

ANALISIS TINGKAT *RETURN* PEMBIAYAAN INFRASTRUKTUR TRANSPORTASI DI INDONESIA DENGAN *ŞUKŪK İJĀRAH*

Rini Idayanti¹, Rianto²

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis tingkat *return* secara persial pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *şukūk ijārah* tahun 2013-2017, dan juga menganalisis tingkat *return* secara gabungan pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *şukūk ijārah* tahun 2013-2017. Berdasarkan tujuan penelitian diatas, maka jenis penelitian yang digunakan adalah kuantitatif dengan menggunakan pendekatan *positivistic*. Data-data yang dibutuhkan dengan menggunakan metode dokumentasi, dan metode studi pustaka. Data-data yang telah dikumpulkan melalui metode-metode tersebut dianalisis dengan menggunakan teknik analisis data, yaitu *descriptive analysis*, dan *abnormal return*. Hasil penelitian ini menunjukkan bahwa tingkat *return* secara persial *şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari tahun 2013 sampai 2017, yaitu: (1) Tingkat *Actual Return*, Pada Tahun 2013 rata-rata *Actual Return* sebesar 0%, Tahun 2014 sebesar 3%, Tahun 2015 sebesar -1%, Tahun 2016 sebesar -2%, dan pada Tahun 2017 sebesar 2%. (2) Tingkat *Expected Return*, Pada Tahun 2013 rata-rata *Expected Return* sebesar -1%, Tahun 2014 sebesar 1%, Tahun 2015 sebesar -1%, Tahun 2016 sebesar 1%, dan pada Tahun 2017 sebesar 2%. (3) Tingkat *Average Abnormal Return*, Pada Tahun 2013 *Average Abnormal Return* sebesar 0%, Tahun 2014 sebesar 2%, Tahun 2015 sebesar 0%, Tahun 2016 sebesar -3%, dan pada Tahun 2017 sebesar 0%. Berdasarkan hasil tingkat *Actual Return*, *Expected Return*, *Average Abnormal Return* dari tahun 2013 sampai 2017 mengalami fluktuasi setiap tahunnya, karena keuntungan atau kerugian yang di hasilkan disebabkan adanya pembayaran fee *şukūk ijārah* pada investor yang harus terpenuhi sesuai dengan akad yang telah disepakati bersama. Sedangkan tingkat *return* secara gabungan dengan menggunakan metode *Cummulative Abnormal Return (CAR) şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari tahun 2013 sampai 2017, yaitu Pada Tahun 2013, 2014 dan 2017 *Average Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 6%, Tahun 2014 sebesar 9%, Tahun 2015 sebesar -9%, Tahun 2016 sebesar -16%, dan pada Tahun 2017 sebesar 8%. Berdasarkan hasil tingkat *return* secara gabungan dengan menggunakan metode *Cummulative Abnormal Return (CAR)* dari tahun 2013 sampai 2017 mengalami fluktuasi setiap tahunnya, karena keuntungan atau kerugian yang di hasilkan disebabkan adanya pembayaran fee *şukūk ijārah* pada investor yang harus terpenuhi sesuai dengan akad yang telah disepakati bersama. **Kata Kunci:** *Actual Return*, *Expected Return*, *Abnormal Return*, *Cummulative Abnormal Return*, *Şukūk İjārah*

ABSTRACT

This study aims to analyze therate of return partialon transportation infrastructure financing in Indonesia with sukūk ijārah in 2013-2017, and also to analyze therate of return combined. financing of transportation infrastructure in Indonesia with sukūk ijārah 2013-2017. Based on the research objectives above, the type of research used is quantitative using a positivistic approach. The data required by using the method of documentation, and the method of literature study. The data that has been collected

