

**ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK  
NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA  
PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016**

**SKRIPSI**



**Oleh :**

**LIZA WARDANI**  
NIM: 12510138

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
MAULANA MALIK IBRAHIM  
MALANG  
2017**

**ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK  
NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA  
PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016**

**SKRIPSI**

Diajukan Kepada:  
Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang  
Untuk Memenuhi Salah Satu Persyaratan Dalam  
Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)



**Oleh :**

**LIZA WARDANI**  
NIM: 12510138

**JURUSAN MANAJEMEN  
FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS ISLAM NEGERI  
MAULANA MALIK IBRAHIM  
MALANG  
2017**

**LEMBAR PERSETUJUAN**

**ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK  
NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA  
PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016**

**SKRIPSI**

Oleh:

**LIZA WARDANI**  
NIM: 12510138

Telah Disetujui, 19 Juni 2017  
Dosen Pembimbing,

**Dr. Indah Yuliana, SE., MM**  
NIP. 19740919 200312 2 001



Mengetahui:  
Ketua Jurusan,

**Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei**  
NIP 19750707 200501 1 005

## LEMBAR PENGESAHAN

### ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016

### SKRIPSI

Oleh :

**LIZA WARDANI**

NIM: 12510138

Telah Dipertahankan di Depan Dewan Penguji  
Dan Dinyatakan Diterima Sebagai Salah Satu Persyaratan  
Untuk Memperoleh Gelar Sarjana Ekonomi (SE)  
Pada Tanggal 10 Juli 2017

#### Susunan Dewan Penguji

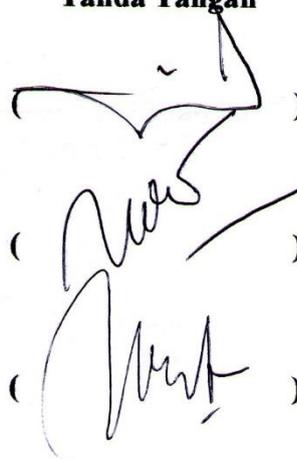
#### Tanda Tangan

1. Ketua Penguji  
**Muhammad Sulhan, SE., MM**  
NIP. 19740604 200604 1 002
2. Sekretaris/Pembimbing  
**Dr. Indah Yuliana, SE., MM**  
NIP. 19740919 200312 2 001
3. Penguji Utama  
**Drs. Agus Sucipto, SE., MM**  
NIP. 19670816 200312 1 001

:

:

:



Disahkan Oleh :  
Ketua Jurusan,



**Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei**  
NIP. 19750707 200501 1 005

## SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini :

Nama : Liza Wardani  
NIM : 12510138  
Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Menyatakan bahwa “Skripsi” yang saya buat untuk memenuhi persyaratan kelulusan pada Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang, dengan judul :

### **ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016**

Adalah hasil karya saya sendiri, bukan “duplikasi” dari karya orang lain.

Selanjutnya apabila di kemudian hari ada “klaim” dari pihak lain, bukan menjadi tanggung jawab Dosen Pembimbing dan atau pihak Fakultas Ekonomi, tetapi menjadi tanggung jawab saya sendiri.

Demikian surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya dan tanpa paksaan dari siapapun.

Malang, 10 Juli 2017

Hormat Saya,



  
Liza Wardani  
NIM: 12510138

**SURAT PERNYATAAN PUBLIKASI**

Yang bertanda tangan dibawah ini:

Nama	: Liza Wardani
NIM	: 12510138
Jurusan/Prodi	: Manajemen
Fakultas	: Ekonomi
Judul Skripsi	: ANALISIS KOMPARASI IMBAL HASIL DAN RISIKO SUKUK NEGARA SERI IFR DENGAN MENGGUNAKAN HARGA PASAR DAN HARGA WAJAR PERIODE 2014-2016

Mengijinkan jika karya ilmiah saya (Skripsi) dipublikasikan melalui website perpustakaan UIN Maulana Malik Ibrahim Malang secara keseluruhan (full text) demi proses penelitian dan studi keilmuan selanjutnya.

Malang, 10 Juli 2017

Dosen Pembimbing



(Dr. Indah Yuliana, SE., MM)

Mahasiswa



(Liza Wardani)

## HALAMAN PERSEMBAHAN

Dengan mengucap nama Allah yang Maha Pengasih lagi Maha  
Penyayang,

Skripsi ini akan saya persembahkan kepada :

Almarhum Ayahanda Moch. Arifin terimakasih atas limpahan doa serta  
kasih sayang semasa hidupnya dan memberikan rasa rindu yang berarti.

Terimakasih Ibunda tercinta Churin Inin atas limpahan doa dan kasih  
sayang yang tak terhingga dan selalu memberikan yang terbaik.

Serta terimakasih kepada tim horree mbok wek, faul, entong, cupil dan  
lain-lain yang tidak bisa penulis sebutkan

Semoga Allah membalas atas segala kebaikan mereka

AMIIN.....

## MOTTO

*Sesuatu akan menjadi kebanggaan,  
Jika sesuatu tersebut itu dikerjakan,  
dan bukan hanya dipikirkan.*

*Sebuah cita-cita akan menjadi kesuksesan,  
Jika kita awali dengan bekerja untuk mencapainya,  
Bukan hanya menjadi impian*



## KATA PENGANTAR



Segala puji bagi Allah SWT, karena atas rahmat dan hidayahnya penelitian ini dapat terselesaikan dengan judul “ Analisis Komparasi Imbal Hasil dan Risiko Sukuk Negara seri IFR dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar periode 2014-2016”.

Shalawat dan salam semoga tetap tercurahkan kepada junjungan kita Nabi besar Muhammad SAW yang telah membimbing kita dari zaman jahiliyyah menuju zaman terang benderang ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan tugas akhir skripsi ini tidak akan berhasil dengan baik tanpa adanya sumbangan pemikiran dan dukungan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis menyampaikan terima kasih yang tak terhingga kepada:

1. Bapak Prof. Dr. H. Mudjia Rahardjo, M.Si selaku Rektor Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. Bapak Dr. H. Salim Al Idrus, MM., M.Ag selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
3. Bapak Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei selaku Ketua Jurusan Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
4. Ibu Dr. Indah Yuliana., SE., MM Selaku Dosen Pembimbing Skripsi.

5. Bapak dan Ibu dosen Fakultas Ekonomi Universitas Islam Negeri (UIN) Maulana Malik Ibrahim Malang.
6. Almarhum Ayah, Ibu, adik dan seluruh keluarga yang senantiasa memberikan doa dan dukungan secara moral dan spiritual.
7. Teman-teman Manajemen 2012 yang telah memberikan semangat dan dukungan dalam menyelesaikan tugas akhir skripsi.
8. Tim sukses Jadi Taqwa, Luluk Hidayah, Nur Laili Arofah yang telah membantu dalam penyelesaian penulisan skripsi.
9. Dan seluruh pihak-pihak yang terlibat secara langsung maupun tidak langsung yang tidak bisa disebutkan satu persatu.

Akhirnya, dengan segala kerendahan hati penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini masih jauh dari kata sempurna. Oleh karena itu penulisan sangat mengharapkan kritik dan saran yang konstruktif demi kesempurnaan penulisan ini. penulis berharap semoga karya yang sederhana ini dapat bermanfaat dengan baik bagi semua pihak. Amin ya Robbal ‘Alamin.

Malang, 10 Juli 2017

Penulis

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL .....</b>	<b>i</b>
<b>HALAMAN PERSETUJUAN .....</b>	<b>ii</b>
<b>HALAMAN PENGESAHAN .....</b>	<b>iii</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN .....</b>	<b>iv</b>
<b>HALAMAN PERNYATAAN PUBLIKASI .....</b>	<b>v</b>
<b>HALAMAN PERSEMBAHAN .....</b>	<b>vi</b>
<b>HALAMAN MOTTO .....</b>	<b>vii</b>
<b>KATA PENGANTAR .....</b>	<b>viii</b>
<b>DAFTAR ISI .....</b>	<b>x</b>
<b>DAFTAR TABEL .....</b>	<b>xii</b>
<b>DAFTAR GAMBAR .....</b>	<b>xiii</b>
<b>DAFTAR LAMPIRAN .....</b>	<b>xiv</b>
<b>ABSTRAK (Bahasa Indonesia, Bahasa Inggris, Bahasa Arab) .....</b>	<b>xv</b>
<b>BAB I : PENDAHULUAN</b>	
1.1 Latar Belakang .....	1
1.2 Rumusan Masalah .....	6
1.3 Tujuan Penelitian .....	7
1.4 Manfaat Penelitian .....	7
<b>BAB II : KAJIAN PUSTAKA</b>	
2.1 Penelitian Terdahulu .....	8
2.2 Kajian Teori .....	11
2.2.1 Obligasi Syariah (Sukuk) .....	11
2.2.1.1 Pengertian Sukuk .....	11
2.2.1.2 Jenis Obligasi Syariah .....	13
2.2.1.3 Karakteristik Obligasi Syariah (sukuk) .....	17
2.2.2 Sukuk Negara (SBSN) .....	19
2.2.2.1 Pengertian .....	19
2.2.2.2 Tujuan Penerbitan Sukuk Negara (SBSN) .....	20
2.2.2.3 Keuntungan Investasi pada SBSN .....	21
2.2.2.4 Dasar Hukum Penerbitan Sukuk Negara (SBSN) ...	22
2.2.2.5 Macam-macam Sukuk Negara .....	24
2.2.3 Lembaga Penilaian Harga Efek Indonesia .....	26
2.2.4 Harga Obligasi atau Sukuk .....	29
2.2.4.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Obligasi atau Sukuk .....	30
2.2.5 Suku Bunga .....	34
2.2.5 Imbal Hasil .....	35
2.2.5.1 Hubungan Suku Bunga, Imbal Hasil Obligasi atau Sukuk dan Harga Obligasi atau Sukuk .....	40
2.2.5 Risiko Sukuk .....	42
2.2.6 Risiko dalam Perspektif Islam .....	45
2.3 Kerangka Berfikir .....	48

<b>BAB III : METODE PENELITIAN</b>	
3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian .....	52
3.2 Lokasi Penelitian .....	52
3.3 Populasi dan Sampel .....	53
3.4 Teknik Pengambilan Sampel .....	53
3.5 Data dan Jenis Data .....	54
3.6 Teknik Pengumpulan Data .....	55
3.7 Definisi Operasional Variabel .....	55
3.8 Analisis Data .....	56
<b>BAB IV : HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN</b>	
4.1 Perkembangan Sukuk Negara seri IFR .....	58
4.1.1 Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Wajar .....	59
4.1.2 Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Pasar.....	61
4.2 Risiko Sukuk Negara .....	62
4.2.1 Risiko Sukuk Harga Pasar .....	63
4.2.2 Risiko Sukuk Harga Wajar .....	63
4.3 Perbedaan Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar .....	64
4.4 Pembahasan .....	68
4.4.1 Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar .....	68
4.4.2 Risiko dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar .....	69
4.4.3 Perbedaan Imbal Hasil dan Risiko dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar .....	70
<b>BAB V : PENUTUP</b>	
5.1 Kesimpulan .....	73
5.2 Saran .....	74
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	
<b>LAMPIRAN-LAMPIRAN</b>	

## DAFTAR TABEL

Tabel 2.1 Penelitian Terdahulu .....	9
Tabel 2.2 Perbedaan Sukuk dan Obligasi .....	19
Tabel 3.1 Jumlah Sukuk .....	53
Tabel 3.2 Sampel Penelitian .....	54
Tabel 3.3 Data Harga Wajar .....	54
Tabel 3.4 Data Harga Pasar .....	55
Tabel 4.1 Data Harga Wajar .....	60
Tabel 4.2 Imbal Hasil dengan Harga Wajar .....	60
Tabel 4.3 Data Harga Pasar .....	61
Tabel 4.4 Imbal Hasil dengan Harga Pasar .....	62
Tabel 4.5 Risiko dengan Harga Pasar .....	63
Tabel 4.6 Risiko dengan Harga Wajar .....	64
Tabel 4.7 Hasil Uji Normalitas .....	65
Tabel 4.8 Hasil Uji Kesamaan Varians .....	65
Tabel 4.9 Hasil Uji <i>Mann Whitney U</i> .....	66

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Perkembangan Sukuk Negara .....	2
Gambar 1.2 Perkembangan Sukuk IFR .....	4
Gambar 2.1 Hubungan Antara Harga Obligasi atau Sukuk dengan <i>Market Yield</i> .....	35
Gambar 2.2 Kerangka Berpikir .....	48
Gambar 4.1 Perkembangan Sukuk IFR .....	58



## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1 : Bukti Konsultasi
- Lampiran 2 : Data Harga Wajar dan Harga Pasar
- Lampiran 3 : Data Perhitungan Imbal Hasil Pasar
- Lampiran 4 : Data Perhitungan Imbal Hasil Wajar
- Lampiran 5 : Output Hasil SPSS
- Lampiran 6 : Biodata Peneliti



## ABSTRAK

Liza Wardani.2016, SKRIPSI. Judul: “Analisis Komparasi Imbal Hasil dan Risiko Sukuk Negara seri IFR dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar periode 2016”

Pembimbing : Dr. Indah Yuliana., SE., MM

Kata Kunci : Sukuk, Imbal Hasil, Risiko, Harga Pasar, Harga Wajar

---

---

Upaya Pemerintah dalam meningkatkan informasi transaksi obligasi dan sukuk antara lain dengan menerbitkan peraturan nomor X.M.3 tentang Pelaporan Transaksi Efek, dan juga mewujudkan lembaga penilaian harga efek bersifat utang, sukuk dan surat berharga. Namun, upaya tersebut belum optimal membantu investor dalam bertransaksi pada instrumen tersebut. Saat ini tersedia beberapa jenis informasi harga obligasi dan sukuk, namun investor berhak mengetahui seberapa signifikan perbedaan antara data dari sumber yang satu dengan yang lainnya, sehingga investor memiliki keyakinan dalam investasi di pasar obligasi dan sukuk.

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan perhitungan imbal hasil dan risiko sukuk antara menggunakan harga pasar dan harga wajar. Besaran imbal hasil dan risiko sukuk diperoleh dengan melakukan perhitungan pada besaran  *Holding Period Yield (HPY)*,  *Yield to Maturity (YTM)*,  *Risk Adjusted Return (RAR)* dan standar deviasi HPY. Data yang dipilih merupakan data sekunder yang merupakan data tidak langsung yang di dapat dengan menggunakan studi literatur yang dilakukan terhadap banyak buku dan diperoleh berdasarkan catatan-catatan yang berhubungan dengan penelitian, selain itu peneliti mempergunakan data yang diperoleh dari internet dan sukuk tersebut ditransaksikan di pasar sekunder, serta dilaporkan ke Bursa Efek Indonesia selaku Penerima Laporan Transaksi Efek.

Kesimpulan dari penelitian ini adalah bahwa secara umum tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik pada perhitungan YTM, dan Risiko HPY dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar sedangkan pada RAR terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar.

## Abstract

Liza Wardani.2016, bachelor theses. Title: "Analysis Comparatively Rewarding results and the risk of State Sukuk IFR series using the Market Price and the price reasonable period of 2014-2016"

The Advisor : Dr. Indah Yuliana., SE., MM

Key Words : Sukuk, Rewarding results, risk, the Market Price, reasonable prices

---

---

The efforts of the Government to increase the transaction information sukuk bonds and among others with menerbitan rule number X.M.3 about Securities transaction reporting and also realize the institution assessment of the price of debt securities, and sukuk bonds. But the effort is not Optimal yet help investors in transactions on instruments. Currently available some types of information the price of bonds and sukuk, but investors are entitled to know how significant differences between the data from the source to the other, so that investors have confidence in situ investment in bonds market and sukuk.

This research aims to know the difference between the calculation of rewarding results and risk between the sukuk using the market price and reasonable prices. Massive rewarding results and sukuk risk obtained by doing calculations on massive *Holding Period Yield* (HPY), *Yield to Maturity* (YTM), *Risk Adjusted Return* (RAR) and standard deviation HPY. The selected data is a secondary data which is the data not directly in the can using the literature study that was done on the many books and obtained based on the notes associated with the research, besides researchers use data obtained from the internet and the sukuk traded in the secondary market and reported to the Indonesia Stock Exchange as recipients of Securities Transaction Reports.

The conclusion from this research is that in general there is no significant difference in the statistics on the calculation of the risk of HPY YTM, and using the market price and reasonable prices while on RAR there is a significant difference in the statistics using the market price and reasonable prices.

## الملخص

ليزا، واردةاني. 2017. بحث جامعي. العنوان: "تحليل مقارن للمحصول ومخاطر الصكوك سلسلة IFR باستخدام أسعار السوق والأسعار، 2016 فترة" المشرف: د. اينداه يوليانا. الماجستير

كلماتالرئيسية: الصكوك، العوائد، المخاطر، سعرالسوق، الأسعار

جهود الحكومة لتحسين السندات والصكوك المعلومات المعاملة مثل بإصدار اللوائح X.M.3 عدد من التقارير عملية للأوراق المالية، وندرك أيضا تقييم سعر الديون وكالة الأوراق المالية والسندات والأوراق المالية. ومع ذلك، لم تم تحسين هذه الجهود لمساعدة المستثمرين في المعاملة على الصك. تتوفر حاليا عدة أنواع من السندات والصكوك معلومات التسعير، ولكن يحق للمستثمرين لمعرفة مدى أهمية الفرق بين البيانات من مصدر واحد إلى آخر، حتى أن المستثمرين لديهم ثقة في تنمية الاستثمار في السندات والصكوك في السوق.

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد الاختلافات في حساب السندات العائد والمخاطرة بين استخدام أسعار السوق وسعر معقول. عوائد الصكوك حجم وخطر يتم الحصول عن طريق حساب حجم القابضة الفترة العائد (HPY)، العائد حتى الاستحقاق (YTM)، مخاطر العائد المجازفة (RAR)، والانحراف المعياري HPY. البيانات المحدد البيانات الثانوية هي البيانات غير المباشرة التي يمكن أن تستخدم الدراسة التي أجريت على الأدب الكتب والحصول عليها على أساس السجلات المتعلقة بالتحقيق، وغيرها من التي يستخدمها الباحثون بيانات تم الحصول عليها من الانترنت والصكوك المتداولة في السوق الثانوية وذكرت لاندونيسيا البورصة (BEI) المالية باعتبارها المستفيد من تقرير المعاملات المالية.

الاستنتاج من هذه الدراسة هو أنه في عام لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية في حساب YTM ، والمخاطر HPY باستخدام سعر السوق وسعر معقول بينما في RAR هناك فروق ذات دلالة إحصائية باستخدام سعر السوق وسعر معقول.

