

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sukuk merupakan peluang dalam aspek pembiayaan dan investasi bagi korporasi dan investor. Sukuk diklaim sebagai alternatif pembiayaan yang lebih menguntungkan dan adil karena adanya unsur kerja sama dan berbagi risiko (*sharing of risk*), dan serta adanya *underlying asset* yang mendasari akad (International Islamic Financial Market, 2016). Sehingga sukuk bisa menjadi alternatif investasi dan pembiayaan dari obligasi, serta dapat menjadi peluang bisnis dikarenakan adanya aset yang mendasarinya berbeda dengan obligasi yang hanya berupa penyertaan hutang.

Secara teori sukuk dan obligasi memiliki perbedaan dalam hal resiko dan *return*. Sukuk merupakan surat penyertaan kepemilikan aset atas akad yang dilakukan sedangkan obligasi merupakan surat hutang. Sukuk memiliki *return* yang lebih rendah dibandingkan obligasi. Hal ini karena resiko yang ada dalam sukuk juga lebih rendah dikarenakan adanya banyak jenis akad dalam sukuk dan adanya *underlying asset* sehingga resiko sukuk lebih rendah dari obligasi (Afshar, 2013).

Dalam studi empiris dalam penelitian Ariff & Safari (2012); El Mosaid & Boutti, (2014); Fathurahman & Fitriati, (2013) menyatakan bahwa sukuk memiliki *return* yang lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi dan memiliki resiko yang lebih rendah. Hal ini tentu berbanding terbalik dengan teori sukuk dan obligasi bahwa sukuk memiliki *return* yang rendah. Menurut peneliti tersebut *return* yang tinggi dari sukuk disebabkan karena adanya *gap* dalam *supply and demand* dimana jumlah sukuk yang ditawarkan/diterbitkan lebih kecil dari permintaan pasar sehingga jumlah penawaran/penerbitan dapat terserap maksimal oleh pasar secara keseluruhan.

Namun dalam studi empiris masih terdapat perdebatan diantara beberapa peneliti yang menyatakan bahwa sukuk dan obligasi adalah sekuritas yang sama.

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Beberapa peneliti telah memberikan pendapat tentang sukuk dan obligasi adalah sekuritas yang sama. Miller, Challoner, dan Atta (2007) dan Wilson (2008) menggunakan analisis kualitatif dalam penelitiannya. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa *return* sukuk masih didasarkan pada suku bunga dari lembaga keuangan konvensional seperti *London Interbank Offered Rate* (LIBOR) dimana hal tersebut masih dikategorikan sebagai bunga. Resiko yang ada pada obligasi juga terjadi pada sukuk seperti risiko gagal bayar yang masih sering terjadi didalam investasi sukuk.

Perbedaan tersebut memicu pertanyaan penelitian apakah sukuk memang berbeda dan dapat menjadi alternatif dari obligasi. Sukuk dapat dikatakan menjadi alternatif apabila memenuhi asumsi bahwa resiko sukuk lebih rendah dari obligasi dan *return* sukuk lebih tinggi dari obligasi (Adeel & Umar, 2017). Beberapa peneliti telah memberikan pendapat namun dengan perspektif yang berbeda.

