BAB IV

ANALISIS DATA DAN PEMBAHASAN

A. Gambaran Umum Sukuk dan Obligasi di Indonesia

1. Perkembangan Sukuk di Indonesia

Sukuk di Indonesia, pertama kali diterbitkan oleh PT Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada bulan September tahun 2002 dengan nilai Rp 175 miliar. Langkah Indosat tersebut diikuti perusahaan-perusahaan besar lainnya. Nilai penerbitan sukuk korporasi hingga akhir 2008 mencapai 4,76 triliun. Sedangkan struktur sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh mudharabah sebesar Rp 740 miliar (88%), sisanya ijarah sebesar Rp 100 miliar (12%). Adapun periode 2004-2007 didominasi oleh ijarah sebesar Rp 2,194 triliun (92%), sisanya mudharabah sebesar Rp 200 miliar (8%). (Fatah, 2011)

Tabel 4.1
Beberapa Emiten Sukuk Korporasi Indonesia Tahun 2008

No	Emiten	Nilai Nominal	Tanggal Terbit	Jatuh Tempo	Rating
1.	Aneka Gas Industri	160 M	08-07-08	08-07-13	A3.id
2.	Indosat III	570 M	09-04-08	09-04-13	IdAA
3.	Metrodata Electronics I	90 M	04-07-08	04-07-13	A3.id
4.	Summarecon Agung	200 M	25-06-08	25-06-13	IdA
5.	Bank Muamalat	314 M	10-07-08	10-07-18	A-
6.	Mayora Indah	200 M	05-06-08	05-06-13	IdA+

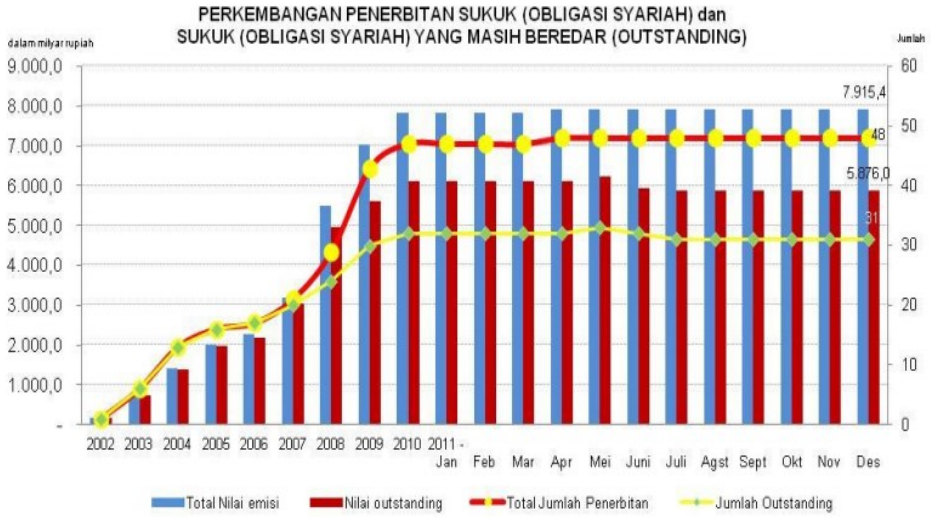
Sumber : Fatah, 2011

Enam sukuk yang sudah dipasarkan adalah sukuk Ijârah Aneka Gas Industri Indosat (Rp. 160 miliar), sukuk ijarah Indosat III (Rp. 570 miliar),

sukuk ijarah Metrodata Electronics (Rp. 90 miliar), sukuk Ijârah Summarecon Agung (Rp 200 miliar), sukuk Ijârah Bank Muamalah (Rp 314 miliar), sukuk Ijârah Mayora Indah (Rp 200 miliar). Saat ini, pangsa pasar sukuk memang belum besar. Menurut catatan PT Danareksa Sekuritas, outstanding sukuk baru tiga persen dari total pasar sukuk di Indonesia, sebanyak 97 persen lainnya masih dikuasai obligasi konvensional. (Fatah, 2011)

Dengan adanya sukuk, mereka memiliki alternatif investasi yang relatif aman dan return-nya cukup menggiurkan. Sebut saja misalnya sukuk Indosat, returnnya saat ini sebesar 16 persen. Bahkan, pada periode awal, return sukuk Indosat mencapai 17,82 persen. (Fatah, 2011)

Gambar 4.1
Grafik Perkembangan Penerbitan Sukuk tahun 2002-2011

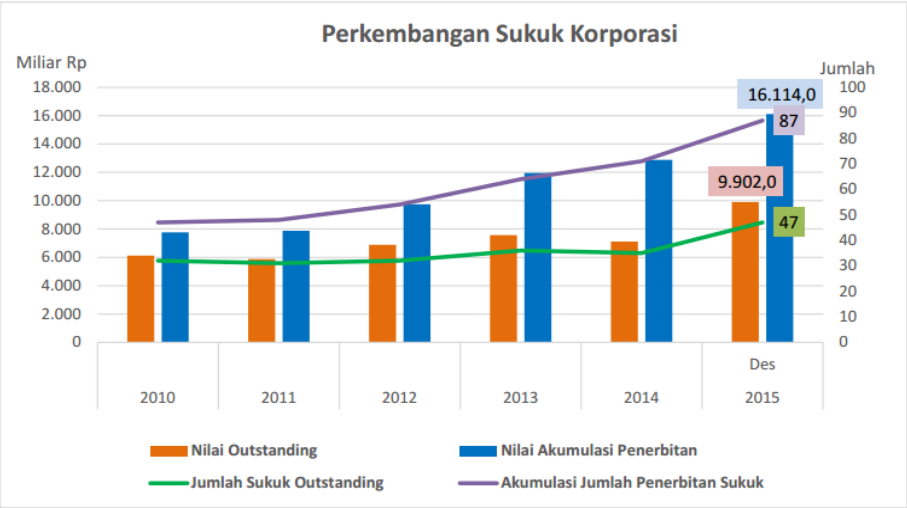


Sumber : Statistik Sukuk melalui web OJK

Perkembangan sukuk dari sejak pertama kali diterbitkan yaitu pada tahun 2002 sampai dengan tahun 2007 terus mengalami perkembangan sebagaimana yang terlihat dari grafik diatas. Perkembangannya mengalami peningkatan secara signifikan terlihat pada tahun 2008 karena pada saat itu sukuk telah memiliki payung hukum yaitu UU no 19 tahun 2008 tentang SBSN.