## BAB I PENDAHULUAN

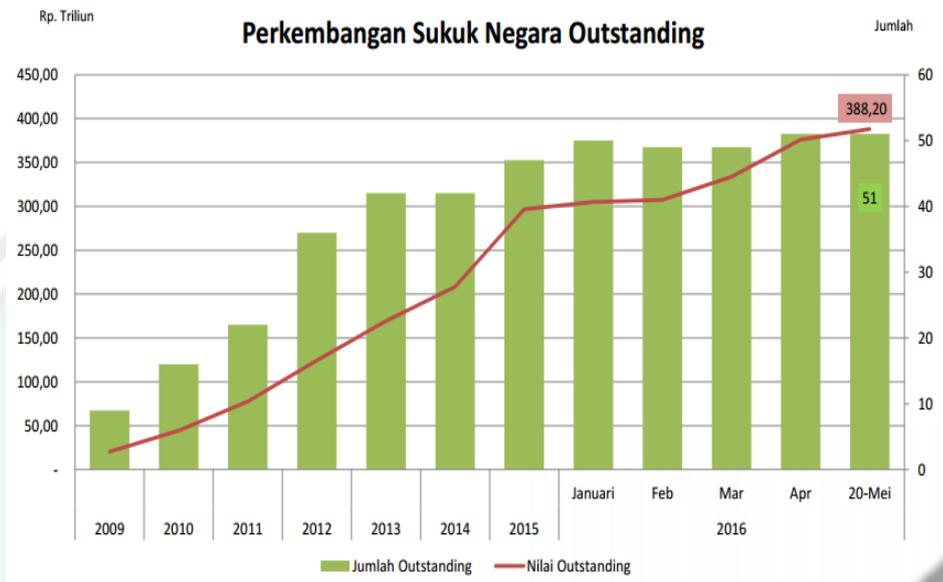
### 1.1 Latar Belakang

Pasar modal syariah menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dapat didefinisikan sebagai kegiatan dalam pasar modal sebagaimana yang diatur dalam Undang-undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Salah satu produk syariah di pasar modal yang banyak diminati oleh investor salah satunya yaitu obligasi syariah negara (sukuk).

Menurut Otoritas Jasa Keuangan (OJK) sukuk negara merupakan Efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*undivided share*)) atas aset berwujud tertentu yang memiliki nilai manfaat. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*). Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk.

Perkembangan sukuk negara dari tahun ketahun selalu mengalami peningkatan, terbukti dengan adanya data yang tercatat dalam Otoritas Jasa Keuangan tahun 2016 triwulan I yaitu:

Gambar 1.1  
Perkembangan Sukuk Negara



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) tahun 2016

Dari tahun ketahun penerbitan sukuk negara mengalami peningkatan yang sangat pesat, hal ini dapat dilihat pada gambar 1.1 dimana sampai akhir periode laporan tahun 2016 triwulan II, jumlah keseluruhan sukuk negara yang *outstanding* sebanyak 51 seri dengan nilai sebesar Rp. 380,9 triliun. Hal ini menunjukkan kenaikan yang signifikan dibandingkan tahun 2015 sebanyak 47 seri dengan nilai sebesar Rp. 296,07 triliun. Untuk semakin mendorong perkembangan pertumbuhan sukuk negara yang mana setelah ditetapkannya UU No.19/2008 dalam hal ini pemerintah sudah menyiapkan infrastruktur yang dibutuhkan, inovasi pengembangan instrument, maupun perluasan basis investor.

Indonesia dengan mayoritas penduduknya yang muslim memiliki peluang untuk berinvestasi yang sesuai dengan Syariah agama islam. Pemerintah Indonesia dengan DSN MUI sudah menyiapkan infrastruktur Syariah yang berhubungan dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). dalam konteks inovasi pengembangan instrument pemerintah telah menerbitkan berbagai seri Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) seperti seri SR (Sukuk Ritel) yang diperuntukkan investor individu warga negara Indonesia, dan Global Sukuk (Sukuk negara Indonesia/SNI) yang diterbitkan dalam denominasi US dollar dipasar internasional. Selain itu, ada pula Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang lebih dikenal dengan sebutan sukuk negara seri *Islamic Fixed Rate* (IFR) yang telah di *launching* untuk pertama kalinya oleh Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DJPPR) Kemenkeu, dijelaskan bahwa pemerintah mulai melaksanakan penerbitan *Islamic Fixed Rate* (IFR) di pasar sekunder dalam negeri pada tahun 2008. Sukuk seri IFR ini metode penjualannya dilakukan dengan menggunakan metode *bookbuilding* melalui 3 (tiga) agen penjualan yang telah ditunjuk melalui seleksi oleh pemerintah.

Seri pertama yang diterbitkan adalah IFR0001 dan IFR0002 pada tanggal 26 Agustus 2008. Dari hasil penerbitan perdana tersebut terlihat tingginya minat dan kepercayaan pasar terhadap sukuk Negara, yang tercermin dari kelebihan permintaan (*over-subscription*) hingga 1,6 kali dengan total permintaan mencapai Rp. 8,070 triliun dari target indikatif sebesar Rp. 5 triliun. Sukuk seri IFR ini diterbitkan pada 26 Agustus 2008.

Gambar 1.2  
Perkembangan Sukuk IFR



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 2016

Dari grafik diatas menunjukkan bahwasanya perkembangan sukuk seri IFR mengalami trend menaik dari tahun 2009-2015 meskipun pada tahun 2014 sukuk seri IFR sempat turun di angka 67,75 triliun. Melihat besarnya dana dari sukuk seri IFR pemerintah melalui kementerian keuangan menerbitkan banyak sukuk seri IFR yaitu IFR001, IFR002, IFR003, IFR004, IFR005, IFR006, IFR007, IFR008, dan sukuk seri IFR0010, namun untuk saat ini sukuk yang diterbitkan pemerintah hanya sukuk seri IFR006, IFR008, dan seri IFR0010 saja.

Bagi para investor sebagaimana yang telah diketahui bersama bahwa saat ini informasi tentang obligasi atau sukuk sulit didapatkan karena untuk informasi tentang harga obligasi dan sukuk penjualanya melalui OTC (*Over*

*The Counter*) atau penjualanya dilakukan di luar bursa, maka harga yang didapatkan dan terinformasikan kemungkinan beragam untuk suatu efek yang sama. Sehingga hal tersebut dikhawatirkan menjadi informasi yang ambigu bagi investor maupun calon investor yang berkeinginan untuk berinvestasi di pasar obligasi dan sukuk ini. Khususnya dalam hal pemilihan penggunaan data harga sebagai basis perhitungan imbal hasil dan risiko atas portofolio sukuknya.

Bagi investor maupun calon investor untuk melihat imbal hasil dan risiko portofolio sukuknya dapat melihat dari 4 komponen yaitu  *Holding Periodic Yield* (HPY),  *Yield to Maturity* (YTM),  *Risk Adjusted Return* (RAR), risiko  *Holding Periodic Yield* (REHPY). Dengan mengetahui 4 komponen dalam menentukan imbal hasil dan risiko sukuk seorang investor akan mudah menilai untuk menentukan bentuk investasinya memiliki nilai keuntungan serta risiko yang diinginkan, serta dapat membandingkan keuntungan dan risiko investasinya ketika melihat dari data harga wajar dan data harga pasar.

Dimana 4 komponen tersebut dapat di hitung berdasarkan data yang dikeluarkan oleh pihak  *Index Bond Pricing Agency* (IBPA) untuk sukuk yang menggunakan harga wajar, sedangkan harga pasar dikeluarkan oleh pihak Bursa Efek Indonesia (BEI).

Harga wajar yang diterbitkan oleh IBPA secara harian dapat digunakan sebagai Harga Referensi (*reference price*) dalam transaksi jual beli. Ketiadaan harga wajar yang dapat diandalkan menjadi kendala tersendiri bagi banyak pelaku pasar seperti dana pensiun, asuransi dan lembaga

keuangan lain untuk melakukan transaksi jual beli obligasi. Sehingga banyak dari mereka yang terpaksa memilih strategi *hold to maturity* terhadap portofolio efek yang dimilikinya agar terhindar dari masalah bila ada pertanyaan terkait keputusan investasi yang diambil.

Namun, dengan beragamnya informasi untuk jenis efek yang sama tersebut, dikhawatirkan terdapat kebingungan di sisi investor dalam menentukan informasi yang layak dan sesuai dengan perhitungan imbal hasil dan risiko yang optimal.

Pada tahun 2011, yayuk sebelumnya meneliti tentang perbedaan imbal hasil dan resiko sukuk antara yang menggunakan harga wajar dengan harga pasar, dimana dalam penelitian tersebut menggunakan data sukuk seri IFR001, dan seri IFR002. Hasil penelitian Yayuk (2011) secara umum terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik dari imbal hasil dan risiko sukuk antara yang menggunakan harga pasar dan harga wajarnya berdasarkan beberapa klasifikasi yang ditentukan. Namun untuk saat ini jenis sukuk seri tersebut sudah tidak diterbitkan lagi oleh pemerintah. Maka dari itu penulis tertarik untuk membuat karya ilmiah dalam bentuk skripsi dengan judul **Analisis Komparasi Imbal Hasil dan Risiko Sukuk Negara Seri IFR dengan menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar**. Dengan menggunakan data sukuk seri IFR0006, IFR0007, IFR0008, dan IFR0010.

## 1.2 Rumusan Masalah

1. Bagaimana imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan harga pasar dan harga wajar?

2. Bagaimana risiko sukuk negara seri IFR dengan harga pasar dan harga wajar?
3. Adakah perbedaan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar?
4. Adakah perbedaan risiko sukuk negara seri IFR dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar?

### **1.3 Tujuan Penelitian**

1. Untuk menjelaskan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan harga pasar dan harga wajar.
2. Untuk menjelaskan risiko sukuk negara seri IFR dengan harga pasar dan harga wajar.
3. Untuk menjelaskan perbedaan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar.
4. Untuk menjelaskan perbedaan risiko sukuk negara seri IFR dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar?

### **1.4 Manfaat Penelitian**

Dari penelitian ini penulis berharap dapat menjelaskan tingkat imbal hasil dan risiko investasi sukuk dengan menggunakan data harga pasar dan harga wajar sehingga pembaca dapat melakukan perbandingan untuk keputusan investasi pada instrumen sukuk. Disamping itu penulis berharap bahwa hasil penelitian yang penulis sampaikan akan dapat berguna sebagai landasan atas riset-riset selanjutnya.

## BAB II

### KAJIAN PUSTAKA

#### 2.1 Penelitian Terdahulu

Adapun beberapa penelitian terdahulu yang mengkaji beberapa aspek yang berkaitan dengan imbal hasil dan risiko adalah sebagai berikut:

Median Wilestari (2008) dalam penelitiannya yang berjudul Evaluasi Perhitungan Harga Sukuk Ijarah dengan Model Durasi dan *Extreme Value Theory* dengan hasil penelitian memberikan informasi bahwa model *Extreme Value Theory* dari sisi kajian syariah lebih valid daripada model durasi, terbukti cukup akurat dalam memberikan harga yang sebenarnya dari harga sukuk. Serta perhitungan harga sukuk menggunakan model *Extreme Value Theory* juga memberikan rata-rata yang tidak signifikan.

Yayuk (2011) dalam penelitiannya dengan hasil bahwa terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik dari imbal hasil dan risiko dengan menggunakan harga wajar dan harga pasar.

Manurung dan Ichfan (2013) Estimasi Harga Obligasi dengan Pendekatan Durasi Eksponensial memberikan hasil bahwa tidak didapatkan perbedaan secara statistik pada perhitungan harga obligasi dengan menggunakan metode tradisional durasi dan eksponensial durasi.

Deltadi Rachman (2010) menunjukkan hasil bahwa secara umum sukuk memiliki

kinerja yang sebanding dengan obligasi konvensional, dimana kinerja

sukuk berdasarkan risiko total menghasilkan kinerja yang lebih baik, dan di lain pihak terhadap risiko sistematisnya, obligasi konvensional menghasilkan kinerja yang baik pula.

Tabel 2.1  
Penelitian Terdahulu.

No	Peneliti, tahun dan Judul Penelitian	Tujuan	Variabel	Hasil
1.	Median Wilestari (2008), Evaluasi Perhitungan Harga Sukuk Ijarah dengan Model Durasi dan Extreme Value Theory	Untuk membuktikan Seberapa akurat dan valid dalam memberikan estimasi harga perhitungan sukuk ijarah dengan menggunakan pendekatan Durasi model dan Extreme Value Theory dalam memberikan estimasi harga sukuk.	Sukuk ijarah (variabel dependen)  Metode Model Durasi dan Extreme Value Theory (variabel independen)	Hasil penelitian memberikan informasi bahwa model Extreme Value lebih valid daripada model durasi, hal ini membuktikan keakuratan dalam memberikan estimasi harga yang sebenarnya untuk sukuk.
2.	Yayuk Sri Wahyuni (2011), Analisis komparasi imbal hasil dan risiko sukuk dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar (studi kasus pada sukuk yang diterbitkan di Indonesia periode 2009-2011)	Untuk mengetahui perbedaan perhitungan imbal hasil dan risiko sukuk antara data harga pasar dengan data harga wajar, baik berdasarkan rating maupun jangka waktu jatuh tempo	Imbal hasil dan risiko (variabel dependen)  Harga pasar dan harga wajar (variabel independen)	Secara umum terdapat perbedaan yang signifikan pada imbal hasil yang menggunakan harga pasar dan harga wajar berdasarkan beberapa klasifikasi yang ditentukan.
3.	Manurung dan Ichfan (2013)	Untuk menguji seberapa akurat	Obligasi pemerintah	Dalam penelitiannya ditemukan bahwa

	Estimasi Harga Obligasi dengan Pendekatan Durasi Ekspensial	metode tradisional durasi dan durasi ekspensial dalam memberikan estimasi harga obligasi	(variabel dependen)  tradisional durasi dan durasi ekspensial (variabel independen)	tidak ada perbedaan statistik dengan menggunakan metode durasi tradisional dan durasi ekspensial
4.	Deltadi Rachman (2010) Perbandingan Kinerja dan Pengaruh Jumlah Emisi Terhadap Kinerja Sukuk dan Obligasi Konvensional	Untuk meneliti tingkat kinerja investasi sukuk dibandingkan dengan investasi dalam obligasi konvensional di pasar modal Indonesia dan untuk meneliti hubungan jumlah emisi sukuk dan obligasi konvensional yang beredar terhadap tingkat kinerjanya	Emisi sukuk, kinerja portofolio, risiko	Secara umum, sukuk memiliki kinerja yang sebanding dengan obligasi konvensional

Persamaan dan perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya.

Persamaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya yaitu: variabel dependen dalam penelitian ini adalah risiko dan imbal hasil serta variabel independen dalam penelitian harga pasar dan harga wajar, variable tersebut juga digunakan pada penelitian Yayuk (2011).

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya: pada penelitian ini variabel independennya harga pasar dan harga wajar, pada Median (2008)

digunakan Model Durasi dan *Extreme Value Theory*, Manurung (2013) menggunakan Tradisional Durasi dan Durasi Eksponensial,

Perbedaan penelitian ini dengan penelitian sebelumnya secara keseluruhan adalah: Deltadi (2010), Zaima (2008), Dedy (2008), dan Manurung (2013) membandingkan dengan obligasi konvensional, sedangkan dalam penelitian ini yang digunakan adalah Surat Berharga Syariah Negara (sukuk).

Perbedaan lainnya pada peneliti sebelumnya terletak pada periode penelitian. Manurung (2013), Yayuk (2011), Deltadi (2010), Median (2008). Sedangkan penelitian ini dilakukan pada periode 2016.

## **2.2 Kajian Teori**

### **2.2.1 Obligasi Syariah (*Sukuk*)**

#### **2.2.1.1 Pengertian Sukuk**

Sukuk dikenal sebagai obligasi syariah. Sukuk menunjukkan pemilikan atas aset, dimana klaim didalam sukuk bukan sebuah klaim terhadap *cash* tetapi merupakan klaim pemilikan atas sekumpulan aset (*a pool of assets*). Jadi, sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara penggunaan konsep margin dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir* (Sudarsono, 2008:298).

Sukuk menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution* (AAOIFI, 2002) adalah sertifikat yang menunjukkan nilai yang sama setelah penutupan *subscription*, penerimaan dari nilai atas sertifikat dan meletakkannya untuk digunakan sebagaimana rencana, pemilikan saham dan hak atas aset yang nampak, penggunaan dan jasa, dan *equity* atas proyek yang disebutkan atau *equity* atas aktivitas tertentu.

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional, Majelis Ulama Indonesia No: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah, obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/ fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain *Mudharabah (Muqaradhah/Qardh)*, *Musyarakah*, *Murabahah*, *Salam*, *Istishna*, dan *Ijarah*. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten kepada pemegang obligasi harus bersih dari unsur nonhalal serta sesuai dengan akad yang digunakan.

Menurut keputusan ketua badan pengawas pasar modal dan lembaga keuangan No. KEP-130/BI/2006 Tahun 2006 Peraturan No.IX.A.13, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek

tertentu atau aktivitas investasi tertentu, dan kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

### 2.2.1.2 Jenis Obligasi Syariah (Sukuk)

Ada beberapa jenis obligasi yang dikenal dalam pasar modal Indonesia, antara lain:

#### 1. Berdasarkan Penerbitan

- a) Obligasi Pemerintah Pusat, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat dengan mata uang rupiah maupun dengan denominasi valuta asing (biasa disebut dengan Obligasi Internasional *Sovereign Bond*).

Menurut (Sutedi:12) obligasi pemerintah sendiri terdiri dalam beberapa jenis, yaitu:

- a. Obligasi Rekap, diterbitkan guna tujuan khusus, yaitu dalam rangka Program Rekapitalisasi Perbankan.
- b. Surat Utang Negara (SUN), diterbitkan untuk membiayai defisit APBN.
- c. Obligasi Ritel Indonesia (ORI), sama dengan SUN, diterbitkan untuk membiayai defisit APBN, namun dengan nilai nominal yang kecil agar dapat dibeli secara ritel.
- d. Surat Berharga Syariah Negara atau dapat disebut “obligasi syariah” atau “obligasi sukuk”, sama dengan SUN, diterbitkan untuk membiayai defisit APBN, namun berdasarkan prinsip syariah.

- b) Obligasi Pemerintah Daerah, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah.
- c) Obligasi Badan Usaha Milik Negara, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh Badan Usaha Milik Negara (BUMN).
- d) Obligasi Perusahaan Swasta, yaitu obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan swasta.