Maka dari itu penelitian yang lebih lanjut terus dilakukan sehingga dapat memberikan kontribusi penelitian yang berdampak bagi investor muslim maupun non muslim yang ingin berinvestasi agar mengetahui tentang sejauh mana perbedaan risiko dan *return* dari kedua instrumen serta dapat menjawab pertanyaan dan tujuan penelitian apakah sukuk berbeda dan dapat menjadi alternatif obligasi. Salah satu penelitian yang mendukung penelitian ini dilakukan oleh Adeel dan Umar (2017) menjelaskan bahwa perlu diadakan penelitian yang lebih lanjut mengenai perbedaan risiko dan *return* dari sukuk dan obligasi di negara yang berbeda serta jenis sukuk atau obligasi yang berbeda pula. Hasil dari penelitian sebelumnya juga akan menguatkan hasil dari penelitian ini sehingga perbedaan tentang sukuk dan obligasi di Indonesia perlu dilakukan dimana dalam penerbitan global Indonesia dan UEA menjadi emiten tertinggi kedua di dunia. Tahun penelitian pada sampel ini diambil pada tahun 2018-2020 dimana menurut Otoritas Jasa Keuangan (2020) menyebutkan bahwa sukuk dan obligasi ditahun 2020 sedang mengalami penurunan dan masa sulit dikarenakan masih perlu adanya penyesuaian kebijakan agar perusahaan penerbit sukuk dan obligasi dapat membayar kewajibannya kepada investor. Sehingga ditahun 2021 dan ditahun

berikutnya sukuk dan obligasi dapat bertahan dari gejolak ekonomi yang berkepanjangan.

Pentingnya memahami perbedaan bagi seorang investor muslim dalam mengalokasikan dananya tidak hanya melihat dari sisi *risk and return* tetapi juga melihat kaidah-kaidah syari'ah dimana memperhatikan transaksi yang dilarang selama berinvestasi pada sukuk ataupun obligasi seperti yang dijelaskan di dalam ayat berikut :

Firman Q.S. al-Baqarah [2]: 275 :

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ مِنْ رَبِّهِ فَانْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا خَالِدُونَ

Allāzīna ya'kulūnar-ribā lā yaqūmunā illā kamā yaqūmullāzī yatakhabbatuhusy-syaitānu minal-mass, zālika bi'annahum qālū innamal-bai'u mišlur-ribā, wa aḥallallāhul-bai'a wa ḥarramar-ribā, fa man jā'ahu mau'izatum mir rabbihī fantahā fa lahu mā salaf, wa amruhu ilallāh, wa man 'āda fa ulā'ika aṣ-ḥābun-nār, hum fihā khālidūn

Artinya : “Orang-orang yang memakan (bertransaksi dengan) riba tidak dapat berdiri, kecuali seperti orang yang berdiri sempoyongan karena kesurupan setan. Demikian itu terjadi karena mereka berkata bahwa jual beli itu sama dengan riba. Padahal, Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Siapa pun yang telah sampai kepadanya peringatan dari Tuhannya (menyangkut riba), lalu dia berhenti sehingga apa yang telah diperolehnya dahulu menjadi miliknya dan urusannya (terserah) kepada Allah. Siapa yang mengulangi (transaksi riba), mereka itulah penghuni neraka. Mereka kekal di dalamnya” (Kemenag, 2022).

IR - PERPUSTAKAAN UNIVERSITAS AIRLANGGA

Firman Allah SWT, QS. al-Ma'idah [5]:1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ

Yā ayyuhallażīna āmanū aufū bil-'uqūd

Artinya : “Wahai orang-orang yang beriman, penuhilah janji-janji!...”

(Kemenag, 2022).

Firman Allah SWT, QS. Al-Isra' [17]: 34:

وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا

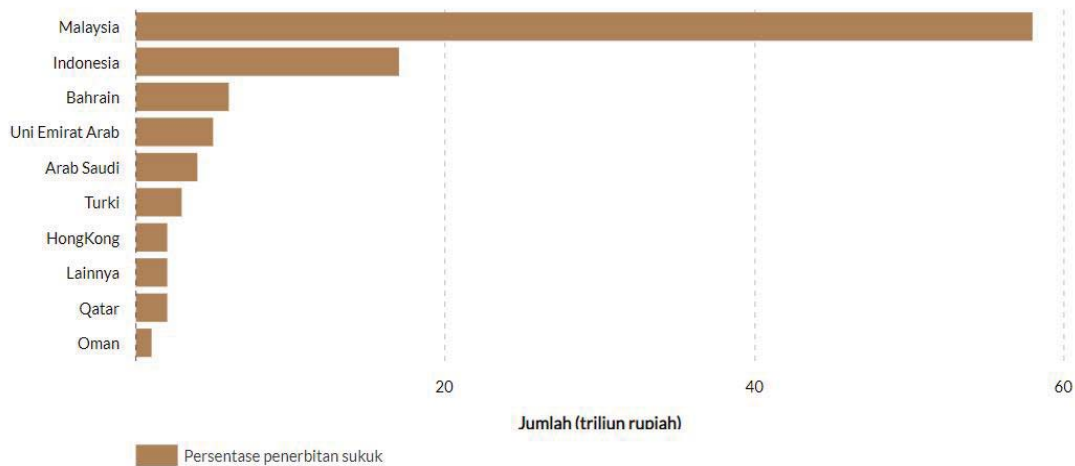
wa aufū bil-'ahdi innal-'ahda kāna mas'ulā