Setelah disahkannya UU SBSN tahun 2008, pemerintah menerbitkan sukuk sebesar Rp 15 triliun. Penerbitan sukuk ini dilaksanakan sebagai bagian dari pembiayaan defisit anggaran dalam APBN tahun 2008. Penerbitan sukuk perdana ini telah dilaksanakan di dalam dan luar negeri. Besarnya sukuk sesuai dengan underlying aset yang dimiliki pemerintah senilai Rp 15 triliun. Pemerintah menggunakan jaminan berupa aset milik negara, seperti tanah dan bangunan. Pemerintah mendahulukan penerbitan sukuk di dalam negeri, setelah itu baru ke pasar internasional. Setengah penerbitan sukuk akan dilakukan di dalam negeri dan sisanya ke pasar internasional. (Fatah, 2011)

Gambar 4.2
Grafik Perkembangan Sukuk Korporasi Tahun 2010-2015



Sumber : Statistik Sukuk melalui web OJK

Begitupun dengan penerbitan sukuk korporasi terlihat dari tahun 2010 - 2015 tren perkembangan sukuk meningkat dengan total di tahun 2015 nilai outstanding sukuk mencapai Rp.9.902,0 miliar dengan jumlah emisi sukuk outstanding sebanyak 47. Sedangkan total akumulasi

penerbitannya sebesar Rp.16.114,0 miliar dengan jumlah emisi sebanyak 87 emisi sukuk.

Selanjutnya perkembangan sukuk dari tahun 2011-2015 dilihat dari nilai emisi adalah sebagai berikut

Tabel 4.2
Perkembangan Nilai Emisi Sukuk 2011-2015

Tahun	Emiten Sukuk	Emisi Sukuk	Nilai Emisi (Milyar)
2011	1	1	100
2012	6	6	1775
2013	4	10	2204
2014	1	7	923
2015	2	15	3172
Total	**14**	**39**	8174

Sumber : Statistik Pasar Modal data diolah, 2017

Dapat dilihat nilai emisi sukuk tertinggi yaitu pada tahun 2015 dengan nilai emisi sebesar Rp.3172 milyar dan nilai emisi terendah pada tahun 2011 yaitu sebesar Rp. 100 milyar. Munculnya PT BNI Syariah sebagai emiten baru di tahun 2015 dengan niali emisi sebesar RP.500,00 milyar membuat total nilai emisi sukuk di tahun 2015 meningkat. Selain itu, bukan hanya BNI syariah, PT XL Axiata pun turut andil menerbitkan sukuk pada tahun 2015 dengan menerbitkan 4 seri sukuk dengan total nilai emisi sebesara Rp. 1,5 triliyun. Dengan tercatatnya kedua emiten ini menjadikan nilai emisi sukuk pada tahun 2015 mencapai nilai emisi tertinggi sepanjang tahun 2011-2015. Kedua emiten tersebut telah memperoleh rating idAAAsy untuk 4 seri sukuk yang diterbitkan PT XL Axiata dan rating idAA+sy untuk sukuk yang diterbitkan oleh PT BNI syariah.

2. Perkembangan Obligasi di Indonesia

Perdagangan surat berharga di pasar modal sudah ada sejak 3 Juni 1952, dan tonggak perkembangannya terlihat pada tahun 1992-2007 ketika Bursa Efek Jakarta (BEJ) telah terpisah dari institusi BAPEPAM. Mengingat pasar modal sangat terpengaruh oleh faktor makro ekonomi, pada saat krisis melanda Indonesia pasar modal menjadi lesu, begitupun dengan obligasi. Sepanjang tahun 1998 tidak satupun emiten yang menerbitkan obligasi, dan emiten obligasi mengalami kesulitan dalam melakukan pembayaran kupon yang telah jatuh tempo. (Adiningsih, 2008)

Tabel 4.3
Perkembangan Obligasi dari tahun 1997-2007

Tahun	Emiten	Nilai Emisi (triliun)
1997	70	18,74
1998	70	18,89
1999	76	23,17
2000	91	28,79
2001	94	31,66
2002	100	36,86
2003	134	63,49
2004	152	83,01
2005	158	91,19
2006	162	102,64
2007	163	105,82

Sumber : Adiningsih, 2008

Krisis ekonomi yang melanda tidak lantas membuat pasar obligasi menjadi putus asa, pada tahun 1999 pasar obligasi mula bangkit kembali dan puncak perkembangan pasca krisis terlihat pada tahun 2003, terlihat dari nilai emisi obligasi yang tumbuh mencapai 72,22% dari tahun sebelumnya dan jumlah emiten bertambah menjadi 34 emiten. Selanjutnya, perkembangan tersebut terus berlanjut sampai tahun 2007 yang dapat dilihat pada tabel 4.3 :(Adiningsih, 2008)

Tabel 4.4
Perkembangan Obligasi tahun 2011-2015

Tahun	Emiten	Emisi	Nilai Emisi (Milyar)
2011	35	96	45.636
2012	31	116	65.662
2013	20	103	55.293
2014	9	88	46.538
2015	6	99	60.855
Total	**101**	**502**	**273.984**

Sumber : Statistik Pasar Modal data diolah, 2017

Berdasarkan tabel 4.4 terlihat bahwa dari tahun 2011 sampai dengan tahun 2015, perkembangan obligasi selalu mengalami fluktuasi. Berbeda dengan sukuk, nilai emisi terbesar obligasi dicapai pada tahun 2012, sedangkan nilai emisi terendah obligasi sama dengan sukuk yaitu pada tahun 2011 sebesar Rp. 45.636 Milyar.

B. Gambaran Umum Objek Penelitian

Dalam penelitian ini, yang menjadi objek penelitian yaitu perusahaan-perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) yaitu perusahaan yang menerbitkan sukuk dan obligasi dan tercatat pada periode tahun 2011-2015. Jumlah sampel yang diambil berjumlah 31 emisi sukuk dari 13 emiten dan 31 emisi obligasi dari 26 emiten. Berikut disajikan daftar perusahaan dan emisi sukuk dan obligasi yang menjadi sampel :

Tabel 4.5
Daftar perusahaan dan emisi Sukuk

No	Nama Perusahaan	Tahun Terbit				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	PT Mayora Indah Tbk		1 Emisi			
2	PT Summarecon Agung Tbk			1 Emisi	1 Emisi	1 Emisi

