Tabel ini dibuat dengan asumsi perubahan harga obligasi akan saling berpengaruh dengan tingkat suku bunga perbankan ( $i$  atau  $r$ ).

Tabel 2.1

## Faktor yang Mempengaruhi Pergerakan Kurva Permintaan Pasar Obligasi

Faktor lain tetap, kenaikan dalam...	Efek pada ekuilibrium jumlah obligasi yg diminta	Penyebab	Efek grafis
Pendapatan	Naik	Sebagian besar dana dialokasikan pada obligasi	 <p>(P naik, i turun) Q</p>
Ekspektasi <i>return</i> obligasi dan ekspektasi tingkat bunga	Naik	Memegang obligasi lebih menarik daripada menyimpan uang di bank	 <p>(P naik, i turun) Q</p>
Ekspektasi inflasi	Turun	Memegang obligasi kurang menarik	 <p>(P turun, i naik) Q</p>
Ekspektasi <i>return</i> aset lain	Turun	Memegang obligasi kurang menarik	 <p>(P turun, i naik) Q</p>
Risiko obligasi dibandingkan aset lain	Turun	Memegang obligasi kurang menarik	 <p>(P turun, i naik) Q</p>
Likuiditas obligasi dibandingkan aset lain	Naik	Memegang obligasi lebih menarik	 <p>(P naik, i turun) Q</p>
Biaya informasi obligasi dibandingkan aset lain	Turun	Memegang obligasi kurang menarik	 <p>(P turun, i naik) Q</p>

Sumber : Hubbard, R. Glenn, *Money, the Financial System, and the Economy*, Edisi Keempat, 2002:128, Diterjemahkan oleh penulis.

Bahwa dalam tabel 2.1 dapat terjadi *vice versa* dimana terjadi penurunan dalam faktor-faktor diatas akan menyebabkan efek berbeda dari yang telah digambarkan dalam tabel. Berikut sedikit penjelasan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi kurva permintaan pasar obligasi. Pada kurva permintaan yang dipengaruhi oleh tingkat pendapatan, ketika terjadi kenaikan pendapatan, permintaan obligasi naik dan menggeser kurva ke kanan, menaikkan harga obligasi dan menurunkan tingkat bunga. Sebaliknya bila terjadi penurunan pendapatan, permintaan obligasi menurun dan menggeser kurva ke kiri, harga obligasi turun dan menaikkan tingkat bunga.

Pengaruh ekspektasi *return* obligasi berbanding terbalik dengan ekspektasi *return* aset lain, jika ekspektasi *return* obligasi lebih besar daripada ekspektasi *return* aset lain maka menyebabkan kenaikan permintaan obligasi. Sebaliknya bila ekspektasi *return* obligasi lebih kecil daripada ekspektasi *return* aset lain maka kurva bergeser ke kiri, menurunkan harga obligasi dan menaikkan tingkat bunga. Ekspektasi *return* aset lain tidak hanya mencakup saham atau aset di pasar modal, tapi juga aset fisik seperti rumah dan mobil. Kenaikan harga aset fisik menunjukkan ekspektasi inflasi, semakin tinggi ekspektasi inflasi artinya membeli aset fisik lebih menguntungkan daripada membeli obligasi. Hal ini menyebabkan permintaan obligasi menurun dan kurva bergeser ke kiri, harga obligasi menurun dan tingkat bunga naik, begitu pula sebaliknya.

Selain faktor tingkat pendapatan, ekspektasi *return* obligasi, ekspektasi *return* aset lain dan ekspektasi inflasi ada faktor lainnya yaitu risiko, likuiditas, dan biaya informasi. Dua risiko yang mempengaruhi permintaan obligasi yaitu

pertambahan risiko dari pembelian obligasi akan mengurangi permintaan obligasi dan pertambahan risiko dari pembelian aset lain akan menaikkan permintaan obligasi. Mengenai likuiditas, investor<sup>2</sup> akan memilih aset yang likuid, aset yang mudah dicairkan menjadi uang tunai, jika likuiditas obligasi naik maka permintaan obligasi meningkat dan sebaliknya. Terakhir investor akan memilih aset yang memiliki biaya informasi yang rendah, bila biaya informasi obligasi lebih rendah daripada biaya informasi aset lain maka permintaan obligasi meningkat dan begitu pula sebaliknya.

Kurva penawaran obligasi menggambarkan hubungan antara jumlah penawaran obligasi dan harga obligasi. Faktor yang mempengaruhi pergerakan kurva penawaran obligasi adalah keuntungan modal yang diharapkan, pajak bisnis, subsidi pajak untuk investasi, ekspektasi inflasi, dan pinjaman pemerintah. Tabel di bawah berisi tentang pergerakan kurva penawaran obligasi akibat faktor-faktor tersebut. Tabel ini dibuat dengan asumsi perubahan harga obligasi akan saling berpengaruh dengan tingkat suku bunga perbankan ( $i$  atau  $r$ ).

---

<sup>2</sup> Pembeli obligasi.

Tabel 2.2

## Faktor yang Mempengaruhi Pergerakan Kurva Penawaran Pasar Obligasi

Faktor lain tetap, kenaikan dalam...	Efek pada ekuilibrium jumlah obligasi yg ditawarkan	Penyebab	Efek grafis
Ekspektasi profit	Naik	Emiten meminjam untuk mendapat profit dari investasi	<p>(P turun, i naik) Q</p>
Pajak perusahaan	Turun	Pajak mengurangi profit	<p>(P naik, i turun) Q</p>
Subsidi pajak untuk investasi	Naik	Subsidi menurunkan biaya investasi dan menaikkan profit	<p>(P turun, i naik) Q</p>
Ekspektasi inflasi	Naik	Dalam berbagai harga obligasi, biaya riil pinjaman akan menurun	<p>(P turun, i naik) Q</p>
Pinjaman pemerintah	Naik	Obligasi banyak ditawarkan	<p>(P turun, i naik) Q</p>

Sumber : Hubbard, R. Glenn, *Money, the Financial System, and the Economy*, Edisi Keempat, 2002:133, Diterjemahkan oleh penulis.

Penerbit obligasi mengeluarkan obligasi bertujuan untuk mendapat profit, mereka memiliki tingkat ekspektasi dimana nilai obligasi cukup tinggi dibandingkan aset lain maka mereka menerbitkan obligasi lebih banyak dari sebelumnya, hal ini menaikkan penawaran obligasi dan menggeser kurva penawaran ke kanan, menurunkan harga obligasi dan menaikkan tingkat bunga. Hal yang sebaliknya terjadi jika tingkat ekspektasi profit rendah.

Faktor lain yang berpengaruh pada pergerakan kurva penawaran obligasi antara lain pajak dan subsidi yang memiliki efek saling bertolak belakang. Kenaikan pajak akan menurunkan penawaran obligasi dan kenaikan subsidi akan menaikkan penawaran obligasi. Faktor lain yaitu ekspektasi inflasi akan berpengaruh pada penawaran obligasi karena pada saat inflasi diperkirakan naik akan menurunkan nilai obligasi dan mendorong penerbit obligasi menawarkan lebih banyak obligasi pada berbagai tingkat harga. Hal ini disebabkan kenaikan ekspektasi inflasi mengurangi biaya riil pinjaman pada berbagai tingkat bunga. Terakhir pinjaman pemerintah, pemerintah akan mengeluarkan obligasi bila pemerintah memerlukan dana untuk pembiayaan proyeknya. Pinjaman pemerintah ini akan meningkatkan penawaran obligasi di pasar dan menggeser kurva ke kanan, hal ini dengan asumsi faktor lainnya ceteris paribus.

### 2.1.2 Obligasi Syariah

Obligasi sebagai salah satu alternatif instrumen investasi di Indonesia dikategorikan dalam dua jenis besar yaitu obligasi konvensional dan obligasi syariah. Sejak pertama kali digulirkan pada akhir tahun 2002, obligasi syariah terus berkembang. Pada awalnya obligasi syariah dipandang memiliki makna kontradiktif dalam konsepnya. Obligasi bermakna surat hutang yang mengandung bunga sedangkan syariah sebaliknya, melarang praktek bunga.

Obligasi adalah bagian dari instrumen investasi berpendapatan tetap (*fixed income securities*) sebab jenis pendapatan keuntungan yang diberikan kepada investor obligasi didasarkan pada tingkat suku bunga yang telah ditentukan sebelumnya menurut perhitungan tertentu. Tingkat pendapatan tersebut bisa berbentuk tingkat suku bunga tetap (*fixed rate*) dan tingkat suku bunga mengambang (*variable rate*). (Rahardjo, 2003:2)



Definisi obligasi di atas adalah definisi obligasi secara konvensional, di bawah akan disebutkan definisi obligasi syariah sesuai dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002 :

Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Dalam Laporan Perkembangan Perbankan Syariah tahun 2004 yang dikeluarkan oleh Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia, berbagai usulan nama sudah dibahas untuk surat berharga syariah ini, di antaranya Sertifikat dan Sukuk. Kata “sertifikat” tidak dapat digunakan karena pasar modal di Indonesia telah lama meninggalkan istilah tersebut dikarenakan makna yang terkandung di dalamnya tidak khusus merujuk kepada obligasi, sedangkan kata “sukuk” sendiri belum dikenal oleh pasar. Akhirnya disepakati menggunakan kata obligasi yang apabila dikaitkan dengan akad syariah (seperti *mudharabah* atau *ijarah*) maka akad syariah itu yang dianggap efektif.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 20/DSN-MUI/IX/2000, obligasi syariah yang bersifat investasi harus dilakukan berdasarkan suka sama suka (*al-taradhi*), berkeadilan (*al-adalah*), dan tidak saling merugikan (*la dharara wa la dhirara*) sesuai dengan surat al-Nisa ayat 29, “Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu...”.

Menurut Antonio (2001:59), ada perbedaan mendasar antara investasi dengan membungakan uang. Investasi adalah kegiatan usaha yang mengandung

risiko karena berhadapan dengan unsur ketidakpastian. Dengan demikian, *returnnya* tidak pasti dan tidak tetap. Dan membungakan uang adalah kegiatan usaha yang kurang mengandung risiko karena *returnnya* berupa bunga yang relatif pasti dan tetap. Menurut Algaoud dan Lewis (2001:48), ada lima prinsip pembiayaan atau investasi dalam Islam yaitu :

- a. tidak ada transaksi keuangan berbasis bunga (*riba*);
- b. pengenalan pajak religius atau pemberian sedekah, zakat;
- c. pelarangan produksi barang dan jasa yang bertentangan dengan sistem nilai Islam (*haram*);
- d. penghindaran aktivitas ekonomi yang melibatkan *maysir* (judi) dan *gharar* (ketidakpastian);
- e. penyediaan *takaful* (asuransi Islam).

Hal ini sesuai dengan surat al-Baqarah ayat 275 yaitu :

Orang yang makan (mengambil) *riba* tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang kemasukan setan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan *riba*, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan *riba*. Orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhan-nya, lalu berhenti (dari mengambil *riba*), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang mengulangi (mengambil *riba*), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.

Menurut Iggi H. Achsien dalam makalah Bapepam bulan Juni 2003, latar belakang penerbitan obligasi syariah berawal dari dua sisi yaitu, pertama dari sisi pasar modal, penerbitan obligasi syariah muncul sehubungan dengan berkembangnya institusi-institusi keuangan syariah, seperti asuransi syariah, dana pensiun syariah, dan reksa dana syariah yang membutuhkan alternatif penempatan

investasi. Menariknya, pembeli obligasi syariah tidak hanya berasal dari institusi syariah dan perseorangan saja, tetapi juga investor konvensional. Produk syariah dapat dinikmati dan digunakan siapa pun, sesuai falsafah syariah yang sudah seharusnya memberi manfaat (*maslahat*) kepada seluruh semesta alam. Investor konvensional akan tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah, jika mereka pertimbangkan bisa memberi keuntungan kompetitif, sesuai profil risikonya, dan juga likuid. Sementara obligasi konvensional, *investor base*-nya justru terbatas karena investor syariah tidak bisa ikut ambil bagian di situ. Investor syariah tersebut memerlukan bentuk pendanaan yang inovatif dan kompetitif dan hal ini bisa ditemukan dalam obligasi syariah. Penerbitan obligasi syariah juga akan memicu proses pengembangan instrumen syariah di Pasar Modal baik pasar primer maupun pasar sekunder. Kedua dari sisi emiten atau penerbit obligasi, emiten dapat mengembangkan akses pendanaan untuk masuk ke dalam institusi keuangan non konvensional sekaligus memperoleh sumber pendanaan yang kompetitif, inovatif, dan menguntungkan.

Menurut M.Gunawan Yasni dalam artikel internet “Pembiayaan Syariah-Alternatif Pengembangan Pembiayaan Modal Ventura Indonesia” tanggal 23 Februari 2005, prinsip dasar obligasi syariah adalah :

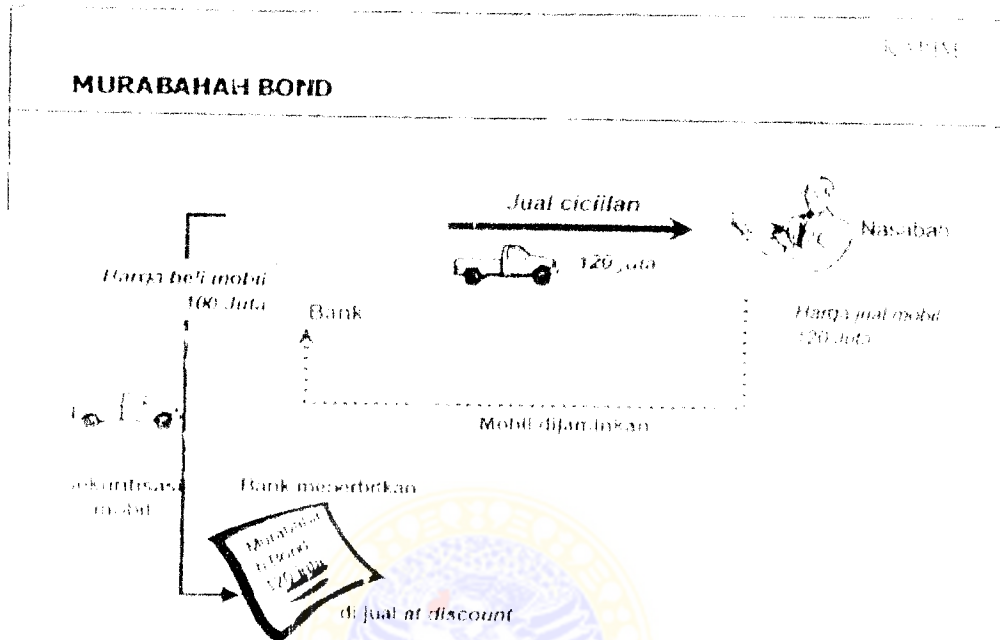
1. bersifat *mudharabah* atau *muqaradah*;
2. umumnya mendapat pembagian dari pendapatan (*revenue sharing*);
3. dapat dijual di bawah nilai par kalau perusahaan mengalami kerugian jika terbentuk mekanisme pasar modal syariah;
4. perubahan nilai pasar bukan berarti perubahan jumlah hutang

Berdasarkan prinsip di atas, ada dua jenis obligasi syariah yang telah diterbitkan di Indonesia yaitu obligasi syariah *mudharabah* dan obligasi syariah *ijarah* berdasarkan penerbitan fatwa Dewan Syariah Nasional. Obligasi syariah pertama kali terbit menggunakan akad *mudharabah* dengan Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 33/DSN-MUI/IX/2002. Tetapi sejak pertengahan 2003 terutama setelah Dewan Syariah Nasional-MUI menerbitkan Fatwa No.41 mengenai obligasi syariah *ijarah*, semua obligasi yang diterbitkan sampai dengan tahun 2004 menggunakan akad *ijarah*. Hal ini dapat dimaklumi karena *Ijarah* adalah produk yang memungkinkan pemegang obligasi (*investor*) untuk memperoleh pendapatan tetap (*fixed income*) sedangkan emiten dapat memperkirakan biaya yang harus disediakan untuk jangka panjang secara tetap pula.

Pada prinsipnya, semua obligasi syariah itu sama yaitu surat berharga jangka panjang yang berdasarkan syariah Islam. Namun, yang membedakan adalah akad transaksinya (Modal, Des2004:10-11). Menurut Karim *Business Consulting* ada tiga jenis akad yang sering dipakai dalam obligasi, yaitu :

1. *Murabahah* adalah akad jual beli barang dimana pembeli dapat membayar harga barang yang disepakati pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati. Penjual dapat menambah margin pada harga pokok barang yang dijual tersebut. Di bawah akan ada ilustrasi pembentukan obligasi syariah dengan akad *murabahah*. Berdasar ilustrasi di bawah, obligasi syariah *murabahah* disamakan dengan *zero coupon bonds* karena dasar penilaian obligasi bukan pada kupon dan dijual *at discount* yang artinya nilai penjualan di bawah nilai nominal obligasi.

