PERBANDINGAN RISK AND RETURN ANTARA SUKUK DENGAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2010-2016

JURNAL SKRIPSI

Ditulis oleh :

Nama : **Anggita Inassativa**

Nomor Mahasiswa : **11311462**

Jurusan : **Manajemen**

Bidang Konsentrasi : **Keuangan**

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2018

PERBANDINGAN RISK AND RETURN ANTARA SUKUK DENGAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2010-2016

JURNAL SKRIPSI

Ditulis oleh :

Nama	**: Anggita Inassativa**
Nomor Mahasiswa	**: 11311462**
Jurusan	**: Manajemen**
Bidang Konsentrasi	**: Keuangan**

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

FAKULTAS EKONOMI

YOGYAKARTA

2018

HALAMAN PENGESAHAN JURNAL SKRIPSI

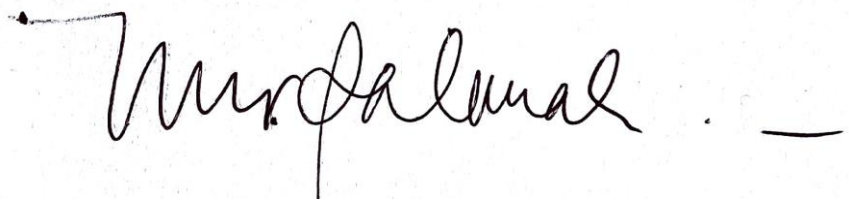
PERBANDINGAN *RISK AND RETURN* ANTARA SUKUK DENGAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2010-2016

Nama	:	Anggita Inassativa
Nomor Mahasiswa	:	11311462
Jurusan	:	Manajemen
Bidang Konsentrasi	:	Keuangan

Yogyakarta, 13 Maret 2018

Telah disetujui dan disahkan oleh

Dosen Pembimbing,



Nur Rahmah Tri Utami, SE, MSocSc

PERBANDINGAN *RISK AND RETURN* ANTARA SUKUK DENGAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR PADA BURSA EFEK INDONESIA (BEI) PERIODE 2010-2016

ANGGITA INASSATIVA

Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Indonesia

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbandingan *risk and return* antara sukuk dengan obligasi yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI). Risiko diukur menggunakan *Value at Risk* (VAR), sedangkan return diukur menggunakan *Current Yield* (CY) dan *Yield to Maturity* (YTM).

Sampel dalam penelitian ini adalah perusahaan yang menerbitkan obligasi dan sukuk pada sektor non keuangan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia selama periode tahun 2010-2016. Metode pengambilan sampel yang digunakan adalah purposive sampling dan terdapat 17 perusahaan yang masuk dalam kriteria. Dalam pengujian hipotesisnya menggunakan metode uji beda dua sampel bebas atau Independent Sample T Test. Hasil penelitian menunjukkan bahwa risiko antara sukuk dengan obligasi yang diukur dengan *Value at risk* (VAR) tidak terdapat perbedaan secara signifikan. Sedangkan return sukuk dan obligasi yang diukur menggunakan *Current Yield* (CY) menunjukkan bahwa ada perbedaan secara signifikan, begitupula dengan return yang diukur dengan menggunakan *Yield to Maturity* (YTM) menunjukkan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara sukuk dan obligasi.

Kata Kunci : Sukuk, Obligasi, *risk, return*

ABSTRACT

This study aims to analyse the comparison of risk and return between sukuk with bonds that are listed on the Indonesia stock exchange (idx). Risk is measured using the Value at Risk (VAR), while the return is measured using Current Yield (CY) and Yield to Maturity (YTM).

The sample in this research is the company that issued the bond and sukuk on non financial sector listed in Indonesia stock exchange over a period of years 2010-2016. Sampling method used is the purposive sampling and there are 17 companies in the criteria. In testing different test method whose hypotheses two free samples or Independent Samples T Test. The results showed that the risk between sukuk with bonds as measured by Value at risk (VAR) there are significant differences. While the return on bonds and sukuk as measured using Current Yield (CY) shows that there is no difference significantly, neither with a return measured using the Yield to Maturity (YTM) shows that there is no difference significantly between sukuk and bond.

Key words: Bond, Sukuk, risk, return

PENDAHULUAN

Investasi berbasis syariah di Indonesia saat ini mengalami perkembangan pesat dan permintaan pasar pun meningkat, Dengan semakin banyaknya permintaan pasar akan investasi yang menggunakan prinsip syariah, maka pasar modal menyediakan berbagai macam produk yang mengacu pada prinsip syariah. Salah satu produk yang disediakan oleh pasar modal dan kini menunjukkan perkembangan yang pesat semenjak penerbitannya yaitu sukuk atau lebih dikenal dengan obligasi syariah.

Sukuk merupakan terobosan inovatif dalam dunia keuangan Islam yang bentuknya berupa pendanaan dan investasi. Prinsip sukuk tidak berbeda jauh dengan obligasi yaitu sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasar suatu transaksi. Berbeda dengan obligasi yang merupakan investasi yang berbentuk utang piutang dengan bunga (riba), investasi sukuk menggunakan konsep bagi hasil, transaksi pendukung (*underlying asset*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan, penggunaan akad atau perjanjian berdasarkan prinsip-prinsip syariah yaitu terbebas dari riba, gharar, dan maysir.