3	PT Adhi Karya (Persero) Tbk		1 Emisi	1 Emisi		
4	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)			3 Emisi		
5	PT Sumberdaya Sewatama		1 Emisi			
6	PT Indosat Tbk		1 Emisi		3 Emisi	6 Emisi
7	PT Bank Muamalat Indonesia		1 Emisi	1 Emisi		
8	PT BNI Syariah					1 emisi
9	PT Bank Internasional Indonesia Tbk				1 Emisi	
10	PT Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk			1 Emisi		
11	PT BPD Sulawesi Selatan	1 Emisi				
12	PT Adira Dinamika Multifinance Tbk			1 Emisi	1 Emisi	
13	PT XL Axiata Tbk					3 Emisi
	Jumlah	**1 Emisi**	**5 Emisi**	**8 Emisi**	**6 Emisi**	**11 Emisi**

Sumber : website IDX data diolah peneliti, 2017

Perusahaan-perusahaan yang menjadi sampel dalam penelitian merupakan perusahaan-perusahaan yang telah memiliki rating minimal A yang artinya perusahaan tersebut telah memiliki kinerja yang baik menurut penilaian dari Lembaga Pemeringkat Efek dan masih menarik untuk diinvestasikan. Berikut disajikan rating sukuk untuk 31 emisi yang terbit pada tahun 2011-2015 :

Tabel 4.6
Rating Sampel Perusahaan yang menerbitkan sukuk periode tahun 2011-2015

No	Kode Sukuk	Rating	Nominal	Maturity Date
1	SMKMYOR02	idAA-(sy)	Rp250.000.000.000	09-Mei-17
2	SISMRA01CN1	idA+(sy)	Rp150.000.000.000	11-Des-18
3	SISMRA01CN2	A+(sy)	Rp300.000.000.000	10-Okt-19
4	ADHISM1CN1	idA(sy)	Rp125.000.000.000	03-Jul-17
5	ADHISM1CN2	idA(sy)	Rp125.000.000.000	18-Mar-18
6	SIPPLN01CN1	idAAA	Rp121.000.000.000	05-Jul-20
7	SIPPLN01ACN2	idAAA	Rp321.000.000.000	10-Des-18

8	SIPPLN01BCN2	idAAA	Rp108.000.000.000	10-Des-23
9	SISSMM01	idA	Rp200.000.000.000	30-Nop-17
10	SIISAT05	idAAA	Rp300.000.000.000	27-Jun-19
11	SIISAT01ACN1	AA	Rp64.000.000.000	12-Des-17
12	SIISAT01BCN1	AA	Rp16.000.000.000	12-Des-19
13	SIISAT01CCN1	AA	Rp110.000.000.000	12-Des-21
14	SIISAT01BCN2	AAA	Rp76.000.000.000	04-Jun-18
15	SIISAT01CCN2	AAA	Rp67.000.000.000	04-Jun-20
16	SIISAT01DCN2	AAA	Rp43.000.000.000	04-Jun-22
17	SIISAT01ECN2	AAA	Rp175.000.000.000	04-Jun-25
18	BBMISMSB1CN1	idA+(sy)	Rp800.000.000.000	29-Jun-22
19	BBMISMSB1CN2	idA+(sy)	Rp700.000.000.000	28-Mar-23
20	SMBBSY01	AA+	Rp500.000.000.000	26-Mei-18
21	SMBNII01CN1	AAA	Rp300.000.000.000	08-Jul-17
22	SIAISA01	idA(sy)	Rp300.000.000.000	05-Apr-18
23	SMKBSSB01	idA(sy)	Rp100.000.000.000	12-Mei-16
24	SMADMF01CCN1	idAA+	Rp286.000.000.000	01-Mar-16
25	ADMFSM1BCN2	AAA	Rp45.000.000.000	12-Nop-17
26	SIEXCL01BCN1	AAA(idn)	Rp258.000.000.000	02-Des-18
27	SIEXCL01CCN1	AAA	Rp323.000.000.000	02-Des-20
28	SIEXCL01DCN1	AAA	Rp425.000.000.000	02-Des-22
29	SISMRA01CN3	idA+(sy)	Rp150.000.000.000	22-Apr-18
30	SIISAT01ACN3	idAAA(sy)	Rp65.000.000.000	08-Des-22
31	SIISAT01BCN3	idAAA(sy)	Rp41.000.000.000	08-Des-25

Sumber : Website IDX data diolah peneliti, 2017

Untuk daftar perusahaan yang menerbitkan obligasi dari tahun 2011-2015 diambil sebanyak 31 sampel perusahaan yang juga merupakan perusaahaan-perusaahan yang telah memiliki kinerja yang baik untuk dilakukan investasi. Sehingga ketika melakukan perbandingan antara kinerja sukuk dan obligasi, tidak perlu melakukan perbandingan kinerja berdasarkan risiko-risiko yang mungkin ditimbulkan oleh perusahaan. karena umumnya risiko akan selalu ada dan melekat disebuah instrumen investasi.

Tabel 4.7
Daftar Perusahaan dan Emisi obligasi

No	Nama Perusahaan	Tahun Terbit				
		2011	2012	2013	2014	2015
1	PT Mayora Indah Tbk		1 Emisi			
2	PT Global Mediacom Tbk		1 Emisi			
3	PT AKR Corporindo Tbk		1 Emisi			
4	PT Adhi Karya (Persero) Tbk			1 Emisi		
5	PT Perusahaa Listrik Negara Tbk			1 Emisi		
6	PT Sumberdaya Sewatama Tbk		1 Emisi			
7	PT Indosat Tbk				1 Emisi	3 Emisi
8	PT Sarana Multigriya Finansial (Persero)			1 Emisi	1 Emisi	
9	PT Bank Pembangunan Daerah Riau Kepri	1 Emisi				
10	PT Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan	1 Emisi				
11	PT Adira Dinamika MultifinanceTbk				1 emisi	
12	PT Pembangunan Jaya Ancol Tbk.		1 Emisi			
13	PT Fast Food Indonesia Tbk	1 Emisi				
14	PT Mitra Adiperkasa Tbk				1 Emisi	
15	PT Medco Energi Internasional Indonesia Tbk			1 Emisi		
16	PT Bank DKI	1 Emisi				
17	PT Permodalan Nasional Madani			1 Emisi		
18	PT Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk					1 emisi
19	PT Toyota Astra Financial Services				1 emisi	1 emisi
20	PT Nippon Indosari Corpindo Tbk.			1 Emisi		
21	Lembaga Pembiayaan Ekspor Indonesia	1 Emisi				

22	PT Sinar Mas Agro Resources And Technology (SMART) Tbk.		1 Emisi			
23	PT Sarana Multi Infrastruktur (Persero)				1 emisi	
24	PT Bank Jabar Banten (BPD JABAR) Tbk	1 Emisi				
25	PT Modernland Realty Tbk					1 emisi
26	PT Surya Semesta Internusa Tbk		1 emisi			
	Jumlah	**6 Emisi**	**7 Emisi**	**6 Emisi**	**6 Emisi**	**6 Emisi**