¹ Staf Pengajar Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Bone

² Alumni IAIN Bone

through these methods were analyzed using data analysis techniques, namely descriptive analysis and abnormal returns. The results showed that the rate of return partially Sukuk Ijarah PT Jasa Marga (Persero) Tbk from 2013 to 2017, namely: (1) Level of Actual Return, In the year 2013 the average Actual Return of 0%, 2014 by 3%, 2015 was -1%, 2016 was -2%, and 2017 was 2%. (2) Rate Expected Return, in 2013 the average Expected Return was -1%, in 2014 it was 1%, in 2015 it was -1%, in 2016 it was 1%, and in 2017 it was 2%. (3) Level Average Abnormal Return, In 2013 Average Abnormal Return was 0%, 2014 is 2%, 2015 is 0%, 2016 is -3%, and 2017 is 0%. Based on the results of the Actual Return, Expected Return, Average . Abnormal returns from 2013 to 2017 fluctuate every year, because the profits or losses generated were due to the payment of afee ukūk ijarah to investors which had to be fulfilled in accordance with the mutually agreed upon contract. While the rate of return combined using the Cummulative Abnormal Return (CAR) sukūk ijārah method of PT Jasa Marga (Persero) Tbk from 2013 to 2017, namely In 2013, 2014 and 2017 the Average Cummulative Abnormal Return was 6% respectively, in 2014 it was 9%, in 2015 it was -9%, in 2016 it was -16%, and in 2017 it was 8%. Based on the results of the rate of return combined using the method Cummulative Abnormal Return (CAR) from 2013 to 2017 it fluctuates every year, because the profit or loss generated is due to the payment of afee ukūk ijarah to investors which must be fulfilled in accordance with the mutually agreed contract. **.Keyword** : Actual Return, Expected Return, Abnormal Return, Cummulative Abnormal Return, Şukūk Ijārah

A. PENDAHULUAN

Latar Belakang

Keberadaan infrastruktur memegang peranan yang sangat vital bagi perekonomian Indonesia. Hal ini dikarenakan gerak laju dan pertumbuhan ekonomi di suatu Negara tidak dapat dipisahkan dari ketersediaan infrastruktur seperti transportasi, komunikasi, dan juga ketersediaan energi. Dengan adanya pembangunan dan ketersediaan infrastruktur seperti transportasi, komunikasi dan energi, sangat berperan penting terhadap laju pertumbuhan ekonomi di suatu Negara tanpa terkecuali di Indonesia.³

Menurut data *World Economic Forum* (WEF) tahun 2015-2016 menyatakan bahwa berdasarkan aspek infrastruktur, *Global Competitiveness Index* yang dimiliki Indonesia berada pada peringkat 62 di antara 140 Negara, dengan peringkat infrastruktur transportasi menempati posisi ke 39 dari 140 Negara, sedangkan infrastruktur listrik dan telekomunikasi menempati posisi ke 80 dari 140 Negara. Di kawasan Negara Asia, peringkat infrastruktur Indonesia masih tertinggal dibandingkan Hong Kong yang menempati peringkat 1 dan Singapura yang menempati peringkat 2 terbaik dunia. Sedangkan untuk peringkat di kawasan ASEAN, Indonesia menempati peringkat keempat setelah Singapura, Malaysia, Thailand. Hal ini menunjukkan bahwa pembangunan infrastruktur yang memadai di Indonesia masih kurang kuantitas dan kualitasnya dibandingkan Negara Asia lainnya yang tercatat di WEF Report. Hal ini dapat disebabkan oleh faktor-faktor berupa hambatan pada pembiayaan infrastruktur, regulasi pemerintah,

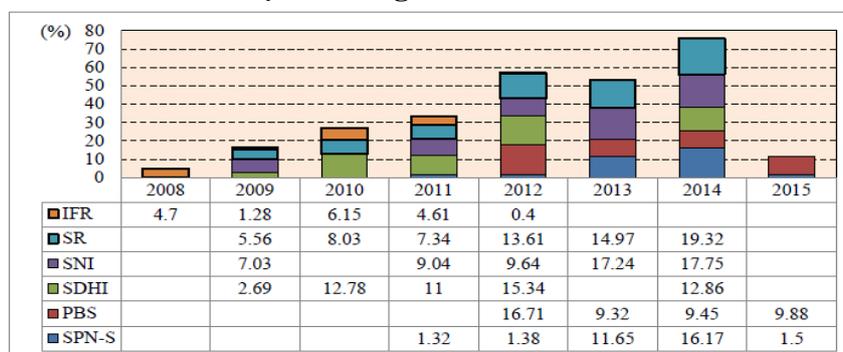
³Achmad Helmi, "Komparasi Pembiayaan Infrastruktur Pemerintah Dengan Dana Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah/Şukūk" (Tesis, Program Pascasarjana Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta, 2015), h. 1.