Artinya : “.....Sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban” (Kemenag, 2022).

Berdasarkan pemaparan ayat diatas menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syari'ah menyatakan bahwa penerbitan obligasi yang diterbitkan tidak sesuai dengan ketentuan syariat yang berlaku dimana terdapat riba/bunga dalam penerbitannya serta adanya unsur dhalim pada salah satu pihak dimana penerbit obligasi harus tetap melunasi dan membayar kewajibannya kepada investor tanpa mempertimbangkan kondisi ekonomi atau kondisi pasar yang berlaku. Oleh karena itu obligasi harus diterbitkan berdasarkan prinsip syariah dimana harus terdapat janji atau akad yang jelas dan sesuai dengan aturan syariat, tidak boleh menerbitkan obligasi pada perusahaan yang diharamkan serta tidak menggunakan bunga dalam proses transaksinya. Karena secara hukum islam janji adalah hutang maka dari itu perlu adanya akad atau janji yang benar sesuai kaidah islam.

Di Indonesia sukuk dan obligasi merupakan instrumen keuangan pilihan yang paling diminati untuk mendukung pendanaan korporasi dan dapat menjadi peluang bisnis bagi investor. Indonesia dengan populasi lebih memiliki 260 juta populasi muslim terbesar di dunia yang menjadi alasan penelitian penting dilakukan di Indonesia (Kuran, 1995). Dalam penerbitan global Indonesia dan UEA menjadi emiten tertinggi kedua dengan emisi masing-masing sekitar USD 7

miliar sedangkan Malaysia, pemimpin pasar sukuk global menerbitkan sukuk senilai sekitar USD 35 miliar pada tahun 2016, terhitung lebih dari 45% dari sukuk yang diterbitkan secara global tahun itu (kemenkeu.co.id). Seperti yang ditunjukkan pada (Gambar 1.1) dibawah ini.