Gambar 2.3

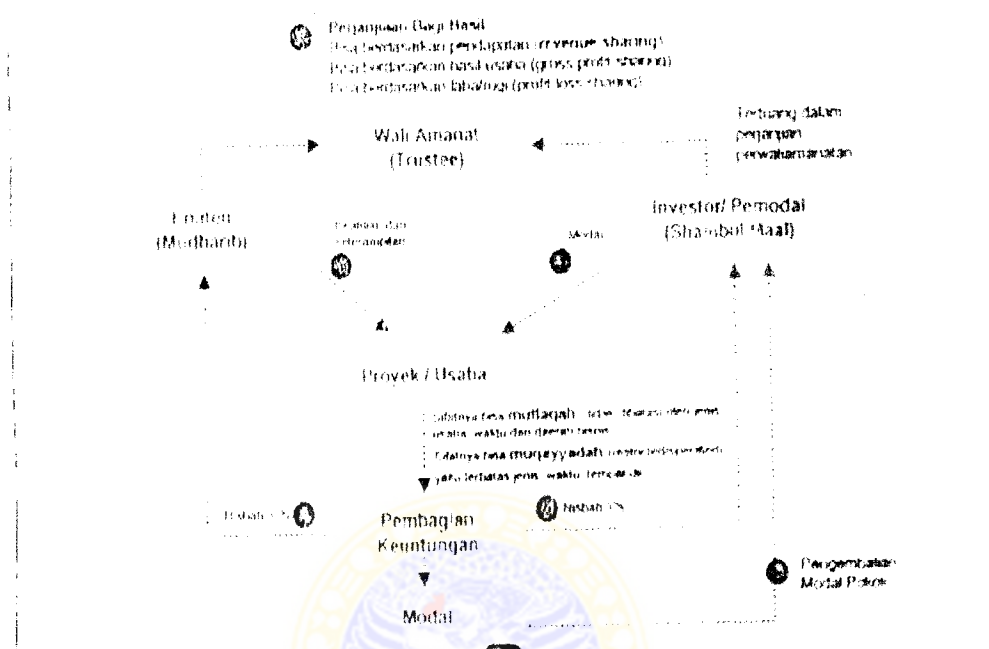
Skema Obligasi Syariah *Murabahah*

Sumber : *Karim Business Consulting, "Overview Islamic Product", 2003.*

Dari ilustrasi di atas diketahui sebuah mobil atau aset dibeli tunai dengan harga Rp 100 juta dan dijual dengan cara kredit sebesar Rp 120 juta. Mobil dijaminkan pada bank dan bank menerbitkan *murabahah bond* senilai Rp 120 juta yang dijual *at discount*.

2. *Mudharabah* adalah akad kerjasama usaha antara dua pihak dimana pihak pertama (*shahibul mal*, investor) menyediakan modal sedangkan pihak kedua (*mudharib*, emiten) bertindak selaku pengelola, dan keuntungan usaha dibagi diantara mereka sesuai dengan kesepakatan dimuka yang dituangkan dalam kontrak. Pendapatan yang akan dibagikan berupa bagi hasil karena itu obligasi syariah *mudharabah* disamakan dengan *revenue bond*. Ilustrasi di bawah menunjukkan skema obligasi syariah *mudharabah*.

Gambar 2.4

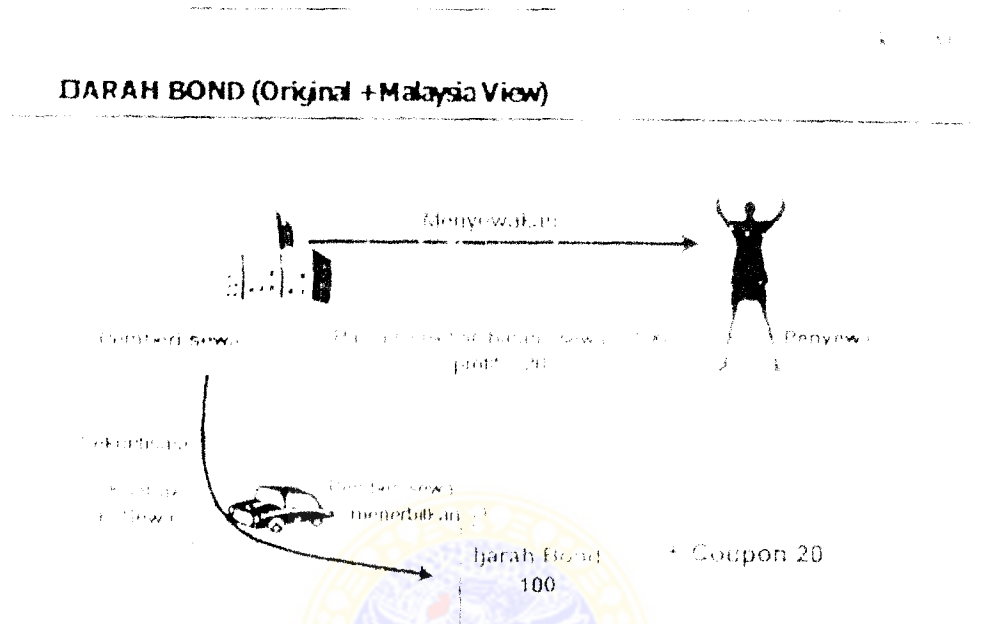
Skema Obligasi Syariah *Mudharabah*

Sumber : Karim Business Consulting, "Overview Islamic Product", 2003.

Dari skema di atas jelas terlihat bagaimana alur kerjasama dalam sistem *mudharabah*. Emiten menerbitkan *mudharabah bond* sebagai tanda bukti penanaman modal yang dilakukan oleh *shahibul maal*.

3. *Ijarah* merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut. (*fixed income bond*). Karim Business Consulting mendefinisikan obligasi syariah *ijarah* sebagai, "*Ijarah bonds are securities of equal denomination of each issue, representing physical durable assets that are tied to an ijarah contract as defined by shariah.*". Berikut ilustrasi pembentukan obligasi syariah dengan akad *ijarah*.

Gambar 2.5

Skema Obligasi Syariah *Ijarah*

Sumber : *Karim Business Consulting, "Overview Islamic Product", 2003.*

Obligasi syariah *ijarah* menggunakan SPV (*special purpose vehicle*) dimana dana hasil penerbitan obligasi digunakan untuk membiayai suatu proyek atau kegiatan usaha dari perusahaan penerbit obligasi dan SPV semacam proyek yang disewakan dan dapat memberikan *return* pada pembeli obligasi. Pemberi sewa menerbitkan *ijarah bond* dengan kesepakatan awal adanya tambahan profit sebagai tanda bukti sewa.

Obligasi syariah yang diterbitkan di Indonesia masih yang bersifat *mudharabah* dan *ijarah* yang berjangka waktu antara 5 sampai 10 tahun dengan nominal antara Rp. 50 sampai Rp. 200 milyar. Menurut Laporan Perkembangan Perbankan Syariah tahun 2004 yang dikeluarkan oleh Direktorat Perbankan Syariah Bank Indonesia, para emiten, kecuali bank syariah, pada umumnya

menerbitkan obligasi syariah bersamaan dengan obligasi konvensional yang secara nominal lebih tinggi. Terdapat kesan bahwa emiten belum memiliki kepercayaan bahwa pasar akan merespons obligasi syariah secara positif. Padahal menurut data, semua obligasi syariah yang diterbitkan habis terjual dan belum ada yang dilepas oleh pemegangnya, sehingga pasar sekunder untuk obligasi syariah belum tercipta.

Sampai saat ini sudah ada 16 obligasi syariah yang diterbitkan. Industri yang menerbitkan obligasi syariah bervariasi, diantaranya telekomunikasi, perkapalan, perkebunan, *property*, perdagangan dan perbankan. Perbankan syariah yang telah menerbitkan obligasi syariah ini adalah Bank Muamalat, Bank Syariah Mandiri dan Bank Bukopin Syariah. Ketiga bank ini menerbitkan obligasi syariah dengan menggunakan akad *mudharabah*. Bagi perbankan syariah, obligasi syariah ini dapat menjadi alternatif investasi apabila terjadi eksekusi likuiditas dan tidak dapat diserap dalam pembiayaan. Akan tetapi bank syariah juga dapat menerbitkan obligasi syariah untuk melakukan ekspansi usaha.

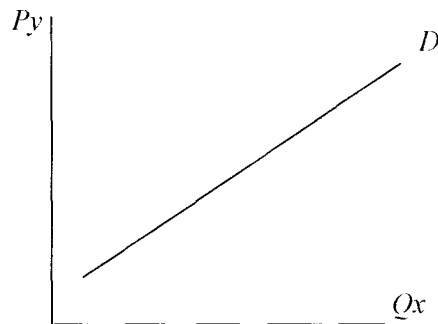
Achsien menulis bahwa penghasilan dari obligasi syariah didapat dari bagi hasil yang diterima secara periodik dari laba emiten dan pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap tahun) (Kompas, 4 Juni 2003). Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan yang dibagi-hasilkan, yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulanan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil. Pembayaran pendapatan bagi hasil kepada masing-masing pemegang obligasi



syariah akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan obligasi syariah yang dimiliki dibandingkan dengan jumlah dana obligasi syariah yang belum dibayar kembali (Rahardjo, Sapto, 2003:141-142).

### **2.1.3 Pasar Obligasi Syariah**

Dalam tabel 2.1 dan tabel 2.2 digambarkan faktor yang mempengaruhi pergerakan kurva permintaan dan kurva penawaran pasar obligasi konvensional diluar perubahan harga dan jumlah obligasi yang diminta atau jumlah obligasi yang ditawarkan. Pada dasarnya perubahan atau pergerakan pada kurva permintaan dan kurva penawaran obligasi memiliki dua sifat yaitu pertama, pergerakan di sepanjang garis kurva ke atas atau ke bawah yang umumnya disebabkan oleh perubahan jumlah obligasi yang diminta atau ditawarkan. Kedua, perpindahan kurva ke kiri atau ke kanan yang umumnya disebabkan perubahan permintaan atau penawaran obligasi. Dan tabel 2.1 dan tabel 2.2 menggambarkan pergerakan kurva permintaan dan kurva penawaran obligasi akibat perubahan permintaan atau penawaran obligasi bukan perubahan jumlah permintaan atau jumlah penawaran obligasi. Dibawah ini akan dijelaskan bagaimana faktor-faktor yang mempengaruhi obligasi konvensional akan berpengaruh pada pergerakan kurva permintaan pasar obligasi syariah. Pada dasarnya pasar obligasi syariah tidak dipengaruhi oleh pergerakan tingkat suku bunga perbankan, sehingga secara relatif obligasi syariah merupakan substitusi obligasi konvensional.

**Gambar 2.6****Obligasi Syariah Substitusi Obligasi Konvensional**

Dari gambar diatas,  $P_y$  dan  $Q_x$  memiliki hubungan substitusi dimana  $P_y$  merupakan simbol obligasi konvensional dan  $Q_x$  simbol obligasi syariah. Dampak dari substitusi yang terjadi antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah apabila terjadi peningkatan harga beli obligasi konvensional maka cenderung akan meningkatkan jumlah permintaan obligasi syariah. Efek grafis pada pasar obligasi konvensional dalam tabel 2.1 cenderung identik dengan efek grafis pada pasar obligasi syariah, perbedaannya terletak pada peningkatan atau penurunan jumlah permintaan obligasi syariah sesuai dengan turun-naiknya harga obligasi konvensional. Sesuai dengan isi sub bab 2.1.2 tentang obligasi syariah, maka pasar obligasi syariah harus bebas dari bunga dan efek grafis pasar obligasi konvensional tidak akan berdampak pada efek grafis pasar obligasi syariah jika efek grafis tersebut dipengaruhi oleh ekspektasi tingkat bunga.

Pergerakan naik dan turunnya harga obligasi konvensional yang memicu pergerakan jumlah permintaan obligasi syariah menyimpan tanda tanya, yaitu apakah pergerakan jumlah permintaan obligasi syariah hanya dipengaruhi oleh pergerakan harga obligasi konvensional mengingat sifat saling substitusi yang

melekat pada kedua obligasi tersebut. Teori pasar obligasi syariah dibuat dengan asumsi harga obligasi syariah tidak terpengaruh pergerakan harga obligasi konvensional, jadi sifatnya tetap. Kalau terjadi perubahan harga pada obligasi syariah itu disebabkan oleh faktor intern obligasi syariah itu sendiri. Hal ini juga menimbulkan pertanyaan, apakah asumsi tersebut cukup relevan dipakai dalam pembuatan teori pasar obligasi syariah.

## 2.2 Penelitian Sebelumnya

Penelitian sebelumnya dilakukan oleh dua mahasiswa Fakultas Ekonomi Jurusan Ilmu Ekonomi dan Studi Pembangunan Universitas Airlangga yaitu pertama, Aji Suprayogo dalam skripsi yang berjudul *Penerbitan Obligasi Syariah di Indonesia Tahun 2002* pada tanggal 4 Februari 2004. Penelitiannya dilakukan untuk memperoleh gambaran umum tentang obligasi yang sesuai syariah Islam di Indonesia dengan merujuk fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia tahun 2002 serta prospek obligasi syariah dalam sistem keuangan Indonesia. Hasil yang didapat bahwa investasi melalui obligasi syariah sama halnya dengan memproduktifkan dan mengembangkan modal selama tidak menyentuh praktek riba atau bunga, *maysir* (judi), dan *gharar* (ketidakpastian).

Kedua, Subhan Arief Sutedjo dalam skripsi berjudul *Analisis Deskriptif Kualitatif Perkembangan Obligasi di Indonesia periode 1999-2003* pada 28 Desember 2004. Penelitiannya juga dilakukan untuk memperoleh gambaran umum dari perkembangan obligasi di Indonesia tanpa membedakan apakah obligasi tersebut jenis konvensional atau syariah. Diketahui bahwa penyebab

makin berkembangnya obligasi di Indonesia antara lain karena dikeluarkannya UU yang mengatur tentang obligasi pemerintah sebagai dasar hukum, sehingga pembeli obligasi memiliki keyakinan untuk membeli portofolio obligasi. Ada faktor dari pengaruh sistim perpajakan yang baru untuk obligasi, diyakini membuat pencatatan mengenai transaksi obligasi di pasar sekunder makin tertib atau makin banyak yang dilaporkan ke BES.

## **2.3 Hipotesis dan Model Analisis**

### **2.3.1. Hipotesis**

Berdasarkan permasalahan dan landasan teori yang telah dikemukakan sebelumnya, maka hipotesis yang dapat dikemukakan oleh penulis adalah :

1. *Yield to maturity* menjadi faktor pembeda yang signifikan antara kinerja obligasi konvensional dengan kinerja obligasi syariah selama periode September 2002 – September 2005.
2. Obligasi syariah lebih menguntungkan emiten dan investor (bond holder) daripada obligasi konvensional.

### **2.3.2. Model Analisis**

Pembahasan skripsi ini menggunakan analisis deskriptif dan analisis diskriminan yang bertujuan untuk membentuk fungsi diskriminan yang dipakai untuk mengklasifikasikan apakah suatu obligasi termasuk jenis konvensional atau syariah dengan bantuan *software* program *SPSS for Window* versi 12.0.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Pendekatan Penelitian**

Penelitian skripsi ini menggunakan pendekatan kuantitatif dan kualitatif. Pendekatan kuantitatif dilakukan dengan berdasar pada perhitungan hasil analisis diskriminan. Adapun pendekatan kualitatif merupakan bahasan dari interpretasi lebih lanjut terhadap hasil-hasil penelitian yang telah diperoleh dalam analisis kuantitatif. Analisis kualitatif lebih bersifat deskriptif.

#### **3.2 Identifikasi Variabel**

Dalam skripsi ini digunakan satu variabel sebagai tolok ukur yang dijadikan dasar perbandingan yaitu *yield to maturity* baik untuk obligasi konvensional atau untuk obligasi syariah, meskipun penamaan return kedua jenis obligasi tersebut berbeda, kupon untuk obligasi konvensional dan nisbah untuk obligasi syariah.