Sumber : Website IDX data diolah peneliti, 2017

Total emisi berjumlah 31 emisi obligasi dengan berbagai seri yang berbeda yang diterbitkan oleh 26 emiten, sedangkan rating obligasi, sebagaimana sukuk juga telah memiliki rating yang baik karena umumnya rating berpengaruh terhadap nominal investasi yang akan ditanamkan oleh investaor. Selanjutnya rating obligasi dapat dilihat pada tabel berikut :

Tabel 4.8
Rating Sampel Perusahaan yang menerbitkan Obligasi
Periode tahun 2011-2015

No	Kode Obligasi	Rating	Nominal	Maturity Date
1	MYOR04	idAA-	Rp750.000.000.000	09-Mei-19
2	BMTR01A	idA+	Rp250.000.000.000	12-Jul-15
3	AKRA01A	idAA-	Rp623.000.000.000	21-Des-17
4	ADHI01ACN2	idA	Rp125.000.000.000	18-Mar-18
5	PPLN01BCN1	idAAA	Rp697.000.000.000	05-Jul-23
6	SSMM01B	idA	Rp581.000.000.000	30-Nov-17
7	ISAT01ACN1	idAAA	Rp950.000.000.000	12-Des-17
8	ISAT01BCN2	idAAA	Rp782.000.000.000	04-Jun-18
9	ISAT01CCN2	idAAA	Rp584.000.000.000	04-Jun-20
10	SMFP02CCN2	idAA+	Rp736.000.000.000	21-Mar-18
11	ISAT01ECN2	idAAA	Rp427.000.000.000	04-Jun-25
12	BBRK01	A(idn)	Rp500.000.000.000	08-Jul-16
13	BSSB01B	idA	Rp350.000.000.000	12-May-16
14	ADMF02BCN4	idAAA	Rp808.000.000.000	12-Nov-17
15	PJAA02A	idAA-	Rp100.000.000.000	27-Dec-15

16	FAST01	idAA	Rp200.000.000.000	06-Oct-16
17	MEDC01CN2	idAA-	Rp1.500.000.000.000	15-Mar-18
18	MAPI01BCN3	AA-	Rp200.000.000.000	19-Sep-19
19	BDKI02SB	idA+	Rp300.000.000.000	17-Jun-18
20	SMFP02BCN3	idAA+	Rp237.000.000.000	27-Mar-17
21	BBRI01BCN1	idAAA	Rp925.000.000.000	03-Jul-18
22	TAFS01BCN1	AAA(idn)	Rp512.000.000.000	13-Feb-17
23	PNMP02	idA	Rp1.000.000.000.000	09-Jul-18
24	ROTI01CN1	idAA-	Rp500.000.000.000	11-Jun-18
25	BEXI01CCN1	idAAA	Rp2.805.000.000.000	20-Dec-18
26	SMAR01BCN1	idAA	Rp100.000.000.000	03-Jul-19
27	SMII01A	idAA+	Rp100.000.000.000	11-Jun-17
28	BJBR07C	idAA-	Rp1.123.000.000.000	09-Feb-18
29	MDLN01BCN1	idA	Rp150.000.000.000	07-Jul-20
30	SSIA01B	idA	Rp550.000.000.000	06-Nov-17
31	TAFS01BCN2	AAA	Rp811.000.000.000	11-Jun-18

Sumber : Website IDX data diolah peneliti,2017

C. Harga Sukuk dan Obligasi Korporasi

Berbeda dengan saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:

1. Par (nilai Pari): Harga Obligasi sama dengan nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual pada harga 100%, maka nilai obligasi tersebut adalah 100% x Rp 50 juta = Rp 50 juta.
2. at premium (dengan Premi): Harga Obligasi lebih besar dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal RP 50 juta dijual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah 102% x Rp 50 juta = Rp 51 juta.
3. at discount (dengan Discount): Harga Obligasi lebih kecil dari nilai nominal Misal: Obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta dijual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah 98% x Rp 50 juta = Rp 49 juta.

Tabel 4.9
Rata-rata Price Sukuk dan Obligasi

Tahun	Price Sukuk	Price Obligasi
2011	106,5515374	103,3410854
2012	107,055633	103,9574814
2013	103,0281767	100,9649883
2014	98,35405313	98,63276713
2015	98,83609389	99,1825401

Sumber : Data sekunder diolah peneliti,2017

Dari tahun 2011-2013 terlihat pada tabel diatas bahwa sukuk dan obligasi menetapkan harga berdasarkan premi (at premium) yang artinya harga obligasi lebih besar dari nilai nominalnya, akan tetapi apabila dibandingkan antara harga sukuk dan obligasi maka harga sukuk lebih besar dari obligasi. Jika dilihat pada tahun 2014-2015 harga sukuk dan obligasi berada pada at discount yang artinya harga sukuk dan obligasi lebih kecil daripada harga nominal, dan apabila dibandingkan antara kedua instrumen maka obligasi memberikan harga yang lebih besar dibandingkan dengan sukuk.

Dari hasil uji statistika terlihat bahwa rata-rata *price* sukuk lebih besar dibandingkan dengan rata-rata *price* obligasi dimana rata-rata *price* sukuk sebesar 102,7650988 sedangkan rata-rata *price* obligasi sebesar 101,2157725. Akan tetapi kedua instrument ini tetap berada pada harga at premium.

Tabel 4.10
Perbandingan *Price* Sukuk dan Obligasi

	Sukuk	*Obligasi*
Mean	102,7650988	101,2157725
Standard Error	1,83996487	1,070111351
Median	103,0281767	100,9649883
Standard Deviation	4,114286526	2,392841724
Kurtosis	-2,933747093	-2,718525778
Skewness	-0,078922837	0,13851086
Minimum	98,35405313	98,63276713
Maximum	107,055633	103,9574814

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

D. *Yield* Sukuk dan Obligasi Korporasi

Yield sukuk dan obligasi dari tahun 2011-2015 mengalami kecendrungan perubahan yang sama. Hal ini terlihat pada tabel bahwa pada tahun 2012 dan 2013 yield sukuk dan obligasi sama-sama mengalami penurunan dibandingkan dengan tahun 2011, kemudian mengalami peningkatan kembali pada tahun 2014 dan 2015.