Perkembangan sukuk di Indonesia mengalami pasang surut semenjak pertama kali diterbitkan. Sukuk pertama kali diterbitkan di Indonesia tahun 2002 pada bidang telekomunikasi hingga tahun berikutnya masuk industri, transportasi hingga ke industri perbankan. Otoritas Jasa Keuangan (OJK) mencatat sejak tahun 2002 hingga tahun 2013 terdapat 64 penerbitan sukuk korporasi dengan total emisi Rp 11,9 triliun. Hingga pada tahun 2014 perkembangan sukuk di Indonesia berdasarkan data statistik Otoritas Jasa Keuangan (OJK) menunjukkan Indonesia telah menerbitkan sebanyak 71 sukuk korporasi dengan total emisi Rp 12,9 triliun dan terdapat 35 sukuk yang masih *outstanding* dengan nilai Rp 7,14 trilliun. Perkembangan yang begitu pesat hanya dalam kurun 12 tahun dan menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) total penerbitan sukuk di Indonesia menyumbang 5 persen penerbitan sukuk di dunia. Bahkan menurut data *Asia Bond Monitor,* Indonesia merupakan pasar sukuk teraktif dan menempati peringkat ke dua setelah Malaysia di Asia Timur. Dengan perkembangan yang begitu pesat tentunya sukuk menjadi salah satu prospek yang cemerlang di masa depan dan dapat menyumbang pembangunan negara khususnya di Indonesia.

Sukuk yang berkembang begitu pesat dan memiliki keuntungan yang lebih dibanding obligasi semakin menarik minat investor untuk berinvestasi pada sukuk. Keuntungan yang didapatkan ketika berinvestasi sukuk didasarkan bagi hasil yang telah ditetapkan. Apabila keuntungan sukuk berdasarkan bunga seperti yang diterapkan pada obligasi dikhawatirkan akan menimbulkan riba sehingga pada investasi sukuk digunakanlah sistem bagi hasil sesuai yang telah ditetapkan. Seperti penjelasan sebelumnya bahwa dalam investasi syariah apapun akan selalu menghindari riba, gharar dan maysir.

Keuntungan yang didapatkan investor ketika berinvestasi di pasar modal selalu diikuti risiko. Karena sejatinya risiko melekat pada semua aspek dan risiko ialah penyimpangan hasil dari yang diharapkan. Investor tidak tahu dengan pasti keuntungan

dan risiko yang akan dihadapinya. Seperti ungkapan pada umumnya di dalam berinvestasi yaitu *high risk-high return.* Hal tersebut berarti jika investor menginginkan keuntungan yang tinggi, maka ia harus bersedia menanggung risiko yang tinggi pula. Meskipun ungkapan umum tersebut telah diketahui oleh investor namun bisa jadi sebagian dari investor tersebut belumlah memahami akan risiko-risiko tersebut.

Sukuk yang merupakan salah satu produk investasi yang tersedia di pasar modal juga tak lepas dari risiko. Bila dicermati lebih risiko yang terdapat pada sukuk tidak jauh berbeda dengan risiko obligasi. Risiko seperti risiko likuiditas dan risiko pasar yang terdapat pada obligasi juga dimiliki oleh sukuk. Namun demikian sukuk juga memiliki risiko unik yang tidak dimiliki oleh obligasi dikarenakan sukuk berdasarkan pada prinsip syariah. Risiko tersebut ialah risiko peraturan, risiko kepatuah syariah, risiko kredit, risiko aset. Sementara obligasi memiliki risiko diantaranya risiko tingkat bunga, risiko default, risiko inflasi, risiko tingkat bunga. Berdasarkan uraian tersebut investor perlu memahami strategi yang tepat untuk memperoleh keuntungan dan memahami risiko itu sendiri dan mengumpulkan informasi yang mendetail mengenai risiko-risiko tersebut. Sehingga diharapkan ketika investor telah memahami risiko-risiko tersebut tentunya akan lebih mudah untuk mengelola risiko.

KAJIAN PUSTAKA

1. Obligasi

Obligasi merupakan salah satu produk investasi yang berupa surat utang yang ditawarkan kepada publik guna memenuhi kebutuhan dana baik untuk ekspansi usaha, pembelian aset tetap dan lainnya. Obligasi termasuk dalam kelompok investasi yang memiliki pendapatan tetap. Investor merupakan kreditur bagi pihak yang menerbitkan obligasi yaitu pemerintah atau perusahaan dan tidak memiliki hak atas kepemilikan perusahaan layaknya saham. Namun memiliki hak untuk mendapatkan pembayaran terlebih dahulu daripada pemegang saham. Pihak penerbit obligasi harus mengembalikan dana dan membayarkan bunga kepada penerima obligasi sesuai dengan jatuh tempo. Jatuh tempo obligasi pun bervariasi mulai dari 1 tahun, 5 tahun, 10 tahun atau bahkan tidak terbatas. Keuntungan yang diperoleh penerima obligasi berupa selisih antara harga beli dan harga yang tercantum pada surat obligasi pada waktu jatuh tempo.

2. Sukuk

Nafik HR (2009) mengemukakan sukuk merupakan bentuk jamak dari kata *sakk* yang berarti *instrumen legal*, *deed*, and *cheque*. Sehingga secara istilah sukuk didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi kontrak (akad) pembiayaan berdasarkan prinsip syariah. Sedangkan menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) sukuk adalah sertifikat yang bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu atas aset, hak manfaat, dan jasa-jasa. Sementara Taufik (2011) menjelaskan di dalam Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi sukuk sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu atas:

- Aset berwujud tertentu
- Nilai manfaat atas aset berwujud tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada
- Jasa yang sudah ada maupun yang akan ada