#### **3.3 Definisi Operasional Variabel**

Dalam skripsi yang berjudul Analisis Perbandingan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional di Indonesia periode September 2002 – September 2005 ini penulis membandingkan dua jenis obligasi tersebut dengan menggunakan *yield to maturity* sebagai variabel pembanding. Berikut definisi operasionalnya. *Yield* memperlihatkan tingkat pendapatan atau *return* dari investasi obligasi yang

dinyatakan dalam persentase. Penghitungan *yield* mempertimbangkan tingkat kupon, harga beli, dan periode kepemilikan karena *yield* menunjukkan harga pasar terkini dari obligasi. Sedangkan definisi *yield to maturity* (YTM) adalah pendapatan kupon dan nilai pokok obligasi yang disimpan sampai jatuh tempo obligasi. Analisis ini memperhitungkan nilai prinsipal, nilai tebus, jumlah pendapatan bunga (kupon), dan waktu antara pembayaran kupon.

$$YTM = \frac{C + \frac{F - p}{n}}{\frac{F + p}{2}} \times 100\%$$

Ket :  $C$  = *coupon*  
 $F$  = *face value* = nilai nominal  
 $p$  = harga pasar obligasi  
 $n$  = *time to maturity* = waktu jatuh tempo

Penghitungan *yield to maturity* dilakukan secara otomatis melalui program Excel dengan memasukkan data *issued date*, *listing date*, *maturity date*, nilai nominal obligasi, dan kupon atau nisbah.

### 3.4 Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yang diukur secara runtut waktu (*time series*) dari bulan September 2002 – September 2005. Data yang dipergunakan adalah data bulanan, yang diperoleh dari Bursa Efek Surabaya.

### 3.5 Prosedur Pengumpulan Data

Cara-cara pengumpulan data untuk menyusun skripsi ini dilakukan dengan cara :

1. Penelitian awal yang bertujuan untuk mengetahui fenomena yang terjadi dan berhubungan dengan skripsi ini.
2. Pencarian data dan literatur untuk menunjang proses penulisan skripsi. Prosedur pengumpulan data dilakukan dengan metode studi kepustakaan atau *library research*
3. Pengolahan data dan penyusunan studi kepustakaan yaitu dengan membaca, mempelajari serta menyusun literatur-literatur yang berkaitan dengan penulisan skripsi.

### 3.6 Teknik Analisis

Dalam penelitian ini digunakan analisis deskriptif kuantitatif. Analisis deskriptif menjelaskan hasil dari analisis kuantitatif dimana analisis ini menggunakan analisis diskriminan. Analisis kuantitatif dalam penelitian ini hanya menggunakan satu variabel sebagai dasar perbandingan dua jenis obligasi yaitu *yield to maturity*. Metode ekonomi dalam analisis kuantitatif disebut sebagai pengukuran fenomena ekonomi yang merupakan gabungan dari teori ekonomi, model matematis serta statistik. Sedangkan untuk memperoleh parameter hubungan ekonomi digunakan analisis ekonometrika. Tapi dalam penelitian ini tidak menggunakan model ekonometrika karena penelitian bertujuan untuk membuat fungsi diskriminan yang nantinya akan dipakai untuk pengklasifikasian

jenis obligasi. Fungsi diskriminan yang terbentuk merupakan hasil dari analisis diskriminan dua faktor atau dua grup.

Dalam buku Joseph E. Hair, Jr dkk, disebutkan ada enam tahap dalam melakukan analisis diskriminan ada enam dan penulis melakukan tahap-tahap tersebut dengan bantuan komputer program SPSS (*Statistical Program for Social Science*) for Windows versi 12.0 dan *Minitab Statistical Program 13.20*, tahap-tahap tersebut adalah :

1. Memilih objek yang akan dianalisis dan mengelompokannya dalam grup yang akan diklasifikasikan. Lalu mengelompokan mana variabel dependen dan mana variabel independen dimana variabel dependen berbentuk kategori dan variabel independen berbentuk non kategori. Dalam penelitian ini data YTM dihitung terlebih dahulu dalam Excel lalu dimasukkan dalam *Minitab Statistical Program 13.20* untuk dihitung rata-ratanya berdasarkan jenis obligasi.
2. Membuat desain penelitian untuk analisis diskriminan dengan cara :
  - a. Variabel independen harus memenuhi syarat untuk melakukan analisis diskriminan yaitu minimum berjumlah 30 sampel per grup.
  - b. Menguji apakah variabel independen yang dimasukkan mampu menjadi tolok ukur yang membedakan antar grup variabel dependen dengan *F test* dan angka Wilks' Lambda. Apabila angka Wilks' Lambda mendekati 0 maka data tiap grup berbeda, sedang jika angka mendekati 1 maka data tiap grup sama. Pada *F test*



dengan angka  $F < 0,05$  berarti ada perbedaan antar grup, sedang jika angka  $F > 0,05$  maka tidak ada perbedaan antar grup.

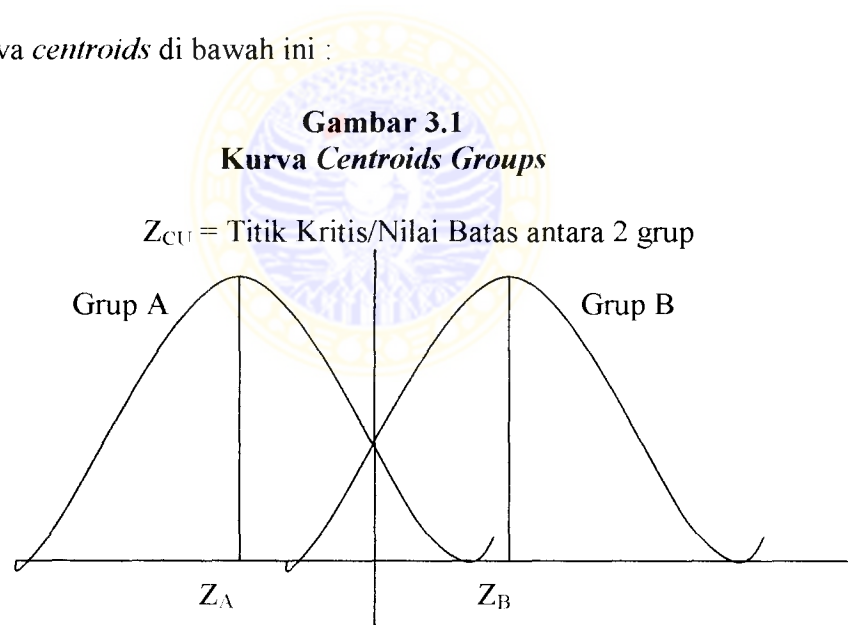
3. Menguji apakah data memenuhi asumsi analisis diskriminan antara lain matriks kovarians dari semua variabel independen seharusnya sama, dengan Box's M. Dalam Box's M dicari angka  $F > 0,05$  yang berarti matriks kovarians relatif sama. Akan tetapi jika angka  $F < 0,05$  namun asumsi yang lain yaitu tidak ada multikolinieritas, tidak ada data yang ekstrim pada variabel independen, dan variabel independen yang berdistribusi normal terpenuhi maka penelitian masih dapat dilanjutkan.
4. Membuat dan menguji ketepatan klasifikasi fungsi diskriminan. Menentukan metode untuk membuat fungsi diskriminan dengan dua cara yaitu :
  - a. *Simultaneous estimation*, di mana semua variabel dimasukkan secara bersama-sama kemudian dilakukan proses diskriminan.
  - b. *Step-wise estimation*, di mana variabel dimasukkan satu per satu ke dalam proses diskriminan. Pada proses ini, ada variabel independen yang tetap ada pada model, dan ada yang dibuang.

Jika variabel independen lebih dari satu maka dapat dilakukan *stepwise estimation*, tapi jika variabel independen ada satu seperti dalam penelitian ini maka dilakukan *simultaneous estimation*. Selanjutnya pembentukan fungsi diskriminan dengan dua cara atau dapat dilihat pada dua tabel yaitu:

- a. *Canonical discriminant function coefficients*

b. *Classification function coefficients* atau dikenal *Fisher's linear discriminant function*.

Pada fungsi diskriminan yang pertama digunakan untuk mengklasifikasikan suatu data yang belum diketahui jenisnya atau fungsi diskriminan dalam dua grup yang berbeda. Sedang pada fungsi diskriminan Fisher digunakan untuk mengetahui nilai yang paling tinggi dalam satu grup yang sama. Setelah fungsi diskriminan terbentuk, akan ada pembatasan nilai yang muncul akibat dimasukkannya fungsi diskriminan dalam penghitungan setiap sampel yang diwujudkan dalam kurva *centroids* di bawah ini :



Untuk mencari  $Z_{CU}$  atau titik kritis dilakukan dengan rumus:

$$Z_{CU} = \frac{N_A Z_B + N_B Z_A}{N_A + N_B}$$

Ket :  $Z_{CU}$  = Titik kritis / nilai batas tengah antara dua grup

$Z_A, Z_B$  = Nilai Z untuk kedua grup pada tabel *centroids*

$N_A, N_B$  = Jumlah data yang dianalisis

Hasil dari dimasukkannya fungsi diskriminan canonical akan terlihat pada *casewise statistics* yang dinyatakan sebagai *discriminant score*. Kurva diatas adalah kurva yang menggambarkan penyebaran *discriminant score* dalam kedua grup.

5. Interpretasi hasil dari fungsi diskriminan yang terlihat pada tabel *classification result*. Interpretasi ini merupakan rangkuman dari keseluruhan data yang telah diolah dengan fungsi diskriminan.
6. Uji validasi fungsi diskriminan, apakah fungsi diskriminan tersebut secara tepat dapat menggolongkan suatu sampel dalam grup tertentu atau tidak.



## **BAB IV**

### **PEMBAHASAN**

#### **4.1. Gambaran Umum**

Hidup itu pilihan, dihiasi dengan paradoks dan kontradiksi yang akan membawa pada perubahan. Pilihan dari hal yang kecil sampai hal yang besar seperti makan burger atau tempe, memakai jilbab atau tidak, akal atau hati, agama atau ilmu pengetahuan dan lain-lain. Untuk yang terakhir sepertinya dua hal yang tidak bisa disatukan dan membuat kita terpaksa memilih satu di antaranya. Bisakah ilmu menganalisis agama? Bukankah keduanya bergerak dalam wilayah yang berbeda? Agama berhubungan dengan Tuhan, hati, iman, dan hal yang tidak terukur secara linier. Ilmu berkaitan dengan alam, akal, logika, dan terukur secara matematis. Pilihan tersebut akan selalu diperdebatkan, apakah agama dan ilmu dipisahkan atau bisa bekerja sama? Ini sebuah kontradiksi.

Dalam konteks tema penulisan, perdebatan yang sama terjadi yaitu agama atau ilmu ekonomi? Seperti menanyakan apakah uang lebih penting dari hati nurani, karena prinsip ekonomi menyatakan dengan sejumlah sumber daya tertentu mendapatkan hasil yang maksimum, ada proses kapitalisasi atau penumpukan modal yang sebesar-besarnya, bisa jadi dengan cara apapun tanpa mempertimbangkan moral, etika, dan nilai-nilai dalam agama, semakin banyak semakin baik. Sedangkan dalam agama yang penting adalah keselamatan dunia-akhirat, mempertimbangkan halal atau haram, tidak ada pilihan lain. Agama yang dibicarakan di sini secara spesifik adalah agama Islam dengan kitab sucinya yaitu

Al-Quran. Penelitian Maurice Bucaille (2001), yang dikutip Jalaluddin Rahmat, pada Bibel, Al-Quran, dan sains modern, *La Bible, Le Coran et La Science* menyebutkan bahwa sebagian dari Bibel bertentangan dengan sains, sebagian hadis bertentangan dengan sains, tetapi tidak satu pun ayat Al-Quran yang bertentangan dengan sains. Kenapa? Menurut Bucaille, karena Al-Quran autentik berasal dari Allah, sedangkan Bibel dan hadis ditulis manusia. Hal ini sesuai dengan surat Al-Alaq ayat 1-5, "Bacalah dengan nama Tuhanmu yang menciptakan. Dia telah menciptakan manusia dari segumpal darah. Bacalah, dan Tuhanmulah Yang Maha Pemurah. Yang mengajarkan manusia dengan perantara kalam. Dia mengajarkan kepada manusia yang tidak diketahuinya."

Penulis mengambil kasus perbandingan antara obligasi syariah dengan obligasi konvensional untuk menunjukkan perdebatan antara agama yang di sini diwakili oleh agama Islam dengan ilmu pengetahuan yang diwakili oleh ilmu ekonomi. Obligasi konvensional mewakili ilmu ekonomi yang mengedepankan logika dan kapitalisasi, obligasi syariah mewakili agama Islam yang berdasarkan iman dan *akhlaqul karimah*. Perbandingan tersebut dipilih karena makna kontradiktif dalam konsep obligasi syariah. Obligasi yang erat kaitannya dengan hutang dan bunga dapat disyariahkan, dengan kata lain hutang yang tidak berbunga.

Kenapa obligasi yang dipilih untuk dibandingkan bukan jenis instrumen investasi yang lain seperti saham dan reksadana? Obligasi menjadi primadona di pasar modal Indonesia. Pasarnya yang tinggi membuat sejumlah perusahaan menerbitkan obligasi untuk menjaring dana. Rendahnya suku bunga menjadi salah

satu pemicu maraknya obligasi, sebab suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) selalu berlawanan dengan suku bunga obligasi sehingga merosotnya suku bunga SBI mengakibatkan *return* obligasi jadi menarik. Ini berkaitan dengan SBI sebagai aset lain yang berlawanan dengan naik-turunnya permintaan obligasi.

Menurut Direktur Perdagangan, Pencatatan, dan Keanggotaan BES, Guntur Pasaribu, usai Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) BES, Jumat (23/9/2005) siang, pengaruh kenaikan bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) yang menyebabkan harga obligasi rontok beberapa bulan lalu ternyata tidak terlalu mempengaruhi kinerja obligasi berbasis syariah. Sedikitnya emiten obligasi syariah membuat pergerakan reksadana berbasis syariah terhadap obligasi syariah tidak terlalu fluktuatif. Sehingga harga obligasi syariah yang terdaftar di Bursa Efek Surabaya (BES) cenderung lebih stabil dibanding obligasi korporasi dan Surat Utang Negara (SUN). Koreksi terhadap harga obligasi syariah di BES saat pasar obligasi terguncang tiga pekan lalu, menurut Guntur, diperkirakan hanya mencapai rata-rata 5 persen terhadap harga awal. Sementara pada waktu yang sama, harga obligasi korporasi dan SUN bisa terkikis di atas 10 persen ([www.republika.co.id](http://www.republika.co.id)). Hal ini mengindikasikan kemungkinan kinerja obligasi syariah lebih menarik dibandingkan kinerja obligasi konvensional.

Di bawah akan dijelaskan beberapa keuntungan obligasi dan perbedaan obligasi dengan instrumen investasi yang lain, dalam hal ini saham.

**Tabel 4.1**  
**Perbedaan Obligasi dengan Saham**

	<b>Obligasi</b>	<b>Saham</b>
Jenis aktiva	Jangka pendek / panjang	Jangka panjang
Risiko aktiva	Relatif kecil	Relatif besar & tidak pasti
Siklus bisnis	Stabil	Fluktuatif
<b>Term &amp; Kondisi</b>		
Jangka waktu	Terbatas	Tidak terbatas
Biaya modal	Suku bunga/kupon	Dividen
Instrumen	Variatif / banyak ragam	Terbatas
Struktur biaya	<i>Fixed Floating</i>	Persentase laba bersih
Wan prestasi	Kreditur ada hak klaim	<i>Share holder</i> hak klaimnya terakhir
<b>Legal</b>		
Hak suara	Tidak ada dalam RUPS	Berhak dalam RUPS
Pajak	Bunga dibayarkan sbg pengurangan pajak	Pajak ditetapkan sebelum dividen dibayarkan
Pailit	Hak pertama atas klaim aset	Hak terakhir atas klaim aset

Sumber : Rahardjo, Spto, *Panduan Investasi Obligasi*, 2003:3.

Beberapa keuntungan obligasi dibandingkan dengan saham seperti yang dinyatakan oleh I Putu Gede Ary Suta dalam *Memuju Pasar Modal Modern* dan buku *Pasar Obligasi Indonesia 2002* adalah, pertama tidak adanya *controlling interest* oleh pembeli obligasi terhadap emiten obligasi di mana pembeli atau investor obligasi tidak berhak mencampuri operasional dan manajemen perusahaan yang menerbitkan obligasi atau saham. Emiten obligasi bebas dari pengawasan langsung oleh pembeli obligasi. Hal ini sangat berbeda jika dibandingkan dengan pemegang saham yang memiliki *controlling interest* langsung pada emiten seperti dalam RUPS (Rapat Umum Pemegang Saham) sehingga emiten harus menjaga betul kondisinya agar dapat memberikan dividen pada pemegang saham secara rutin.