Tabel 4.11
Rata-rata yield sukuk dan obligasi tahun 2011-2015

Tahun	Sukuk	Obligasi
2011	9,7700864	9,4096122
2012	8,4557645	8,1260494
2013	8,5896101	8,7126124
2014	9,8611678	9,8771069
2015	10,011106	10,029912

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Akan tetapi, jika melihat pada tabel statistika dibawah, maka dapat dilihat bahwa rata-rata yield sukuk selama periode 2011-2015 lebih besar dibandingkan dengan rata-rata yield obligasi pada periode yang sama.

Tabel 4.12
Perbandingan *Yield* Sukuk Dan Obligasi

	yield sukuk	*yield obligasi*
Mean	9,33754694	9,23105863
Standard Error	0,335551831	0,358974839
Median	9,770086436	9,409612244
Standard Deviation	0,750316705	0,802692141
Kurtosis	-3,135089699	-1,539320545
Skewness	-0,566149955	-0,566749858
Minimum	8,455764494	8,126049389
Maximum	10,01110585	10,02991224

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

E. Perbandingan Rata-Rata *Yield To Maturity* dan *Current Yield* Sukuk dengan Obligasi Korporasi

Tabel 4.13
Rata-Rata YTM dan CY Sukuk dan Obligasi

	Sukuk	Obligasi
YTM	10,056	9,691
CY	9,876	9,594

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Rata-rata Yield To Maturity (YTM) Sukuk lebih besar apabila dibandingkan dengan obligasi. Hal ini dapat dilihat dari tabel diatas tercatat bahwa rata-rata YTM sukuk sebesar 10,056% sedangkan YTM obligasi sebesar 9,691%. Artinya, tingkat return yang akan diterima investor sukuk ketika menyimpan portofolio sampai jatuh tempo lebih besar dibandingkan obligasi. Begitupun apabila dilihat berdasarkan Current Yield (CY), sukuk memiliki CY sebesar 9,876% lebih besar dibandingkan CY obligasi yaitu sebesar 9,594%.

F. Uji Normalitas

Uji normalitas bertujuan untuk mengetahui apakah nilai residual sebuah data yang diambil telah terdistribusi secara normal. Untuk melakukan uji normalitas pada SPSS dapat menggunakan uji kolmogorov smirnov.

Tabel 4.14
Tabel Uji Normalitas (*Kolmogorov Smirnov*) YTM dan CY Sukuk

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		YTM_SUKUK	CY_SUKUK
N		31	31
Normal Parameters[a,b]	Mean	,10056	,09876
	Std. Deviation	,006755	,008509
Most Extreme Differences	Absolute	,088	,106
	Positive	,078	,060

	Negative	-,088	-,106
Kolmogorov-Smirnov Z		,489	,590
Asymp. Sig. (2-tailed)		,970	,878

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Sumber : Data Sekunder diolah peneliti, 2017

Berdasarkan output diatas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi untuk pengujian kolmogorov smirnov terhadap YTM sukuk yaitu sebesar 0,970 > 0,05 yang artnya H0 diterima (tidak ditolak). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data YTM sukuk berdistribusi normal. Sedangkan pada hasil pengujian kolmogorov smirnov terhadap CY sukuk dapat dilihat bahwa nilai signifikansi yaitu sebesar 0,878 > 0,05 yang artnya H0 diterima (tidak ditolak). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data CY sukuk berdistribusi normal.

Tabel 4.15
Tabel Uji Normalitas (*Kolmogorov Smirnov*) YTM dan CY Obligasi

One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test			
		YTM_OBLIGASI	CY_OBLIGASI
N		31	31
Normal Parameters[a,b]	Mean	,09691	,09594
	Std. Deviation	,009952	,010216
Most Extreme Differences	Absolute	,145	,110
	Positive	,145	,076
	Negative	-,078	-,110
Kolmogorov-Smirnov Z		,805	,613
Asymp. Sig. (2-tailed)		,535	,847

a. Test distribution is Normal.
b. Calculated from data.

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Berdasarkan output diatas dapat dilihat bahwa nilai signifikansi untuk pengujian kolmogorov smirnov terhadap YTM obligasi yaitu sebesar 0,535 > 0,05 yang artnya H0 diterima (tidak ditolak). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data YTM obligasi berdistribusi normal. Sedangkan berdasarkan nilai signifikansi untuk pengujian kolmogorov smirnov CY obligasi yaitu sebesar 0,847 > 0,05 yang artnya H0 diterima (tidak ditolak). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa data CY obligasi berdistribusi normal.

G. Uji Hipotesis

1. Uji Z YTM Sukuk dan Obligasi Korporasi

Tabel 4.16
Levene's Test (Homogenitas Varian)
YTM Sukuk dan Obligasi

Jumlah Sampel (N)	31
F	1,466
Sig.	0,231

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Terlihat bahwa F hitung untuk YTM sukuk dan obligasi dalam tabel Levene's (Tabel homogenitas varian) adalah 1,466 dengan probabilitas (nilai sig) sebesar 0,231. Karena probabilitasnya lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima. artinya kedua varian memiliki kesamaan. Hasil pengujian ini kemudian dijadikan dasar penentuan dalam melihat hasil uji *independent sample t test*.

Tabel 4.17
Uji Z YTM Sukuk dan Obligasi
Independent Sample t-test

	t	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed	1,692	0,096
Equal variances not assumed	1,692	0,097

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Pada uji homogenitas varian YTM sukuk dan obligasi diperoleh kesimpulan bahwa kedua varian memiliki kesamaan. Kesimpulan ini kemudian menjadi dasar dalam melihat tabel uji *independent sample t test* YTM sukuk dan obligasi. Sehingga untuk melihat nilai signifikansinya berdasarkan *Equal variances assumed*. Terlihat pada tabel bahwa t hitung untuk YTM dengan *Equal variances assumed* adalah 1,692 dengan probabilitas (sig 2-tailed) sebesar 0,096. Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima, artinya YTM Sukuk dan obligasi tidak berbeda atau sama.

2. Uji Z CY Sukuk dan Obligasi Korporasi

Tabel 4.18
Levene's Test (Homogenitas Varian)
CY Sukuk dan Obligasi

Jumlah Sampel (N)	31
F	0,284
Sig.	0,596

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Terlihat bahwa F hitung untuk CY sukuk dan obligasi dalam tabel Levene's (Tabel homogenitas varian) adalah 0,284 dengan probabilitas (nilai sig) sebesar 0,596. Karena probabilitasnya lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima. artinya kedua varian memiliki kesamaan. Hasil

pengujian ini kemudian dijadikan dasar penentuan dalam melihat hasil uji *independent sample t test*.