- Aset proyek tertentu
- Kegiatan investasi yang telah ditentukan

Berdasarkan aturan dasar syariah, investasi sukuk harus terstruktur dan pada sisi lain bisnis dapat dilaksanakan melalui bentuk/instrumen keikutsertaan atau *fixed rate*. Sehingga tingkat return pada sukuk akan berupa variable atau *quasi fixed* (pada kasus dalam bentuk *fixed return*). Berdasarkan yang dikemukakan oleh Taufik (2011) sukuk dibagi menjadi beberapa jenis sesuai dengan jenis akad yang dipakai diantaranya yaitu:

a. Sukuk Ijarah

Ijarah merupakan akad sewa menyewa dimana terjadi pemindahan hak guna atau manfaat dari suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa tanpa disertai dengan kepemindahan kepemilikan. Sehingga sukuk ijarah dapat didefinisikan sebagai surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan/ pemerintah yang mewajibkan pihak penerbit sukuk untuk membayar pendapatan dari hasil penyewaan aset serta membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo

b. Sukuk Murabahah

Sukuk Murabahah adalah surat berharga yang menggunakan sistem akad murabahah dimana keduanya bersepakat soal harga perolehan dan keuntungan. Penjual membeli barang dari pihak lain dan menjualnya kepada pembeli dengan memberitahu harga pembelian, keuntungan kepada pemilik dana dan penerbit sukuk wajib membayar kembali dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

c. Sukuk Musyarakah

Sukuk musyarakah ialah surat berharga yang menggunakan sistem akad musyarakah. Musyarakah merupakan kerjasama atau kemitraan dimana terdapat dua orang yang bersepakat untuk menggabungkan modal atau kerja dan terlibat dalam pengelolaan tersebut. Sehingga dalam sukuk musyarakah, penerbit wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil pengelolaan dana milik pihak-pihak yang berakad kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

d. Sukuk Mudharabah

Sukuk Mudharabah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad mudharabah dimana pemilik modal menyerahkan modalnya untuk dikelola oleh pengusaha. Pengelolaan sepenuhnya dilakukan oleh *mudharib* (pihak yang menjalankan amanah) dan keuntungan usaha dibagi diantara mereka sesuai dengan kesepakatan yang sesuai kontrak. Penerbit sukuk mudharabah wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari pengelolaan dan kepada pemilik dana dan membayar kembali dana pokok pada saat jatuh tempo.

e. Sukuk Istishna

Sukuk jenis ini menggunakan sistem berdasarkan akad istishna yaitu akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pembeli dan penjual. Dengan begitu pihak penerbit sukuk wajib memberikan pendapatan berupa bagi hasil dari marjin keuntungan kepada pemilik dana dan membayar dana pokok sukuk pada saat jatuh tempo.

f. Sukuk Salam

Sukuk salam adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan yang menggunakan akad salam. Sukuk salam dapat juga diartikan sebagai surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan pada prinsip syariah yang dikeluarkan oleh perusahaan yang mengeluarkannya untuk membayar pendapatan kepada pemegang sukuk. Biasanya berupa bagi hasil dari marjin keuntungan

3. *Risk*

Risiko berarti kerugian dari kejadian yang tidak diharapkan. (Sunaryo, 2007). Ketika investor mengharapkan keuntungan tinggi diatas rata-rata keuntungan normal, investor harus bersedia untuk mendapatkan tingkat risiko yang tinggi. Seperti istilah umum yang dikenal yaitu *high profit risk, low profit low risk*. Pengukuran risiko sangat penting bagi investor sebagai kerangka kerja dalam mengelola risiko. Salah satu aspek yang sering digunakan dan diaplikasikan dalam melakukan analisis risiko yaitu *Value at Risk* (VAR). *Value at Risk* (VAR) merupakan ukuran yang digunakan untuk menilai kerugian terburuk yang mungkin terjadi dalam portofolio pada suatu waktu tertentu pada tingkat peluang yang ditetapkan (Sunaryo, 2007). Dalam penelitian ini risiko dihitung dengan metode varian-kovarian menggunakan distribusi tertentu untuk mengestimasi risiko. Metode ini biasanya mengasumsikan distribusi tertentu perubahan harga didalam pasar memiliki distribusi yang normal. Pendekatan metode varian-kovarian menghitung nilai VAR berdasarkan pada nilai volatilitas, nilai eksposur dan tingkat kepercayaan.

4. *Return*

Return atau pendapatan dari obligasi berupa *yield*, yaitu pendapatan yang diterima oleh investor bilamana menempatkan dananya untuk dibelikan obligasi. Return atau pendapatan yang didapatkan dalam investasi sukuk berbeda dengan *return* yang didapatkan dari obligasi. Hal yang membedakan yaitu sukuk berdasarkan prinsip-prinsip syariah dimana dalam setiap produk investasi berdasarkan prinsip syariah yang akan berusaha untuk menjauhi riba, maysir dan gharar. Pendapatan yang akan didapatkan oleh investor bilamana berinvestasi pada sukuk berupa bagi hasil atau margin/*fee*. Biasanya pendapatan yang didapatkan dari bagi hasil berdasarkan pada akad mudharabah atau musyarakah akan memberikan *return* dengan penggunaan *expected return* karena sifatnya bergantung pada kinerja pendapatan yang dibagi hasilkan. Tandelilin (2010) mengemukakan untuk melakukan penghitungan *yield* obligasi terdapat beberapa pengukuran yang dapat digunakan yaitu:

a. *Nominal Yield*

Metode perhitungan berdasarkan tingkat suku bunga dengan memperhatikan *return* yang diperoleh investor. Metode ini dihitung dengan membandingkan rasio kupon dengan harga nominal obligasi.

b. *Current Yield* (CY)

Merupakan model perhitungan *return* yang diperoleh dengan membandingkan nilai pasar obligasi tersebut. Tingkat *Current Yield* sering berubah mengikuti perubahan harga obligasi di pasar.

c. *Yield to Maturity* (YTM)

Yield to Maturity merupakan metode penghitungan yang diperoleh jika kupon dan nilai pokok obligasi disimpan hingga saat jatuh tempo. Pengukuran dengan

menggunakan metode ini banyak digunakan karena mencerminkan *return* dengan tingkat bunga yang diharapkan investor.

d. *Yield to Call* (YTC)

Pengukuran dengan *metode Yield to Call* diperoleh dari obligasi yang dipegang pada saat di-*call* oleh penerbit. Perhitungan tanggal *yield to call* menggunakan tanggal obligasi pada saat di *call*, sedangkan harga nominal diganti dengan *price at call* obligasi tersebut.

e. *Realized Yield*

Realized *Yield* adalah tingkat return harapan investor dari obligasi, jika obligasi tersebut dijual kembali ileh investor sebelum waktu jatuh temponya. Selain itu *realized yield* digunakan untuk mengestimasi tingkat return yang dapat diperoleh investor dengan menggunakan strategi perdagangan tertentu.