## 2. Berdasarkan Jaminan

- a) *Unsecured bonds/debentures* atau obligasi tanpa jaminan. Biasanya dilakukan terhadap obligasi pemerintah dan dalam penerbitan obligasi ini tidak ada aset yang diagunkan secara khusus, tetapi hanya kejujuran, nama baik, credit standing serta pernyataan kesediaan untuk membaya (Sutedi:10)
- b) *Indenture* atau obligasi dengan jaminan.
- c) *Mortgage bond* atau obligasi yang dijamin dengan properti.

Dibedakan antara *Mortgage bond* yang bersifat terbuka yang memberi peluang kepada emiten untuk menerbitkan obligasi berikutnya dengan jaminan sebelumnya dan pemegang obligasi baik yang pertama maupun yang selanjutnya mendapat pembagian yang proporsional, sedangkan dalam *Mortgage* yang bersifat tertutup pemegang obligasi yang diterbitkan pertama mendapat prioritas untuk mendapatkan pelunasan terlebih dahulu

- d) *Collateral trust* atau obligasi yang dijamin dengan sekuritas. Obligasi ini dijamin dengan efek yang dimiliki emiten dalam bentuk portofolio. Ada

kemungkinan pula bahwa emiten menjamin saham-saham anak perusahaannya sendiri

- e) *Equipment trust certificates* atau obligasi yang dijamin aset tertentu. Equipment yang dimiliki emiten dan dipergunakan sehari-hari untuk usahanya merupakan jaminan bagi pemegang obligasi.
- f) *Collateralized mortgage* atau obligasi yang dijamin *pool of mortgage* atau portofolio *mortgage-backed securities*.

### 3. Berdasarkan Jenis Kupon

- a) *Fixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap sejak diterbitkan hingga jatuh tempo.
- b) *Floating rate*, obligasi yang tingkat bunganya mengikuti tingkat kupon yang berlaku di pasar.
- c) *Mixed rate*, obligasi yang memberikan tingkat kupon tetap untuk periode tertentu.

### 4. Berdasarkan Peringkatnya

- a) *Investment grade bonds*, minimal BB+.
- b) *Non-investment-grade bonds*, CC atau *speculative bond* dan D atau *junk bond*.

### 5. Berdasarkan Kupon

- a) *Coupon bond* pada obligasi berkupon.
- b) *Zero coupon bond*, untuk obligasi nirkupon.

### 6. Berdasarkan Call Feature

- a) *Freely callable bond*, obligasi yang dapat ditarik kembali oleh penerbitnya setiap waktu sebelum masa jatuh tempo.
- b) *Noncallable bond*, setelah obligasi diterbitkan dan terjual, tidak dapat dibeli/ditarik kembali oleh penerbitnya sebelum obligasi tersebut jatuh tempo.
- c) *Deffered callable bond*, adalah kombinasi antara *freely callable bond* dan *noncallable bond*

#### 7. Berdasarkan Konversi

- a) *Convertible bond*, obligasi yang dapat ditukarkan saham setelah jangka waktu tertentu. Obligasi jenis ini menawarkan kepada pemegangnya suatu hak opsi untuk mengubah obligasi ke sekuritis atau aset yang lain atau menyetujui keadaan yang akan terjadi di kemudian hari.
- b) *Nonconvertible bond*, obligasi yang tidak dapat dikonversikan menjadi saham.

#### 8. Jenis Obligasi Lainnya

- a) *Income bond*, obligasi yang membayarkan kupon jika emiten penerbitnya mendapatkan laba.
- b) *Guaranteed bond*, obligasi yang diterbitkan oleh perusahaan cabang tetapi tidak didukung oleh perusahaan induk.
- c) *Participating bond*, obligasi yang memiliki hak menerima atas laba selain penghasilan bunga secara periodik.
- d) *Voting bond*, obligasi yang mempunyai hak suara
- e) *Serial bond*, obligasi yang pelunasannya berdasarkan nomor seri.

- f) *Inflation Index bond*, atau disebut juga *treasury inflation protection securities* (TIPS), obligasi yang nilai nominalnya (principal) selalu disesuaikan dengan tingkat inflasi yang berlaku.

### 2.2.1.3 Karakteristik Obligasi Syariah (Sukuk)

Menurut Sutedi (126:2009) obligasi syariah memiliki beberapa karakteristik sebagai berikut:

1. Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.
2. Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (dibawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin.
3. Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal. Adapun lembaga Profesional Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan obligasi syariah masih sama seperti obligasi biasa pada umumnya.

Hanafi (2006) menyatakan bahwa obligasi syariah memiliki karakteristik sebagai berikut:

- a. Sukuk berbeda dari *interest*/bunga.
- b. Sukuk tidak dapat diubah dalam bentuk saham.

Menurut Adam (2006:63), sukuk memiliki sifat-sifat umum yang membuatnya memiliki kualitas yang sama dengan produk keuangan konvensional lainnya, yaitu:

- a. Dapat diperdagangkan (*Tradable*)

Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas, manfaat aset, atau kegiatan bisnis, dan dapat diperdagangkan menurut harga pasar.

- b. Dapat diperingkat (*Rateable*)

Sukuk dapat diperingkat oleh agen pemberi peringkat, baik regional maupun internasional.

- c. Dapat ditambah (*Enhanceable*)

Sebagai tambahan terhadap aset yang mendasarinya (*underlying asset*) atau aktivitas bisnis, sukuk dapat dijamin dengan jaminan lain berdasarkan prinsip syariah.

- d. Fleksibilitas Hukum (*Legal Flexibility*)

Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global dengan perlakuan pajak yang berbeda.

- e. Dapat ditebus (*Reedamable*)

Struktur pada sukuk memungkinkan untuk dapat ditebus.

Tabel 2.2  
Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah dan korporasi	Pemerintah dan korporasi
Sifat instrument	Sertifikat kepemilikan/ penyertaan atas suatu aset/ investasi	Instrumen pengakuan utang (surat utang)
Penghasilan	Imbalan/ bagi hasil/ margin	bunga/ kupon/ <i>capital gain</i>
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
<i>Underlying</i>	Perlu	Tidak perlu
<i>Price</i>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
Jenis investor	Syariah dan konvensional	Konvensional
Pihak yang terkait	Obligor, SPV, Investor, <i>trustee</i>	Obligor/ <i>issuer</i> , investor
Penggunaan dana	Harus sesuai syariah	Bebas

Sumber: direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah tahun 2016

## 2.2.2 Sukuk Negara

### 2.2.2.1 Pengertian

Menurut wikipedia Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat juga disebut Sukuk Negara adalah surat berharga (obligasi) yang diterbitkan oleh pemerintah Republik Indonesia berdasarkan prinsip syariah. Perusahaan yang akan menerbitkan SBSN ini adalah perusahaan yang secara khusus dibentuk guna kepentingan penerbitan SBSN ini (*special purpose vehicle-SPV*). Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat juga disebut Sukuk Negara ini adalah suatu instrumen utang piutang tanpa riba sebagaimana dalam obligasi, dimana sukuk ini diterbitkan berdasarkan suatu aset acuan yang sesuai dengan prinsip syariah.

Rancangan Undang-Undang (RUU) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) disahkan menjadi Undang-Undang pada rapat paripurna Dewan

Perwakilan Rakyat Republik Indonesia di Gedung DPR Jakarta pada tanggal 9 April 2008.

#### **2.2.2.2 Tujuan Penerbitan Sukuk Negara (SBSN)**

Penerbitan sukuk bagi pemerintah sesuai dengan undang-undang No. 19 Tahun 2008, ditujukan untuk membiayai APBN termasuk membiayai proyek-proyek negara yang telah disetujui oleh negara. Di bawah ini merupakan tujuan diterbitkannya SBSN atau sukuk negara menurut Direktorat Jendral Pengelolaan Utang:

- a. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara
- b. Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di dalam negeri
- c. Menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah baik dalam negeri maupun luar negeri
- d. Memperluas dan mendiversifikasikan basis interior
- e. Mengembangkan alternatif instrumen investasi
- f. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara
- g. Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjaring oleh sistem perbankan konvensional

#### **2.2.2.3 Keuntungan Investasi pada Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara)**

Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai anggaran negara, diversifikasi, sumber pembiayaan, memperluas basis investor, mengelola portofolio pembiayaan negara, dan menjamin tertib

administrasi pengelolaan barang milik negara. Berikut merupakan keuntungan investasi sukuk negara (Suryomurti, 2011:152):

- a. Aman, dijamin oleh negara sesuai dengan UU No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan UU APBN, dimana setiap bulannya pemerintah wajib membayar imbalan serta membayar pokok pada saat SBSN tersebut jatuh tempo.
- b. Imbalan, lebih tinggi dari rata-rata tingkat bunga deposito Bank BUMN dan dibayarkan setiap bulan.
- c. Profit, berpotensi memperoleh keuntungan atas kenaikan harga (*capital gain*) sukuk negara di perdagangan pasar sekunder
- d. Mudah, prosedur pembelian dipasar perdana dan penjualan yang mudah dan transparan di pasar sekunder
- e. Partisipasi, berperan aktif secara langsung dalam pembangunan nasional
- f. Likuid, dapat diperdagangkan atau dijual ke pasar sekunder
- g. Prinsip syariah, memberikan akses kepada investor untuk berpartisipasi dalam aktivitas pasar keuangan dengan cara dan metode yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah

#### **2.2.2.4 Dasar Hukum Penerbitan Sukuk Negara (SBSN)**

Dengan telah disahkannya undang-undang penerbitan SBSN, maka DSN-MUIpun mengeluarkan syariah opinion dan fatwa mengenai hal-hal yang menyangkut penerbitan SBSN, yaitu ada 4 fatwa yang dikeluarkan yakni:

Fatwa No:69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Fatwa DSN No:70/DSN-MUI/VI/2008 tentang metode penerbitan SBSN, Fatwa DSN No:71/DSN-MUI/VI/2008 tentang Sale and Lease Back, fatwa DSN No:72/DSN-MUI/VI/2008 tentang SBSN Ijarah Sale and Lease Back.

Menurut syariah opinion yang dikeluarkan oleh tim ahli syariah untuk penerbitan SBSN, bahwa penerbitan SBSN tidak bertentangan dengan syariah sebagaimana diatur dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI tentang SBSN, dan memutuskan bahwa akad yang digunakan dalam penerbitan surat berharga syariah negara adalah akad ba'i dan ijarah (Surat Pernyataan Kesesuaian Syariah:2008).

Sebagaimana fatwa yang telah dikeluarkan DSN-MUI No. 69 mengenai SBSN, dibawah ini disertakan beberapa nash yang menjadi dasar hukum penerbitan SBSN.

#### 1. Al-Quran

Firman Allah SWT, 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  
مِّن رَّبِّهِ فَآنتَهَىٰ فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَٰئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا  
خَالِدُونَ ﴿٢٧٥﴾

*Artinya: orang-orang yang Makan (mengambil) ribatidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu,*

*adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), Sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, Padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), Maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. orang yang kembali (mengambil riba), Maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.*

Dalam ayat ini menjelaskan bahwa riba adalah haram dan dilarang dalam aktivitas perdagangan atau jual beli, begitu juga dengan SBSN yang dalam pengambilan imbal hasil diharamkan menggunakan bunga, akan tetapi profit yang didapatkan dari pembayaran hak manfaat, sewa, upah ataupun bagi hasil, karena didalam akad SBSN terdapat akad jual beli dan sewa maka penggunaan instrumen ini jelas harus berdasarkan prinsip syariah.

2. Menurut Ibnu Ismail al-kahlani, penerbitan SBSN juga diperkuat oleh hadist Nabi riwayat Imam al-Tirmidzi dari Amr bin Auf al-Muzani, Nabi SAW bersabda yang artinya:

*Perdamaian boleh dilakukan antara kaum muslimin kecuali perdamaian yang mengharamkan yang halal atau yang menghalalkan yang haram, dan kaum muslim terkait dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram*

Hadist ini menegaskan bahwa segala perjanjian yang dilakukan oleh umat islam adalah boleh selama tidak keluar dari koridor syariah, seperti SBSN misalnya investor yang membeli instrumen ini bukan hanya umat islam, melainkan non muslimpun dapat berinvestasi disini, dan juga model dari penerbitan SBSN serupa dengan obligasi konvensional, akan tetapi selama instrumen syariah ini masih sesuai dengan prinsip syariah maka diperbolehkan.

### 2.2.2.5 Macam-macam Sukuk Negara

Menurut Direktorat Jendral Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan (DJPPR), macam-macam sukuk negara ada 7 (tujuh), yaitu:

a. Sukuk Ritel

Sukuk Ritel dijual kepada investor individu melalui Agen Penjual dengan pembelian minimal 5 juta Rupiah. Kupon Sukuk Ritel bersifat fixed, dibayar tiap bulan dan dapat diperjualbelikan. Sukuk Ritel telah diterbitkan dengan dua akad, *Ijarah Sale and Lease Back* dan *Ijarah Asset to be Leased*.

b. *Islamic Fixed Rate (IFR)*

IFR dijual kepada investor institusi melalui lelang dan private placement dalam jangka waktu diatas 1 tahun. Jenis imbalan atau kupon IFR bersifat fixed dengan pembayaran tiap 6 bulan sekali menggunakan mata uang Rupiah. IFR dapat diperdagangkan di pasar sekunder. IFR distruktur dengan menggunakan akad *Ijarah Sale and Lease Back*. Adapun underlying asset yang digunakan adalah BMN berupa tanah dan bangunan.

c. Surat Perbendaharaan Negara Syariah

SPNS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan private placement dengan mata uang Rupiah. Jangka waktu maksimum untuk SPNS adalah 1 tahun dengan imbalan berupa diskonto. Penerbitan SPN-S adalah mengacu pada Fatwa DSN-MUI Nomor 72/2008 tentang SBSN dengan menggunakan akad *Ijarah Sale and Lease Back*.

d. Sukuk Dana Haji Indonesia

SDHI dijual kepada investor institusi lembaga pengelola dana haji melalui *private placement*. Imbalan SDHI berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap bulan dengan menggunakan mata uang Rupiah. SDHI tidak dapat diperdagangkan. Akad sukuk menggunakan *ijarah al khadamat*. Sedangkan *underlying assets* berupa jasa haji

e. Project Based Sukuk

SBSN PBS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement*, menggunakan *underlying* berupa proyek maupun kegiatan APBN. Imbalan SBSN PBS berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap 6 bulan sekali dengan jenis mata uang Rupiah. SBSN PBS dapat diperdagangkan.

f. Sukuk Valas

Sukuk Valas diterbitkan di pasar internasional dalam mata uang USD, melalui penjualan Joint Lead Manager (JLM)

g. Sukuk Tabungan

Sukuk Tabungan dijual kepada investor individu WNI melalui Agen Penjual dengan pembelian minimal 2 juta Rupiah. kupon Sukuk Ritel bersifat *fixed* dan dibayarkan tiap bulan. Sukuk Tabungan tidak dapat diperdagangkan, namun memiliki fasilitas *early redemption*. Akad yang digunakan adalah akad wakalah.

### 2.2.3 Lembaga Penilaian Harga Efek Indonesia

Pada tanggal 10 Agustus 2009, PT. PENILAI HARGA EFEK INDONESIA atau Indonesia Bond Pricing Agency (IBPA) resmi menjadi

Lembaga Penilaian Harga Efek (LPHE) berdasarkan izin usaha yang diterbitkan oleh BAPEPAM-LK melalui Surat Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan nomor KEP-266/BL/2009 tentang Pemberian Izin Usaha Sebagai Lembaga Penilaian Harga Efek Kepada PT. Penilai Harga Efek Indonesia.

Dengan diterbitkannya izin usaha sebagai LPHE tersebut, maka IBPA secara resmi telah dapat menjalankan secara penuh peran, fungsi serta kewenangan dalam melakukan kegiatan penilaian dan penetapan harga pasar wajar Efek bersifat utang dan Sukuk dalam denominasi rupiah. Sesuai dengan ketentuan dalam Peraturan Bapepam-LK No. V.C.3 tentang LPHE, kegiatan penilaian dan penetapan harga pasar wajar tersebut dilakukan secara objektif, independen, kredibel dan dapat dipertanggungjawabkan.

Lembaga Penilaian Harga Efek atau LPHE adalah pihak yang melakukan penilaian harga Efek bersifat utang, Sukuk dan surat berharga lainnya untuk menetapkan harga pasar wajar atau *market fair price*. Kebutuhan akan keberadaan IBPA berangkat dari nature pasar surat utang yang bersifat OTC (*over-the-counter*), dimana perdagangannya tidak terpusat dan dilakukan di luar bursa. Kondisi tersebut menyebabkan transparansi harga dan likuiditas pasar surat utang tidak sebaik pasar saham yang perdagangannya terpusat di Bursa Efek.

Harga pasar wajar yang diterbitkan oleh IBPA secara harian dapat digunakan sebagai Harga Referensi (*reference price*) dalam transaksi jual beli. Ketiadaan harga pasar wajar yang dapat diandalkan menjadi kendala tersendiri

bagi banyak pelaku pasar seperti dana pensiun, asuransi dan lembaga keuangan lain untuk melakukan transaksi jual beli obligasi. Sehingga banyak dari mereka yang terpaksa memilih strategi hold to maturity terhadap portofolio Efek yang dimilikinya agar terhindar dari masalah bila ada pertanyaan terkait keputusan investasi yang diambil. Selain itu harga IBPA dapat digunakan sebagai Harga Valuasi (*valuation price*) dalam menghitung nilai portofolio/aset bersih (NAB) harian.

Adapun rumus untuk mencari harga wajar obligasi/ sukuk menurut Dian (2015) adalah sebagai berikut:

$$P = \frac{M}{(1+y)^n} + C \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+y)^n}}{y} \right]$$

Dimana:

M = maturity

C = jumlah kupon per periode yang diterima pembeli obligasi

y = yield obligasi, bisa disetarakan dengan bunga investasi

n = banyaknya pembayaran kupon

**Contoh Kasus:**

Misalkan terdapat obligasi dengan par value \$1000 memiliki maturity 20 tahun dan bunga kupon (coupon rate) 10%. Kupon tersebut dibayarkan tiap 6 bulan. Jika yield obligasi tersebut adalah 11%. Berapakah harga wajar obligasi tersebut?