Tabel 4.19
Uji Z CY Sukuk dan Obligasi
Independent Sample t-test

	t	Sig. (2-tailed)
Equal variances assumed	1,182	0,242
Equal variances not assumed	1,182	0,242

Sumber : Data sekunder diolah peneliti, 2017

Pada uji homogenitas varian CY sukuk dan obligasi diperoleh kesimpulan bahwa kedua varian memiliki kesamaan. Kesimpulan ini kemudian menjadi dasar dalam melihat tabel uji *independent sample t test* CY sukuk dan obligasi. Sehingga untuk melihat nilai signifikansinya berdasarkan *Equal variances assumed*. Terlihat pada tabel bahwa t hitung untuk CY dengan *Equal variances assumed* adalah 1,182 dengan probabilitas (sig 2-tailed) sebesar 0,242. Oleh karena probabilitasnya lebih besar dari 0,05, maka H0 diterima, artinya YTM Sukuk dan obligasi memiliki kesamaan (tidak berbeda).

H. Interpretasi Data dan Pembahasan

1. Perbedaan *Yield To Maturity* (YTM) Sukuk dan Obligasi Korporasi

Berdasarkan hasil dari pengolahan data diperoleh kesimpulan bahwa *Yield To Maturity* (YTM) sukuk dan obligasi tidak memiliki perbedaan. Artinya ketika portofolio sukuk ataupun obligasi ditahan sampai jatuh tempo maka return yang akan diterima oleh investor akan sama berdasarkan statistika dengan menggunakan uji z. Akan tetapi apabila melihat rata-rata *Yield To Maturity* (YTM) dari keduanya maka YTM Sukuk lebih besar dibandingkan dengan Obligasi yaitu rata-rata

YTM sukuk sebesar 10,056%, sedangkan rata-rata YTM obligasi sebesar 9,691%.

Tabel 4.20

Perbedaan Rata-Rata YTM Sukuk dan Obligasi

YTM Sukuk	YTM Obligasi
Mean 0,10056	Mean 0,09691
Uji Z Prob 0,096 > 0,05	

Sumber : data diolah peneliti, 2017

Berdasarkan hasil pengujian statistik, penelitian ini mendukung penelitian sebelumnya yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan secara signifikan antara kinerja sukuk dan obligasi berdasarkan YTM. Selanjutnya berdasarkan rata-rata, hasil ini mendukung penelitian Heri Fathurahman dan Rachma Fitriati yang menyatakan bahwa rata-rata YTM sukuk lebih besar daripada rata-rata YTM obligasi.

Perbedaan rata-rata YTM sukuk dan obligasi disebabkan karena sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dengan obligasi yaitu dari sisi jenis akad yang digunakan. Ada lima jenis sukuk yang telah mendapat pengesahan oleh Accounting and *Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) (Umam, 2013) antara lain yaitu sukuk mudharabah, sukuk musyarakah, sukuk ijarah, sukuk salam, dan sukuk istishna. Sedangkan dalam penerapannya di Indonesia terdiri dari sukuk ijarah dan sukuk mudharabah hal ini sebagaimana peraturan Bapepam dan LK nomor IX.A.14 tentang akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di Pasar Modal. Sukuk dalam penerbitannya menggunakan akad dengan basis sewa (ijarah) dan bagi hasil (mudharabah) yang artinya bahwa keuntungan yang diperoleh oleh investor tidak hanya keuntungan yang bersifat tetap akan tetapi juga keuntungan yang sifatnya berubah sesuai dengan kinerja dari perusahaan dalam memperoleh laba.

Umumnya perusahaan yang menerbitkan sukuk merupakan perusahaan-perusahaan yang telah memiliki kinerja yang baik, baik itu dilihat dari tata kelola perusahaan maupun berdasarkan penerapan manajemen risiko yang baik. Dalam penerbitan sukuk, harus melalui beberapa proses salah satunya yaitu penilaian kinerja perusahaan yang dapat dilihat dari berbagai aspek seperti laporan keuangan, dan lain sebagainya. Setelah proses penialaian kinerja dilakukan, maka dapat dilakukan pemeringkatan atas kinerja perusaah berdasarkan peringkat yang telah ditetapkan oleh Lembaga Pemeringkat Efek Indonesia. Oleh karena itu perusahaan yang menerbitkan sukuk dapat dikatakan telah memiliki kinerja yang baik yang tecermin dari peringkat yang diperolehnya, sehingga dengan kinerja yang baik akan memberikan keuntungan yang besar pula dan tentunya keuntungan yang memilik manfaat dan berkah karena pengelolaan dana dari penerbitan sukuk pun di khususkan kepada hal-hal yang bersifat halal. Dengan kata lain semakin baik kinerja perusahaan yang menerbitkan sukuk maka semakin menguntungkan bagi investor, karena akan memperoleh keuntungan yang besar pula.

2. Perbedaan *Current Yield* (CY) Sukuk dan Obligasi Korporasi

Perbedaan CY sukuk dengan obligasi berdasarkan hasil dari pengolahan data sebelumnya, maka diperoleh kesimpulan bahwa *Current Yield* (CY) sukuk dan obligasi memiliki kesamaan. Artinya pendapatan yang diperoleh investor yang mengacu pada harga pasar saat ini akan sama berdasarkan statistika dengan menggunakan uji z. Akan tetapi apabila melihat rata-rata *Current Yield* (CY) dari keduanya maka CY Sukuk lebih besar dibandingkan dengan Obligasi yaitu rata-rata CY sukuk sebesar 9,876%, sedangkan rata-rata CY obligasi sebesar 9,594%.

Tabel 4.21

Perbedaan Rata-Rata CY Sukuk dan Obligasi

CY Sukuk	CY Obligasi
Mean 0,09876	Mean 0,09594
Uji Z Prob 0,242 > 0,05	

Sumber : data diolah peneliti, 2017

Berdasarkan perbandingan CY sukuk dan obligasi hasil penelitian ini mendukung penelitian yang dilakukan oleh Indah Yuliana dan Dewi Rahmwati dan penelitian Rahmawaty dan Muhammad Hafiz Fahrimal berdasarkan statistika.