serta rancangan dan hasil konstruksi yang tidak sesuai harapan dalam melayani aktifitas masyarakat.⁴

Salah satu komponen penting pada pembangunan infrastruktur Negara yang baik didukung oleh pendanaan yang layak dalam tahap perencanaan (*planning*), proses pembangunan (*construction*), hingga tahap operasi dan pemeliharaan infrastruktur (*operational and maintenance*). Data Kemenkeu RI menunjukkan bahwa kemampuan pemerintah Indonesia untuk mendanai pembangunan infrastruktur dengan menggunakan dana publik yang berasal dari Negara sangat terbatas. Bappenas memperkirakan untuk mencapai target-target pembangunan infrastruktur yang ditetapkan dalam RJPM Nasional tahun 2015-2019 dana yang diperlukan mencapai Rp 5.452 Triliun. Dari keseluruhan dana yang dibutuhkan tersebut, pemerintah pusat dan daerah hanya mampu menyediakan dana sebesar Rp 1.131 Triliun. Hal ini berarti bahwa terdapat selisih pendanaan (*financing gap*) sebesar Rp 4.321 Triliun yang pemenuhannya dicapai melalui pendanaan alternatif seperti Kerjasama Pemerintah Swasta (*Public Private Partnership*), dan dengan sumber pendanaan alternatif lain berupa dana dari perbankan, pasar modal, dan lain-lain.⁵

Pemerintah saat ini giat menerbitkan *ṣukūk* karena dinilai positif untuk pemerintah mencari sumber pendanaan Anggaran Perencanaan Belanja Negara (APBN) yang digunakan untuk membiayai administrasi dan pembangunan publik. Sebagai bagian dari sistem pasar modal Indonesia, kegiatan di Pasar modal yang menerapkan prinsip-prinsip syariah juga mengacu kepada Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal berikut peraturan pelaksanaannya (Peraturan Bapepam-LK, Peraturan Pemerintah, Peraturan Bursa dan lain-lain).⁶

Grafik
Ṣukūk Negara Indonesia



Sumber: Kemenkeu, 2015

Dari data di atas, IFR adalah *ṣukūk* negara yang diterbitkan di pasar perdana dalam negeri yang denominasi Rupiah, *Ṣukūk* Negara Ritel (SR) adalah *ṣukūk* negara yang dijual khusus untuk investor individu WNI, *Ṣukūk* Valas (SNI) adalah *ṣukūk* negara yang diterbitkan di pasar perdana internasional dalam denimonasi valuta asing, *Ṣukūk* Dana Haji Indonesia (SDHI) adalah *ṣukūk* negara yang diterbitkan khusus untuk penempatan dana haji pada *ṣukūk* negara, PBS (*Project Based ṣukūk*) adalah *ṣukūk* negara yang diterbitkan dengan menggunakan proyek sebagai *underlying asset* dan Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S) adalah *ṣukūk* Negara yang diterbitkan dengan tenor kurang dari satu tahun. Melihat dari data tersebut, perkembangan penerbitan *ṣukūk*

⁴Erika Sefila Putri dan Wisudanto, "Struktur Pembiayaan Pembangunan h. 4.

⁵Erika Sefila Putri dan Wisudanto, "Struktur Pembiayaan Pembangunan h. 4.

⁶Dheni Sarawati Almara, "Analisis Pengaruh Nilai Ṣukūk, Rating Ṣukūk, dan Risiko Ṣukūk Terhadap Last Yield Ṣukūk" (Skripsi, Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang, 2015), h. 4-5.

dari tahun ke tahun mengalami peningkatan. Hal ini menunjukkan bahwa para investor yang memburu produk-produk syariah salah satunya *ṣukūk* juga telah diterima sebagai instrumen investasi syariah yang mampu memberikan kontribusi positif bagi Negara yang menerbitkannya dan memberikan peluang bagi investor lain untuk bergabung dalam penerbitan *ṣukūk* tersebut.