**Jawab:**

$$C = \$1000 \times \frac{10\%}{2} = \$50$$

$$n = 40$$

$$y = \frac{11\%}{2} = 5.5\% = 0.055$$

Harga wajar obligasi yang harus dibayarkan pembeli:

$$P = \frac{M}{(1+y)^n} + C \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+y)^n}}{y} \right]$$

$$P = \frac{\$1000}{(1+0.055)^{40}} + \$50 \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1+0.055)^n}}{0.055} \right]$$

$$P = \$117.46 + \$802.31$$

$$P = \$919.77$$

Jadi harga yang layak dibayarkan oleh pembeli obligasi tersebut untuk menerima kupon sebesar \$50 tiap bulan sebanyak 40 kali sampai jatuh tempo dan pembayaran lump-sum \$1000 face value saat jatuh tempo adalah \$919.77

Tetapi jika *yield*-nya diubah menjadi 6.8%, maka:

$$y = \frac{6.8\%}{2} = 3.4\% = 0.034$$

$$P = \frac{\$1000}{(1 + 0.034)^{40}} + \$50 \left[ \frac{1 - \frac{1}{(1 + 0.034)^{40}}}{0.034} \right]$$

$$P = \$1347.04$$

jika *yield*-nya turun harga obligasi yang harus dibayarkan pun akan semakin mahal.

#### 2.2.4 Harga Obligasi atau Sukuk

Menurut Bursa Efek Indonesia atau ([www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)) berbeda dengan harga saham yang dinyatakan dalam bentuk mata uang, harga obligasi atau sukuk dinyatakan dalam persentase (%), yaitu persentase dari nilai nominal. Ada 3 (tiga) kemungkinan harga pasar dari obligasi yang ditawarkan, yaitu:

- a) *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  $100\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 50 \text{ juta}$ .
- b) *At premium* (dengan premi): harga obligasi lebih besar dari nilai nominal. Misal: obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta di jual dengan harga 102%, maka nilai obligasi adalah  $102\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 51 \text{ juta}$ .
- c) *At discount* (dengan diskon): harga obligasi lebih kecil dari nilai nominal. Misal: obligasi dengan nilai nominal Rp 50 juta di jual dengan harga 98%, maka nilai dari obligasi adalah  $98\% \times \text{Rp } 50 \text{ juta} = \text{Rp } 49 \text{ juta}$

#### 2.2.4.1 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Harga Pasar Obligasi

Menurut Edward (2007), ada empat faktor utama yang mempengaruhi harga suatu obligasi atau sukuk, diantaranya yaitu:

a) *Interest Rate*

Besarnya tingkat suku bunga dipakai oleh pembeli obligasi sebagai *benchmark* dasar tingkat *return* yang diharapkan dan pada sisi emiten sebagai besarnya biaya modal. Tingkat suku bunga pasar pada umumnya. Perubahan tingkat suku bunga akan diproxy dari perubahan SBI rate karena setiap ada issu/ rencana perubahan pada SBI rate sudah langsung direspon oleh perubahan harga sekuritas (semi strong dan *strong efficiency capital market*) walaupun suku bunga pasar relatif tetap.

Selama umur obligasi besarnya *interest rate* dapat berubah sesuai kondisi perekonomian secara keseluruhan. Dari sisi emiten jika suku bunga turun, beban biaya modal akan berkurang sehingga perubahan akan melakukan ekspansi/ investasi baru (dengan emisi obligasi baru atau kredit baru) sehingga terjadi ekspektasi kenaikan pendapatan perusahaan. Ekspektasi yang positif ini menyebabkan nilai perusahaan naik sehingga terjadi peningkatan harga sekuritas (saham dan obligasi). Sebaliknya jika suku bunga naik, beban biaya modal dan operational cost akan naik sehingga pendapatan operasional (EBIT) emiten akan turun. Para analis yang bekerja dipasar modal akan mengetahui informasi ini dari laporan keuangan yang diserahkan secara berkala per triwulan sesuai dengan

persyaratan Bapepam. Informasi ini selanjutnya akan tersebar dan tercermin pada penurunan harga securitas (saham dan obligasi).

Dari sisi bond holder pada saat tingkat suku bunga mengalami kenaikan sementara besarnya coupon rate tetap (fixed income bond), maka return riil dari investor relatif lebih kecil dibandingkan dengan suku bunga pasar. Hal ini akan menyebabkan terjadi aksi jual obligasi sehingga harga obligasi turun. Sebaliknya pada saat suku bunga turun, besarnya coupon rate tetap, return riil dari investor akan lebih besar/ naik sehingga terjadi aksi beli obligasi yang menyebabkan harga obligasi naik.

b) *Coupon Rate*

Identik dengan bunga deposito pada umumnya, coupon rate dinyatakan dalam persentase. Besarnya coupon rate menunjukkan besarnya pendapatan tetap yang akan diterima oleh pembeli obligasi dalam sejumlah periode kupon selama umur obligasi. Obligasi di Indonesia (Bursa Efek Surabaya) umumnya memberikan pendapatan tetap (fixed income bond) walaupun terdapat beberapa obligasi lainnya yang disertai dengan opsi call seperti: obligasi disertai warran dan obligasi konversi yang memungkinkan pemiliknya untuk menukarkannya dengan sejumlah lembar saham jika harga saham yang menjadi underlying asset lebih besar dari harga exercise yang telah ditetapkan semula.

Besarnya coupon rate yang ditawarkan pada saat emisi obligasi (selain rating) merupakan daya tarik tersendiri karena merupakan aliran kas bagi pemiliknya. Hal ini menyebabkan obligasi dengan coupon rate yang lebih

besar akan terjual dengan harga yang lebih tinggi dibandingkan dengan obligasi bercoupon rate rendah. Jika terjadi kenaikan suku bunga selama umur maturity, obligasi dengan coupon rate besar akan mengalami penurunan harga yang lebih kecil dibandingkan dengan obligasi bercoupon rate lebih rendah karena nilai coupon (aliran kas) yang besar dan tetap, sementara discount factor mengalami penurunan, ceteris paribus (Husnan,2005).

c) Periode kupon

Setiap obligasi yang memberikan pendapatan tetap (fixed income bond) memiliki periode pembayaran coupon tertentu. Periode pembayaran coupon biasanya sudah ditetapkan pada saat emisi obligasi yang tercantum dalam bond indenture (document yang berisi besarnya coupon rate, maturity, periode pembayaran setiap coupon dan lain lain).

Periode pembayaran setiap coupon akan menentukan jumlah keseluruhan coupon selama umur obligasi. Jumlah keseluruhan coupon akan berkurang seiring dengan pembayaran coupon setiap periode yang merupakan aliran kas bagi pemiliknya. Pembayaran coupon setiap periode ini akan merubah nilai intrinsic sebuah obligasi (Achmad:2003).

Suatu obligasi yang pada pasar perdana terjual dengan harga premium (at discount) akan mengalami penurunan (kenaikan) nilai intrinsic yang mengarah pada nilai nominal karena adanya amortisasi (=pembayaran coupon) obligasi. Besarnya perubahan nilai intrinsic ini akan berbeda-beda untuk setiap periode coupon dan akan tercermin pada perubahan harga

pasar (market price) suatu obligasi. Jika periode pembayaran coupon semakin banyak, maka perubahan harga obligasi akan semakin kecil.

d) Rating

Selain faktor-faktor yang telah disebutkan, penyebab resiko pada investasi obligasi adalah faktor internal perusahaan berupa dana tidak terbayar tepat waktu sesuai jatuh temponya. Dengan demikian pemegang obligasi mungkin menghadapi tidak terbayarnya bunga dan pokok pinjaman (default risk). Untuk mengantisipasi hal tersebut, investor dapat memanfaatkan informasi pemeringkatan obligasi dari lembaga pemeringkat sekuritas hutang (credit/debt rating agency) untuk mengukur resiko investasi pada suatu obligasi dan menilai tingkat kredibilitas emitennya. Peringkat/rating obligasi ini sudah digunakan secara ekstensif sebagai salah satu indikator pengukuran resiko suatu obligasi.

Peringkat suatu obligasi tidak hanya mengindikasikan kemampuan sebuah emiten untuk membayar bunga dan nilai principal suatu obligasi tetapi juga merupakan suatu gambaran akan kinerja/prospek emiten. Emiten obligasi berperingkat tinggi tidak perlu menawarkan coupon rate yang tinggi karena kredibilitas yang mereka miliki merupakan bagian dari penjualan mereka. Tetapi para emiten berperingkat rendah harus menawarkan bunga tinggi agar obligasinya diminati investor. Jadi secara umum dapat dikatakan semakin tinggi peringkat suatu obligasi, coupon ratenya cenderung semakin rendah dan sebaliknya (Dana dan Investasi, 1997, Capital Market Society of Indonesia).

### 2.2.5 Suku Bunga

Hal pertama yang umumnya ditanyakan oleh calon investor adalah suku bunga. Apa yang didapatkan adanya perubahan suku bunga. Karena dapat dimengerti suku bunga menentukan sebagian besar kebutuhan masyarakat seperti pembayaran bulanan.

Menurut (Sunariyah:2004) suku bunga adalah harga dari pinjaman. Suku bunga dinyatakan sebagai persentase uang pokok per unit waktu. Bunga merupakan suatu ukuran harga sumber daya yang digunakan oleh debitur yang harus dibayarkan kepada kreditur. Menurut Prastowo (2008) perbedaan antara BI rate dan suku bunga SBI terletak pada sifat dan *controlability*-nya. BI rate bersifat *exogenous*, sementara suku bunga SBI lebih bersifat *endogeneous* karena ditetapkan dalam sebuah lelang.

### 2.2.6 Imbal Hasil

*Return* merupakan imbal hasil yang diperoleh dari investasi. Untuk menghitung besarnya *return* (imbal hasil) dan risiko, maka harga obligasi/sukuk adalah merupakan komponen yang utama. Akan tetapi, saat ini tidak semua harga sukuk tersedia di pasar sekunder. Untuk itu harga wajar sukuk diperlukan guna mendukung perhitungan imbal hasil dan risiko ini.

Menurut (Sharpe:1995) teori yang berhubungan dengan penentuan harga obligasi adalah sebagai berikut:

- a) Jika pasar obligasi atau sukuk turun, maka *yield* nya akan naik. Jika pasar obligasi naik, maka *yield*-nya pasti akan turun.
- b) Jika *yield* obligasi tidak berubah sepanjang masa berlakunya, maka besar diskon atau premiumnya akan menurun jika jangkanya semakin pendek. Akhirnya premium atau diskon obligasi akan hilang sepenuhnya pada saat jatuh tempo;
- c) Penurunan *yield* obligasi akan menaikkan harga obligasi dengan jumlah yang lebih besar dibanding dengan penurunan harga obligasi akibat meningkatnya *yield* obligasi (dengan tingkat peningkatan *yield* sama dengan tingkat penurunan *yield*)
- d) Prosentase perubahan harga obligasi yang disebabkan oleh perubahan *yield* nya akan semakin kecil jika tingkat bunga kuponnya lebih tinggi (tetapi tidak berlaku untuk obligasi dengan jangka waktu satu tahun).

Metode penghitungan menggunakan YTM juga sesuai untuk perhitungan sukuk karena masih terdapat keraguan di kalangan umat Islam tentang perdagangan obligasi yang bersifat spekulatif dan berjangka pendek yang biasa terjadi di pasar sekunder obligasi. Untuk menjauhkan diri dari hal tersebut maka pembelian sukuk diasumsikan untuk investasi jangka panjang.

Menurut (Jogiyanto:2008) ada dua macam *return*, yaitu:

- a. *Return* Realisasi

*Return* realisasi (*realized return*) merupakan *return* yang telah terjadi. *Return* realisasi dihitung berdasarkan nilai historis. *Return* realisasi penting karena

digunakan sebagai salah satu pengukur kinerja dari perusahaan. *Return* histori ini juga berguna sebagai dasar penentuan *expected return* dan risiko dimasa mendatang. Beberapa pengukuran *return* realisasi yang banyak digunakan adalah *return total*, *return relative*, *return comulative*, dan *return* disesuaikan (*adjusted return*), sedangkan rata-rata dari *return* dapat dihitung berdasarkan rata-rata aritmatika atau rata-rata geometrik. Imbal hasil realisasi biasa disebut *Holding Period Return* (HPR), yang merupakan perbandingan dari nilai akhir dari investasi dengan nilai awal dari investasi. Nilai HPR dapat berupa nol atau nilai yang lebih besar, tidak akan menjadi negatif. Nilai HPR lebih besar dari 1 menggambarkan adanya peningkatan kesejahteraan akibat investasi yang dilakukan, juga menggambarkan adanya positif *rate of return* dari periode investasi tersebut. Sedangkan nilai HPR lebih kecil dari 1 berarti bahwa adanya penurunan kesejahteraan dan menggambarkan imbal hasil yang negatif.

Menurut Reilly dan Brown (2006:652) rumus untuk menghitung HPR dari obligasi/sukuk adalah sebagai berikut:

$$HPR_{i,t} = \frac{P_{i,t+1} + Int_{i,t}}{P_{i,t}} \quad 2.1$$

Dimana:

$HPR_{i,t}$  = tingkat pengembalian dalam jangka waktu kepemilikan obligasi  $i$  selama periode  $t$  (*Holding Period Return*)

$P_{i,t+1}$  = harga pasar/wajar untuk sukuk  $i$  pada akhir periode  $t$

$P_{i,t}$  = harga pasar/wajar untuk sukuk  $i$  pada awal periode  $t$

$Int_{i,t}$  = bunga yang dibayarkan untuk sukuk  $i$  selama periode  $t$ . Karena pembayaran bunga tergantung pada kontrak, maka harus dihitung tiap waktu dan jika pemilik obligasi menjual diantara waktu pembayaran bunga, maka harga jual harus memperhitungkan bunga yang belum dibayarkan.

Imbal hasil selama masa kepemilikan sukuk disebut dengan  *Holding Period Yield (HPY)* dan dihitung dengan model

Berikut ini adalah formula perhitungan  *Holding Period Yield (HPY)* dalam Reilly dan Brown (2006:652):

$$\text{Annual HPR} = \text{HPR}^{1/n} \quad 2.2$$

$$\text{HPY} = \text{HPR} - 1 \quad 2.3$$

b.  *Return* ekspektasi

*Return* ekspektasi ( *expected return*) adalah  *return* yang diharapkan akan diperoleh oleh investor di masa mendatang.  *Return* ini digunakan untuk pengambilan keputusan investasi.  *Return* ekspektasi dapat dihitung berdasarkan beberapa cara, yaitu: berdasarkan nilai ekspektasi masa depan, berdasarkan nilai-nilai  *return* historis, dan berdasarkan model  *return* ekspektasi yang ada. Dari beberapa jenis  *return* obligasi yang ada, yang paling sering digunakan dan dirasa sesuai untuk digunakan dalam penelitian ini adalah  *Yield to Maturity (YTM)*.

*Yield to Maturity* (YTM) bisa diartikan sebagai tingkat *return* majemuk yang akan diterima investor jika pembeli sukuk pada harga pasar/wajar saat ini dan menahan sukuk tersebut hingga jatuh tempo. *Yield to Maturity* (YTM) merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan karena *yield* tersebut mencerminkan *return* dengan tingkat bunga majemuk (*compounded rate of return*) yang diharapkan investor, jika dua asumsi yang diisyaratkan itu bisa terpenuhi.

Untuk menghitung *Yield to Maturity* digunakan persamaan sebagai berikut (Reilly. Et, al:2000):

$$YTM = \left( \frac{C + \frac{F - p}{n}}{\frac{F + p}{2}} \right)^{\frac{1}{n}}$$

Dimana:

C = Coupon

F = Nilai Nominal sukuk

P = Harga Pasar/wajar sukuk

n = Waktu Jatuh Tempo

### c. *Risk Adjusted Return (RAR)*

Metode pengukuran kinerja imbal hasil/*return* ini merupakan metode pengukuran imbal hasil yang telah disesuaikan dengan risikonya. Asumsi bahwa investor biasanya *risk averse* juga membuat *risk adjusted return* sebagai parameter yang relevan untuk perbandingan. Investor yang rasional akan memilih imbal hasil yang lebih baik untuk tingkat risiko tertentu, dan makin tinggi suatu

tingkat risiko membuat imbal hasil yang diekspektasikan makin baik. Asumsi *riskaverse* akan mendorong investor meminta kenaikan imbal hasil untuk setiap penambahan tingkat risiko. Terdapat tiga metode pengukuran RAR, yaitu *Sharpe Index*, *Treynor Index* dan *Jensen Index*. Namun, untuk penelitian ini akan menggunakan metode *Sharpe Index*.