Kedua, sifat utang dalam jangka panjang memberikan fleksibilitas yang tinggi bagi manajemen emiten dalam penggunaan dana. Pihak emiten obligasi tidak dikenai *deadline* jatuh tempo yang singkat karena rata-rata masa jatuh tempo

obligasi berkisar antara 5 – 12 tahun atau lebih, sehingga emiten obligasi dapat mempergunakan dana penerbitan obligasi lebih lama dan mempunyai cukup waktu untuk melakukan pelunasan atau membeli kembali obligasi (*buy back*).

Ketiga, obligasi merupakan investasi yang aman karena risiko minimum dan memberikan pendapatan tetap berupa kupon bunga dan pokok utang pada waktu jatuh tempo yang telah ditentukan. Pergerakan harga pasar obligasi tidak sefluktuatif pergerakan harga saham dan hasil investasi obligasi bersifat tetap pada saat jatuh tempo, di mana pembeli obligasi menerima pembayaran bunga obligasi secara teratur dan didahulukan sebelum emiten membayar dividen pada pemegang saham, begitu juga dengan hak klaim aset apabila emiten pailit, menjamin bahwa investasi obligasi memiliki risiko minimum.

Keempat, Obligasi dapat diperjualbelikan di pasar sekunder sebelum waktu jatuh temponya (*maturity*). Hal ini memungkinkan pemegang obligasi mendapat *capital gain loss* dari selisih harga nominal dengan harga pasar obligasi.

Perbedaan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah tidak hanya prinsip dasarnya, tapi juga nama jenis obligasi, skema pendapatan obligasi yang dibagikan, dan awal penerbitan obligasi. Sebihnya sama baik struktur maupun perdagangannya selama dalam konteks obligasi syariah sesuai dengan fatwa dari Dewan Syariah Nasional MUI. Dalam artikel yang ditulis Iggi H Achsien, untuk menerbitkan obligasi syariah, beberapa persyaratan berikut yang harus dipenuhi (Kompas, 4 Juni 2003) :

1. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan



bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah Islam di antaranya adalah :

- a. usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang;
  - b. usaha lembaga keuangan konvensional (riba), termasuk perbankan dan asuransi konvensional;
  - c. usaha yang memproduksi, mendistribusi, serta memperdagangkan makanan dan minuman haram;
  - d. usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat.
2. Peringkat Investment Grade: (a) memiliki fundamental usaha yang kuat; (b) memiliki fundamental keuangan yang kuat; (c) memiliki citra yang baik bagi publik.
3. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII).

Khusus mengenai penerbitan dan perdagangan obligasi syariah sendiri, BAPEPAM (Badan Pengawas Pasar Modal) telah mengantisipasi beberapa tambahan atas peraturan yang ada, yaitu sebagai berikut :

1. Bapepam akan mewajibkan penerbit obligasi untuk memiliki Dewan Pengawas Syariah (DPS) dalam hal penerbitan obligasi syariah untuk mengawasi proses emisi obligasi syariah atau mewajibkan calon emiten obligasi syariah memakai perusahaan efek syariah sebagai penjamin emisinya.

2. Mewajibkan kepada penerbit obligasi untuk memakai akad dalam obligasi syariah sesuai dengan yang ditetapkan DSN (Dewan Syariah Nasional) dalam fatwanya No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Dalam fatwa tersebut DSN telah menetapkan enam macam akad yang bisa dipakai oleh calon emiten dalam penerbitan obligasi syariah.
3. Mewajibkan penerbit obligasi untuk mematuhi larangan-larangan dalam perdagangan produk syariah seperti yang telah ditetapkan dalam fatwa DSN.
4. Perubahan peraturan tentang standar akuntansi efek-efek syariah dan manajemen keuangannya yang mengacu pada *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)* dan *Islamic Financial Services Board (IFSB)*.

Dalam skripsi ini untuk menilai perbandingan kinerja antara obligasi syariah dan obligasi konvensional digunakan *yield* atau *nisbah* untuk obligasi syariah sebagai tolok ukurnya. Seperti yang telah dijelaskan dalam bab III bahwa definisi *yield* adalah tingkat pendapatan atau *return* dari investasi obligasi yang dinyatakan dalam persentase. Secara spesifik yang digunakan adalah *yield to maturity*.

Sebelumnya akan dijelaskan terlebih dahulu mengenai perbedaan antara bunga dan bagi hasil yang menjadi prinsip dasar pembeda sistem ekonomi Islam dengan sistem ekonomi konvensional. Penjelasan disini bukan secara prinsip tapi lebih pada perbedaan struktur antara bunga dan bagi hasil, lebih tepatnya dalam bentuk tabel seperti di bawah ini :

Tabel 4.2

## Perbedaan antara Bunga dan Bagi Hasil

Bunga	Bagi Hasil
a. Penentuan bunga dibuat pada waktu akad dengan asumsi harus selalu untung.	a. Penentuan besarnya rasio/nisbah bagi hasil dibuat pada waktu akad dengan berpedoman pada kemungkinan untung rugi.
b. Besarnya persentase berdasarkan jumlah uang (modal) yang dipinjamkan.	b. Besarnya rasio bagi hasil berdasar pada jumlah keuntungan yang diperoleh.
c. Pembayaran bunga tetap seperti yang dijanjikan tanpa pertimbangan apakah proyek yang dijalankan oleh pihak nasabah untung atau rugi.	c. Bagi hasil bergantung pada keuntungan proyek yang dijalankan. Bila usaha merugi, kerugian akan ditanggung bersama oleh kedua belah pihak.
d. Jumlah pembayaran bunga tidak meningkat sekalipun jumlah keuntungan berlipat atau keadaan ekonomi sedang "booming".	d. Jumlah pembagian laba meningkat sesuai dengan peningkatan jumlah pendapatan.
e. Eksistensi bunga diragukan (kalau tidak dikecam) oleh semua agama, termasuk Islam.	e. Tidak ada yang meragukan keabsahan bagi hasil.

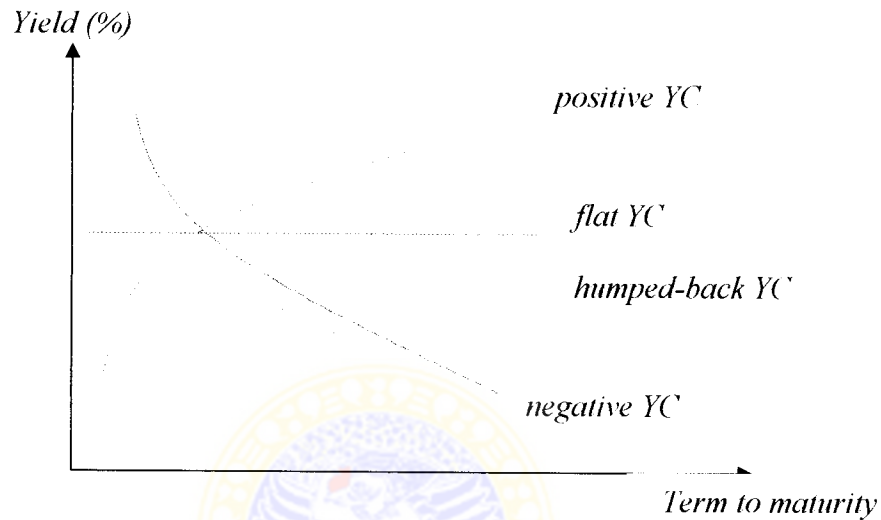
Sumber : Syafi'i Antonio, Muhammad, *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktik*, 2001:61.

Seperti yang pernah disebutkan, obligasi yang identik dengan bunga dapat disyariahkan. Hal ini mengacu pada perbedaan antara bunga dan bagi hasil maka dalam dunia obligasi dikenal perbedaan tingkat kupon dan nisbah. *Yield* dan nisbah memiliki arti yang sama yaitu *return* atau tingkat imbal hasil yang diinginkan pembeli obligasi ketika menanamkan uangnya pada surat obligasi. Perhitungan *yield* sendiri telah dijelaskan dalam bab III terutama perhitungan *yield to maturity*. Selain melalui perhitungan *yield*, *yield* juga dijelaskan dalam kurva *yield* yang menggambarkan hubungan antara *yield* dengan berbagai periode jangka waktu jatuh tempo obligasi dengan asumsi memiliki risiko kredit yang sama. Dari bentuknya, kurva hasil dapat berbentuk positif, negatif, datar, atau

fluktuatif (*positive, negative, flat, or humped-back yield curve*). Keempat bentuk grafik tersebut dapat dilihat pada grafik di bawah.

**Grafik 4.1**

*Yield Curves*



Sumber : Cahyana, Jaka E., *Berinvestasi di Obligasi*, 2004:259.

*Positive yield curve* adalah kurva dimana *yield* obligasi jangka pendek lebih rendah dari pada *yield* obligasi jangka panjang. *Positive yield curve* ini terjadi karena tingkat inflasi diperkirakan akan meningkat dimasa depan. Jika terjadi sebaliknya, maka disebut *negative inverted yield curve*. *Flat yield curve* adalah kurva dimana *yield* di masa yang akan datang diperkirakan tidak mengalami perubahan, atau *yield* obligasi jangka pendek sama dengan *yield* obligasi jangka panjang. Selain itu, bisa juga terjadi *yield* obligasi baik jangka pendek maupun jangka panjang berfluktuasi, yang dikenal dengan istilah *humped-back yield curve*. Sedangkan sumbu datar menunjuk pada satu titik waktu menuju waktu jatuh tempo atau *term to maturity*. Bentuk *yield curve* tersebut pada akhirnya bisa merefleksikan ekspektasi pasar terhadap naik turunnya suku bunga

pasar di masa yang akan datang, sehingga *yield curve* dapat pula disebut sebagai *term structure of interest rates*.

Mengingat julukan *yield* sebagai *term structure of interest rates* yang dari namanya identik dengan tingkat bunga, bagaimana dengan penghitungan *yield* dalam sistem obligasi syariah? Apakah obligasi syariah masih mengandung riba? Sebenarnya penghitungan *yield* dalam penelitian ini sama saja baik untuk obligasi konvensional maupun obligasi syariah karena yang dijadikan tolok ukur adalah *yield to maturity* (YTM) yang tidak memperhitungkan harga pasar obligasi yang cenderung fluktuatif dan mengandung *maysir* (perjudian) dan *gharar* (risiko). Contoh perhitungan nisbah akan dijelaskan pada sub bab pembahasan.

YTM memperhitungkan return atau nisbah suatu obligasi hingga jatuh tempo (*maturity*). *Maturity* mempengaruhi perubahan harga obligasi karena tingkat *yield* yang didapatkan antara obligasi jangka panjang dengan jangka pendek berbeda. Apabila ada perubahan suku bunga, harga obligasi jangka panjang lebih rentan terhadap perubahan dibanding obligasi jangka pendek. Obligasi yang memiliki periode jatuh tempo lebih lama akan lebih tinggi tingkat risikonya sehingga *yield return* yang didapatkan juga berbeda dengan obligasi yang umur jatuh temponya cukup pendek. Seperti yang sudah diketahui, dalam terminologi obligasi syariah, *yield* disebut nisbah.

Dari uraian di atas ditemukan bahwa memang ada perbedaan antara bunga dan bagi hasil (nisbah). Perbedaan tersebut adalah prinsip dasar dari perbedaan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah. Yang menarik adalah bahwa tolok ukur yang sama, yaitu *yield to maturity* (YTM), digunakan untuk mengukur

kinerja kedua jenis obligasi tersebut. YTM bukan satu-satunya alat utama untuk mengukur kinerja obligasi, ada hal lainnya yang harus dipertimbangkan investor sebelum membeli obligasi, antara lain rating obligasi, profil emiten, likuiditas obligasi, struktur penjaminan, dan lain-lain.

#### 4.1.1. Sejarah Obligasi Syariah

Sejarah obligasi syariah tidak dimulai dari Indonesia, negara dengan mayoritas penduduk muslim, tetapi dimulai dari Yordania pada tahun 1978. Sejauh ini sudah ada beberapa negara yang menerbitkan obligasi syariah, hal ini bisa ditandai dengan adanya surat utang negara tersebut yang berjenis obligasi syariah, meskipun ada negara yang tidak menerbitkan SUN syariah tetapi dalam negaranya telah diterbitkan obligasi syariah dari emiten korporasi swasta seperti Indonesia. Negara-negara tersebut adalah Bahrain, Dubai, Qatar, Pakistan, Malaysia, dan sebuah negara bagian di Jerman, Saxony-Anhalt. Meskipun Yordania menjadi negara pertama yang menerbitkan obligasi syariah tetapi sepengetahuan penulis tidak terdengar lagi penerbitan obligasi syariah disana. Menurut artikel Bapepam, Yordania melalui *Law No.13/1978* mengizinkan *Jordan Islamic Bank* untuk menerbitkan *Muqaradah Bond Act* pada tahun 1981. Jadi peraturannya telah dibuat sejak tahun 1978 tetapi baru pada tahun 1981 obligasi syariah diterbitkan.

Instrumen *sukuk* (dari bahasa Arab yang secara harfiah berarti obligasi) mengalami *booming* tiga tahun silam sejak tahun pertama Malaysia menerbitkan obligasi-syariah internasional di tahun 2002. Rata-rata obligasi-syariah

internasional yang diterbitkan menggunakan skim *ijarah* (sewa) untuk membiayai suatu proyek.

Dilihat dari waktu penerbitan obligasi syariah, bisa disebut Pakistan sebagai negara pertama yang melakukannya karena pada tahun 1980 menerbitkan *the Madarabas Company* dan *Madarabas Ordinance*. Sekarang, pada awal tahun 2005, Pakistan menjual obligasi-negara syariah (*sukuk*) pertamanya untuk membiayai program pemerintah terutama menekan defisit anggaran dan belanja pemerintah. Nilai SUN syariah internasional ini sekitar US\$300-500 *million* dengan jangka waktu lima tahun.

Bahrain juga menerbitkan obligasi-syariah internasional melalui *Bahrain Monetary Agency* dengan *Sukook Al Ijarahs*-nya senilai US\$100 dan US\$70 *million* yang masing-masing berjangka waktu tiga dan lima tahun dan digunakan untuk membiayai infrastruktur pemerintah. Dubai di tahun 2005 menerbitkan obligasi-syariah internasional melalui *Emirates Airlines* senilai US\$500-600 *million* untuk membiayai pembangunan bandara internasionalnya dan dipasarkan di Asia, Afrika, Eropa termasuk Inggris. Selain Bahrain dan Dubai, negara Timur Tengah yang menerbitkan obligasi-syariah internasional adalah Qatar dengan *Qatar Global Sukuk* sebesar US\$700 *million* dengan waktu jatuh tempo tujuh tahun. Satu-satunya negara di Eropa dan non-muslim yang menerbitkan obligasi-syariah internasional adalah *The German State of Saxony-Anhalt* sekitar tahun 2004 senilai 100 *million euros* dengan jangka waktu lima tahun.

Malaysia menjadi negara pertama yang menerbitkan obligasi-syariah internasional dalam denominasi dolar AS. Obligasi syariah perdana itu dijual pada

tahun 2002, dan laku keras. *The Malaysian Global Sukook* (MGS) awalnya diterbitkan sebesar US\$350 *million* dengan jangka waktu lima tahun tetapi mengalami tiga kali *oversubscribed* sehingga diterbitkan dengan nilai US\$600 *million*. Kini di tahun 2006, Malaysia akan menerbitkan *sukuk ijarah* senilai 400 *million ringgit* (US\$107 *million*) dengan jangka waktu satu tahun.

Menurut artikel Bapepam obligasi syariah di Malaysia hingga akhir tahun 2004 mencapai kenaikan 31,69% dari total nilai obligasi yang tercatat di pasar modal Malaysia, sementara di Indonesia hingga akhir Desember 2004 baru mencapai Rp 1.424 triliun atau 2,42% dari total nilai emisi obligasi di Indonesia yaitu sebesar Rp 58.791,354 triliun. Obligasi syariah di Malaysia tahun 2006 diperkirakan mencapai dua pertiga dari total obligasi yang terbit. Menurut data *Aseambanker Malaysia Bhd*, nilai obligasi syariah yang diterbitkan hingga akhir Juli 2005 sekitar 21,5 miliar *ringgit* dari sekitar 33 miliar *ringgit* total obligasi di Malaysia. Hal ini menunjukkan perkembangan obligasi syariah di Malaysia yang sangat pesat, seharusnya Indonesia lebih banyak belajar pada Malaysia dalam mengembangkan instrumen syariahnya terutama obligasi syariah.