5. Penelitian Terdahulu

Khalid (2012) berpendapat bahwa sukuk memiliki risiko pasar yang lebih besar daripada obligasi. Hal ini karena ukuran pasar sukuk yang terdapat pada *secondary market* terbatas dibanding dengan obligasi. Sementara risiko kredit pada sukuk juga lebih tinggi dibanding dengan obligasi yang dikarenakan sukuk berdasarkan prinsip bagi hasil. Risiko kepatuhan syariah yang dimiliki oleh sukuk tidak dimiliki oleh obligasi dan hal inilah yang menjadi keunikan tersendiri untuk sukuk. Khalid (2012) juga mengungkapkan risiko-risiko tersebut dapat diminimalisir dengan mengombinasikan portofolio campuran sukuk dan obligasi dengan portofolio campuran sukuk dan obligasi atau portofolio obligasi.

Namun Nikensari (2010) mengemukakan rata-rata VAR untuk ketiga jenis kombinasi portofolio obligasi dan sukuk berbeda secara signifikan. Tingkat risiko yang dilihat berdasarkan nilai VAR pada portofolio sukuk memiliki risiko rata-rata terendah yaitu sebesar Rp 29.096.874 atau sebesar 2,91 % dari nilai eksposurnya bila dibandingkan dengan portofolio obligasi yang sebesar Rp 57.081.476 atau 5,71% dari nilai eksposurnya. Maka dalam penelitian ini hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H1 : Ada perbedaan risiko yang signifikan antara sukuk dengan obligasi berdasarkan nilai *Value at Risk* (VAR) pada periode 2010-2016

Menurut penelitian yang dilakukan Nikensari (2010) mengenai perbandingan return antara portofolio obligasi, portofolio sukuk dan portofolio campuran obligasi dan sukuk terdapat perbedaan yang signifikan bila dilihat dari *Curent Yield* (CY). Hal ini ditunjukkan dari rata-rata return portofolio sukuk sebesar 13,24115 secara kuantitatif memiliki rata-rata tertinggi juga dibandingkan dengan *return* portofolio obligasi yang sebesar 12,5962 dan portofolio kombinasi sebesar 12,86766. Sedangkan berbeda dengan penelitian yang dilakukan Indah dan Dewi (2014), hasil menunjukkan antara obligasi dan sukuk memiliki rata-rata yang relatif sama. Rata-rata CY untuk obligasi konvesional sebesar 10,53% dengan bunga 10,87%, sedangkan untuk sukuk sebesar 12% dengan *fee* 13,68%. Dalam penelitian ini hipotesis dirumuskan sebagai berikut :

H2 : Ada perbedaan *return* yang signifikan antara sukuk dengan obligasi berdasarkan *Curent Yield* (CY) pada periode 2010-2016

Hasil perbandingan return antara portofolio obligasi, portofolio sukuk dan portofolio campuran obligasi dan sukuk yang dikaji oleh Nikensari (2010) menunjukkan

terdapat perbedaan yang signifikan bila dilihat dari *Yield to Maturity* (YTM). Rata-rata return portofolio obligasi sebesar 12,5962 dan portofolio sukuk sebesar 13,24115 dan portofolio kombinasi sebesar 12,5962.

Sementara hasil penelitian berbeda menurut penelitian yang dilakukan Indah dan Dewi (2014) tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara obligasi dan sukuk. Dalam penelitian diketahui bahwa rata rata YTM obligasi sebesar 8,93% dan untuk sukuk sebesar 4,13%. Dalam penelitian ini hipotesis dirumuskan sebagai berikut:

H3 : Ada perbedaan *return* yang signifikan antara sukuk dan obligasi berdasarkan *Yield to Maturity* (YTM) pada periode 2010-2016

METODE PENELITIAN

1. Populasi dan Sampel

Populasi penelitian ini adalah obligasi dan sukuk (obligasi syariah) yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI). Perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian ini dipilih berdasarkan kriteria-kriteria tertentu (*purposive sampling*), yaitu perusahaan yang listing di Bursa Efek Indonesia (BEI) selama periode 2010-2016, perusahaan yang menerbitkan obligasi dan sukuk pada sektor non keuangan yang memiliki jatah waktu tempo 5 tahun, sampel obligasi yang digunakan berkarateristik *fixed return*. Sedangkan sampel sukuk yang digunakan dalam penelitian ini yaitu sukuk ijarah.

2. Definisi Operasional Variabel

a. Value at Risk (VAR)

Tujuan VAR untuk memberikan estimasi kerugian suatu periode dalam asumsi kondisi pasar normal. Alat analisis yang digunakan untuk mengukur risiko kerugian yang dapat ditoleransi dengan tingkat kepercayaan tertentu. (Sunaryo, 2007) Semakin tinggi tingkat kepercayaan akan semakin baik karena itu berarti lebih akurat. Penelitian ini mengambil tingkat kepercayaan sebesar 95% dan nilai eksposur yang diasumsikan sebesar Rp 1,000,000,000 (Nikensari, 2010) Berikut merupakan alat yang digunakan untuk mengukur VAR :

$$Value\ at\ Risk = X\ \times\ \alpha \times \sigma$$

Keterangan : X = nilai eksposur

α = tingkat kepercayaan

σ = volatilitas

b. Current Yield (CY)