Penggunaan rasio-rasio ini adalah untuk menghitung variabilitas dari *excess return* selama periode sampel terhadap besaran resikonya masing-masing portofolio, sehingga kinerja portofolio yang diperbandingkan dapat terlihat secara jelas. Semakin besar nilai variabilitas dari rasio-rasio tersebut, menunjukkan bahwa pergerakan satu unit risiko akan menghasilkan tingkat *excess return* yang lebih besar. Semakin besar nilai variabilitas rasio-rasio tersebut menunjukkan semakin baik pula tingkat kinerja dari suatu portofolio. Pada penelitian ini akan menggunakan data SBIS sebagai sekuritas yang dianggap tidak memiliki risiko. Menurut Achsien (2003,101) *Sharpe Indeks* diformulasikan sebagai berikut:

$$S_i = \frac{(R_i - R_f)}{\sigma_p} \quad 2.5$$

Dimana:

$S_i$  = *sharpe index*

$R_i$  = *return* sukuk atau tingkat pengembalian pasar/wajar

$R_f$  = *return bebas risiko* tingkat bunga bebas risiko

$\sigma_p$  = standar deviasi atau total risiko sukuk

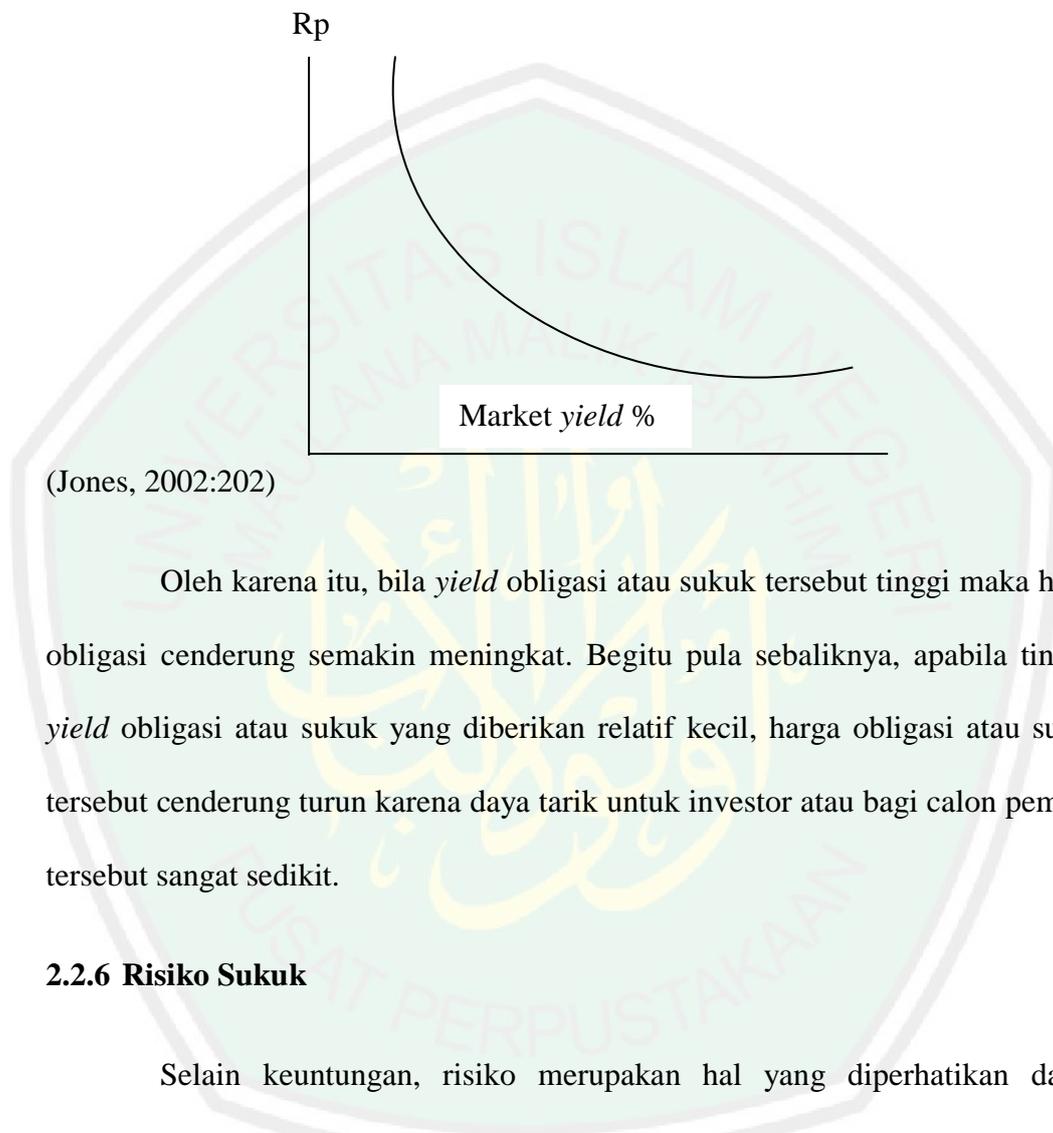
*Risk-free rate of return* merujuk pada *return* sekuritas yang dianggap tidak memiliki risiko. Pada penelitian ini, digunakan data SBIS.

### 2.2.5.1 Hubungan Suku Bunga, Imbal Hasil Obligasi atau Sukuk dan Harga Obligasi atau Sukuk

Harga obligasi atau sukuk mempunyai hubungan negatif dengan tingkat suku bunga. Perubahan harga obligasi atau sukuk merupakan hasil dari perubahan suku bunga. Jika tingkat bunga naik maka harga obligasi akan turun, tetapi tingkat penurunannya tergantung dari variabel penting yang relevan yang mempengaruhi kupon maupun YTM sampai maturitasnya. Demikian sebaliknya (Jones, 2000:202). Menurut informasi dari BAPEPAM (2011) jika suku bunga secara umum cenderung turun, maka nilai atau harga obligasi atau sukuk akan meningkat.

Sekali obligasi atau sukuk diperdagangkan maka tingkat imbal hasil (*yield*) investor akan terus berubah mengikuti pergerakan bunga pasar. Perubahan ini terjadi karena obligasi atau sukuk memiliki karakteristik pendapatan berupa bunga yang mempengaruhi harga obligasi atau sukuk. Harga dan *yield* merupakan dua variabel penting dalam transaksi obligasi atau sukuk bagi investor. Investor selalu menanyakan *yield* yang akan diperolehnya bila membeli obligasi atau sukuk dengan harga tertentu. Obligasi atau sukuk yang memiliki *yield* tinggi diatas rata-rata suku bunga deposito dan rata-rata *yield* obligasi atau sukuk lainnya bisa sangat diminati oleh banyak investor. Hubungan antara *market yield* dengan harga obligasi atau sukuk digambarkan pada gambar berikut ini:

Gambar 2.1  
Hubungan antara harga obligasi atau sukuk dengan market *yield*



Oleh karena itu, bila *yield* obligasi atau sukuk tersebut tinggi maka harga obligasi cenderung semakin meningkat. Begitu pula sebaliknya, apabila tingkat *yield* obligasi atau sukuk yang diberikan relatif kecil, harga obligasi atau sukuk tersebut cenderung turun karena daya tarik untuk investor atau bagi calon pembeli tersebut sangat sedikit.

### 2.2.6 Risiko Sukuk

Selain keuntungan, risiko merupakan hal yang diperhatikan dalam berinvestasi. Beberapa risiko yang ada jika berinvestasi pada obligasi/sukuk menurut Fabozzi (2005:6) antara lain :

- a) *Interest rate risk*, yaitu risiko yang berkaitan dengan tingkat suku bunga.

Jika suku bunga meningkat maka harga obligasi akan turun begitu pula sebaliknya apabila tingkat suku bunga turun maka harga obligasi akan meningkat naik.

- b) *Reinvestment Rate*, yaitu risiko yang berkaitan dengan perubahan strategi dari tingkat penanaman kembali investasi dimana hal tersebut sangat dipengaruhi suku bunga pasar.
- c) *Call Risk*, risiko yang berkaitan dengan penarikan atau seluruh obligasi/sukuk yang telah diterbitkan sebelum obligasi/sukuk tersebut jatuh tempo.
- d) *Credit Risk*, risiko apabila penerbit gagal memenuhi kewajiban keuangan meliputi pembayaran bunga dan pembayaran kembali jumlah uang yang dipinjam.
- e) *Inflation Risk* atau *purchasing power risk*, yaitu risiko yang dapat meningkat karena variasi dalam nilai arus kas sekuritas yang dipengaruhi oleh inflasi.
- f) *Exchange Rate Risk*, yaitu risiko yang dipengaruhi oleh fluktuasi nilai tukar.
- g) *Liquidity Risk*, ukuran utama dari likuiditas adalah selisi antara harga jual dan harga beli yang ditetapkan oleh penjual. Semakin besar selisih antara harga jual dengan harga beli maka risiko likuiditasnya juga akan semakin besar.
- h) *Volatility Risk*, yaitu salah satu faktor yang mempengaruhi adalah ekspektasi tingkat bunga yang berubah-ubah. Secara spesifik, nilai opsi meningkat apabila ekspektasi perubahan tingkat bunga juga meningkat. Risiko yang mempengaruhi perubahan dalam volatilitas akan mempengaruhi harga suatu obligasi/sukuk.

Namun menurut (Husnan:1998), berdasarkan analisis modern, risiko dibagi menjadi dua bagian yaitu:

- a. Risiko sistematis (*Systematic Risk*) risiko yang selalu ada dan tidak bisa dihilangkan dengan diversifikasi, karena fluktuasi ini dipengaruhi oleh faktor-faktor makro yang dapat mempengaruhi pasar secara keseluruhan. *Systematic Risk* sering disebut dengan *market risk* karena fluktuasi risiko ini disebabkan oleh karena faktor kondisi perekonomian, kebijakan pajak dan kondisi politik.
- b. Risiko non sistematis (*Unsystematic Risk*) adalah risiko yang dapat dihilangkan dengan diversifikasi. *Unsystematic Risk* tidak terkait dengan perubahan pasar secara keseluruhan tetapi dipengaruhi oleh faktor mikro spesifik perusahaan seperti *market share*, jajaran manajemen dan laba tahunan. *Unsystematic Risk* dapat dihindari dengan cara melakukan diversifikasi atas portofolio yang dimiliki oleh investor.

Mengukur risiko dilakukan dengan menggunakan dua parameter baku yaitu standar deviasi dan beta. Namun dalam penelitian ini akan digunakan standar deviasi dalam pengukuran risiko investasi sukuk. Standar deviasi adalah standar yang digunakan untuk mengukur total level risiko suatu investasi yaitu mengukur simpangan *return (actual return)* dari apa yang diharapkan (*expected return*).

Untuk mengukur besaran risiko satu set tingkat imbal hasil dari suatu instrumen investasi lazim menggunakan besaran varian dan deviasi standar,

dimana deviasi standar adalah merupakan akar dari varian tersebut. Pada dasarnya kedua ukuran tersebut mencerminkan besarnya observasi individu berbeda dari yang diharapkan.

Achsien (2000:50) menyatakan bahwa bisnis adalah pengambilan risiko, karena risiko selalu terdapat dalam aktivitas ekonomi. Ditambah lagi adanya prinsip dasar, *no risk no return*. Selain karena alasan riba, prinsip ini juga yang membawa implikasi penolakan terhadap bunga dalam pinjaman dan juga sekuritas yang dianggap *risk free*. Secara sederhana, hal ini disamakan dengan ketidakpastian (*uncertainty*), dan ketidakpastian ini dianggap *gharar* dan dilarang.

Pada umumnya risiko diukur dengan beta atau standar deviasi (simpangan rata-rata). Tetapi besaran ini tidak pula dapat memberi petunjuk mana yang *gharar* dan mana yang bukan. Sebuah transaksi yang *gharar* dapat timbul karena dua sebab, pertama, kurangnya informasi atau pengetahuan (*jahala, ignorance*) pada pihak yang melakukan kontrak. *Jahala* ini menyebabkan tidak dimilikinya kontrol atau *skill* pada pihak yang melakukan transaksi. Kedua, karena tidak adanya (*non-exist*) obyek.

Dalam berinvestasi, kesediaan menanggung risiko merupakan hal yang tidak dihindarkan, tetapi risiko yang boleh dihadapi adalah risiko yang melibatkan pengetahuan, sebagai *game of skill* dan bukannya *game of chance*. Jika *game of skill* dibenarkan, konsekuensi logisnya adalah keharusan dalam penguasaan manajemen risiko (Achsien, 2000:54).

Menurut Reilly dan Brown (2000:17) rumus untuk menghitung varian dari HPY adalah sebagai berikut:

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n \left[ \text{HPY}_t - E(\text{HPY}) \right]^2 / n \quad 2.6$$

Dimana:

HPY = *holding period yield* selama periode i

E(HPY) = *holding period yield* yang diharapkan, yang juga merupakan rata-rata *arithmetic* darinya

n = jumlah observasi

### 2.2.7 Risiko dalam Perspektif Islam

Kegiatan perniagaan (bisnis) merupakan salah satu fitrah dari manusia karena dengan berniaga manusia dapat memenuhi berbagai kebutuhannya. Setiap bisnis yang dijalankan oleh setiap manusia pasti akan menimbulkan dua konsekuensi dimasa depan, yaitu keuntungan dan kerugian. Keduanya merupakan dua hal yang tidak terpisahkan dari kegiatan bisnis. Tidak ada satupun yang bisa menjamin bahwa bisnis yang dijalankan oleh seseorang akan mengalami keuntungan atau kerugian dimasa depan. Dengan demikian, risiko sendiri itu merupakan fitrah yang senantiasa melekat dalam kehidupan manusia. Oleh karena itu islam tidak mengenal adanya transaksi bisnis yang bebas risiko (Rahmawati, 2013:15).

Al-Suwailem dalam Achsien (2003:50) membagi risiko dalam dua tipe, *pertama* risiko pasif yang artinya hanya mengandalkan keberuntungan seperti *game of chance*. *Kedua*, risiko responsif yang memungkinkan adanya distribusi probabilitas hasil keluaran dengan hubungan kausalitas yang logis disebut *game of skill*. Allah juga mengajarkan kepada manusia tentang manajemen risiko, yang artinya: *‘‘Sesungguhnya Tuhanmu yang melapangkan rizki kepada siapa yang Dia kehendaki dan menyempitkannya; sesungguhnya Dia Maha Mengetahui lagi Maha Melihat akan hamba-hambanya’’*. (QS. 17:31). Ayat tersebut mengajarkan kepada manusia bahwa sesungguhnya keuntungan dan kerugian merupakan ketetapan Allah SWT.

Pada ayat lain yang berkenaan dengan penempatan investasi serta manajemen risiko dalam pertimbangan yang penting, ialah terdapat pada surat Lukman:34 yang berbunyi:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنَزِّلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّأَدَا تَكْسِبُ غَدًا وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

*‘‘Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. Dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal’’*.

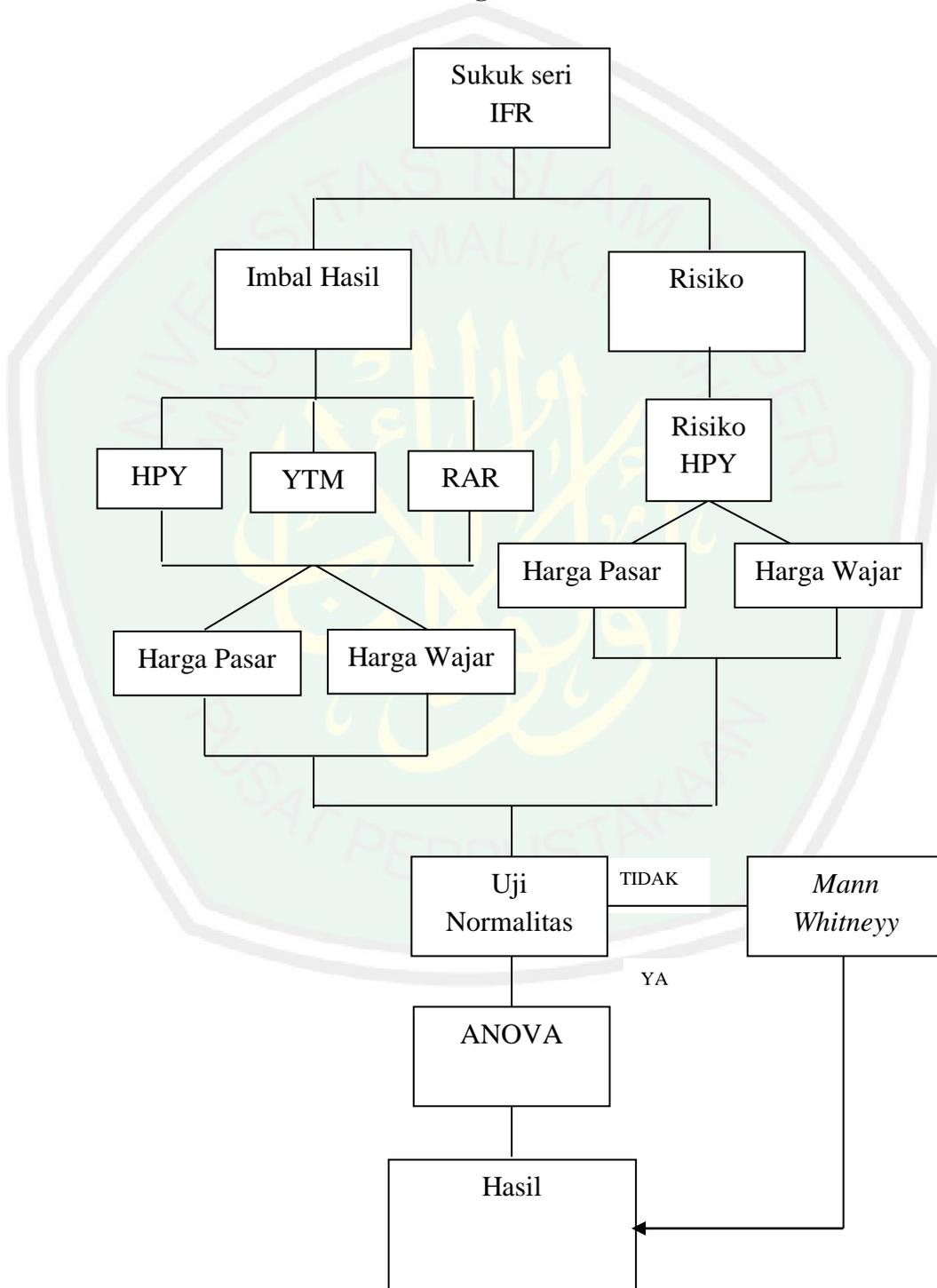
Menurut (Irawan:2013) dalam ayat diatas secara tegas Allah SWT menyatakan bahwa, tiada seorangpun di alam semesta ini yang dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya besok atau yang akan diperolehnya,

sehingga dengan ajaran tersebut seluruh manusia diperintahkan untuk melakukan investasi sebagai bekal dunia dan akhirat. Serta diwajibkan berusaha agar kejadian yang tidak diharapkan, tidak berdampak pada kehancuran fatal terhadapnya (memitigasi risiko).

Dalam hadist juga dikisahkan, salah seorang sahabat Rasulullah SAW yang meninggalkan untanya tanpa diikatkan pada sesuatu, seperti pohon, tonggak, dan lain-lain, lalu ditinggalkan. Beliau SAW bertanya: mengapa tidak kamu ikatkan?" Ia menjawab : "Saya sudah bertawakal kepada Allah. "Rasulullah tidak dapat menyetujui cara berfikir orang itu, lalu bersabda, "ikatlah dulu lalu bertawakkallah". Ringkasnya, tawakal tanpa usaha lebih dahulu adalah salah dan keliru menurut pandangan islam. Adapun maksud tawakkal yang diperintahkan menurut agama itu ialah menyerahkan diri kepada Allah sesudah berupaya dan berusaha serta bekerja sebagaimana semestinya. Misalnya mletakkan sepeda di muka rumah, setalh dikunci baik-baik, lalu bertawakkal. Artinya apanila setelah dikunci itu masih juga hilang misalnya dicuri orang, maka dalam pandangan agama orang itu sudah tidak bersalah, sebab telah melakukan ikhtiar supaya jangan sampai hilang. Maka tawakkal ini yang diartikan sebagai manajemen risiko.

2.3 Kerangka Berfikir

Gambar 2.2  
Kerangka Berfikir



## 2.4 Hipotesis

Hipotesis penelitian adalah jawaban sementara terhadap masalah penelitian, yang kebenarannya masih harus diuji secara empiris. Hipotesis merupakan rangkuman dari rangkuman dari kesimpulan-kesimpulan teoritis yang diperoleh dari penelaahan kepustakaan (Suryabrata, 2003:21). Teori yang digunakan dalam penelitian kuantitatif ini akan mengidentifikasi hubungan antar variabel. Hipotesis merupakan suatu jawaban sementara atas pertanyaan penelitian. Hipotesis dalam penelitian kuantitatif dapat berupa hipotesis satu variabel dan hipotesis dua atau lebih variabel yang dikenal sebagai hipotesis kausal (Prasetyo dan Jannah, 2005:76).