Current Yield merupakan cerminan keuntungan yang diperoleh saat ini dengan perbandingan antara return terhadap harga obligasi/sukuk. Istilah return yang diperoleh obligasi disebut sebagai kupon yang artinya pendapatan bunga yang dibayarkan emiten kepada investor yang bersifat tetap. Besarnya kupon obligasi yang diberikan dipengaruhi oleh bagaiamana tingkat suku bunga SBI, menurut teori (Sulistyastuti, 2002) ketika tingkat suku bunga SBI dinaikkan itu berarti bahwa besarnya kupon pun harus naik, karena itu akan menarik minat investor untuk menanamkan modalnya pada instrumn obligasi. Hal ini berbeda dengan sukuk, sukuk dalam transaksinya tidak menerapkan bunga sebagaimana karakteristik sukuk yang berbeda dengan obligasi yaitu mengharamkan riba, sehingga sistem pembayaran return berbasis sewa berdasarkan pada taksiran aset yang melandasi transaksi tersebut dan bagi hasil yang diperoleh berdasarkan dari keuntungan yang diperoleh oleh emiten. Dengan mengacu kepada rasio CY sukuk dapat dilihat bahwa sukuk pun unggul dalam memberikan return meskipun akad yang digunakan berbasis bagi hasil keuntungan.

Kinerja sukuk korporasi dan obligasi korporasi sesungguhnya tidak hanya berpaku pada dua indikator diatas, akan tetapi banyak faktor yang

perlu menjadi pertimbangan bagi investor ketika ingin melakukan investasi sukuk maupun obligasi korporasi. Meskipun hasil di atas menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara sukuk dan obligasi korporasi ketika dilakukan uji statistika dilihat dari YTM dan CY, akan tetapi secara absolut keduanya memiliki perbedaan, dalam hal ini sukuk lebih unggul dibandingkan obligasi. selain itu, apabila melihat berbagai kelebihan sukuk, hal tersebut juga bisa menjadi salah satu pertimbangan investor dalam menerbitkan sukuk.

Diantara kelebihan-kelebihan sukuk korporasi yang merupakan pembeda antara sukuk dan obligasi, diantaranya yaitu :

a) Sukuk memiliki *underlying aset* yang merepresentasikan jumlah sukuk yang diterbitkan, sehingga ada aset yang dijaminkan ketika menerbitkan sukuk. Oleh karena itu, investor tidak perlu takut untuk berinvestasi sukuk karena pada dasarnya sukuk bukan sebuah instrumen yang bersifat spekulatif tanpa ada aset yang melandasinya.
b) Sukuk berbasis akad mudharabah memiliki keunggulan tersediri yaitu berbasis bagi hasil atas keuntungan yang diperoleh perusahaan sehingga apabila dibandingkan dengan obligasi yang mengacu pada tingkat bunga yang tidak mempertimbangkan bagaimana pengelolaan dananya, maka sukuk merupakan investasi yang terhindar dari usaha-usaha yang pada akhirnya akan merugikan kedua belah pihak dan tentunya usaha yang dijalankan sesuai dengan prinsip syariah sebagaimana karakterisitik dari sukuk.
c) Sukuk berbasis akad ijarah sekilas memiliki kemiripan dengan obligasi konevensional dengan sistem pendapatan tetap, akan tetapi dalam penerapannya hal ini berbeda karena dalam akad ijarah harus memiliki underlying aset yang menjadi objek sewa serta harus menggunakan SPV (*special purpose vehicle*) sebagai pihak yang melakukan pembelian aset sementara. Sehingga transaksinya bukan merupakan transaksi hutang piutang akan tetapi transaksi sewa

menyewa yang memiliki kejelasan atas tujuan dari obyek yang disewakan tanpa ada gharar atas trasaksi yang dilakukan.

3. Yield To Maturity (YTM) dan Current Yield (CY) dalam Perspektif Ekonomi Syariah

Dalam kerangka dasar ekonomi Syariah telah disebutkan bahwa terdapat tiga pilar ekonomi syariah yang menjadi salah satu acuan dan dasar dalam menetapkan sebuah kebolehan dalam bertransaksi sesuai prinsip syariah. (Huda, 2010) tiga pilar tersebut antara lain : keadilan, keseimbangan, dan kemaslahatan.

Keadilan dalam artian bahwa setiap kegiatan ekonomi yang dilakukan baik oleh individu maupun kolektif harus terhindar dari eksploitasi, spekulatif, kesewenang-wenangan termasuk tidak diperbolehkan melakukan monopoli tanpa adanya alasan tertentu yang menyangkut kesejahteraan bersama.

Keseimbangan berarti seimbang antara aktivitas dalam sektor riil dan finansial, keseimbangan dalam pengelolaan risk dan return, aktivitas bisnis dan sosial, keseimbangan aspek spiritual dan materiil, serta asas manfaat dan kelestarian lingkungan.

Kemaslahatan dalam hal ini berorientasi pada perlindungan terhadap keselamatan kehidupan beragama (hifdz al-diin), proses regenerasi (hifdz al-nasb), perlindungan keselamatan jiwa (hifdz al-nafs), harta (hifdz al-maal) dan akal (hifdz al-aql).

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang diperbolehkan dalam islam. Hal ini berpaku pada 3 pilar ekonomi syariah bahwasanya sukuk merupakan investasi yang berlandaskan pada keadilan, yakni keadilan yang diciptakan antara investor dengan emiten. Keadilan ini dapat dilihat dari akad yang digunakan. Akad yang digunakan tentunya terhindar dari spekulasi karena adanya *underlying aset* yang menjadi objek dari kegiatan investasi yang dilakukan. Selanjutnya, sukuk merupakan investasi yang berdasarkan pada keseimbangan antara aspek spiritual dan

materiil. Secara spiritual kehadiran sukuk menjadikan masyarakat telah terhindar dari aktivitas-aktivitas konvensional yang berlandaskan pada riba yang jelas diharamkan dalam agama, dan menciptakan sebuah aktivitas ekonomi yang berlandaskan pada prinsip-prinsip syariah. Sedangkan secara materiil kehadiran sukuk pun dapat menciptakan sebuah kegiatan investasi yang menguntungkan masyarakat sehingga keuntungan yang diperoleh tidak hanya berupa keuntungan materi akan tetapi juga keuntungan terhindar dari kegiatan ekonomi yang dilarang dalam agama Islam. Pilar ekonomi syariah yang terakhir yaitu terciptanya kemaslahatan yang berupa perlindungan terhadap agama, jiwa, keturunan, harta dan akal yang kelima hal tersebut merupakan maqashid syariah yang memang harus dijaga demi kelangsungan hidup seseorang. Begitupun halnya sukuk, ia merupakan salah satu bentuk investasi yang merupakan pengaplikasian dari maqashid syariah. Kegiatan investasi merupakan kegiatan yang diperbolehkan dalam Islam sebagaimana firmanNya yang terdapat dalam surat al-Hasyr ayat 18 yang artinya :