Metode untuk mengetahui penghasilan bunga atau kupon dari investasi obligasi atas dasar nilai pasar obligasi tersebut. (Sapto, 2003) CY adalah *interest* rate yang biasanya dicantumkan pada media keuangan. CY bukanlah *expected return* sepanjang tahun dan bukan pula tingkat pengembalian obligasi bila dipegang sampai jatuh tempo. CY sebuah obligasi yang tidak membayarkan kupon adalah nol. Investor yang memilih investasi atas dasar CY akan menolah obligasi yang mempunyai kupon yang rendah walaupun memberikan tingkat pengembalian yang besar dalam bentuk *capital gain*. (Zalmi, 2012) Berikut merupakan metode untuk menghitung CY:

- *Current Yield* Obligasi = $\frac{\text{Kupon}}{\text{Harga pasar}}$
- *Current Yield* Sukuk = $\frac{\text{Kupon}}{\text{Harga pasar}}$

c. Yield to Maturity (YTM)

Metode yang dipakai untuk mengetahui jumlah pendapatan yang diterima oleh investor obligasi sampai periode jatuh tempo (Sapto, 2003). YTM merupakan tingkat pengembalian obligasi yang menyamakan harga belinya dengan arus kas dan dapat digunakan untuk membandingkan satu obligasi dengan obligasi lainnya. YTM sebuah obligasi berbeda dari obligasi lainnya karena berbagai alasan diantaranya panjangnya waktu sebelum jatuh tempo, risiko tidak menerima pembayaran bunga dan utang pokok, pajak terhadap arus kas berbagai obligasi, adanya hak yang dimiliki perusahaan atau pemerintah untuk melunasi utangnya sebelum jatuh tempo, besarnya kupon (Zalmi, 2012) . Metode untuk menghitung YTM adalah sebagai berikut:

$$Yield\ to\ \text{Maturity} = \frac{C + \frac{F - p}{n}}{\frac{F + p}{2}} \times 100\%$$

Keterangan : C = kupon atau ijarah *fee*
F = nilai nominal
P = harga pasar obligasi
n = waktu jatuh tempo

HASIL PENELITIAN

1. Statistik Deskriptif

Sampel dalam penelitian ini terdiri dari 13 obligasi dan 4 sukuk yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh data statistik deskriptif sebagai berikut :

Tabel 1
Statistik Deskriptif
Descriptive Statistics

	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
VAR_O	13	409605135.90	7917222164.00	4874429625.24	2918369105.61
VAR_S	4	481278087.10	3312770894.00	1766680418.53	1256376415.98
CY_O	13	.0895	.1185	.1012	.0078
CY_S	4	.0931	.1257	.1040	.0148
YTM_O	13	.0898	.1125	.0998	.0069
YTM_S	4	.0867	.1282	.1038	.0183
Valid N (listwise)	4				

90z

Sumber data: Olah Data SPSS versi 20

Dari hasil penelitian deskriptif statistik diatas, menunjukan bahwa risiko yang dihitung dengan menggunakan Value at Risk (VAR) sukuk memiliki data dengan nilai minimum sebesar Rp 481.278.097,10 dan nilai maksimal pada variabel VAR sukuk

sebesar Rp 3.312.770.894. Sebaliknya nilai minimum pada variabel VAR obligasi sebesar Rp 409.605.135,90 dan nilai maksimal pada variabel VAR obligasi sebesar Rp 7.917.222.164. Nilai rata-rata sukuk sebesar Rp 1.766.680.418,53 dengan standar deviasi 1.256.376.415,98 dan nilai variabel VAR obligasi sebesar Rp 4.874.429.625,24 dengan standar deviasi 2.918.369.105,61. Standar deviasi menunjukkan terdapat variasi atau adanya simpangan baku yang cukup besar pada VAR sukuk dan VAR obligasi. Hasil ini mengindikasikan tingkat risiko yang akan diterima investor bila membeli sukuk rata-rata sebesar Rp 1.766.680.418,53 dan bila investor membeli obligasi akan menerima tingkat risiko sebesar Rp 4.874.429.625,24.

Selanjutnya adalah return yang dihitung dengan menggunakan Current Yield (CY) sukuk adalah 9,31% sampai dengan 12,57% dengan nilai rata-rata 10,40% dan standar deviasi 0,0078. Sementara CY obligasi adalah 8,95% sampai dengan 11,85% dengan nilai rata-rata 10,12% dengan standar deviasi 0,0078. Hal ini menunjukkan adanya variasi atau adanya simpangan baku yang cukup besar pada CY sukuk dan CY obligasi karena nilai simpangan baku lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hasil analisis ini menunjukkan tingkat return yang akan diterima investor bila membeli sukuk pada harga pasar saat ini sebesar 10,40% dan return yang akan diterima bila membeli obligasi sebesar 10,11%.

Untuk analisis return menggunakan Yield to Maturity (YTM) sukuk adalah antara 8,67% hingga 12,82%. dengan rata rata sebesar 10,38% dan standar deviasi 0,0183.Sedangkan YTM obligasi adalah 8,98% sampai dengan 11,25% dengan rata-rata 9,98% dan standar deviasi 0,0069. Terlihat bahwa adanya variasi atau adanya simpangan baku yang cukup besar pada YTM sukuk dan YTM obligasi karena nilai simpangan baku lebih kecil dari nilai rata-ratanya. Hasil tersebut menunjukkan bahwa investor yang membeli sukuk pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo akan menerima return rata-rata sebesar 10,36%. Investor yang membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo akan menerima return rata-rata sebesar 10%.