#### **4.2. Analisis Model**

Model utama yang digunakan di dalam skripsi adalah analisis diskriminan. Analisis diskriminan adalah metode statistik untuk mengelompokkan/ menempatkan sejumlah obyek ke dalam beberapa kelompok berdasarkan peubah sehingga setiap obyek menjadi anggota dari salah satu kelompok dan tidak ada obyek yang menjadi anggota lebih dari satu kelompok. Analisis ini digunakan



untuk mengelompokkan individu-individu satu dari dua atau lebih kelompok (populasi). Ciri khususnya adalah data variabel dependen yang harus berupa data kategori, sedangkan data independen justru berupa data non kategori. Variabel dependen adalah jenis obligasi yang terbagi atas kategori konvensional dan syariah, dan variabel independennya adalah *yield to maturity* (YTM). Tujuan digunakannya analisis diskriminan dalam penelitian ini adalah :

1. Ingin mengetahui apakah ada perbedaan yang signifikan antara kinerja obligasi konvensional dengan kinerja obligasi syariah?
2. Jika ada perbedaan, variabel independen manakah pada fungsi diskriminan yang menyebabkan terjadinya perbedaan tersebut?
3. Membuat fungsi atau model diskriminan, yang pada dasarnya mirip dengan persamaan regresi.
4. Melakukan klasifikasi pada suatu obligasi, apakah termasuk pada obligasi konvensional atau obligasi syariah.

Dalam skripsi ini tujuan nomor dua tidak terlalu diperlukan karena variabel independen yang digunakan hanya satu yaitu YTM. Analisis diskriminan selain untuk membedakan obligasi konvensional dengan obligasi syariah, juga untuk mengetahui obligasi jenis apa (konvensional atau syariah) yang lebih menguntungkan emiten dan yang sebaiknya dibeli oleh investor. Skripsi ini tidak dapat menyebutkan secara spesifik obligasi yang manakah yang sebaiknya diperjualbelikan, karena penghitungannya berdasarkan bulan sehingga meskipun hasilnya menunjukkan obligasi jenis apa yang sebaiknya diperjualbelikan antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah, tapi menunjukkan pada bulan-

bulan apa yang terbaik obligasi diperjualbelikan, bukan menunjuk nama obligasinya.

Asumsi yang harus dipenuhi dalam analisis diskriminan adalah :

1. *Multivariate normality* atau variabel independen seharusnya berdistribusi normal.
2. Matriks kovarians dari semua variabel independen seharusnya sama.
3. Tidak ada multikolinieritas.
4. Tidak adanya data yang sangat ekstrim pada variabel independen.

Langkah-langkah dalam melakukan analisis diskriminan ada enam yang penjabarannya sebagai berikut :

1. Memisah variabel-variabel menjadi variabel dependen dan variabel independen, dalam hal ini sudah jelas variabel dependen adalah jenis obligasi dan variabel independen adalah YTM, dan mengelompokkan dalam grup konvensional dan syariah.
2. Melakukan uji beda berdasarkan *F test (test of equality of group means)* yang digunakan untuk menguji apakah ada perbedaan yang signifikan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah untuk faktor YTM. Untuk itu digunakan koefisien angka Wilks' Lambda yang berkisar antara 0 sampai 1. Ketentuannya adalah, semakin mendekati 0 maka YTM tiap jenis obligasi semakin berbeda, sedang jika angka semakin mendekati 1 YTM tiap jenis obligasi cenderung sama. Apabila menggunakan *F test*, jika nilai probabilitas  $< 0,05$ , berarti ada perbedaan antar grup. Dari Tabel 3 dalam Lampiran 2 terlihat angka Wilks' Lambda sebesar 0,748 dan probabilitas *F test* sebesar

0,000, sehingga dapat disimpulkan ada perbedaan YTM yang berarti antara obligasi konvensional dan obligasi syariah selama periode September 2002 – September 2005.

3. Untuk memenuhi asumsi dalam analisis diskriminan maka data diuji dengan alat Box's M dengan ketentuan :

$H_0$  : *group covariance matrices* adalah relatif sama

$H_a$  : *group covariance matrices* adalah berbeda secara nyata

Keputusan dengan dasar signifikansi :

Jika  $F > 0,05$ , berarti  $H_0$  diterima

Jika  $F < 0,05$ , berarti  $H_0$  ditolak

Dari tabel *test result* terlihat bahwa angka  $F < 0,05$  (0,000), yang berarti *group covariance matrices* berbeda sehingga tidak memenuhi asumsi analisis diskriminan. Hal ini juga diperkuat dengan tabel *Log Determinants* dalam Lampiran 2 untuk kategori konvensional (2,659) dan syariah (-1,521) berbeda jauh yang artinya *group covariance matrices* berbeda secara signifikan.

4. Membuat dan menguji ketepatan klasifikasi fungsi diskriminan. Untuk itu, lebih dahulu harus ditentukan metode untuk membuat fungsi diskriminan dengan salah satu dari dua cara yaitu :
  - a. *Simultaneous estimation*, yakni semua variabel dimasukkan secara bersama-sama kemudian dilakukan proses diskriminasi.
  - b. *Step-wise estimation*, yakni variabel dimasukkan satu per satu ke dalam proses diskriminasi. Pada proses ini, ada variabel independen yang tetap ada pada model, dan ada yang dibuang. Variabel yang

dibuang adalah variabel yang tidak lolos dari uji F dan memiliki angka signifikansi lebih besar dari 5%.

Dikarenakan dalam penelitian ini variabel independen yang digunakan hanya satu yaitu YTM, maka cara b tidak perlu diperhatikan. Selanjutnya dalam *summary of canonical discriminant function* akan membentuk dan menguji signifikansi fungsi diskriminan. Nilai *eigen* digunakan untuk mengukur keeratan hubungan antara *discriminant score* dengan grup yang dinyatakan dalam *canonical correlation*, dengan ukuran skala asosiasi antara 0 sampai 1. Dari hasil perhitungan tabel *eigenvalues* pada Lampiran 2 terlihat bahwa *canonical correlation* sebesar 0,502, sehingga korelasi antara *discriminant score* dengan grup cukup tinggi. Nilai *eigen* sebesar 0,336 juga menunjukkan korelasi antara *discriminant score* dengan grup cukup tinggi. Artinya hasil prediksi pengelompokkan *discriminant score* pada grup cukup kredibel dan memiliki ketepatan cukup tinggi. Dari tabel Wilks' Lambda pada Lampiran 2 Tabel 7 diketahui nilai signifikansinya sebesar 0,000 (lebih kecil dari 5%), sehingga disimpulkan bahwa ada perbedaan YTM yang signifikan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah pada periode September 2002 – September 2005. Hasil ini sama dengan tabel *test of equality of group means* pada Lampiran 2. Adanya perbedaan YTM yang semakin signifikan antara dua jenis obligasi ini juga dapat dilihat dari angka Chi-Square sebesar 20,719 sebagaimana yang terlihat dalam Lampiran 2.

Dari tabel *structure matrix* yang menjelaskan korelasi antara variabel independen dengan fungsi diskriminan yang terbentuk, ternyata bahwa nilai

untuk variabel YTM sebesar positif satu. Apabila dihubungkan dengan nilai *centroids* obligasi syariah yang negatif, maka dapat disimpulkan bahwa obligasi syariah memberikan *return* lebih rendah daripada obligasi konvensional. Pembentukan fungsi diskriminan dapat dilihat dengan melihat pada tabel yaitu *canonical discriminant function coefficients*.

**Tabel 4.3**

**Canonical Discriminant Function Coefficients**

	Function
	1
YTM	.371
(Constant)	-7.852

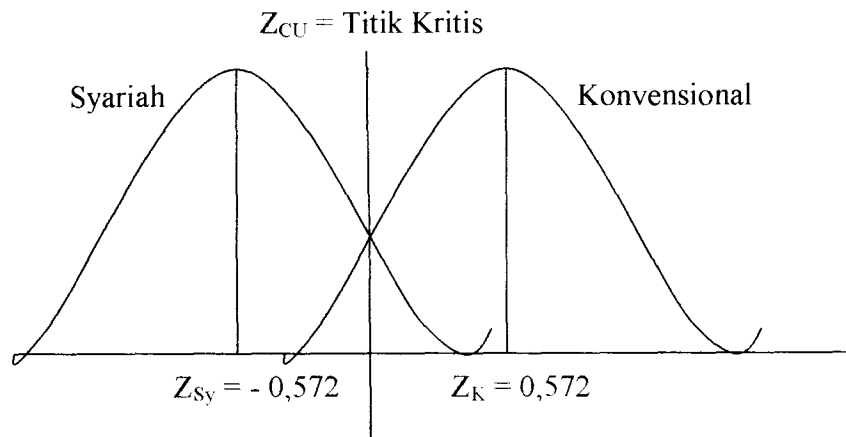
Unstandardized coefficients

Sumber : Tabel 10, Lampiran 2

Tabel *centroids* yang tercantum pada Lampiran 2 berguna untuk pembatasan apakah suatu obligasi masuk jenis konvensional atau syariah dengan mencari titik kritisnya dan nilai batas kedua grup. Dan fungsi diskriminan yang terbentuk dari tabel *canonical discriminant function coefficients* yaitu :

$$Z \text{ Score} = -7,852 + 0,371 \text{ YTM}$$

berguna untuk mengklasifikasikan apakah suatu obligasi yang tersebar diantara kedua grup dalam kurva *centroids groups* termasuk jenis konvensional atau syariah. Angka pada tabel *centroids* menunjukkan besaran Z yang memisahkan kedua grup tersebut. Berikut kurva yang terbentuk dari tabel *centroids* :

**Gambar 4.1****Kurva Centroids Groups**

Untuk mencari  $Z_{CU}$  atau titik kritis dilakukan dengan rumus:

$$Z_{CU} = \frac{N_{Sy}Z_K + N_KZ_{Sy}}{N_{Sy} + N_K}$$

Keterangan :  $Z_{CU}$  = Titik kritis / nilai batas tengah antara dua grup

$Z_K, Z_{Sy}$  = Nilai Z untuk obligasi konvensional (K) dan syariah (Sy)

terlihat pada tabel *centroids*

$N_K, N_{Sy}$  = Jumlah data obligasi yang dianalisis

Data pada tabel *centroids* dimasukkan dalam rumus sehingga hasilnya :

$$Z_{CU} = \frac{37 \cdot 0,572 + 37 \cdot -0,572}{37 + 37} = 0$$

Artinya bila *Z Score* suatu obligasi  $X < 0$  diprediksi termasuk obligasi syariah dan bila *Z Score* suatu obligasi  $X > 0$  diprediksi termasuk obligasi konvensional. Hal ini merupakan salah satu tujuan analisis diskriminan yaitu melakukan klasifikasi pada suatu obligasi, apakah termasuk pada obligasi konvensional atau obligasi syariah. Dengan adanya *Z Score*, akan ada garis pemisah yang membedakan dua grup obligasi.

5. Interpretasi terhadap fungsi diskriminan.

Dari hasil prediksi di atas, berikut ini disampaikan pengelompokan yang dihasilkan:

**Tabel 4.4**

**Interpretasi Analisis Diskriminan**

Obligasi	<i>Predicted Group Membership</i>		Total
	Konvensional	Syariah	
Konvensional	19	18	37
Syariah	0	37	37
Konvensional	51,4%	48,6%	100%
Syariah	0%	100%	100%

Dari tabel di atas ternyata bahwa terdapat kesalahan prediksi sebesar 48,6% pada obligasi konvensional dan 0% pada obligasi syariah. Dengan demikian obligasi konvensional memberikan risiko lebih tinggi daripada obligasi syariah dalam memberikan *return* bagi investor. Hal tersebut dikarenakan *yield* obligasi konvensional sangat fluktuatif dan lebih banyak dipengaruhi oleh SBI (Sertifikat Bank Indonesia). Hasil interpretasi dari fungsi diskriminan dapat dilihat pada Lampiran 1.

6. Uji validasi fungsi diskriminan dari perbandingan obligasi konvensional dengan obligasi syariah memiliki angka ketepatan tinggi sebesar 75,7% yang diperoleh dari  $(19+37)/74 = 0,7567$  atau 75,7%. Hal ini berarti bahwa analisis diskriminan dengan fungsinya yang telah dijelaskan di atas valid untuk digunakan dalam memprediksi sebuah kasus obligasi, apakah akan diklasifikasikan ke jenis obligasi konvensional atau obligasi syariah.

### 4.3. Pembahasan

Perkembangan obligasi syariah di Indonesia memang tidak sepesat di Malaysia yang bisa mencapai dua pertiga dari total obligasi, tetapi ada perkembangan yang bisa dibilang cukup baik karena dari yang semula hanya satu obligasi menjadi 16 obligasi selama kurun waktu tiga tahun sejak tahun 2002. Pada tahun yang sama yaitu tahun 2002, Malaysia telah meluncurkan obligasi syariah internasional. Hal ini dikarenakan kemungkinan instrumen obligasi syariah di Malaysia telah memiliki UU SUN Syariah. Banyak kalangan dari industri berbasis syariah di Indonesia berharap agar pemerintah mengeluarkan UU SUN Syariah sama halnya ketika pemerintah mengeluarkan UU No.24/2002 tentang SUN. Dengan adanya Undang-undang Surat Utang Negara (UU SUN) Syariah, diharapkan persentase jumlah obligasi syariah sebesar 6,06% dari total jumlah obligasi pada bulan September 2005 akan meningkat sebesar 50% dari total jumlah obligasi.

Dalam penelitian ini dipakai asumsi bahwa obligasi syariah sudah ada di Indonesia sejak bulan September 2002, walau sebenarnya obligasi syariah baru tercatat bulan November 2002. Sejak obligasi syariah pertama kali diluncurkan di Indonesia oleh PT Indosat pada bulan November 2002, ada kevakuman selama sembilan bulan hingga bulan September 2005 baru tercatat 16 obligasi dari 15 emiten. Emiten obligasi syariah di Indonesia berasal dari perbankan, industri jasa, industri garmen, perkebunan, ritel, telekomunikasi, dan otomotif. Diharapkan terjadi diversifikasi jenis emiten obligasi dan jumlahnya bertambah di masa datang. Keenam belas obligasi tersebut dapat dilihat pada tabel di bawah :



**Tabel 4.5**  
**Obligasi Syariah s/d September 2005**

No	Obligasi Syariah	Maturity	Nilai Emisi	YTM	Rating
1	Obligasi Syariah Ijarah Apexindo Pratama Duta I Tahun 2005	Apr-10	240,000,000,000	20.03%	idA-(sy)
2	Obligasi Syaria'ah Mudharabah Bank Bukopin Tahun 2003	Jul-08	45,000,000,000	20.06%	idBBB+(sy)
3	Obligasi Syariah Mudharabah Bank Syariah Mandiri Tahun 2003	Oct-08	200,000,000,000	20.03%	idBBB+(sy)
4	Obligasi Syariah I Subordinasi Bank Muamalat Tahun 2003	Jul-10	200,000,000,000	14.32%	idBBB-(sy)
5	Obligasi Syaria'ah Mudharabah Berlian Laju Tanker Thn 2003	May-08	60,000,000,000	20.04%	idA(sy)
6	Obligasi Syaria'ah Ijarah Berlina I Tahun 2004	Dec-09	85,000,000,000	20.01%	idA(sy)
7	Obligasi Syariah Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004	Jul-09	100,000,000,000	20.03%	idA-(sy)
8	Obligasi Syaria'ah Mudharabah Ciliandra Perkasa Tahun 2003	Sep-08	60,000,000,000	20.06%	idBBB(sy)
9	Obligasi Syariah Ijarah Indorent I Tahun 2004	Nov-08	100,000,000,000	25.02%	idA-(sy)
10	Obligasi Syaria'ah Ijarah I HITS Tahun 2004	Dec-09	122,000,000,000	20.03%	idA+(sy)
11	Obligasi Syariah Mudharabah Indosat Tahun 2002	Nov-07	175,000,000,000	20.02%	idAA+(sy)
12	Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005	Jun-11	285,000,000,000	16.67%	idAA+(sy)
13	Obligasi Syariah Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004	May-09	150,000,000,000	20.01%	idA+(sy)
14	Obligasi Syaria'ah Mudharabah PTPN VII Tahun 2004	Mar-09	75,000,000,000	20.03%	idA-(sy)
15	Obligasi Syariah Ijarah I Ricky Putra Globalindo Tahun 2005	Jul-10	60,400,000,000	20.01%	idBBB+(sy)
16	Obligasi Syariah Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	Jun-09	52,000,000,000	20.01%	A+(sy)

Sumber : Bursa Efek Surabaya. Data diolah kembali.