### 2.4.5 Imbal Hasil Sukuk Negara seri IFR dengan menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar

Menurut Fabozzi:2005) *yield* adalah imbal hasil (pendapatan investasi) yang diharapkan oleh investor atas investasi yang dilakukan. *Yield* obligasi merupakan faktor penting sebagai pertimbangan investor dalam melakukan pembelian obligasi atau sukuk sebagai instrumen obligasi atau sukuk. Investor yang bersifat konservatif pada umumnya melakukan perhitungan *yield* obligasi atau sukuk dengan metode *yield to maturity* (YTM).

Beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa besaran imbal hasil. Hasil penelitian Wahdy (2007) menyatakan bahwa besaran HPY, standar deviasi HPY, YTM, dan RAR tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik dari besaran imbal hasil. Zaima (2008) menyatakan bahwa obligasi Syariah dan obligasi konvensional tidak mempunyai perbedaan yang signifikan di dalam

*return* atau tingkat pengembaliannya. Yayuk (2011) menyatakan bahwa rata-rata HPY tidak memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik.

Berdasarkan penelitian sebelumnya, hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1.a: Diduga tidak ada perbedaan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan menggunakan data harga pasar dan harga wajar

Menurut Yayuk (2011) menyatakan bahwa besaran YTM dan RAR memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik.

Berdasarkan peneliti sebelumnya hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 1.b: Diduga terdapat perbedaan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan menggunakan data harga pasar dan harga wajar

#### **2.4.2 Risiko Sukuk Negara seri IFR dengan menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar**

Pengukuran risiko dibutuhkan sebagai tolak ukur untuk memahami signifikansi dari kerugian yang akan ditimbulkan oleh terealisirnya suatu risiko, baik secara individual maupun portofolio. Menurut Ross et al (2005) *The variance and its square root, the standard deviation, are the most commonly used measure of volatility*. Berdasarkan pernyataan tersebut dapat disimpulkan bahwa untuk menghitung besarnya risiko digunakan perhitungan varians dan standar deviasi.

Jika ingin memperoleh tingkat pengembalian yang lebih tinggi maka risiko yang diterima akan juga lebih besar.

Beberapa hasil penelitian terdahulu menunjukkan bahwa besaran. Hasil penelitian Wahdy (2007) menyatakan bahwa standar deviasi HPY tidak ada perbedaan yang signifikan secara statistik dari besaran risiko. Zaima (2008) menyatakan bahwa obligasi Syariah tidak mempunyai perbedaan yang signifikan didalam risikonya.

Berdasarkan penelitian sebelumnya hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2.a: Diduga tidak ada perbedaan risiko sukuk negara seri IFR dengan menggunakan data harga pasar dan harga wajar.

Menurut Yayuk (2011) menyatakan bahwa risiko HPY memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik.

Berdasarkan peneliti sebelumnya hipotesis dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

Hipotesis 2.b: Diduga terdapat perbedaan imbal hasil sukuk negara seri IFR dengan menggunakan data harga pasar dan harga wajar.

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1 Jenis dan Pendekatan Penelitian**

Jenis dan pendekatan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini adalah *causal comparative*. Menurut Sugiyono (2007:30) desain kausal adalah penelitian yang bertujuan menganalisis hubungan sebab-akibat antara variable independen (variable yang mempengaruhi) dan variable dependen (variable yang dipengaruhi). Penelitian yang dilakukan bertujuan untuk memperoleh gambaran umum tentang obyek yang diteliti, menjelaskan hubungan-hubungan dari beberapa variabel dan menguji hipotesa untuk memperkuat penerimaan atau penolakan terhadap teori, atau membuat prediksi dan implikasi.

Analisis dalam penelitian ini bersifat deskriptif yang bertujuan untuk menjelaskan karakteristik obyek, profil, serta diharapkan dapat menjelaskan berbagai aspek yang relevan terhadap obyek penelitian. Penelitian ini akan menjelaskan perbandingan imbal hasil dan risiko sukuk seri IFR antara yang menggunakan harga pasar dengan yang menggunakan harga wajarnya. Disamping itu juga akan menguji hipotesis yang menyatakan bahwa tidak ada perbedaan yang signifikan antara harga pasar dan harga wajar sukuk.

#### **3.2 Lokasi Penelitian**

Penelitian ini meneliti tentang perbandingan imbal hasil dan risiko sukuk, dimana penelitian ini dilakukan pada Negara Indonesia yang menerbitkan sukuk

negara seri IFR, selain itu data dalam penelitian ini diambil dari Bursa Efek Indonesia, PT Penilaian Harga Efek Indonesia (IBPA) serta situs [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id) [www.djppr.kemenku.go.id](http://www.djppr.kemenku.go.id) dari [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id) dan dari [www.ksei.co.id](http://www.ksei.co.id)

### 3.3 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah sukuk negara atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) seri IFR yang berdenominasi rupiah. jumlah sampel yang digunakan dalam penelitian ini sebanyak 5 seri sukuk IFR pada periode 2016 yang masih aktif, yaitu:

Tabel 3.1

#### Jumlah Sukuk

Sukuk	Kupon(fee)	Nominal (bio IDR)	Tanggal jatuh tempo
IFR0002	11,95%	1.985	15 Agustus 2018
IFR0006	10,25%	2.750	15 Maret 2030
IFR0007	10,25%	1.547	15 Januari 2025
IFR0008	8,8%	2.520	15 Maret 2020
IFR0010	10%	4.110	15 Februari 2036

Sumber KSEI – data diolah tahun 2016

### 3.4 Teknik Pengambilan Sampel

Tehnik pengambilan sampel yang digunakan adalah dengan menggunakan Teknik *purposive sampling*. Menurut Sugiyono (2011:84) *purposive sampling* adalah teknik penentuan sampel dengan berdasarkan kriteria-kriteria atau pertimbangan tertentu. Pada penelitian ini mengambil sampel harga

sukuk seri IFR pada kurun waktu tahun 2014 sampai dengan tahun 2016, dengan kriteria sebagai berikut:

Tabel 3.2  
**Sampel Penelitian**

No	Keterangan	Jumlah
1.	Sukuk seri IFR	9
2.	Yang tidak aktif	(4)
3.	Yang masih aktif tahun 2016	5
	Total sampel	5

### 3.5 Data dan Jenis Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder. Data sekunder merupakan struktur data historis mengenai variabel-variabel yang telah dikumpulkan dan dihimpun sebelumnya oleh pihak lain (Hermawan:2009).

Data yang dipilih merupakan data *time series* yaitu data harga sukuk yang dikeluarkan oleh negara dan sukuk tersebut ditransaksikan di pasar sekunder serta dilaporkan ke Bursa Efek Indonesia pada periode penelitian. Periode penelitian yang dimaksud adalah dimulai dari tahun 2014 sampai tahun 2016.

Tabel 3.3  
**Data Harga Wajar**

HARGA WAJAR (BIO IDR) 2014-2016					
	IFR0002	IFR0006	IFR0007	IFR0008	IFR0010
Q1	129,1682	137,5599	133,8503	119,7571	139,1433
Q2	120,5661	121,5126	120,2215	110,4485	121,4190
Q3	113,8109	110,8866	110,0206	102,9166	110,2201
Q4	112,6100	109,1172	109,4025	102,4396	107,3800

Q1	113,6261	112,7624	112,3618	104,3565	111,4650
Q2	112,5326	110,8678	111,2442	103,5577	108,8729
Q3	110,6325	110,5812	110,5762	102,2265	108,4153
Q4	111,1457	114,9836	113,7317	103,7347	113,5376
Q1	112,5306	121,2745	117,8411	106,0714	120,8137
Q2	108,8497	113,3874	111,0673	101,7933	112,5331

Sumber: *Indeks Bond Pricing Agency (IBPA) 2016* - data diolah

Table 3.4  
**Data Harga Pasar**

HARGA PASAR (BIO IDR) 2014-2016					
	IFR0002	IFR0006	IFR0007	IFR0008	IFR0010
Q1	110,5762	110,5762	111,2442	112,6100	102,9166
Q2	110,5812	114,9836	113,5376	110,4485	102,4396
Q3	110,5812	103,5577	109,4025	107,3800	139,1433
Q4	110,6325	108,8729	113,5376	112,7624	109,1172
Q1	103,5577	112,7624	120,8137	112,3618	110,5812
Q2	111,0673	111,1457	113,7317	112,5331	110,6325
Q3	113,5376	108,8729	113,7317	101,7933	113,7317
Q4	108,4153	114,9836	106,0714	115,3800	110,8678
Q1	111,0673	101,7933	112,5331	120,8137	108,8497
Q2	121,2745	112,5306	113,3874	111,0673	101,7933

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI) 2016 – Data diolah

### 3.6 Teknik Pengumpulan Data

Teknik pengumpulan data yang dilakukan adalah dengan memperoleh informasi dari penelitian terdahulu dan studi literatur. Karena merupakan data sekunder, maka teknik pengumpulan datanya dengan mengakses dan mempelajari data-data tersebut untuk kemudian diambil dan diteliti.

### 3.7 Definisi Operasional Variabel Penelitian

Definisi operasional variabel adalah pengertian variabel (yang diungkapkan dalam definisi konsep) tersebut, secara operasional, secara praktik,

secara nyata dalam lingkup obyek penelitian. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah variabel bebas dan variabel terikat.

a. Variabel bebas (*Independent Variable*)

Variabel bebas adalah variabel yang mempengaruhi, yang menyebabkan timbulnya atau berubahnya variabel terikat. Variabel bebas yang digunakan dalam penelitian ini adalah imbal hasil dan risiko.

b. Variabel terikat (*dependent Variable*)

Variabel terikat adalah variabel yang dipengaruhi karena adanya variabel bebas. Variabel terikat yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga pasar dan harga wajar.

### 3.8 Analisis Data

Teknik analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah *independent sample test Mann Whitney U* karena dalam penelitian ini terdapat dua variabel yang akan dicari pengaruhnya. Alat analisis yang digunakan adalah SPSS versi 17.0. SPSS (*Statistical Package for Social Sciences*) adalah sebuah program komputer yang digunakan untuk menganalisa sebuah data dengan analisis statistika. Terdapat uji-uji yang harus terpenuhi sebelum dilakukan analisis *Mann Whitney U*. Menurut (FNI, 2015) uji-uji tersebut ialah:

#### 3.8.1 Uji Normalitas

Uji normalitas digunakan untuk menguji normalitas data sampel. Dalam penelitian menggunakan uji *Kolmogorov-Smirnov*. Tujuannya untuk mengetahui apakah populasi data berdistribusi normal, mendekati normal atau tidak. Menurut metode

ini jika suatu variabel memiliki nilai statistik KS signifikan ( $p > 0,05$ ) maka variabel tersebut memiliki distribusi normal. Dalam uji normalitas ini ada dua cara untuk mendeteksi apakah residual berdistribusi normal atau tidak yaitu dengan analisis grafik dan uji statistik.

### 3.8.2 Uji Kesamaan Varian

Uji kesamaan varian dalam penelitian ini dengan menggunakan *Lavene Test*. Uji ini bertujuan untuk menguji apakah ada kesamaan *varians* pada data yang akan diuji.

Jika sudah di dapatkan normal data dan *varians* sama maka yang akan digunakan untuk membandingkan rata-rata populasi adalah dengan menggunakan uji beda dua rata-rata dengan menggunakan *independent sample test*

### 3.8.3 Uji Mann Whitney U Test

Uji *Mann Whitney U Test* atau uji dua sampel yang tidak berpasangan merupakan salah satu bagian dari statistik non parametik. Uji *Mann Whitney* menjadi alternatif ketika data tidak normal. Uji *Mann Whitney* ini dilakukan untuk mengetahui perbedaan dua sampel yang tidak berhubungan atau tidak berpasangan satu sama lain. Dalam uji ini dikatakan jika nilai  $\text{Asymp.Sig} < 0.05$  maka terdapat perbedaan yang signifikan, jika nilai  $\text{Asymp.Sig} > 0.05$  maka tidak terdapat perbedaan yang signifikan.

## BAB IV

### PEMBAHASAN

#### 4.1 Perkembangan Sukuk Negara Seri IFR

Perkembangan sukuk negara seri IFR dari tahun ke tahun terus mengalami peningkatan dengan di tandai adanya seri-seri terbaru yang bermunculan sampai seri terakhirnya yakni IFR0010 yang berhasil memikat hati para investor hingga mencapai nilai penjualan Rp. 4,110 T dengan tenor 25 tahun. Investor memberikan penawaran yang tinggi pada IFR0010 karena *yield* nya yang masih tinggi, namun meski demikian investor juga berminat dengan seri IFR yang lain dengan harapan mendapatkan imbal hasil yang menarik di harga yang masih rendah.

Gambar 4.1  
Perkembangan Sukuk IFR



Sumber: Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 2016

Dari gambar diatas menunjukkan bahwasanya perkembangan sukuk seri IFR mengalami trend menaik dari tahun 2009-2015 meskipun pada tahun 2014 sukuk seri IFR sempat turun di angka 67,75 triliun. Melihat besarnya dana dari sukuk seri IFR pemerintah melalui kementrian keuangan menerbitkan banyak sukuk seri IFR yaitu IFR001, IFR002, IFR003, IFR004, IFR005, IFR006, IFR007, IFR008, dan sukuk seri IFR0010, namun untuk saat ini sukuk yang diterbitkan pemerintah hanya sukuk seri IFR006, IFR008, dan seri IFR0010 saja.

Imbal hasil merupakan pendapatan sukuk/obligasi yang dapat diperoleh dari hasil sukuk/obligasi dan bunga obligasi. Dalam perkembangannya, imbal hasil terdapat dua jenis, yaitu imbal hasil dengan yang menggunakan harga pasar dan imbal hasil dengan yang menggunakan harga wajar.

#### **4.1.1 Imbal hasil dengan Menggunakan Harga Wajar**

Imbal hasil pasar diperoleh berdasarkan perhitungan HPY, YTM, dan RAR dimana ketiga hal tersebut dihitung berdasarkan data yang diperoleh dari *Indeks Bond Pricing Agency* (IBPA). Adapun datanya adalah sebagai berikut:

Table 4.1  
Data Harga Wajar

HARGA WAJAR (BIO IDR) 2014-2016					
	IFR0002	IFR0006	IFR0007	IFR0008	IFR0010
Q1	129,1682	137,5599	133,8503	119,7571	139,1433
Q2	120,5661	121,5126	120,2215	110,4485	121,4190
Q3	113,8109	110,8866	110,0206	102,9166	110,2201
Q4	112,6100	109,1172	109,4025	102,4396	107,3800
Q1	113,6261	112,7624	112,3618	104,3565	111,4650
Q2	112,5326	110,8678	111,2442	103,5577	108,8729
Q3	110,6325	110,5812	110,5762	102,2265	108,4153
Q4	111,1457	114,9836	113,7317	103,7347	113,5376
Q1	112,5306	121,2745	117,8411	106,0714	120,8137
Q2	108,8497	113,3874	111,0673	101,7933	112,5331

Sumber: *Indeks Bond Pricing Agency (IBPA) 2016* - data diolah

Berdasarkan table 4.1 maka dapat diperoleh masing-masing nilai HPY dan YTM berdasarkan persamaan (2.3) dan (2.4)

*Holding Periodic Yield (HPY)* adalah tingkat imbal hasil suatu investasi yang dibandingkan dengan investasi lainnya. Sedangkan  *Yield to Maturity (YTM)* adalah perhitungan penghasilan yang diperoleh investor apabila memiliki obligasi sampai jatuh tempo.

Untuk hasil selengkapnya terdapat pada table 4.2 dibawah ini:

Table 4.2  
Imbal Hasil dengan Data Harga Wajar

HARGA WAJAR				
No	Kode sukuk	HPY	YTM	Rata-rata
1	IFR0002	0,330993598	-0,047778983	0,141607308
2	IFR0006	0,17139555	-0,023407647	0,073993951
3	IFR0007	0,189375924	-0,03200458	0,078685672
4	IFR0008	0,373706351	-0,047259655	0,163223348
5	IFR00010	0,153672186	-0,018196229	0,067737979

Sumber: *Indeks Bond Pricing Agency (IBPA) 2016* - data diolah lampiran 3

Dari tabel diatas terlihat bahwa rata-rata nilai imbal hasil tertinggi terdapat pada seri IFR0008 sebesar 0,1632. Imbal hasil untuk sukuk seri IFR0008 memiliki imbal hasil yang lebih besar dibandingkan dengan seri IFR lainnya. Hal ini berdasarkan nilai perhitungan HPY, dan YTM, bahwa ketika investor memiliki sukuk hingga waktu jatuh tempo, maka akan memperoleh rata-rata imbal hasil sebesar 0,1632.

#### 4.1.2 Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Pasar

Imbal hasil pasar diperoleh berdasarkan perhitungan HPY, YTM, dan RAR, dimana ketiga hal tersebut dihitung berdasarkan data yang diperoleh dari Bursa Efek Indonesia (BEI). Adapun datanya adalah sebagai berikut:

Table 4.3  
Data Harga Pasar

HARGA PASAR (BIO IDR) 2014-2016					
	IFR0002	IFR0006	IFR0007	IFR0008	IFR0010
Q1	110,5762	110,5762	111,2442	112,6100	102,9166
Q2	110,5812	114,9836	113,5376	110,4485	102,4396
Q3	110,5812	103,5577	109,4025	107,3800	139,1433
Q4	110,6325	108,8729	113,5376	112,7624	109,1172
Q1	103,5577	112,7624	120,8137	112,3618	110,5812
Q2	111,0673	111,1457	113,7317	112,5331	110,6325
Q3	113,5376	108,8729	113,7317	101,7933	113,7317
Q4	108,4153	114,9836	106,0714	115,3800	110,8678
Q1	111,0673	101,7933	112,5331	120,8137	108,8497
Q2	121,2745	112,5306	113,3874	111,0673	101,7933

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI) 2016 – Data diolah

Berdasarkan table 4.3 maka dapat diperoleh masing-masing nilai HPY dan YTM berdasarkan persamaan (2.3) dan (2.4).