2. Hasil Uji Normalitas

Tabel 2
Uji Normalitas

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test

		VAR_O	VAR_S	CY_O	CY_S	YTM_O	YTM_S
N		13	4	13	4	13	4
Normal Parameters[a,b]	Mean	4874429625.2385	1766680418.5250	.1012	.1040	.0998	.1038
	Std. Deviation	2918369105.6064	1256376415.9821	.0078	.0148	.0069	.0183
Most Extreme Differences	Absolute	.217	.212	.167	.346	.148	.215
	Positive	.151	.212	.167	.346	.148	.215
	Negative	-.217	-.153	-.156	-.230	-.146	-.175
Kolmogorov-Smirnov Z		.783	.425	.602	.693	.534	.430
Asymp. Sig. (2-tailed)		.572	.994	.862	.724	.938	.993

a. Test distribution is Normal.

b. Calculated from data.

Sumber data: Olah Data SPSS versi 20

Uji normalitas data adalah uji untuk mengetahui apakah variabel bebas dan variabel terikat mempunyai distribusi normal atau tidak. Sampel dikatakan berdistribusi normal apabila nilai probabilitas lebih besar dari taraf signifikansi yang telah ditetapkan yaitu 0,05. Dari olah data dengan program SPSS 20, diperoleh nilai signifikansi untuk variabel

VAR sukuk sebesar 0.994> 0,05, variabel VAR obligasi sebesar 0,572>0,05, variabel CY sukuk sebesar 0,724 > 0,05, variabel CY obligasi sebesar 0,862 > 0,05, variabel YTM sukuk sebesar 0,993 > 0,05, variabel YTM obligasi hasil sebesar 0,938. Dengan demikian dapat diartikan untuk semua variabel diatas berdistribusi normal sehingga pengujian dilakukan menggunakan analisis independent t-test.

3. Hasil Uji Hipotesis

Hasil pengujian uji beda antara sukuk dan obligasi pada perusahaan non keuangan yang tedaftar di BEI. Berikut tabel hasil analisis uji beda :

a. Perbandingan Value at Risk (VAR) sukuk dan Obligasi

Tabel 3.a

Hasil Analisa *Independent Sample T-test* untuk *Value at Risk*

Independent Samples Test

		Test for		t-test for Equality of Means						
									Difference	
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	Lower	Upper
VAR	Equal variances assumed	7.127	.017	2.036	15	.060	3107749206.71	1526662912.98	-146255765.37	6361754178.80
	Equal variances not assumed			3.033	12.569	.010	3107749206.71	1024580355.26	886538157.60	5328960255.82

Sumber data: Olah Data SPSS versi 20

Berdasarkan hasil tabel 3.a memperlihatkan nilai F hitung *levene* test sebesar 7,127 dengan probabilitas 0,017. Karena probabilitas lebih kecil dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa kedua varian tidak identik. Dengan demikian, analisis uji beda t-test harus menggunakan asumsi kedua varian tidak sama (*equal variances not assumed*). Hasil perhitungan statistik pada tabel diatas menunjukkan bahwa nilai t pada *equal variances not assumed* adalah 3,033 dengan probabilitas signifikansi sebesar 0,01. Melihat hasil tersebut dapat diambil keputusan bahwa H1 adalah diterima karena nilai signifikansi lebih kecil dari 0,05. Maka dinyatakan bahwa secara statistic ada perbedaan yang signifikan antara risiko sukuk dengan obligasi.

b. Perbandingan *Current Yield* (CY) Sukuk dan Obligasi

Tabel 3.b

Hasil Analisa *Independet Sample t-test* untuk *Current Yield*

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
CY	Equal variances assumed	2.418	.141	-.502	15	.623	-.0028	.0055	-.0144	.0089
	Equal variances not assumed			-.358	3.526	.741	-.0028	.0077	-.0253	.0198

Sumber data: Olah Data SPSS versi 20

Berdasarkan Tabel 3.b dapat dilihat pada tabel *levene test* menunjukkan F hitung sebesar 2,418 dengan nilai probabilitas sebesar 0,141. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka varian CY sukuk dan obligasi identik (*Equal Variance Assumed*). Maka analisis uji beda t test harus menggunakan dasar *Equal Variance not Assumed.* Pada tabel tertera bahwa nilai t hitung sebesar -0,502 dengan nilai signifikansi sebesar 0,623. Hasil menunjukkan bahwa H2 ditolak karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05. Maka dapat dinyatakan bahwa tidak ada perbedaan secara signifikan antara sukuk dengan obligasi berdasarkan *Current Yield* (CY) pada periode 2010-2016.

c. Perbandingan *Yield to Maturity* (YTM) Sukuk dan Obligasi

Tabel 3.c

Hasil Analisa *Independent Sample T-test* untuk *Yield to Maturity*

Independent Samples Test

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
YTM	Equal variances assumed	7.508	.015	-.686	15	.503	-.0040	.0059	-.0165	.0085
	Equal variances not assumed			-.430	3.267	.694	-.0040	.0094	-.0324	.0244

Sumber data: Olah Data SPSS versi 20

Hasil output *levene's test* pada tabel 3.c menunjukkan nilai F hitung sebesar 7,508 dengan nilai probabilitas 0,015. Karena nilai probabilitas lebih besar dari 0,05 maka varian data YTM sukuk dan obligasi adalah sama. Sehingga untuk uji beda t-test sebaiknya menggunakan dasar *equal variance assumed*. Hasil output pada tabel diatas menunjukkan nilai t hitung sebesar -0,686 dengan nilai signifikansi sebesar 0,503. Oleh karena nilai signifikansi lebih besar dari 0,05 maka H3 ditolak. Sehingga dapat dinyatakan bahwa tidak ada perbedaan *return* yang signifikan antara sukuk dan obligasi berdasarkan *Yield to Maturity* (YTM) pada periode 2010-2016.