Dari tabel 4.5 terlihat rating obligasi syariah cukup bagus berkisar dari AA+ sampai BBB- tercatat pada bulan September 2005. Hal ini menunjukkan obligasi syariah sebagai instrumen investasi yang menguntungkan karena profil emitennya baik dan terpercaya. Penjelasan lengkap tentang rating obligasi akan tercantum pada Lampiran 3 dalam bentuk tabel. Seperti yang pernah disebutkan dalam sub bab gambaran umum bahwa untuk menilai kinerja obligasi tidak cukup dengan YTM saja, salah satunya dengan melihat pada rating obligasi.

Data YTM untuk obligasi syariah di atas memperhitungkan keseluruhan struktur obligasi termasuk nisbah dalam obligasi syariah. Nisbah (rasio bagi hasil) dalam obligasi syariah harus ditentukan sesuai kesepakatan penerbit obligasi dan *underwriter* selaku perantara penerbit dengan investor, sebelum penerbitan obligasi tersebut. Nisbah disesuaikan dengan proyeksi masing-masing pendapatan; bisa diproyeksikan meningkat, menurun, ataupun tetap. Achsien menulis tentang perhitungan bagi hasil pada obligasi syariah yang akan ditunjukkan pada tabel perhitungan bagi hasil Obligasi Syariah Mudharabah Indosat berikut ini (Kompas, 4 Juni 2003) :

**Tabel 4.6**

**Perhitungan Bagi Hasil Obligasi Syariah *Mudharabah* Indosat**

Uraian	2003	2004	2005	2006	2007
Internet (IM2)	10,75%	9,02%	7,69%	6,56%	5,50%
Satelit (Satelindo)	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%	6,91%

Sumber : Achsien, Iggi H., "Mengetahui Obligasi Syariah", 2003.

Tabel 4.6 menunjukkan bahwa Indosat mempunyai dua sumber pendapatan, yaitu yang berasal dari internet dan satelit. Dari tabel 4.6 terlihat

perhitungan bagi hasil dari internet diproyeksikan menurun dan bagi hasil dari satelit diproyeksikan tetap. Hal ini disebabkan nisbah yang ditetapkan konstan untuk satelit, karena sifat pendapatan operasi yang relatif stabil, dan nisbah yang ditetapkan menurun untuk internet, karena kecenderungan pendapatan internet yang meningkat. Pembagian nisbah dilakukan secara kuartalan, empat kali dalam setahun. Tabel di bawah menunjukkan skema penghitungan bagi hasil periode pertama sejak Obligasi Syariah Mudharabah Indosat diluncurkan pada tanggal 6 November 2002, artinya empat bulan sesudah peluncuran.

**Tabel 4.7**

**Perhitungan Bagi Hasil Obligasi Syariah, periode 6 Februari 2003 – 6 Mei 2003 (Rp Juta)**

Uraian	s.d. Des 2002	s.d. Sep 2002	Triwulan IV 2002	Nisbah %	Pendapatan Bagi Hasil
1	2	3	4 = 2 - 3	5	6 = 4 x 5
Internet (IM2)	121,384	83,233	38,151	10,75%	4,101.29
Satelit (Satelindo)	234,922	181,445	53,477	6,91%	3,695.23
Jumlah	356,306	264,678	91,628		7,796.52

Sumber : Jahja, Junino, "Persiapan dan Peluncuran Obligasi Syariah (Pengalaman PT Indosat)", 2003.

Dalam makalah yang ditulis oleh Achsien, periode perhitungan bagi hasil dihitung dalam periode *issued date* (6 November 2002) dan penyerahannya sesuai tanggal *listing date* (8 November 2002). Kolom 2 pada tabel 4.7 menunjukkan pendapatan yang diaudit sampai Desember 2002 dan kolom 3 menunjukkan pendapatan yang dihitung sampai September 2002. Pendapatan yang dibagi seharusnya dari bulan November 2002 hingga bulan Februari 2003, tetapi karena tidak ada penghitungan pendapatan lintas tahun, maka pendapatan yang dibagi adalah pendapatan triwulan IV (September-Desember) tahun 2002. Kolom 4

adalah pendapatan triwulan IV, lalu dikalikan dengan nisbah obligasi, dan hasilnya adalah pendapatan yang dibagikan pada pembeli obligasi (kolom 6).

Nilai emisi Obligasi Syariah Mudharabah Indosat sebesar Rp 175 milyar sehingga untuk setiap lembar obligasi senilai Rp 50 juta (ada dalam data obligasi di Lampiran 5), bagi hasilnya adalah sebagai berikut (Bapepam, Juni 2003) :

$$(\text{Rp } 50 \text{ juta} / \text{Rp } 175 \text{ milyar}) \times \text{Rp } 7,796.52 \text{ juta} = \text{Rp } 2.23 \text{ juta}$$

Ekuivalen *return* aktual untuk periode pertama pembayaran bagi hasilnya adalah :

$$(\text{Rp } 2.23 \text{ juta} / \text{Rp } 50 \text{ juta}) \times 4 = 17,82\% \quad \text{atau}$$

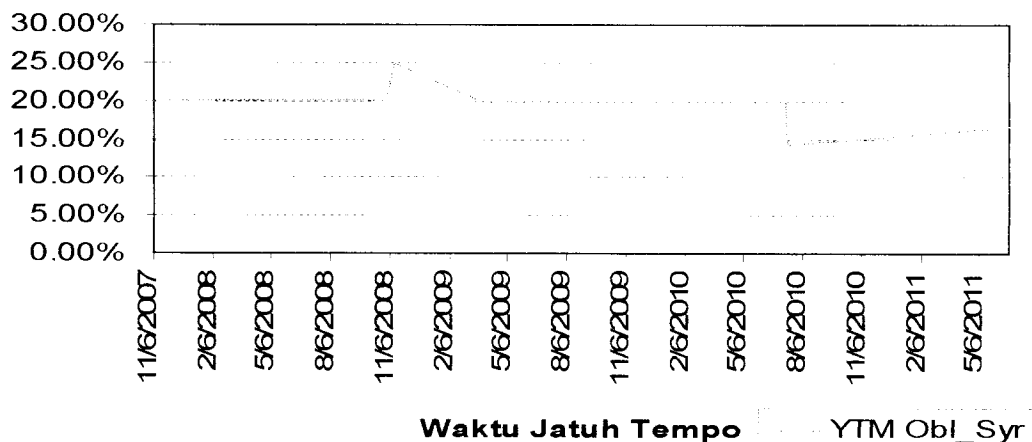
$$(\text{Rp } 7,80 \text{ miliar} \times 4) / \text{Rp } 175 \text{ miliar} = 17,82\% \text{ per tahun}$$

Ekuivalen *return* ini kurang lebih sama dengan tingkat kupon obligasi konvensional.

Dalam sub bab gambaran umum yang lalu, *yield* atau di sini YTM tidak hanya dijelaskan melalui perhitungan rumus, tetapi juga dapat dijelaskan dalam kurva *yield*. Berikut *yield curve* untuk obligasi syariah pada bulan September 2005 :

**Grafik 4.2**

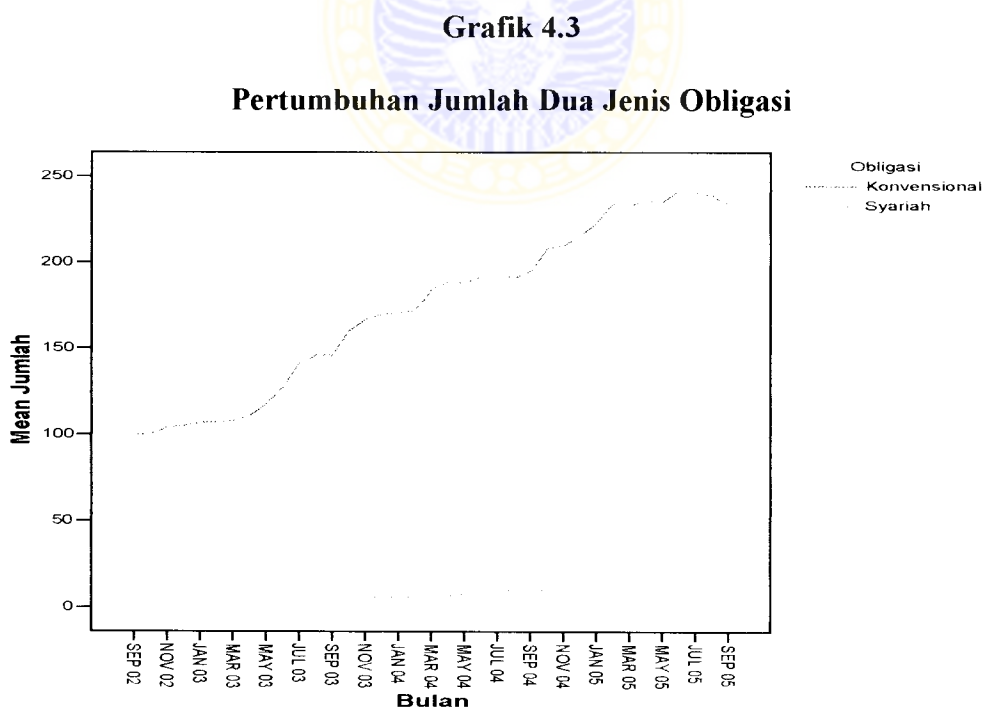
**Yield Curve Obligasi Syariah Bulan September 2005**



Sumber : Bursa Efek Surabaya. Data diolah kembali.

Dari grafik di atas terbaca bahwa dari 16 obligasi syariah pada bulan September 2005 dengan rentang waktu periode jatuh tempo dari tahun 2007 – 2011 diketahui *yield curve* obligasi syariah termasuk jenis *flat*. Hal itu berarti bahwa *yield* di masa datang tidak banyak mengalami perubahan dan tingkat risiko obligasi syariah termasuk rendah karena *yield* obligasi jangka pendek sama dengan *yield* obligasi jangka panjang.

Dalam tabel *Log Determinants* dalam Lampiran 2 yang menyatakan bahwa kasus perbandingan ini tidak memenuhi asumsi akibat gap yang terlalu tinggi antara obligasi konvensional (2,659) dengan obligasi syariah (-1,521). Hal ini disebabkan jumlah obligasi syariah yang tidak sebanding dengan jumlah obligasi konvensional, seperti yang terlihat pada grafik di bawah ini :



Sumber : *Bursa Efek Surabaya*. Data diolah kembali.

Terlihat pada grafik 4.3 bahwa tahun 2003 sampai dengan tahun 2004 ada pertumbuhan jumlah obligasi konvensional yang cukup tinggi dan sayangnya

tidak diikuti oleh pertumbuhan jumlah obligasi syariah yang pertumbuhannya cenderung *flat*, yakni tidak mengalami kenaikan yang cukup tinggi. Hal ini bisa jadi disebabkan oleh ketiadaan obligasi-negara syariah sehingga tidak ada yang bisa dijadikan acuan untuk penerbitan obligasi korporasi syariah. Atau mungkin juga karena belum ada UU yang mengatur jelas tentang obligasi syariah, karena selama ini hanya berdasarkan fatwa DSN-MUI saja.

Kesenjangan tersebut juga dapat dilihat dari tabel perbandingan nilai emisi dan YTM obligasi syariah maupun obligasi konvensional di Indonesia periode September 2002 – September 2005 di bawah ini :

**Tabel 4.8**

**Perbandingan Nilai Emisi, Jumlah dan YTM Dua Jenis Obligasi (Rp 000)**

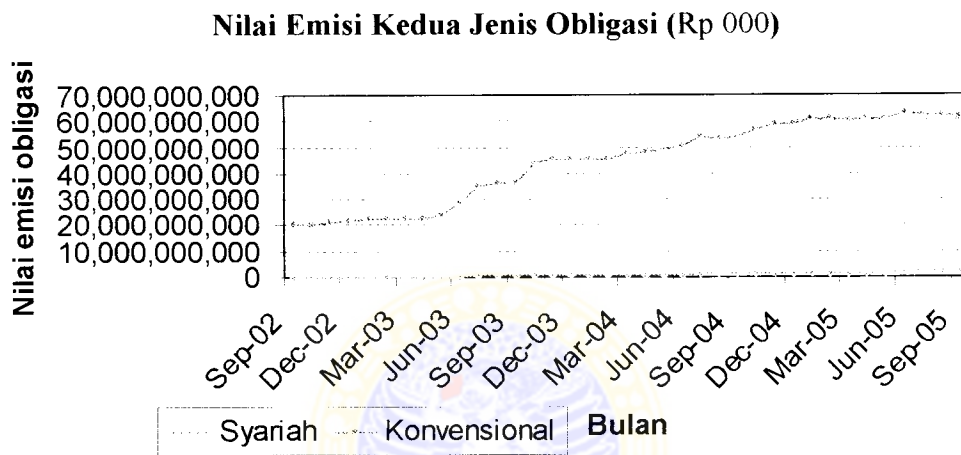
Tahun	Obligasi Konvensional			Obligasi Syariah			Total emisi Obligasi
	Nilai emisi	Jml	YTM	Nilai emisi	Jml	YTM	
2002	21,345,583,787	105	18.74%	175,000,000	1	20.02%	21,520,583,787
2003	44,649,878,199	170	20.39%	740,000,000	6	19.09%	45,389,878,199
2004	57,367,354,499	215	26.51%	1,424,000,000	13	19.97%	58,791,354,499
2005	59,542,775,404	234	28.44%	2,009,400,000	16	19.77%	61,552,175,404

Sumber : *Bursa Efek Surabaya*. Data diolah kembali.

Dari tabel 4.8 terlihat pertumbuhan jumlah obligasi syariah dari tahun 2003 ke tahun 2004 sebesar 116,67% yang ternyata lebih besar dibandingkan pertumbuhan jumlah obligasi syariah dari tahun 2004 ke tahun 2005 sebesar 23,07%. Pertumbuhan jumlah obligasi konvensional juga cenderung menurun yaitu dari 26,47% di tahun 2003 – 2004 menjadi 8,83% di tahun 2004 – 2005. Meskipun dari segi jumlah terlihat naik tapi dari segi pertumbuhannya cenderung menurun dan perbandingan jumlah kedua jenis obligasi masih tidak sebanding.

Perbandingan nilai emisi kedua jenis obligasi memperlihatkan persentase bagian obligasi syariah dari keseluruhan obligasi masih terbilang kecil, tidak lebih dari 5% mulai dari tahun 2002 sampai tahun 2005. Ketidakseimbangan ini lebih jelas terlihat pada grafik di bawah :

**Grafik 4.4**



Sumber : Bursa Efek Surabaya. Data diolah kembali.

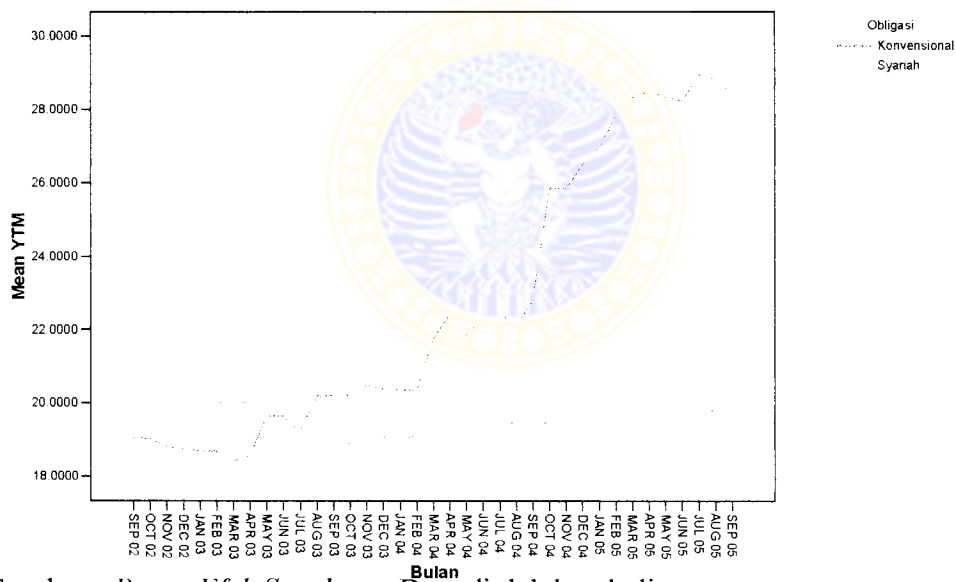
Bentuk grafik nilai emisi di atas mempunyai pola yang sama dengan grafik pertumbuhan jumlah kedua jenis obligasi yakni jarak vertikal yang relatif jauh antara kurva obligasi konvensional dan kurva obligasi syariah. Hal ini mengindikasikan bahwa agar mencapai kesetaraan, jumlah obligasi syariah baik dari segi nilai emisi maupun jumlahnya sendiri harus ditambah. Penambahan ini bertujuan untuk menyeimbangkan pilihan jenis obligasi yang ada sehingga masyarakat memiliki beragam pilihan produk terutama masyarakat kalangan investor syariah.