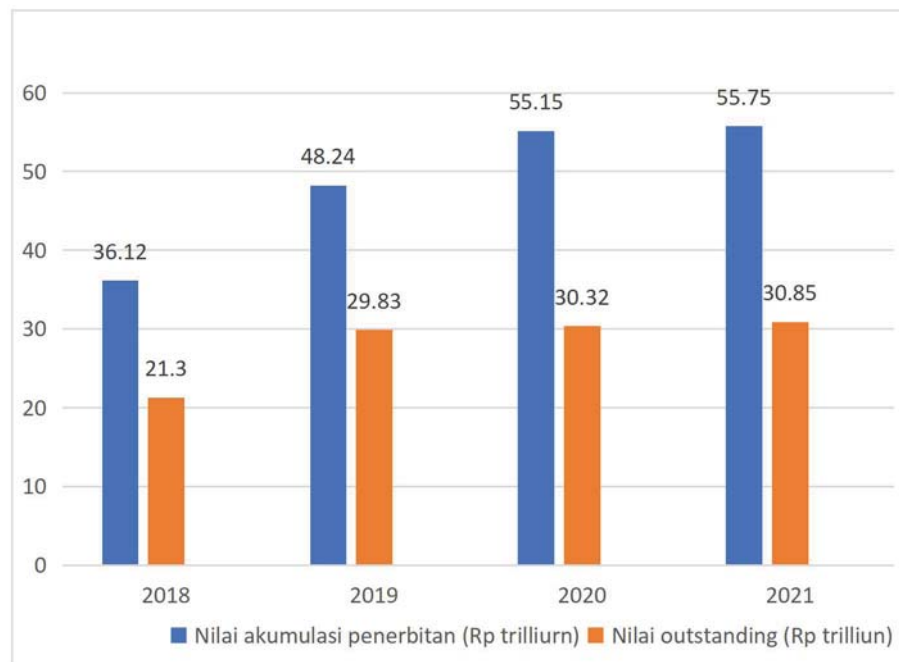


Sumber : IFSB Stability Report 2016

Gambar 1.1

Negara Penerbit Sukuk Terbanyak di Dunia

Sukuk mulai diterbitkan di Indonesia pada tahun 2002 dan mencapai nilai transaksi Rp. 175 miliar (Fatah, 2011), dan terus mengalami pertumbuhan sampai dengan saat ini. Berdasarkan data statistik sukuk menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) per Januari 2022 telah mencapai nilai transaksi Rp. 35,02 Triliun. Hal itu juga menjadikan sukuk sebagai mekanisme instrumen dalam meningkatkan finansial korporasi dan negara serta struktur yang dapat diterima secara islami, seperti yang dijelaskan pada (Gambar 1.2) tentang perkembangan sukuk di Indonesia.

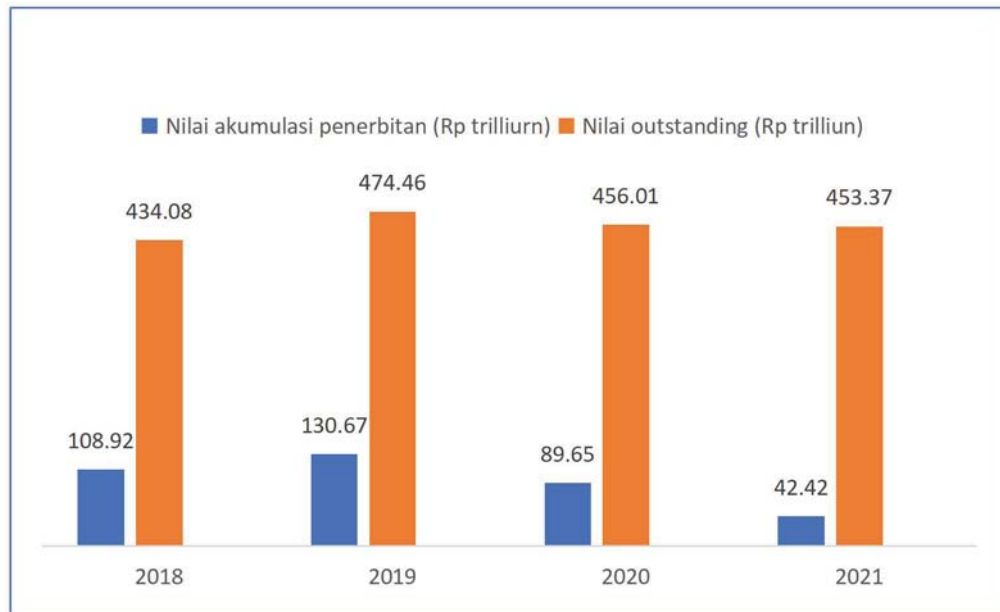


Sumber : Ojk.co.id

Gambar 1.2

Perkembangan Sukuk Korporasi

PT Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) menyebutkan bahwa penerbitan obligasi korporasi masih didominasi oleh sektor *non financing* dengan persentase 57 persen, dikarenakan sektor *financing* masih selektif dalam menyalurkan kredit. Kemudian hingga semester I-2021, penerbitan obligasi korporasi listed mencapai Rp42,41 triliun. Penerbitan obligasi pada semester I/2020 yang rendah dikarenakan adanya tingkat suku bunga yang masih tinggi, serta posisi *wait and see* dari investor dikarenakan adanya pandemi Covid-19. Kemudian untuk total *outstanding* juga menurun selama pandemi.