PEMBAHASAN

1. *Value at Risk* (VAR)

Dari hasil uji beda t-test pada pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dan obligasi berdasarkan nilai value at risk (VAR). Risiko pasar merupakan risiko yang berhubungan dengan perubahan harga pasar atau suku bunga. Jika tingkat bunga pasar meningkat maka harga sukuk atau obligasi akan menurun, sebaliknya bila tingkat bunga menurun harga sukuk akan naik. Dalam penelitian ini terlihat bahwa sukuk memiliki nilai value at risk (VAR) yang rendah bila dibandingkan dengan obligasi. Hal ini karena investor yang berinvestasi pada sukuk biasanya menyimpannya hingga jatuh tempo sehingga volatilitas harga pasarnya tidak terlalu tinggi. Selain itu berinvetasi pada sukuk lebih aman karena sukuk memerlukan underlying aset dalam penerbitannya. Berbeda dengan obligasi yang memiliki risiko relatif lebih tinggi karena yield yang diberikan selalu dipengaruhi oleh fluktuasi suku bunga. Oleh karenanya investor yang berinvestasi pada obligasi biasanya akan menjual obligasinya pada saat kondisi pasar menguntungkan dan hal ini akan menyebabkan volatilitas harga pasar yang cukup tinggi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian Niken (2010) yang menyatakan bahwa antara obligasi dan sukuk berbeda secara signifikan dan sukuk memiliki risiko yang lebih rendah dibandingkan dengan obligasi namun berkebalikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Khalid (2012) yang menyatakan bahwa risiko sukuk lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi dan berbeda secara signifikan.

2. Current Yield (CY)

Dari hasil uji beda t-test pada pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dan obligasi berdasarkan nilai *current yield* (CY). Alasan yang melandasi hal ini yaitu tingkat return tetap sukuk yang berupa *fee* dan obligasi yang berupa kupon yang diberikan relatif sama sehingga return yang diterima pun tidak jauh berbeda hasilnya. Oleh karenanya tingkat yield sukuk atau obligasi akan ditentukan oleh fluktuasi harga pasar. Secara teori *current yield* menghitung kupon tetap dan fluktuasi harga pasar obligasi. Jika kupon tetap semakin tinggi maka *current yield* semakin tinggi dan bila haga pasar rendah maka akan memberikan *current yield* yang tinggi. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Indah dan Dewi (2013) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dengan obligasi. Sementara itu hasil pada penelitian ini berkebalikan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nikensari (2010) yaitu terdapat perbedaan yang signifikan antara CY obligasi dengan sukuk.

3. Yield to Maturity (YTM)

Dari hasil uji beda t-test pada pembahasan sebelumnya dapat dilihat bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dan obligasi berdasarkan nilai *yield to maturity* (YTM). Hal tersebut menunjukkan bahwa investor yang memiliki tujuan jangka panjang akan menerima tingkat *yield* yang tidak jauh berbeda hasilnya. Karena tingkat return yang diberikan sukuk yang berupa *fee* dan obligasi yang berupa kupon yang diberikan relatif sama. Oleh karenanya tingkat *yield* sukuk atau obligasi akan ditentukan oleh fluktuasi harga pasar dan jatuh tempo. Penelitian ini sejalan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Indah dan Dewi (2013) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dengan obligasi. Sementara itu hasil pada penelitian ini berkebalikan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Nikensari (2010) yaitu terdapat perbedaan yang signifikan antara obligasi dan sukuk bila dilihat dari YTM.

KESIMPULAN DAN SARAN

Dari hasil penelitian dapat disimpulkan bahwa risiko yang di ukur dengan menggunakan Value at Risk (VAR) terdapat perbedaan risiko antara sukuk dengan obligasi berdasarkan nilai *Value at Risk* (VAR) pada periode 2010-2016. Hal ini menunjukkan risiko yang akan diberikan sukuk dan obligasi berbeda. Untuk return yang diukur dengan *Current Yield* (CY) diperoleh kesimpulan bahwa tidak terdapat perbedaan return yang signifikan antara sukuk dengan obligasi. Hal ini menunjukkan bahwa return sukuk dan obligasi berdasarkan *Current Yield* (CY) yang akan diterima akan relatif sama. Sedangkan *return* yang dihitung berdasarkan *Yield to Maturity* menunjukkan tidak ada perbedaan yang signifikan antara sukuk dengan obligasi pada periode 2010-2016. Hal ini menunjukkan bahwa return sukuk dan obligasi berdasarkan *Yield to Maturity* yang akan diterima akan relatif sama.

Penelitian ini hanya menggunakan 13 obligasi dan 4 sukuk non keuangan yang terdaftar di BEI. Untuk penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambahkan objek penelitian sukuk mengenai risk and return. Untuk variabel sukuk dapat menggunakan sukuk dengan akad selain ijarah misalkan mudharabah. Selain itu untuk sampel dapat ditambahkan pada sektor keuangan. Penelitian ini bisa dibilang memiliki sampel yang tidak banyak, akan lebih baik jika jumlah sampel ditambah agar semakin terbukti keakuratannya. Bagi investor yang hendak menginvestasikan dananya sebaiknya tidak hanya pada satu instrument keuangan saja tetapi pada berbagai instrument yang berbeda agar risiko investasi dapat diminimalisir dan mendapatkan return yang maksimal.