Terlihat dari tabel *group statistics* dalam Lampiran 2 yang menunjukkan YTM rata-rata bahwa YTM obligasi syariah (19,60%) lebih rendah daripada YTM obligasi konvensional (22,68%). Hal ini juga dibuktikan dengan nilai pada tabel

*structure matrix* yang bernilai positif tidak sama dengan fungsi *centroids* atau titik tengah obligasi syariah yang bernilai negatif. Hal ini disebabkan oleh adanya ketidakseimbangan jumlah sebaran kedua jenis obligasi, yakni jumlah obligasi konvensional sepuluh kali lipat dari jumlah obligasi syariah. Selain itu hasil utama yang diharapkan yaitu perbandingan YTM kedua jenis obligasi menunjukkan karakter grafik yang hampir sama dengan karakter grafik nilai emisi dan jumlah obligasi. Hal tersebut terlihat di bawah ini :

**Grafik 4.5**

**Yield to Maturity (YTM) Kedua Jenis Obligasi**



Sumber : Bursa Efek Surabaya. Data diolah kembali.

Keempat hal tersebut, yaitu kurva YTM, kurva nilai emisi, kurva jumlah obligasi, dan tabel 4.8, makin menunjukkan ketidakseimbangan antara obligasi konvensional dan obligasi syariah, seperti menunjukkan bahwa kinerja keduanya terlihat amat jauh berbeda. Padahal kinerja obligasi tidak hanya dinilai dari hal-hal tersebut. Keduanya dihitung selama jumlah bulan yang sama yaitu masing-masing 37 bulan dari bulan September 2002 hingga September 2005. Seperti yang terlihat



dalam grafik 4.5, pada awalnya kedua garis yang mewakili kedua jenis obligasi menunjukkan bahwa YTM kedua jenis obligasi tersebut sebanding dan bertemu di titik temu bulan Juni – Juli 2003. Tetapi pada tahap-tahap berikutnya YTM obligasi konvensional mengalami peningkatan yang cukup tinggi, dan YTM obligasi syariah terhitung stabil antara 10% dan 20%. Garis YTM obligasi konvensional dari bulan September 2002 sampai Februari 2004 terlihat sebanding dengan garis YTM obligasi syariah yang menunjukkan bahwa YTM obligasi konvensional pada bulan-bulan tersebut dikategorikan sebagai YTM obligasi syariah. Hal ini bisa terlihat pada tabel data di Lampiran 1.

Dari tabel *classification results* (periksa Lampiran 2) dapat diprediksi apakah suatu jenis obligasi termasuk obligasi konvensional atau obligasi syariah. Diketahui bahwa dari hasil prediksi dengan angka *discriminant score* yang didapat dari hasil perhitungan dengan menggunakan fungsi diskriminan yaitu :  $Z$   $Score = - 7,852 + 0,371$  YTM, ada 48,6% obligasi konvensional yang termasuk kategori syariah. Angka ini menunjukkan ada 18 bulan dari 37 bulan data obligasi konvensional yang dikategorikan sebagai data obligasi syariah. Dilihat dari segi YTM, banyak obligasi konvensional yang dikategorikan sebagai obligasi syariah karena angka *discriminant score*-nya  $< 0$ . Diketahui juga bahwa dari 37 bulan data obligasi syariah, semuanya telah memenuhi syarat angka *discriminant score*, tidak ada kesalahan prediksi. Dari hasil *discriminant score* juga didapat bahwa bulan Juli sampai Agustus 2003 merupakan bulan terbaik untuk melakukan transaksi jual-beli obligasi syariah karena nilainya paling tinggi (-0,94) di antara nilai *discriminant score* obligasi syariah pada bulan-bulan lainnya.

Penelitian ini memiliki banyak asumsi, salah satunya adalah angka batasan *discriminant score* belum tentu menjadi faktor utama pengklasifikasian apakah suatu obligasi termasuk obligasi konvensional atau obligasi syariah, karena ada banyak faktor tak terukur yang bisa dijadikan patokan. Salah satunya, meskipun dari segi YTM suatu obligasi termasuk obligasi syariah, dari segi sistem pembayaran *return* belum tentu syariah.

Dalam bab II telah dijelaskan mengenai faktor-faktor yang mempengaruhi permintaan dan penawaran suatu obligasi. Faktor yang mempengaruhi permintaan dan penawaran obligasi syariah sendiri masih dipertanyakan karena dalam bab II dijelaskan bahwa penelitian ini masih berasumsi bahwa pergerakan permintaan obligasi syariah hanya dipengaruhi oleh pergerakan harga obligasi konvensional, namun tidak mempengaruhi tingkat harga obligasi syariah.

Faktor-faktor eksternal yang mempengaruhi permintaan dan penawaran obligasi seperti pendapatan, ekspektasi tingkat bunga, ekspektasi inflasi, ekspektasi *return* aset lain, dan pajak bisa jadi merupakan faktor dominan yang mempengaruhi permintaan dan penawaran obligasi. Namun untuk kasus obligasi syariah, faktor-faktor tersebut tampaknya tidak terlalu berpengaruh dalam pembelian atau penjualan obligasi syariah. Bisa jadi faktor yang berpengaruh adalah agama yaitu ketika investor mencari investasi yang halal dan bebas dari riba atau bunga. Faktor internal obligasi syariah seperti jumlah obligasi syariah yang berbanding 1:15 dengan jumlah obligasi konvensional atau nilai emisi obligasi syariah yang berbanding 1:30 dengan obligasi konvensional juga merupakan faktor yang mempengaruhi permintaan dan penawaran obligasi

syariah yang jauh lebih rendah daripada permintaan dan penawaran obligasi konvensional.

Kembali pada kalimat awal dari bab ini bahwa hidup itu pilihan, pasar obligasi menyediakan dua jenis obligasi untuk masyarakat. Dilihat secara sepintas dari segi *return*, likuiditas, dan risiko, kedua jenis obligasi cukup kompetitif. Sekarang tergantung pada jenis investornya (*bond holder*), apakah jenis investor yang *risk taker* atau *risk averter*. Semuanya tergantung pada pilihan individual.



## BAB V

### SIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1. Simpulan

1. Hasil penelitian menunjukkan bahwa :
  - a. Hipotesis bahwa YTM menjadi faktor pembeda yang signifikan antara kinerja obligasi konvensional dengan obligasi syariah selama periode September 2002 – September 2005 terbukti.
  - b. Hipotesis bahwa obligasi syariah lebih menguntungkan emiten dan investor (*bond holder*) daripada obligasi konvensional tidak terbukti.
2. Pertumbuhan obligasi syariah tidak secepat dan setinggi pertumbuhan obligasi konvensional baik dari segi jumlah obligasi maupun nilai emisi.
3. *Return* obligasi syariah lebih rendah daripada *return* obligasi konvensional. Hal ini disebabkan oleh faktor internal obligasi syariah seperti jumlah obligasi syariah dan nilai emisi.
4. Kurva YTM obligasi syariah yang stabil menggambarkan tingkat risiko obligasi syariah yang rendah dan cocok bagi investor yang tidak begitu menyukai spekulasi dan risiko tinggi.
5. Dari segi *return* lebih menguntungkan untuk jual-beli obligasi konvensional dibandingkan obligasi syariah, tapi dari segi risiko lebih aman jual-beli obligasi syariah daripada obligasi konvensional.

## 5.2. Saran

1. Meskipun semua pilihan berinvestasi bersifat individual, diharapkan investor dapat memilih berdasarkan pilihan paling utama yaitu kehalalannya. Jika investor menginginkan suatu investasi yang halal dan memberikan *return* yang cukup kompetitif maka investasi syariah adalah pilihan yang paling tepat.
2. Pemerintah Indonesia harus memiliki komitmen lebih serius untuk mengembangkan instrumen investasi syariah, khususnya adalah obligasi syariah. Salah satu bentuk komitmen tersebut dengan mempercepat penerbitan SUN Syariah, bila perlu dalam denominasi dolar AS sehingga dapat dipasarkan di pasar obligasi internasional. Sehingga hal tersebut dapat mendorong pertumbuhan obligasi syariah yang terbit dari emiten swasta baik dari segi jumlah, nilai emisi atau YTM rata-rata sehingga kedudukan obligasi syariah sejajar dengan obligasi konvensional.

## DAFTAR KEPUSTAKAAN

Al Quran

Achsien, Iggi H. *Pengalaman Penerbitan sebagai Underwriter Obligasi Syariah*. Makalah dipresentasikan pada Training Pasar Modal Syariah, 19 Juni 2003, Bapepam Jakarta.

----- *Mengenal Obligasi Syariah*. Kompas, Rabu 4 Juni 2003.

Antonio, Muhammad Syafi'i. 2001. *Bank Syariah dari Teori ke Praktik*. Jakarta : Gema Insani Press.

Boediono. 1998. *Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi No. 5 Ekonomi Moneter*. Edisi Ketiga. Yogyakarta : BP FEUGM.

Cahyana, Jaka E. 2004. *Langkah Taktis Metodis Berinvestasi di Obligasi*. Jakarta : PT Elex Media Komputindo.

Dornbusch, R., and S. Fischer. 1994. *Macroeconomics*. Sixth Edition. USA : The McGraw-Hill Companies, Inc.

Fakultas Ekonomi Unair. 2003. *Pedoman Penulisan Pra Proposal, Proposal, Skripsi, Pembimbingan, dan Pengujian Skripsi*. Surabaya : FE Unair.

Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI Nomor 20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah.

Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*.

Frank, Robert H., and Ben S. Bernanke. 2004. *Principles of Macroeconomics*. Second Edition. USA : The McGraw-Hill Companies, Inc.

Gordon, Robert J. 1978. *Macroeconomic*. USA : Little Brown and Company.

Hair, Joseph E., Rolph E. Anderson, Ronald L. Tatham, and William C. Black. 1998. *Multivariate Data Analysis*. Fifth Edition. New Jersey : Prentice-Hall, Inc.

Hamidi, M. Luthfi. 2003. *Jejak-jejak Ekonomi Syariah*. Jakarta : Senayan Abadi Publishing.

- Hinuri, Hindarmojo (Ed), Toto Pranoto (Ed), Catur Prasetyo (Ed), dan Unit Riset BES (Ed). 2003. *Pasar Obligasi Indonesia 2002*. Surabaya : Yayasan Pendidikan Pasar Modal Indonesia dan *Sinergy Communication*.
- Hirschey, Mark and James L. Pappas. 1996. *Managerial Economics*. Eighth Edition. USA : The Dryden Press.
- Hubbard, R. Glenn. 2002. *Money, the Financial System, and the Economy*. Fourth Edition. USA : Pearson Education Inc.
- Jahja, Junino. *Persiapan dan Peluncuran Obligasi Syariah (Pengalaman PT Indosat)*. Makalah dipresentasikan pada Training Pasar Modal Syariah, 19 Juni 2003, Bapepam Jakarta.
- Karim Business Consulting. *Obligasi Syariah*. Makalah dipresentasikan pada Seminar Shari'ah Economic Days, 16-19 Februari 2004, Jakarta.
- *Overview Islamic Product*. Makalah dipresentasikan pada Seminar Shari'ah Economic Days, 16-19 Februari 2004, Jakarta.
- Lewis, Mervyn K., dan Latifa M. Algaoud. 2001. *Perbankan Syariah Prinsip, Praktik, dan Prospek*. Terjemahan. Jakarta : PT Serambi Ilmu Semesta.
- Majalah Modal Edisi 23 Desember 2004.
- Majalah Modal No. 6/1-April 2003.
- Mankiw, N. Gregory. 2000. *Teori Makroekonomi*. Edisi Keempat. Terjemahan. Jakarta : Erlangga.
- Mishkin, Frederic S. 2004. *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Seventh Edition. New York : Pearson, Addison Wesley.
- Pass, Christopher, dan Bryan Lowes. 1994. *Dictionary of Economics*. Edisi Kedua. Terjemahan. Jakarta : Erlangga.
- Rahardjo, Spto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta : PT Gramedia Pustaka Utama.
- Rakhmat, Jalaluddin. 2003. *Psikologi Agama : Sebuah Pengantar*. Bandung : PT Mizan Pustaka.
- Samuelson, Paul A., and William D. Nordhaus. 1998. *Economics*. Sixteenth Edition. USA : The McGraw-Hill Companies, Inc.

Santoso, Singgih. 2002. *Buku Latihan SPSS-Statistik Multivariat*. Jakarta : PT Elex Media Komputindo.

Siamat, Dahlan. 2001. *Manajemen Lembaga Keuangan*. Edisi Ketiga. Jakarta : LP FEUI.

Suta, I Putu Gede Ary. 2000. *Menuju Pasar Modal Modern*. Jakarta : Yayasan Sad Satria Bhakti.

[www.bapepam.go.id](http://www.bapepam.go.id)

[www.bes.co.id](http://www.bes.co.id)

[www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)

[www.ekonomisyariah.org](http://www.ekonomisyariah.org)

[www.karimconsulting.com](http://www.karimconsulting.com)

[www.kompas.com](http://www.kompas.com)

[www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)

[www.republika.co.id](http://www.republika.co.id)





## Lampiran 1 :

**Data Obligasi Hasil Analisis Diskriminan  
Periode September 2002 – September 2005**

No.	Bulan	Obligasi	Jumlah	YTM	Prediksi	Disc_Score	Prob_kv	Prob_syr
1	Sep-02	Konvensional	100	19.0346	Syariah	-0.7815	0.2903	0.7097
2	Oct-02	Konvensional	100	19.0293	Syariah	-0.7834	0.2899	0.7101
3	Nov-02	Konvensional	104	18.8163	Syariah	-0.8625	0.2716	0.7284
4	Dec-02	Konvensional	105	18.7433	Syariah	-0.8897	0.2655	0.7345
5	Jan-03	Konvensional	107	18.6949	Syariah	-0.9076	0.2615	0.7385
6	Feb-03	Konvensional	107	18.6946	Syariah	-0.9077	0.2615	0.7385
7	Mar-03	Konvensional	108	18.415	Syariah	-1.0116	0.2392	0.7608
8	Apr-03	Konvensional	111	18.5801	Syariah	-0.9503	0.2522	0.7478
9	May-03	Konvensional	118	19.6497	Syariah	-0.553	0.3469	0.6531
10	Jun-03	Konvensional	127	19.6509	Syariah	-0.5525	0.3471	0.6529
11	Jul-03	Konvensional	141	19.2203	Syariah	-0.7125	0.3068	0.6932
12	Aug-03	Konvensional	146	20.186	Syariah	-0.3538	0.4002	0.5998
13	Sep-03	Konvensional	146	20.1885	Syariah	-0.3529	0.4005	0.5995
14	Oct-03	Konvensional	160	20.23	Syariah	-0.3374	0.4047	0.5953
15	Nov-03	Konvensional	167	20.4966	Syariah	-0.2384	0.4322	0.5678
16	Dec-03	Konvensional	170	20.3854	Syariah	-0.2797	0.4207	0.5793
17	Jan-04	Konvensional	171	20.3499	Syariah	-0.2929	0.417	0.583
18	Feb-04	Konvensional	172	20.3479	Syariah	-0.2936	0.4168	0.5832
19	Mar-04	Konvensional	184	21.7624	Konvensional	0.2318	0.5659	0.4341
20	Apr-04	Konvensional	189	22.4332	Konvensional	0.4809	0.6341	0.3659
21	May-04	Konvensional	183	21.8569	Konvensional	0.2669	0.5757	0.4243
22	Jun-04	Konvensional	191	22.3311	Konvensional	0.443	0.624	0.376
23	Jul-04	Konvensional	193	22.4458	Konvensional	0.4856	0.6354	0.3646
24	Aug-04	Konvensional	191	22.0997	Konvensional	0.3571	0.6007	0.3993
25	Sep-04	Konvensional	195	22.8381	Konvensional	0.6313	0.6731	0.3269
26	Oct-04	Konvensional	208	25.855	Konvensional	1.7519	0.8812	0.1188
27	Nov-04	Konvensional	210	25.8388	Konvensional	1.7459	0.8805	0.1195
28	Dec-04	Konvensional	215	26.5065	Konvensional	1.9939	0.9073	0.0927
29	Jan-05	Konvensional	223	26.9847	Konvensional	2.1715	0.923	0.077
30	Feb-05	Konvensional	234	27.8192	Konvensional	2.4815	0.9447	0.0553
31	Mar-05	Konvensional	233	28.3261	Konvensional	2.6698	0.9549	0.0451
32	Apr-05	Konvensional	236	28.4888	Konvensional	2.7302	0.9578	0.0422
33	May-05	Konvensional	235	28.3381	Konvensional	2.6743	0.9552	0.0448
34	Jun-05	Konvensional	242	28.222	Konvensional	2.6311	0.953	0.047
35	Jul-05	Konvensional	241	28.9451	Konvensional	2.8997	0.965	0.035
36	Aug-05	Konvensional	239	28.8386	Konvensional	2.8602	0.9634	0.0366
37	Sep-05	Konvensional	234	28.4447	Konvensional	2.7139	0.9571	0.0429
38	Sep-02	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
39	Oct-02	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
40	Nov-02	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
41	Dec-02	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
42	Jan-03	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
43	Feb-03	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
44	Mar-03	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
45	Apr-03	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
46	May-03	Syariah	1	20.02	Syariah	-0.4154	0.3834	0.6166
47	Jun-03	Syariah	2	20.03	Syariah	-0.4117	0.3844	0.6156