Sumber : Pefindo.com

Gambar 1.3

Perkembangan Obligasi Korporasi

Perkembangan sukuk di Indonesia menjadikan dasar bahwa sukuk juga menjadi investasi alternatif pilihan bagi para investor dari obligasi. Beberapa peneliti telah menyebutkan bahwa obligasi konvensional dan instrumen sukuk memang berbeda dari sisi risiko dan *return* dan dapat menjadi alternatif pilihan investasi.

Penelitian yang dilakukan (Adeel dan Umar, 2017) menunjukkan analisis risiko komparatif dari sukuk dan obligasi di Pakistan. Pendekatan VaR digunakan untuk menghitung risiko dua instrumen yang dibangun secara terpisah. Temuan mengungkapkan bahwa obligasi lebih berisiko dibandingkan dengan sukuk namun *return* di beberapa jenis sukuk lebih tinggi dibandingkan obligasi dan dapat disimpulkan bahwa di beberapa pilihan sukuk dapat menjadi alternatif dari obligasi konvensional. Namun, ada beberapa kesamaan antara sukuk dan obligasi meskipun instrumen keuangan ini pada dasarnya berbeda. Sama seperti obligasi, sukuk memiliki jangka waktu jatuh tempo yang tetap, tingkat kupon atau bagi hasil, hasil, dan sukuk juga diperdagangkan pada harga tertentu (Mosaid dan

Boutti, 2014). Oleh karena itu untuk rumusan masalah dalam penelitian ini yaitu untuk memberikan kontribusi dan membuktikan dari perdebatan terkait perbedaan *risk and return* sukuk dan obligasi apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *risk and return* sukuk dan obligasi.

1.2 Kesenjangan Penelitian

Beberapa peneliti telah memberikan pendapat tentang sukuk dan obligasi adalah sekuritas yang sama. Miller, Challoner, dan Atta (2007) dan Wilson (2008) menggunakan analisis kualitatif dalam penelitiannya. Analisis yang digunakan adalah studi pustaka dengan memberikan analisis *return* dan risiko dari kedua instrumen serta menggunakan pandangan teoritis terkait *risk and return*. Tujuan dari kedua peneliti tersebut adalah membuktikan apakah sukuk berbeda dari obligasi dengan pandangan teoritis.

Perbedaan dengan penelitian ini adalah penelitian tersebut didasarkan pada analisis teoritis dimana hal tersebut bisa menjadi berbeda hasilnya dengan analisis empiris. Dalam penelitian ini menggunakan analisis kuantitatif dimana menggunakan sampel serta data statistik untuk membuktikan apakah sukuk memang berbeda dari obligasi secara signifikan. Pada penelitian ini menggunakan Standar deviasi dan *yield to maturity* dalam mencapai tujuan penelitian.

Beberapa peneliti lain mengatakan bahwa sukuk dan obligasi merupakan sekuritas yang berbeda. Cakir & Raei (2007) ; Kostandyan (2015) ; Rubaiyat A.,et al (2020) menggunakan metode simulasi monte carlo, pendekatan delta normal dan simulasi historis untuk menghitung value at risk (VaR) dalam mengukur risiko kedua sekuritas tersebut dengan mengambil sampel di negara Pakistan, Malaysia, Bahrain dan Qatar. Tujuan dari ketiga penelitian tersebut adalah untuk menguji apakah ada manfaat diversifikasi dengan memasukkan sukuk ke dalam portofolio investasi obligasi. Variabel yang digunakan dalam penelitian tersebut adalah *closing price* dari sukuk dan obligasi, standar deviasi dan *portofolio value* dengan waktu sampel dari tahun 2007-2016.