DAFTAR PUSTAKA

Aditiasari, Dana, (2014), *Indonesia punya peluang bagus bila terbitkan sukuk*, diperoleh pada 23 Februari 2015 di http://ekbis.sindonews.com/read/846088/33/indonesia-punya-peluang-bagus-bila-terbitkan-sukuk-1395299595

Asian Development Bank, (2014), *Asian Bond Monitor March 2014*, diperoleh pada 18 Februari 2015 di http://www.asianbondsonline.adb.org/documents/abm_mar_2014.pdf

Aziz Abdullah, Abdul. Shukri Yazid, Ahmad. Abdullah, Adam. Dan Kamaruddin, Mohd Shahril, (2014), Risk in Funding Infrastructure Projects through Sukuk or Islamic Bonds, *International Review of Management and Business Research*, 3, issue 2

Aziz, Abdul, (2010), *Manajemen Investasi Syari'ah*, Bandung, Alfabeta

Basyaib, Fahmi, (2007), *Manajemen Risiko*, Jakarta, Grasindo

Bodi, Kane, Marcus, (2014), *Manajemen Portofolio dan Investasi*, Jakarta Salemba Empat

Budi, Sunar, (2011) , *Value at Risk*, diperoleh pada 28 Mei 2015 di https://subud.wordpress.com/tularbudi/risk-management/value-at-risk/

Haider, Junaid. Dan Azhar, Muhammad. (2010), *Islamic Capital Market Sukuk and its Risk Management in the Current Scenario*, Tesis, Sweden: Umea School of Business

Hakim, Lukman, (2014), Perkembangan Obligasi Syari'ah (Sukuk) di Indonesia: Sukuk Musyarakah dan Istishna, *Jurnal Akuntasi Unesa*, Vol 2, no 3

Hanafi, Taufik, (2011), *Buku Pintar Investasi Syariah*, Jakarta Selatan, Mediakita

Hartono, Jogiyanto, (2013), *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, Yogyakarta, BPFE-Yogyakarta

Hassan, Abbasher. Khalid, (2012), *Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk Approach*, Tesis, UK: University of Westminster

Indah Yuliana, Dewi Rahmawati, (2014), Komparasi Kinerja Obligasi Syariah Ijarah dan Obligasi Konvensional Periode 2007-2010, *e-journal UIN Malang*

Ismal, Rifki. dan Rifai, Veithzal, (2013), *Islamic Risk Management for Islamic Bank*, Jakarta, PT Gramedia Pustaka Utama

Kamal Zubair, Muhammad, (2012), Obligasi dan Sukuk dalam Perspektif Keuangan Islam (Suatu Kajian Perbandingan), *Asy-Syir'ah Jurnal Ilmu Syari'ah dan Hukum*, Vol 46, no 1

M. Hanafi, Mamduh, (2012), *Manajemen Keuangan*, Yogyakarta, BPFE-Yogyakarta

M. Hanafi, Mamduh, (2012), *Manajemen Risiko*, Yogyakarta, UPP STIM YKPN

Manan, Abdul, (2009), *Obligasi Syariah*, diperoleh pada 23 Februari 2015 di http://www.badilag.net/data/artikel/ekonomi%20syariah/ob;igasi%20syariah.pdf

Muqorobbin, Ahmad, (2013), *Sukuk*, diperoleh pada 28 Juni 2015 di http://warungekonomiislam.blogspot.com/2013/11/sukuk

Nafik HR, Muhamad, (2009), *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, Jakarta, PT. Ikrar Mandiriabadi

Prakarsa, Wahjudi, (2006), *Metodologi Penelitian Keuangan Prosedur, Ide dan Kontrol*, Yogyakarta, Graha Ilmu

Purnomo, Herdaru, (2013), *200 Praktisi Ekonomi Syariah Bahas Prospek Sukuk Indonesia*, diperoleh pada 23 Februari 2015 di http://finance.detik.com/read/2013/04/28/104634/2232231/5/200-praktisi-ekonomi-syariah-bahas-prospek-sukuk-indonesia

Puspitadewi, Nikensari (2010), *Analisis Perbandingan Yield dan Risiko Pasar antara Portofolio Obligasi dengan Sukuk*, Skripsi, Yogyakarta: Fakultas Syari'ah UIN

Rahardjo, Sapto, (2003), *Panduan Investasi Obligasi*, Jakarta, PT Gramedia Pustaka Utama

Rahmmawaty, Anita, (2011), Model Pengukuran Risiko Reksadana Syari'ah: Pendekatan *Value at Risk*, *Syirkah Jurnal Ekonomi dan Bisnis Islam*, Vol 6, No 1

Rakhma, Sakina, (2014), *OJK: Potensi Sukuk di Indonesia Besar*, diperoleh pada 23 Februari 2015 di http://bisniskeuangan.kompas.com/read/2014/03/20/1354064/OJK.Potensi.Sukuk.di.Indonesia.Besar

Ramasamy, Ravindran. Munisamy, Shanmugam. dan Mohd Helmi, Mohd Hani, (2011), Relative Risk of Islamic Sukuk Over Government and Conventional Bonds, *Global Journal of Management and Business Research*, 11, issue 6 version 1

Rodoni, Ahmad. Dan Setiawan, Aris, (2016), Risk and Return: Bonds and Sukuk In Indonesia, *Journal of Islamic Economics*, Vol 8, No 2

Rudiyanto, (2012), *Memahami Cara Kerja Obligasi bag 1*, diperoleh pada 18 Februari 2015 di rudiyanto.blog.kontan.co.id/2012/01/17/memahami-cara-kerja-obligasi-1-2/

Santoso, Singgih, (2015), *Menguasai Statistik Parametrik Konsep dan Aplikasi dengan SPSS*, Jakarta, PT ELEX Media Komputindo

Sugiyono, (2006), *Metode Penelitian Bisnis*, Bandung, Alfabeta

T.Sunaryo, (2007), *Manajemen Risiko Finansial*, Jakarta, Salemba Empat

Tandelilin, Eduardus, 2010, *Portofolio dan Investasi dan Aplikasi*, Yogyakarta, Kanisius

Yuliatim, Lilis, (2011), Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Masyarakat Berinvestasi Sukuk, *Walisongo*, 19, no 2

Zubir, Zalmi, (2013), *Portofolio Obligasi*, Jakarta, Salemba Empat

Zulfikar, (2016), *Pengantar Pasar Modal dengan Pendekatan Statistika*, Yogyakarta, Deepublish

www.ibpa.com

www.ksei.com