> *"Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaklah Setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, Sesungguhnya Allah Maha mengetahui apa yang kamu kerjakan"* (al-Hasyr, 18)

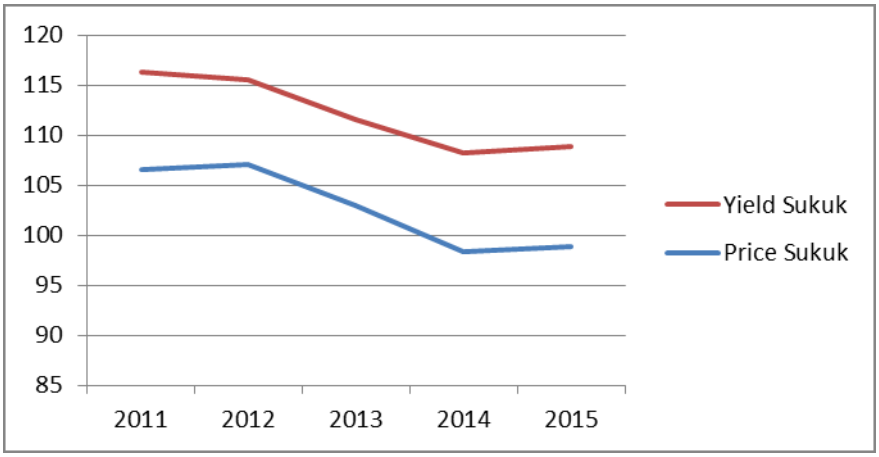
Dalam Islam merencanakan kehidupan dimasa mendatang bukanlah sesuatu yang tidak diperbolehkan, begitupun dengan merencanakan keuangan. Karena pada dasarnya setiap manusia tidak ada yang akan mengetahui apa yang akan terjadi dimasa mendatang. Oleh karena itu kehadiran sukuk merupakan salah satu kegiatan ekonomi yang mengimplementasikan firman Allah diatas serta tentunya telah mengimplementasikan maqashid syariah yakni dengan melakukan perencanaan keuangan demi menjaga agama, jiwa, dan harta khususnya.

Yield to maturity (YTM) dan *Current Yield* (CY) merupakan cerminan bagi investor ketika ingin menanamkan dananya pada instrumen sukuk dan obligasi. istilah *yield to maturity* dan *Current Yield* (CY) merupakan teori kinerja obligasi konvensional yang kemudian diimplementasikan kedalam konsep sukuk dengan berdasarkan pada prinsip kepatuhan syariah tanpa terdapat unsur bunga sebagaimana dalam perhitungan obligasi. *Yield to maturity* dan *Current Yield* yang umumnya diterapkan pada obligasi, dalam perhitungannya menggunakan kupon yang merupakan pembayaran keuntungan berupa bunga tetap. Tingkat suku bunga merupakan salah satu karakteristik yang dimiliki oleh obligasi yang mengharuskan emiten harus terus memberikan tingkat kupon yang tinggi dibandingkan tingkat bunga pada perbankan dengan tujuan menarik minat investor dalam berinvestasi pada obligasi (Huda & Nasution, 2008). Hal ini tentunya dalam syariah dilarang keras karena berhubungan dengan riba. Riba sudah sangat jelas dilarang keras dalam agama karena penerapan riba besar kemungkinan akan menimbulkan sebuah ketidakadilan yang akan mendzalimi sesama. Didalam al-qur'an pun telah banyak dijelaskan bagaimana transaksi yang diperbolehkan dan apa-apa transaksi yang dilarang sebagaimana potongan ayat al-quran dalam surat al baqarah ayat 275 yang menjelaskan bahwa riba merupakan sesuatu yang dilarang dan jual beli merupakan sesuatu hal yang diperbolehkan. Dalam sebuah kaidah fiqih pun telah dijelaskan bahwa transaksi yang dalam al qur'an tidak tertulis larangan secara jelas, maka transaksi tersebut dihalalkan. Oleh karena itu dalam penerapannya, sukuk kemudian menjadi sebuah solusi untuk berinvestasi jangka panjang tanpa harus menerapkan riba dalam setiap transaksinya sebagaimana dalam karakteristik sukuk yang sangat bertolak belakang dengan karakteristik yang dimiliki oleh obligasi yaitu sukuk harus terhindar dari transaksi yang mengandung unsur riba, gharar dan maysir (Umam, 2013). Begitupun dalam perhitungan *yield to maturity* dan *Current yield*, sistem pembayaran kupon (bunga) dalam obligasi

berbeda dengan sukuk yang menggunakan *fee* dan bagi hasil sebagaimana akad yang digunakan pada saat bertransaksi sukuk.

Selain kupon/bagi hasil/fee, dalam melakukan perhitungan YTM dan CY juga menggunakan harga (*price*). Harga merupakan salah satu penentu investor dalam mempertimbangkan pembelian sukuk/obligasi. Tingkat harga selalu dikaitkan dengan tingkat keuntungan yang akan diperoleh. Dalam penelitian ini dapat dilihat sebagaimana grafik berikut :

Gambar 4.3
Yield dan Price Sukuk tahun 2011-2015



Sumber : Data diolah peneliti, 2017

Tingkat *yield* yang diperoleh investor dari tahun 2011 sampai dengan 2015 cenderung selalu berbanding lurus dengan tingkat harga. hal ini sesuai dengan teori (Prasetyo, 2013) yang menyatakan bahwa investor memiliki kecendrungan dalam mempertimbangkan antara harga dan tingkat pendapatan yang akan diperoleh ketika berivestasi. Sebagaimana hasil yang diperoleh pada tabel 4.10 Perbandingan *price* sukuk dan obligasi dan tabel 4.12 Perbandingan yield sukuk dan obligasi dapat disimpulkan bahwa mengacu pada teori, sukuk merupakan sebuah jenis investasi yang memberikan keuntungan lebih baik daripada obligasi dengan mengacu pada rata-rata *price* dan *yield* sukuk yang lebih besar dari pada obligasi yaitu sebesar 102,7650988 (*price* sukuk) > 101,2157725

(*price* obligasi) sedangkan yieldnya sebesar 9,33754694 (*yield* sukuk) > 9,23105863 (*yield* obligasi).

Dalam Islam, mencari keuntungan merupakan hal yang tidak dilarang sebagaimana hadist yang di riwayatkan oleh Imam Bukhari yang maknanya adalah tiada larangan bagi seseorang dalam mencari sebuah keuntungan karena keuntungan yang diperoleh merupakan cerminan dari jerih payah yang dilakukan oleh seseorang.