48	Jul-03	Syariah	4	18.6075	Syariah	-0.9401	0.2544	0.7456
49	Aug-03	Syariah	4	18.6075	Syariah	-0.9401	0.2544	0.7456
50	Sep-03	Syariah	4	18.6075	Syariah	-0.9401	0.2544	0.7456
51	Oct-03	Syariah	5	18.896	Syariah	-0.8329	0.2783	0.7217
52	Nov-03	Syariah	6	19.085	Syariah	-0.7627	0.2948	0.7052
53	Dec-03	Syariah	6	19.085	Syariah	-0.7627	0.2948	0.7052
54	Jan-04	Syariah	6	19.085	Syariah	-0.7627	0.2948	0.7052
55	Feb-04	Syariah	6	19.085	Syariah	-0.7627	0.2948	0.7052
56	Mar-04	Syariah	7	19.22	Syariah	-0.7126	0.3068	0.6932
57	Apr-04	Syariah	7	19.22	Syariah	-0.7126	0.3068	0.6932
58	May-04	Syariah	8	19.3188	Syariah	-0.6759	0.3158	0.6842
59	Jun-04	Syariah	9	19.3956	Syariah	-0.6474	0.3229	0.6771
60	Jul-04	Syariah	10	19.459	Syariah	-0.6238	0.3288	0.6712
61	Aug-04	Syariah	10	19.459	Syariah	-0.6238	0.3288	0.6712
62	Sep-04	Syariah	10	19.459	Syariah	-0.6238	0.3288	0.6712
63	Oct-04	Syariah	10	19.459	Syariah	-0.6238	0.3288	0.6712
64	Nov-04	Syariah	11	19.9645	Syariah	-0.4361	0.3778	0.6222
65	Dec-04	Syariah	13	19.9731	Syariah	-0.4329	0.3787	0.6213
66	Jan-05	Syariah	13	19.9746	Syariah	-0.4323	0.3788	0.6212
67	Feb-05	Syariah	13	19.9746	Syariah	-0.4323	0.3788	0.6212
68	Mar-05	Syariah	13	19.9746	Syariah	-0.4323	0.3788	0.6212
69	Apr-05	Syariah	14	19.9786	Syariah	-0.4308	0.3792	0.6208
70	May-05	Syariah	14	19.9786	Syariah	-0.4308	0.3792	0.6208
71	Jun-05	Syariah	15	19.758	Syariah	-0.5128	0.3574	0.6426
72	Jul-05	Syariah	16	19.7738	Syariah	-0.5069	0.359	0.641
73	Aug-05	Syariah	16	19.7738	Syariah	-0.5069	0.359	0.641
74	Sep-05	Syariah	16	19.7738	Syariah	-0.5069	0.359	0.641

Lampiran 2 :

**Analisis Diskriminan**  
(Analisis Beda antara Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah Berdasarkan YTM Bulanan Periode September 2002 – September 2005)

**Discriminant**

Tabel 1

Analysis Case Processing Summary

Unweighted Cases		N	Percent
Valid		74	100.0
Excluded	Missing or out-of-range group codes	0	.0
	At least one missing discriminating variable	0	.0
	Both missing or out-of-range group codes and at least one missing discriminating variable	0	.0
	Total	0	.0
Total		74	100.0

Tabel 2

Group Statistics

Obligasi		Mean	Std. Deviation	Valid N (listwise)	
				Unweighted	Weighted
Konvensional	YTM	22.678057	3.7785420	37	37.000
Syariah	YTM	19.598835	.4675174	37	37.000
Total	YTM	21.138446	3.0905600	74	74.000

Tabel 3

Tests of Equality of Group Means

	Wilks' Lambda	F	df1	df2	Sig.
YTM	.748	24.201	1	72	.000

## Analysis 1

### Box's Test of Equality of Covariance Matrices

Tabel 4

## Log Determinants

Obligasi	Rank	Log Determinant
Konvensional	1	2.659
Syariah	1	-1.521
Pooled within-groups	1	1.981

The ranks and natural logarithms of determinants printed are those of the group covariance matrices.

Tabel 5

## Test Results

Box's M		101.643
F	Approx.	100.894
	df1	1
	df2	15552.000
	Sig.	.000

Tests null hypothesis of equal population covariance matrices.

## Summary of Canonical Discriminant Functions

Tabel 6

## Eigenvalues

Function	Eigenvalue	% of Variance	Cumulative %	Canonical Correlation
1	.336 <sup>a</sup>	100.0	100.0	.502

a. First 1 canonical discriminant functions were used in the analysis.

Tabel 7

## Wilks' Lambda

Test of Function(s)	Wilks' Lambda	Chi-square	df	Sig.
1	.748	20.719	1	.000

Tabel 8

## Standardized Canonical Discriminant Function Coefficients

	Function
	1
YTM	1.000

**Tabel 9**

**Structure Matrix**

	Function
	1
YTM	1.000

Pooled within-groups correlations between discriminating variables and standardized canonical discriminant functions. Variables ordered by absolute size of correlation within function.

**Tabel 10**

**Canonical Discriminant Function: Coefficients**

	Function
	1
YTM	.371
(Constant)	-7.852

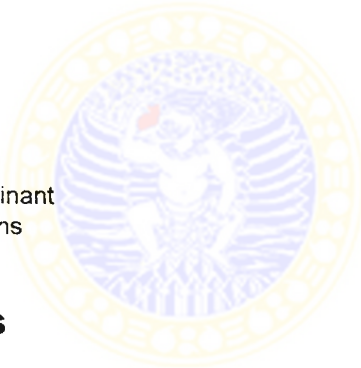
Unstandardized coefficients

**Tabel 11**

**Functions at Group Centroids**

	Function
	1
Obligasi	.572
Konvensional	-.572
Syariah	-.572

Unstandardized canonical discriminant functions evaluated at group means



**Classification Statistics**

**Tabel 12**

**Classification Processing Summary**

Processed		74
Excluded	Missing or out-of-range group codes	0
	At least one missing discriminating variable	0
Used in Output		74

**Tabel 13**

**Prior Probabilities for Groups**

		Cases Used in Analysis	
	Prior	Unweighted	Weighted
Obligasi	.500	37	37.000
Konvensional	.500	37	37.000
Syariah	.500	37	37.000
Total	1.000	74	74.000

Tabel 14

## Classification Function Coefficients

	Obligasi	
	Konvensional	Syariah
YTM	3.129	2.704
(Constant)	-36.172	-27.191

Fisher's linear discriminant functions

Tabel 15

Classification Results<sup>a,c</sup>

		Obligasi	Predicted Group Membership		Total
			Konvensional	Syariah	
Original	Count	Konvensional	19	18	37
		Syariah	0	37	37
	%	Konvensional	51.4	48.6	100.0
		Syariah	.0	100.0	100.0
Cross-validated <sup>a</sup>	Count	Konvensional	19	18	37
		Syariah	0	37	37
	%	Konvensional	51.4	48.6	100.0
		Syariah	.0	100.0	100.0

- a. Cross validation is done only for those cases in the analysis. In cross validation, each case is classified by the functions derived from all cases other than that case.
- b. 75.7% of original grouped cases correctly classified.
- c. 75.7% of cross-validated grouped cases correctly classified.

## Lampiran 3 :

## Peringkat Rating Obligasi

Simbol	Definisi
idAAA	Perusahaan yang memiliki kemampuan yang <b>superior</b> relatif dibanding obligor Indonesia lainnya untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya.
idAA	Perusahaan yang memiliki kualitas kredit sedikit di bawah perusahaan dengan peringkat idAAA yang didukung oleh kemampuan yang <b>sangat kuat</b> untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya relatif dibanding obligor Indonesia lainnya.
idA	Perusahaan yang memiliki dukungan kemampuan yang <b>kuat</b> untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya, namun cukup peka terhadap perubahan keadaan yang merugikan.
idBBB	Perusahaan yang didukung oleh kemampuan yang <b>memadai</b> relatif untuk memenuhi kewajiban finansialnya namun kemampuan tersebut dapat diperlemah oleh perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan.
idBB	Perusahaan dengan dukungan kemampuan yang <b>agak lemah</b> untuk memenuhi kewajiban jangka panjangnya serta sangat dipengaruhi oleh keadaan bisnis dan perekonomian yang tidak menentu dan merugikan.
idB	Perusahaan dengan dukungan kemampuan yang <b>lemah</b> untuk memenuhi kewajiban finansial jangka panjangnya dan adanya perubahan keadaan bisnis dan perekonomian yang merugikan akan memperburuk kemampuan tersebut untuk memenuhi kewajiban finansialnya.
idCCC	Perusahaan yang <b>tidak mampu</b> lagi memenuhi kewajiban finansialnya serta hanya bergantung kepada perbaikan keadaan eksternal.
idSD	Perusahaan yang <b>gagal</b> membayar satu atau lebih kewajiban finansialnya yang jatuh tempo tetapi terus memenuhi kewajiban lainnya secara tepat waktu.
idD	Perusahaan yang <b>macet</b> atau emitennya sudah berhenti berusaha.

Sumber : [www.pefindo.com](http://www.pefindo.com)

AL-QARDH

- a. Bagian modal LKS;
- b. Keuntungan LKS yang disisihkan;  
dan
- c. Lembaga lain atau individu yang mempercayakan penyaluran infaqnya kepada LKS.

Kesempurnaan

1. Jika salah satu pihak tidak menunaikan kewajibannya atau jika terjadi perselisihan di antara para pihak, maka penyelesaiannya dilakukan melalui Badan Arbitrasi Syari'ah setelah tidak tercapai kesepakatan melalui musyawarah.
2. Fatwa ini berlaku sejak tanggal ditetapkan dengan ketentuan jika di kemudian hari ternyata terdapat kekeliruan, akan diubah dan disempurnakan sebagaimana mestinya.

Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 15 Muharram 1422 H

9 April 2001 M

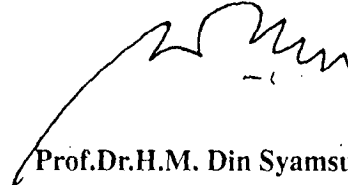
DEWAN SYARI'AH NASIONAL  
MAJELIS ULAMA INDONESIA

Ketua,



K.H.M.A. Sahal Mahfudh

Sekretaris,



Prof. Dr. H.M. Din Syamsuddin

DEWAN SYARI'AH NASIONAL  
MAJELIS ULAMA INDONESIA

FATWA  
DEWAN SYARI'AH NASIONAL  
NO: 20/DSN-MUI/IX/2000

Tentang  
**PEDOMAN PELAKSANAAN INVESTASI  
UNTUK REKSA DANA SYARIAH**

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

Dewan Syari'ah Nasional setelah,

Menimbang

- a. bahwa Islam sangat menganjurkan umatnya untuk melakukan aktifitas ekonomi (*mu'amalah*) dengan cara yang benar dan baik, serta melarang penimbunan barang, atau membiarkan harta (uang) tidak produktif, sehingga aktifitas ekonomi yang dilakukan dapat meningkatkan ekonomi umat.
- b. bahwa aktifitas ekonomi dalam Islam, selain bertujuan untuk memperoleh keuntungan, harus memperhatikan etika dan hukum ekonomi Syari'ah.
- c. bahwa aktifitas ekonomi dalam Islam dilakukan atas dasar suka sama suka (*al-taradhi*), berkeadilan (*al-'adalah*), dan tidak saling merugikan (*la dharara wa la dhirara*).

Nurlika Fitriani



## Lampiran 5 :

AS OF SEPTEMBER 2005

## CORPORATE BONDS

No	Serie	Issue	Name of Issuer and Name of Bond	Bond Code	Issued Date	Listing Date	Maturity Date	Currency	Amortization	
									Date	Amount
57			INDOSAT Tbk., PT							
	136	69	Obligasi Indosat I Tahun 2001 Seri A Buy Back Rp 48,5 M (Peng. No. JKT-137/LIST- PENG/BES/IX/2005 tgl 14 Sept 05)	ISAT01AXBFTW		18-Apr-01	12-Apr-06	IDR	15-Sep-05	48,500,000,000
	137		Obligasi Indosat I Tahun 2001 Seri B	ISAT01BxBVTW		18-Apr-01	12-Apr-06	IDR		
	138	70	Obligasi Indosat II Tahun 2002 Seri A	ISAT02AXBFTW	6-Nov-02	8-Nov-02	6-Nov-07	IDR		
	139		Obligasi Indosat II Tahun 2002 Seri B	ISAT02BxBFTW	6-Nov-02	8-Nov-02	6-Nov-32	IDR		
	140		Obligasi Indosat II Tahun 2002 Seri C	ISAT02CXBVTW	6-Nov-02	8-Nov-02	6-Nov-07	IDR		
	141		Obligasi Syariah Mudharabah Indosat Tahun 2002	SYR-ISAT01XX	6-Nov-02	8-Nov-02	6-Nov-07	IDR		
	142	71	Obligasi Indosat III Tahun 2003 Seri A	ISAT03AXBFTW	22-Oct-03	23-Oct-03	22-Oct-08	IDR		
	143		Obligasi Indosat III Tahun 2003 Seri B	ISAT03BxBFTW	22-Oct-03	23-Oct-03	22-Oct-10	IDR		
	144	72	Obligasi Indosat IV Tahun 2005 Opsi Beli	ISAT04A	21-Jun-05	22-Jun-05	21-Jun-11	IDR	21-Jun-09	815,000,000,000
	145		Obligasi Syariah Ijarah Indosat Tahun 2005 Opsi Beli	ISAT04B	21-Jun-05	22-Jun-05	21-Jun-11	IDR	21-Jun-09	285,000,000,000

Indonesian Rupiah (IDR)		Unit Value	Rating Result	Rating Period	coupon	Interest Rate	YTM	Period (Years)
Issued	Outstanding							
827,200,000,000	778,700,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	18.50%	Fixed 18.50%	20.07%	5
172,800,000,000	172,800,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	16.00%	Fixed Th. I 18.50%, Floating II,III,IV,V max.21.00%	20.07%	5
775,000,000,000	775,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	15.75%	Fixed 15.75%	20.02%	5
200,000,000,000	200,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	16.00%	Fixed 16.00%	3.33%	30
100,000,000,000	100,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	15.00%	Fixed Th. I 15.625%, Floating II-V : SBI 3 bln + 1.625%	20.02%	5
175,000,000,000	175,000,000,000	50,000,000	idAA+(sv)	15/04/2005 - 01/05/2006	0.00%	Bagi Hsl I=6.91%&10.75%, II=6.91%&9.02%, III=6.91%&7.69%, IV=6.91%&6.56%, V=6.91%&5.50%	20.02%	5
1,860,000,000,000	1,860,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	12.50%	Fixed 12.500%	20.01%	5
640,000,000,000	640,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	12.88%	Fixed 12.875%	14.29%	7
815,000,000,000	815,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	12.00%	Fixed 12.000%	16.67%	6
285,000,000,000	285,000,000,000	50,000,000	idAA+	15/04/2005 - 01/05/2006	0.00%	Fee Ijarah Rp 8.550.000.000,- per triwulan	16.67%	6