Untuk hasil selengkapnya terdapat pada tabel 4.4 dibawah ini:

Tabel 4.4  
**Imbal Hasil dengan Data Harga Pasar**

HARGA PASAR				
No	Kode sukuk	HPY	YTM	Rata-rata
1	IFR0002	0,328775399	-0,047798733	0,097734782
2	IFR0006	0,151763675	-0,023332328	0,045582487
3	IFR0007	0,189126347	-0,031963748	0,055661633
4	IFR0008	0,36547682	-0,047466614	0,107515819
5	IFR00010	0,155981592	-0,018137124	0,047017896

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI) 2016 – Data diolah lampiran 2

Dari tabel diatas terlihat bahwa imbal hasil untuk sukuk seri IFR0008 memiliki rata-rata imbal hasil yang lebih besar daripada seri yang lain. Hal ini berdasarkan nilai perhitungan HPY, dan YTM, bahwa ketika investor memiliki sukuk hingga waktu jatuh tempo, maka akan memperoleh rata-rata imbal hasil sebesar 0,1075. Jika dibandingkan dengan menggunakan data harga wajar akan didapatkan bahwa nilai dengan yang menggunakan harga pasar memiliki imbal hasil yang lebih kecil.

#### 4.2 Risiko Sukuk Negara seri IFR

Risiko sukuk adalah kemungkinan terjadinya hasil yang tidak di inginkan atau berlawanan dengan yang diinginkan.

*Risk Adjusted Return* (RAR) adalah metode pengukuran imbal hasil yang telah disesuaikan dengan risikonya, dimana untuk melihat risiko sukuk berdasarkan nilai *Risk Adjusted Return* (RAR). Untuk menghitung nilai RAR digunakan data yang dikeluarkan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Dalam

perkembangannya, risiko terdapat dua jenis, yaitu risiko dengan yang menggunakan harga pasar dan risiko dengan yang menggunakan harga wajar.

#### 4.2.1 Risiko Sukuk Harga Pasar

Berdasarkan table 4.3 maka dapat diperoleh nilai RAR berdasarkan persamaan (2.5) sebagai berikut:

Tabel 4.5

#### Risiko dengan Menggunakan Harga Pasar

HARGA PASAR		
No	Kode Sukuk	RAR
1	IFR0002	0,012227679
2	IFR0006	0,008316113
3	IFR0007	0,009822301
4	IFR0008	0,004537251
5	IFR00010	0,003209222

Sumber: Bursa Efek Indonesia (BEI) 2016 – Data diolah lampiran 2

Dari tabel diatas terlihat bahwa risiko untuk sukuk seri IFR0010 memiliki nilai yang lebih rendah dengan nilai 0,0032 dibandingkan dengan seri yang lain.

#### 4.2.2 Risiko dengan Menggunakan Harga Wajar

Berdasarkan table 4.1 maka dapat diperoleh nilai RAR berdasarkan persamaan (2.5) sebagai berikut:

Tabel 4.6  
**Risiko dengan Menggunakan Harga Wajar**

HARGA WAJAR		
No	Kode Sukuk	RAR
1	IFR0002	0,008994711
2	IFR0006	0,004272173
3	IFR0007	0,004922358
4	IFR0008	0,004034844
5	IFR00010	0,003558088

Sumber: *Indeks Bond Pricing Agency (IBPA) 2016* - data diolah lampiran 3

Dari tabel diatas terlihat bahwa risiko untuk sukuk seri IFR0010 memiliki nilai yang lebih rendah yaitu 0,0035 dibandingkan dengan seri yang lain baik ketika menggunakan harga pasar maupun harga wajar. Maka ketika di bandingkan dengan risiko yang menggunakan data harga pasar. Nilai yang menunjukkan risiko lebih kecil terdapat pada data yang menggunakan harga pasar.

#### **4.3 Perbedaan Imbal Hasil Sukuk Negara seri IFR dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar**

Untuk menilai sukuk IFR apakah memiliki perbedaan ketika menggunakan harga pasar dan harga wajar maka dilakukan dengan uji statistic. Adapun langkah berikutnya adalah menguji kenormalan data pada tabel 4.7 berikut ini:

Tabel 4.7  
Uji Normalitas

Tests of Normality							
SOURCE	Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk			
	Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.	
HPY	HARGA PASAR	.292	50	.000	.791	50	.000
	HARGA WAJAR	.311	50	.000	.774	50	.000
RESHPY	HARGA PASAR	.159	50	.003	.915	50	.002
	HARGA WAJAR	.424	50	.000	.227	50	.000
YTM	HARGA PASAR	.262	50	.000	.802	50	.000
	HARGA WAJAR	.264	50	.000	.805	50	.000
RAR	HARGA PASAR	.150	50	.007	.937	50	.010
	HARGA WAJAR	.217	50	.000	.871	50	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Berdasarkan tabel diatas terlihat bahwa semua data perhitungan imbal hasil dan risiko sukuk berdasarkan harga pasar dan harga wajar pada statistik *Kolmogorov Smirnov* memiliki signifikansi 0,000 pada HPY harga pasar, 0,000 pada HPY harga wajar, 0,003 pada risiko HPY untuk harga pasar dan harga wajar, 0,000 pada YTM harga pasar dan harga wajar, dan 0,000 pada RAR harga pasar dan pada RAR harga wajar, dimana angka tersebut  $< 0,05$ , sehingga data tersebut tidak normal. Kemudian dilakukan pengujian kesamaan varians sebgaimana tabel berikut ini:

Tabel 4.8  
Uji Kesamaan Varians

Test of Homogeneity of Variances				
	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
HPY	.000	1	98	.994
RESHPY	1.673	1	98	.199
YTM	.007	1	98	.935
RAR	17.033	1	98	.000

Sumber: BEI dan IBPA – data diolah dengan SPSS 17.00

Berdasarkan hasil uji kesamaan varians diketahui bahwa pada tabel 4.8 data imbal hasil dan risiko sukuk berdasarkan harga pasar dan harga wajar memiliki *Levene Statistic* dengan angka signifikansi untuk HPY, Risiko HPY, YTM dan RAR masing-masing 0,000, 1,673, 0,007 dan 17,033, dimana dari empat komponen tersebut hanya Res HPY dan RAR yang memiliki signifikansi < 0,05 dan < 0,05 pada HPY dan YTM, sehingga data imbal hasil dan risiko tidak memiliki varians yang sama.

Dari hasil uji normalitas data dan kesamaan varians terhadap data imbal hasil dan risiko sukuk berdasarkan harga pasar dan harga wajar maka pengujian hipotesis yang dilakukan selanjutnya akan menggunakan metode statistik non parametrik karena tidak terpenuhinya persyaratan normalitas dan kesamaan varians. Adapun pengujian statistik yang digunakan adalah uji *Mann Whitney U* dengan hasil selengkapnya sebagai berikut:

Tabel 4.9

**Uji Mann Whitney U**

Test Statistics <sup>a</sup>				
	HPY	RESHPY	YTM	RAR
Mann-Whitney U	1138.500	1170.000	1247.000	800.000
Wilcoxon W	2413.500	2445.000	2522.000	2075.000
Z	-.769	-.552	-.021	-3.103
Asymp. Sig. (2-tailed)	.442	.581	.983	.002

a. Grouping Variable: SOURCE

Sumber: BEI dan IBPA – data diolah dengan SPSS 17.00

Berdasarkan tabel 4.9 tersebut terlihat bahwa statistik *Mann Whitney U* memiliki angka signifikansi untuk HPY sebesar 0,442, Risiko HPY, YTM dan RAR sebesar masing-masing 0,581, 0,983, dan 0,002. Dengan demikian hanya

HPY, Resiko HPY, dan YTM saja yang memiliki angka tidak signifikan yang  $> 0,05$ , sedangkan  $RAR < 0,05$ . Sehingga dapat disimpulkan bahwa rata-rata HPY, risiko HPY dan YTM untuk perhitungan dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar tidak memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik. Sedangkan rata-rata RAR untuk perhitungan dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik.

Hal ini menjawab hipotesis nomor 1, dimana dari hasil uji perhitungan yang ketiga komponen imbal hasil (HPY, resiko HPY dan YTM) terbukti bahwa tidak memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik, yaitu antara yang menggunakan harga pasar dan yang menggunakan harga wajar (terima  $H_0$ ).

Selain dari itu hasil uji dari statistik tersebut juga menjawab perbedaan hipotesis nomor 2, dimana perhitungan risiko sukuk ternyata memiliki perbedaan yang signifikan secara statistik antara yang menggunakan harga pasar dan harga wajar (terima  $H_1$ ).

#### **4.4 Pembahasan**

##### **4.4.1 Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Wajar dan Harga Pasar**

Berdasarkan hasil perhitungan yang termuat dalam tabel 4.2 dan 4.4 dapat diketahui bahwa imbal hasil yang menggunakan data harga wajar lebih besar (naik) daripada yang menggunakan data harga pasar. Sebab menurut kurva imbal hasil SUN ialah grafik yang menggambarkan hubungan antara jatuh tempo SUN pasar berbagai titik waktu, dengan tingkat bunga *Yield to Maturity* (YTM). Dengan kata lain kurva ini menggambarkan berapa harga yang pantas dari suatu instrumen keuangan untuk setiap jangka waktu jatuh temponya. Kurva ini

biasanya disebut juga *Benchmark Yield Curve* karena menjadi acuan bagi investor untuk menentukan harga wajar obligasi Negara atau harga wajar instrument keuangan lainnya selain SUN

Menurut Kane dan Marcus (2007:286) memberikan arti bahwa pada tingkat suku bunga yang lebih tinggi, nilai *present value* obligasi yang akan diterima oleh investor akan lebih rendah, akibatnya harga obligasi akan turun pada suku bunga yang meningkat.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yayuk (2011) bahwa rata-rata imbal hasil baik HPY, YTM dan risiko HPY terlihat bahwa data yang menggunakan harga pasar menghasilkan nilai yang lebih tinggi dibandingkan yang menggunakan harga wajar. Sebab hal ini sesuai dengan teori imbal hasil yang dikemukakan oleh Sharpe (1995) bahwa jika pasar obligasi atau sukuk turun, maka *yield* nya akan naik. Jika pasar obligasi naik, maka *yield*-nya pasti akan turun.

#### **4.4.2 Risiko dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar**

Berdasarkan hasil perhitungan yang termuat dalam tabel 4.5 dan 4.6 dapat diketahui bahwa risiko yang menggunakan data harga pasar lebih kecil (turun) daripada yang menggunakan data harga wajar. Pada umumnya investasi pada obligasi mempunyai risiko yang lebih kecil dibandingkan dengan dengan saham, tetapi obligasi tetap merupakan aktiva berisiko. Risiko obligasi adalah kemungkinan obligasi tidak terbayar (*default*). Hal ini menunjukkan bahwa secara teori menurut (Suryomurti, 2011:152) investasi pada sukuk negara memiliki risiko yang kecil karena dijamin oleh negara sesuai dengan UU No. 19 Tahun 2008

tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan UU APBN, dimana setiap bulannya pemerintah wajib membayar imbalan serta membayar pokok pada saat SBSN tersebut jatuh tempo.

Namun, penelitian ini tidak mendukung dengan penelitian yang digunakan oleh Yayuk (2011). Menurut penelitian yang dilakukan oleh Yayuk (2011) menyebutkan bahwa risiko dengan perhitungan harga wajar memiliki nilai yang lebih kecil dari pada dengan menggunakan harga pasar. Sebab *Return* dan risiko memiliki hubungan yang positif, semakin besar risiko yang ditanggung, semakin besar *return* yang harus dikompensasikan, begitu pula sebaliknya (Hartono:2010)

#### **4.4.3 Perbedaan Imbal Hasil dengan Menggunakan Harga Wajar dan Harga Pasar**

Berdasarkan hasil perhitungan yang termuat dalam tabel 4.9 dapat diketahui bahwa imbal hasil yang menggunakan data harga pasar dan harga wajar tidak memiliki perbedaan secara signifikan. Sebab, dalam menetapkan harga atau nilai pasar/wajar adalah dengan mengetahui tingkat hasil investasi/*return* yang diharapkan dan menjadikannya nilai sekarang atau nilai asset pada saat mengambil keputusan dalam berinvestasi, proses menjadikan hasil investasi yang diharapkan untuk nilai sekarang memerlukan suatu penetapan tingkat suku bunga tertentu. Berdasarkan penelitian Salim (2002) bahwa SBI dapat digunakan untuk memprediksi pergerakan harga obligasi.

Penelitian ini sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yayuk (2011) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik menurut beberapa klasifikasi yang ditentukan. Harga pasar/wajar

obligasi/sukuk akan menyesuaikan *yield* yang ditawarkan apabila terjadi perubahan tingkat suku bunga sehingga tidak terdapat banyak perbedaan

Penelitian ini menjawab hipotesis 1 dan 2 bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan pada imbal hasil dan risiko dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar.

#### **4.4.4 Perbedaan Risiko dengan Menggunakan Harga Wajar dan Harga Pasar**

Berdasarkan hasil perhitungan yang termuat dalam tabel 4.9 dapat diketahui bahwa risiko yang menggunakan data harga pasar dan harga wajar memiliki perbedaan secara signifikan. Karena menurut *Chartered Financial Analyst* (2007) risiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai *underlying asset*. Sukuk dengan akad ijarah paling rentan menghadapi risiko Tingkat Harga karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga dibawah harga pasar.

Penelitian ini tidak sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Yayuk (2011) yang menyatakan bahwa tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik menurut beberapa klasifikasi yang ditentukan karena harga pasar/wajar di pasar sekunder akan bereaksi tidak sama dengan faktor-faktor yang mempengaruhi *interest rate* yaitu siklus bisnis.

Penelitian ini menjawab hipotesis 2 bahwa terdapat perbedaan yang signifikan pada risiko dengan menggunakan harga pasar dan harga wajar.

Menurut pandangan islam dalam usahanya mencari nafkah, seseorang muslim dihadapkan pada kondisi ketidakpastian terhadap apa yang terjadi.

Manusia boleh saja merencanakan suatu usaha atau investasi, namun kita tidak bisa memastikan apa yang akan kita dapatkan dari hasil usaha atau investasi tersebut, apakah untung atau rugi. Hal ini merupakan sunnatullah atau ketentuan Allah seperti yang disampaikan kepada Nabi Muhammad SAW, 1400an tahun yang silam dalam Surat Luqman ayat 34 berikut ini:

إِنَّ اللَّهَ عِنْدَهُ عِلْمُ السَّاعَةِ وَيُنزِلُ الْغَيْثَ وَيَعْلَمُ مَا فِي الْأَرْحَامِ ۗ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ مَّاذَا تَكْسِبُ غَدًا ۗ وَمَا تَدْرِي نَفْسٌ بِأَيِّ أَرْضٍ تَمُوتُ ۗ إِنَّ اللَّهَ عَلِيمٌ خَبِيرٌ ﴿٣٤﴾

*Artinya: Sesungguhnya Allah, hanya pada sisi-Nya sajalah pengetahuan tentang hari Kiamat; dan Dia-lah yang menurunkan hujan, dan mengetahui apa yang ada dalam rahim. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui (dengan pasti) apa yang akan diusahakannya besok. dan tiada seorangpun yang dapat mengetahui di bumi mana Dia akan mati. Sesungguhnya Allah Maha mengetahui lagi Maha Mengenal.*

Maksud dari ayat diatas adalah manusia itu tidak dapat mengetahui dengan pasti apa yang akan diusahakannya besok atau yang akan diperolehnya, Namun demikian mereka diwajibkan berusaha.

Ayat tersebut menjadi dasar pemikiran konsep risiko dalam islam, khususnya kegiatan usaha dan investasi. Selanjutnya dalam surat Al Hasyr ayat 18, Allah berfirman:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَّا قَدَّمَتْ لِغَدٍ ۗ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۗ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ ﴿١٨﴾

*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.*

Konsep ketidakpastian dalam ekonomi islam menjadi salah satu pilar penting dalam proses manajemen risiko islam. Secara natural, dalam kegiatan usaha, di dunia ini tidak ada seorangpun yang menginginkan usaha atau investasinya mengalami kerugian. Bahkan dalam tingkat makro, sebuah negara juga mengharapkan neraca perdagangannya yang positif. Kaidah syariah tentang imbal hasil dan risiko adalah *Al ghunmu bil ghurmi*, artinya risiko selalu menyertai setiap ekspektasi *return* atau imbal hasil.



## BAB V

### KESIMPULAN DAN SARAN

#### 5.1 Kesimpulan

Kesimpulan dari penelitian ini berdasarkan uji statistik yang telah dilakukan adalah:

1. Imbal hasil yang menggunakan data dari harga pasar menunjukkan rata-rata nilai yang lebih besar (tinggi) dibandingkan dengan yang menggunakan data harga wajar. Artinya bahwa akan lebih menguntungkan ketika investor membeli dengan menggunakan harga pasar daripada membeli dengan menggunakan harga wajar.
2. Risiko yang menggunakan harga pasar cenderung lebih kecil daripada yang menggunakan harga wajar. Maka sebagai investor ketika mengetahui risiko investasinya kecil akan memilih berinvestasi dengan menggunakan data harga pasar karena dianggap memiliki risiko kecil.
3. Tidak terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik antara imbal hasil yang menggunakan harga pasar dan harga wajar. Hasil penelitian ini sekaligus menjawab hipotesis 1 yaitu menerima  $H_0$  dan menolak  $H_1$ .
4. Terdapat perbedaan yang signifikan secara statistik antara risiko dengan yang menggunakan harga pasar dan harga wajar dengan tingkat signifikan lebih kecil serta hal ini juga menjawab hipotesis 2 yaitu menerima  $H_1$  dan menolak  $H_0$ .

## 5.2 Saran

Karena keterbatasan penelitian ini, maka:

1. Bagi akademisi diharapkan untuk dapat melakukan penelitian lebih lanjut terkait penelitian ini. Diharapkan dengan adanya penelitian ini mampu memberikan pengetahuan yang lebih mengenai kinerja sukuk. Penelitian selanjutnya agar dapat dikembangkan lagi antara lain sebagai berikut:  
Pemilihan obyek penelitian yang lebih spesifik, misalnya pemilihan sampel sukuk dengan lebih memperhatikan jenis sukuknya (misalnya sukuk mudharabah).
2. Bagi calon investor, berdasarkan penelitian ini diharapkan mampu mengalokasikan investasinya guna mendapatkan imbal hasil dan risiko yang optimal.
3. Bagi pemerintah perlu mendorong terciptanya transaksi bersifat utang dan sukuk dengan mekanisme transaksi bursa sehingga dengan adanya transaksi bursa diharapkan dapat tercipta referensi harga yang terpercaya, satu-satunya dan mewakili kondisi pasar sekunder yang sesungguhnya sebagaimana halnya dengan saham.