Perbedaan dengan penelitian ini adalah dimana tujuan dalam penelitian ini yaitu memberikan hasil terkait apakah sukuk dan obligasi berbeda secara

signifikan untuk menjawab beberapa perdebatan penelitian, khususnya di Indonesia. Tahun sampel penelitian ini diambil pada tahun 2018-2020 dimana gejolak ekonomi pada periode tersebut dapat terjadi perbedaan hasil dikarenakan pandemi Covid-19.

Dari hasil penelitian terdahulu ditemukan bahwa penelitian terkait perbedaan *risk and return* dari obligasi dan sukuk masih terus dilakukan namun pada penelitian sebelumnya membahas perbedaan sukuk dan obligasi dalam perspektif teoritis dan empiris yang berbeda. Penelitian ini bertujuan untuk mengisi gap pada penelitian sebelumnya apakah sukuk berbeda dari aspek *return* dan risiko dengan obligasi.

1.3 Tujuan Penelitian

Untuk menguji apakah terdapat perbedaan antara *risk and return* sukuk dan obligasi di Indonesia.

1.4 Ringkasan Metode Penelitian

Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk mengukur dan membandingkan *return* (Markowitz,1952) dan *standard deviation* (Bungin,2005) antara sukuk dan obligasi. Dalam penelitian ini, data yang digunakan adalah data sekunder *yield* sukuk dan obligasi tahun 2018-2020 yang diperoleh dari *The Indonesia Capital Market Institute* (TICMI). Pengambilan sampel penelitian menggunakan teknik *purposive sampling*.

1.5 Ringkasan Hasil Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk melihat perbedaan *return* dan risiko sukuk dan obligasi di Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode kuantitatif dengan teknik analisis yaitu *yield to maturity* dan *standard deviation*. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sukuk dan obligasi memiliki perbedaan yang signifikan dari sisi *return* dimana rata-rata *return* sukuk lebih tinggi dari rata-rata *return* obligasi. Perbedaan yang signifikan juga terjadi pada risiko sukuk dan obligasi dimana sukuk memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan obligasi hal ini

disebabkan karena beberapa akad yang ada di dalam sukuk sehingga manfaat disversifikasi membuat resiko sukuk menjadi lebih rendah.

1.6 Kontribusi Penelitian

1.6.1 Bagi Investor

Diharapkan dengan penelitian ini para investor dapat memahami tentang perbedaan risiko dan *return* dari sukuk dan obligasi sehingga dapat memberikan keputusan yang tepat dan sesuai dengan tujuan investor dalam berinvestasi.

1.6.2 Bagi Pemerintah

Diharapkan dengan penelitian ini pemerintah dapat memberikan regulasi terkait sukuk atau instrumen keuangan islam yang lain agar produk keuangan islam dapat benar-benar dikatakan berbeda dengan produk konvensional dan dapat menjadi alternatif dari produk konvensional.

1.6.3 Bagi Perusahaan

Diharapkan dengan penelitian ini perusahaan dapat lebih memberikan informasi yang jelas tentang perbedaan sukuk dan obligasi terutama bagi perusahaan yang langsung menerbitkan kedua instrumen ini sehingga para investor terutama investor yang baru memulai dapat memahami tentang perbedaan kedua instrumen.

1.6.4 Bagi Peneliti Selanjutnya

Diharapkan bagi peneliti selanjutnya dapat membahas perbedaan sukuk dan obligasi dengan metode penelitian yang berbeda serta penambahan variabel lain seperti rating perusahaan, *sharia compliant*, dan lain-lain. Serta jenis obligasi dan sukuk yang berbeda seperti membandingkan sesama jenis sukuk ataupun sukuk dan obligasi dengan kriteria sampel yang berbeda, sehingga dapat memberikan gambaran yang lebih detail dan jelas apakah sukuk benar-benar bisa menjadi alternatif bagi investor dari obligasi konvensional.