## DAFTAR PUSTAKA

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Intitutions* (AAOIFI). Shari'a Standart No. 17. Invesment Sukuk
- Achsien, Iggi H. 2003. *Investasi Syari'ah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajenen Portfolio Syari'ah*. PT. Gramedia Pustaka Utama. Jakarta.
- Adam, Nathif.J & Abdulkader Thomas. 2006. *Islamic Bond; Your Guide to issuing Structuring and Invresting in Sukuk*, Euromoney Books. London.
- Arikunto, Suharisimi. 2006. *Prosesdur Penelitian Suatu Pendekatan Pendekatan Praktek*, cetakan ketigabelas Jakarta: PT. Rineka Cipta.
- Bambang Prasetyo, Miftahul Jannah. 2005. *Metode Penelitian Kuantitatif Teori dan Praktek*. Jakarta: PT. Raja Grafindo Persada.
- Capital Market Society of Indonesia*. 1997. Dana dan Investasi, Jakarta.
- Fahmi, Irham dan Yovi Lavianti Hadi. 2011. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*. Bandung: Alfabeta.
- Frank J. Fabozzi, 2005. *Manajemen Investasi*. Edisi Indonesia, Jakarta: Salemba Empat.
- Hanafi, M.M. dan Halim, Abdul. (2006). *Analisis Laporan Keuangan*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Hartono, J. 2010. *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, edisi ketujuh, Yogyakarta: BPFE UGM.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Cekte-2. Kencana: Jakarta.
- Jones, Charles P. 2000. *Investment, Analysis and Management*. 7<sup>th</sup> Edition. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- K.Achmad. 2003. *Dasar-dasar Management Investasi dan Portofolio*, penerbit Rineka Cipta.
- Kuldes, Dian. 2015. *Penentuan Harga Obligasi*. <http://monyetlogam.blogspot.co.id/2015/04/penentuan-harga-obligasi.html> diakses pada hari Senin, 10 Juli 2017 pukul 10.03 WIB.
- Mufaniri, Zaima. 2008. *Perbandingan Kinerja Obloigasi Korparasi antara Konvensional dan Syariah Ijarah*. Universitas Indonesia: Jakarta.
- Muhammad Ibn Ismail al-Kahlani, Subulussalam. Bandung: Dahlan TT. Jilid 3.

- Reilly, Frank K and Brown, Kieth C. 2006. *Inversatsi Analysi and Portfolio Management*. Thomshon South-Western. 8<sup>th</sup> edition.
- Reilly, Frank K, Keith C Brown. 2000. “*Investment Analysi and Portfolio Management*” The Dryden Press, 6<sup>th</sup> Edition.
- Ross et. Al. 2005. *Corporate Finance*. 5<sup>th</sup>. Mc Graw-Hill.
- Sudarsono, Herry. 2008. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah. DFeskriptif dan Ilustrasi*. Ekonomi: Yogyakarta.
- Sugiyono. 2007. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: ALFABETA.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Penddikan*. Bandung: ALFABETA.
- Sunariyah. 2004. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal. Edisi kelima*. Bandung: CV Alfabeta.
- Surybrata, Sumadi. 2003. *Metodologi Penelitian*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Suryomurti, Wiku. 2011. *Supercerdas Investasi Syariah*. Jakarta: Qultum Media.
- Sutedi, Adrian, *Aspek Hukum Obligasi Dan Sukuk*, Jakarta: Sinar Grafika, 2009
- [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id)

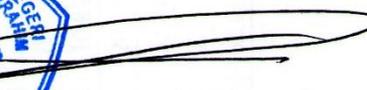
**Lampiran 1****BUKTI KONSULTASI**

Nama : Liza Wardani  
 NIM/ Jurusan : 12510138/ Manajemen  
 Pembimbing : Dr. Indah Yuliana, SE., MM  
 Judul Skripsi : Analisis Komparasi Imbal Hasil dan Risiko Sukuk Negara Seri IFR dengan Menggunakan Harga Pasar dan Harga Wajar Periode 2014-2016

No	Tanggal	Materi Konsultasi	TTD Pembimbing
1	12 November 2015	Penyerahan Surat Bimbingan	1. 
2	13 Januari 2016	Konsultasi judul	2. 
3	10 Februari 2016	Konsultasi BAB 1	3. 
4	05 Maret 2016	Konsultasi BAB 1, 2 dan 3	4. 
5	24 Mei 2016	Revisi BAB 1	5. 
6	19 Agustus 2016	Revisi BAB 1, 2, 3	6. 
7	04 November 2016	ACC proposal	7. 
8	16 Juni 2017	Konsultasi BAB 4 dan 5	8. 
9	19 Juni 2017	Revisi BAB 2, 4 dan 5	9. 
10	20 Juli 2017	Revisi BAB 4 dan 5	10. 
11	25 Juli 2017	Revisi Abtrak dan ACC SKRIPSI	11. 

Malang, 10 Juli 2017  
 Mengetahui,  
 Ketua Jurusan Manajemen



  
 Dr. H. Misbahul Munir, Lc., M.Ei  
 NIP.19750707 200501 1 005

**Lampiran 2: Data Harga Pasar dan Harga Wajar**

DATA HARGA WAJAR										
	2014				2015				2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
IFR0002	129,1682	120,5661	113,8109	112,6100	113,6261	112,5326	110,6325	111,1457	112,5306	108,8497
IFR0006	137,5599	121,5126	110,8866	109,1172	112,7624	110,8678	110,5812	114,9836	121,2745	113,3874
IFR0007	133,8503	120,2215	110,0206	109,4025	112,3618	111,2442	110,5762	113,7317	117,8411	111,0673
IFR0008	119,7571	110,4485	102,9166	102,4396	104,3565	103,5577	102,2265	103,7347	106,0714	101,7933
IFR0010	139,1433	121,419	110,2201	107,3800	111,4650	108,8729	108,4153	113,5376	120,8137	112,5331

DATA HARGA PASAR										
	2014				2015				2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
IFR0002	110,8866	121,5126	121,5126	137,5599	103,5577	110,6325	113,5376	108,4153	111,0673	121,2745
IFR0006	120,2215	119,7571	110,8866	109,1172	112,7624	111,1457	108,8729	114,9836	101,7933	112,5306
IFR0007	133,8503	110,2201	129,1682	110,2201	110,5812	113,7317	113,6261	110,8678	112,5331	113,3874
IFR0008	112,6100	110,4485	107,3800	112,7624	112,3618	110,5762	111,2442	102,2265	120,8137	111,0673
IFR0010	102,9166	102,4396	139,1433	109,1172	110,5812	110,6325	113,7317	110,8678	108,8497	101,7933

**Lampiran 3: Perhitungan Imbal Hasil Pasar**

PERHITUNGAN IMBAL HASIL PASAR						
No	Kode sukuk	Date	HPY	RESIKO HPY	YTM	RAR
1	IFR0002	Q1	0,33441452	0,011678445	-0,047705693	0,012370569
2	IFR0002	Q2	0,322259007	0,01167844	-0,047908866	0,010559001
3	IFR0002	Q3	0,322259007	0,01167844	-0,047908866	0,011743615
4	IFR0002	Q4	0,305958813	0,01167844	-0,048149341	0,014999603
5	IFR0002	Q1	0,343570395	0,005201644	-0,047553123	0,012370569
6	IFR0002	Q2	0,334720691	0,005201644	-0,047715659	0,010559001
7	IFR0002	Q3	0,331265553	0,005201644	-0,047764507	0,011743615
8	IFR0002	Q4	0,337425526	0,005201644	-0,047660785	0,014999603
9	IFR0002	Q1	0,334197259	0,008258215	-0,047715659	0,012370569
10	IFR0002	Q2	0,322518379	0,008258215	-0,047904827	0,010559001
11	IFR0006	Q1	0,16941413	0,002968111	-0,023334454	0,008458
12	IFR0006	Q2	0,169640454	0,002968111	-0,023396804	0,006658
13	IFR0006	Q3	0,174149752	0,002968111	-0,023224494	0,007835
14	IFR0006	Q4	0,175094472	0,002968111	-0,023309039	0,011071
15	IFR0006	Q1	0,139902586	0,001314971	-0,023224494	0,008458
16	IFR0006	Q2	0,14072595	0,001314971	-0,023335281	0,006658
17	IFR0006	Q3	0,141904974	0,001314971	-0,023376869	0,007835
18	IFR0006	Q4	0,138791349	0,001314971	-0,023302078	0,011071
19	IFR0006	Q1	0,14575034	0,004052051	-0,023341641	0,008458
20	IFR0006	Q2	0,140019875	0,004052051	-0,023478123	0,006658
21	IFR0007	Q1	0,177226372	0,008131623	-0,03196458	0,00999
22	IFR0007	Q2	0,192570016	0,008131623	-0,031991856	0,007864
23	IFR0007	Q3	0,180024159	0,008131623	-0,031941859	0,009254
24	IFR0007	Q4	0,192570016	0,008131623	-0,031991856	0,013076
25	IFR0007	Q1	0,192309999	0,001210623	-0,032071626	0,00999
26	IFR0007	Q2	0,190079124	0,001210623	-0,031963384	0,007864
27	IFR0007	Q3	0,190152827	0,001210623	-0,031994115	0,009254
28	IFR0007	Q4	0,192104271	0,001210623	-0,031898789	0,013076
29	IFR0007	Q1	0,190919995	0,000424477	-0,031839402	0,00999
30	IFR0007	Q2	0,190319695	0,000424477	-0,031980015	0,007864
31	IFR0008	Q1	0,364532471	0,003122469	-0,047829439	0,004665
32	IFR0008	Q2	0,367179659	0,003122469	-0,047374492	0,003046
33	IFR0008	Q3	0,371037175	0,003122469	-0,047752266	0,004105
34	IFR0008	Q4	0,36434794	0,003122469	-0,047374492	0,007015
35	IFR0008	Q1	0,364833588	0,00595823	-0,047382875	0,004665
36	IFR0008	Q2	0,367021687	0,00595823	-0,047427275	0,003046
37	IFR0008	Q3	0,36619859	0,00595823	-0,047162394	0,004105
38	IFR0008	Q4	0,377796958	0,00595823	-0,047489398	0,007015
39	IFR0008	Q1	0,35497085	0,008092967	-0,047427275	0,004665
40	IFR0008	Q2	0,366416033	0,008092967	-0,047446237	0,003046

41	IFR00010	Q1	0,158923257	0,006667013	-0,018163125	0,003268
42	IFR00010	Q2	0,159138633	0,006667013	-0,018128467	0,002523
43	IFR00010	Q3	0,145026673	0,006667013	-0,018076958	0,00301
44	IFR00010	Q4	0,156216704	0,006667013	-0,018165521	0,00435
45	IFR00010	Q1	0,155598165	0,00062755	-0,018159211	0,003268
46	IFR00010	Q2	0,155576726	0,00062755	-0,018130551	0,002523
47	IFR00010	Q3	0,154300369	0,00062755	-0,018141377	0,00301
48	IFR00010	Q4	0,155478525	0,00062755	-0,017983759	0,00435
49	IFR00010	Q1	0,156327904	0,002195012	-0,018283752	0,003268
50	IFR00010	Q2	0,159432121	0,002195012	-0,018138522	0,002523



**Lampiran 4: Perhitungan Imbal Hasil Pasar**

PERHITUNGAN IMBAL HASIL PASAR						
No	Kode sukuk	Date	HPY	RESIKO HPY	YTM	RAR
1	IFR0002	Q1	0,314204969	0,008342171	-0,048030929	0,009099944
2	IFR0002	Q2	0,323293393	0,008342171	-0,047892716	0,007767332
3	IFR0002	Q3	0,330945523	0,008342171	-0,047769783	0,008638748
4	IFR0002	Q4	0,33235811	0,008342171	-0,047746411	0,011033893
5	IFR0002	Q1	0,331161828	0,001613686	-0,047766218	0,009099944
6	IFR0002	Q2	0,332449721	0,001613686	-0,047744888	0,007767332
7	IFR0002	Q3	0,334720691	0,001613686	-0,04770684	0,008638748
8	IFR0002	Q4	0,334103117	0,001613686	-0,047717242	0,011033893
9	IFR0002	Q1	0,332452089	0,003138658	-0,047744849	0,009099944
10	IFR0002	Q2	0,366416033	0,003138658	-0,047669954	0,007767332
11	IFR0006	Q1	0,161563219	0,006212289	-0,023654763	0,004345211
12	IFR0006	Q2	0,168789707	0,006212289	-0,023481039	0,0034203
13	IFR0006	Q3	0,174149752	0,006212289	-0,023339003	0,004025114
14	IFR0006	Q4	0,175094472	0,006212289	-0,023312732	0,005687485
15	IFR0006	Q1	0,173165353	0,001058655	-0,023365976	0,004345211
16	IFR0006	Q2	0,174159706	0,001058655	-0,023338729	0,0034203
17	IFR0006	Q3	0,174311676	0,001058655	-0,023334527	0,005006511
18	IFR0006	Q4	0,17202169	0,001058655	-0,023396804	0,003940838
19	IFR0006	Q1	0,168904335	0,002783766	-0,023478123	0,004637699
20	IFR0006	Q2	0,172841175	0,002783766	-0,02337477	0,006553067
21	IFR0007	Q1	0,177226372	0,007477115	-0,032193109	0,005006511
22	IFR0007	Q2	0,185684465	0,007477115	-0,03206549	0,003940838
23	IFR0007	Q3	0,192714059	0,007477115	-0,031949568	0,004637699
24	IFR0007	Q4	0,193162117	0,007477115	-0,031941859	0,006553067
25	IFR0007	Q1	0,19104095	0,000978094	-0,031978009	0,005006511
26	IFR0007	Q2	0,191834943	0,000978094	-0,03196458	0,003940838
27	IFR0007	Q3	0,192313593	0,000978094	-0,031956425	0,004637699
28	IFR0007	Q4	0,190079124	0,000978094	-0,031994115	0,006553067
29	IFR0007	Q1	0,187266334	0,003319913	-0,032040212	0,005006511
30	IFR0007	Q2	0,1919614	0,003319913	-0,03196243	0,003940838
31	IFR0008	Q1	0,356161602	0,010029288	-0,047579269	0,00414857
32	IFR0008	Q2	0,367179659	0,010029288	-0,047379801	0,002708414
33	IFR0008	Q3	0,376870286	0,010029288	-0,047192626	0,003650155
34	IFR0008	Q4	0,377510073	0,010029288	-0,047179867	0,006238591
35	IFR0008	Q1	0,374958595	0,001195256	-0,047230448	0,00414857

36	IFR0008	Q2	0,376015516	0,001195256	-0,047209593	0,002708414
37	IFR0008	Q3	0,377796958	0,001195256	-0,04717413	0,003650155
38	IFR0008	Q4	0,375780549	0,001195256	-0,047214241	0,006238591
39	IFR0008	Q1	0,372719302	0,004004262	-0,047274186	0,00414857
40	IFR0008	Q2	0,378382185	0,004004262	-0,047162394	0,002708414
41	IFR00010	Q1	0,145026673	0,005400884	-0,01850335	0,003623344
42	IFR00010	Q2	0,151284425	0,005400884	-0,018292028	0,002796973
43	IFR00010	Q3	0,155749365	0,005400884	-0,018124728	0,00333735
44	IFR00010	Q4	0,156956844	0,005400884	-0,018076958	0,004822613
45	IFR00010	Q1	0,155230256	0,000995908	-0,018144928	0,003623344
46	IFR00010	Q2	0,156318047	0,000995908	-0,018102368	0,002796973
47	IFR00010	Q3	0,156512876	0,000995908	-0,018094651	0,00333735
48	IFR00010	Q4	0,154379238	0,000995908	-0,018177608	0,004822613
49	IFR00010	Q1	0,151514598	0,151514598	-0,018283752	0,003623344
50	IFR00010	Q2	0,154789654	0,002315814	-0,018161914	0,002796973



## Lampiran 5: Output Uji Statistik

Tests of Normality							
SOURCE		Kolmogorov-Smirnov <sup>a</sup>			Shapiro-Wilk		
		Statistic	df	Sig.	Statistic	df	Sig.
HPY	HARGA PASAR	.292	50	.000	.791	50	.000
	HARGA WAJAR	.311	50	.000	.774	50	.000
RESHPY	HARGA PASAR	.159	50	.003	.915	50	.002
	HARGA WAJAR	.424	50	.000	.227	50	.000
YTM	HARGA PASAR	.262	50	.000	.802	50	.000
	HARGA WAJAR	.264	50	.000	.805	50	.000
RAR	HARGA PASAR	.150	50	.007	.937	50	.010
	HARGA WAJAR	.217	50	.000	.871	50	.000

a. Lilliefors Significance Correction

Test of Homogeneity of Variances				
	Levene Statistic	df1	df2	Sig.
HPY	.000	1	98	.994
RESHPY	1.673	1	98	.199
YTM	.007	1	98	.935
RAR	17.033	1	98	.000

Test Statistics <sup>a</sup>				
	HPY	RESHPY	YTM	RAR
Mann-Whitney U	1138.500	1170.000	1247.000	800.000
Wilcoxon W	2413.500	2445.000	2522.000	2075.000
Z	-.769	-.552	-.021	-3.103
Asymp. Sig. (2-tailed)	.442	.581	.983	.002

a. Grouping Variable: SOURCE

## Lampiran 6 : Biodata Peneliti

### BIODATA PENELITI



Nama Lengkap : Liza Wardani  
Tempat, Tanggal Lahir : Pasuruan, 23 November 1993  
Alamat Asal : Warungdowo Selatan RT. 003  
RW. 009 Kec. Pohjentrek Kab.  
Pasuruan  
Alamat di Malang : Sunan Kalijaga dalam Kav A7  
RT. 003 RW. 007 Kelurahan  
Dinoyo Kec. Lowokwaru Malang

Jenis Kelamin : Perempuan  
Status : Belum Kawin  
Agama : Islam  
Nomer Telepon : 085791000161  
Email : lizawardani17@gmail.com

#### RIWAYAT PENDIDIKAN

##### Pendidikan Formal :

1. (2000) TK Bhayangkari, Pasuruan
2. (2006) Lulus SDN Sladi, Pasuruan
3. (2009) Lulus SMP Al-Yasini, Pasuruan
4. (2012) Lulus SMA Al-Yasini, Pasuruan
5. (2017) Lulus Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang

##### Pendidikan Non Formal :

1. (2012) Pendidikan tambahan bahasa arab, di Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang.
2. (2014) Pengembangan bahasa inggris ELC di Universitas Islam Negeri Maulana Malik Ibrahim Malang
3. (2015) Pengembangan *TOEFL* di Royal English

#### Pengalaman Organisasi

(2013-2014) Aktif sebagai anggota Pergerakan Mahasiswa Islam Indonesia (PMII)