Berdasarkan data dari IDX,⁷ *ṣukūk* yang diterbitkan di Indonesia salah satunya *ṣukūk ijārah*. *Ṣukūk ijārah* merupakan *ṣukūk* yang menggunakan akad sewa yang dimana *fee ijārah* bersifat tetap dan bisa diketahui atau diperhitungkan sejak awal *ṣukūk* itu diterbitkan. Secara praktik *ṣukūk ijārah* yaitu memberikan imbal hasil berupa sewa (*fee ijārah*) kepada investor dengan tingkat *return* yang tetap dan telah ditentukan sebelumnya. Setiap investor yang menginvestasikan dananya *ṣukūk ijārah* pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat pengembalian atau *return*. Hal ini supaya investor memilih *ṣukūk ijārah* untuk berinvestasi, khususnya untuk membiayai infrastruktur transportasi di Indonesia.

Secara praktik *ṣukūk ijārah* yaitu memberikan imbal hasil berupa sewa (*fee ijārah*) kepada investor dengan tingkat *return* yang tetap dan telah ditentukan sebelumnya. Setiap investor yang menginvestasikan dananya *ṣukūk ijārah* pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat pengembalian atau *return*. Hal ini supaya investor memilih *ṣukūk ijārah* untuk berinvestasi, khususnya untuk membiayai infrastruktur transportasi di Indonesia. Maka dari itu peneliti tertarik untuk meneliti mengenai analisis tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *ṣukūk ijārah* tahun 2013-2017.

Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang diatas, maka penulis menarik rumusan masalah sebagai berikut:

1. Bagaimana tingkat *return* secara persial pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *ṣukūk ijārah* tahun 2013-2017?
2. Bagaimana tingkat *return* secara gabungan pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *ṣukūk ijārah* tahun 2013-2017?

Kajian Teori

1. Pengertian Ṣukūk

Ṣukūk (صكوك) berasal dari bahasa Arab “*sakk*” صك (tunggal) dan “*ṣukūk*” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau *note*. Dalam pemahaman praktisnya, *ṣukūk* merupakan bukti (*claim*) kepemilikan.⁸ *Ṣukūk* merupakan istilah baru yang dikenalkan sebagai pengganti istilah obligasi syariah.⁹ Secara umum, *ṣukūk* adalah kekayaan pendukung yang dapat berupa harta, dapat diperdagangkan pada pasar modal dan memiliki sertifikat yang dapat dipercaya sesuai dengan ketentuan syariah.¹⁰ Selain istilah obligasi syariah dan *ṣukūk*, beberapa Negara menggunakan istilah *Islamic Bonds*.

Obligasi syariah (*ṣukūk*) adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan oleh emiten (pemegang obligasi) yang mewajibkan

⁷IDX singkatan dari Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia) merupakan tempat untuk memperjual belikan efek di Indonesia. dalam <http://www.idx.co.id>, 18 Januari 2018.

⁸Adrian Sutedi, *Pasar Modal Syariah: Sarana Investasi keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah* (Cet. 1; Jakarta: Sinar Grafika, 2011), h. 110.

⁹Taufik Hidayat, *Buku Pintar Investasi Syariah* (Cet. 1; Jakarta: Mediakita, 2011), h. 112

¹⁰Mochammad Nadjib, dkk, *Investasi Syariah; Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik* (Cet. 1; Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008), h. 342.

emiten untuk membayar pendapatan kepada investor berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana investasi pada saat jatuh tempo.¹¹

Menurut Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *ṣukūk* adalah surat berharga sebagai instrumen investasi yang diterbitkan berdasar suatu transaksi atau akad syariah yang melandasinya (*underlying transaction*), yang dapat berupa *ijārah* (sewa), *muḍārabah* (bagi-hasil), *musyārahah*, atau yang lain.¹²

Menurut Peraturan Bapepam dan LK Nomor IX.A.13 tentang penerbitan efek syariah, memberikan definisi *ṣukūk* sebagai *ṣukūk* adalah efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu yang tidak tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas : (a) Kepemilikan aset berwujud tertentu (b) Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktifitas investasi tertentu; (c) Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.¹³

Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32/DSN-MUI/IX/2002, obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.¹⁴

Menurut *Islamic Financial Services Board* (IFSB), mendefinisikan *ṣukūk* sebagai sertifikat-sertifikat yang menggambarkan kepemilikan proporsial pemegangnya atas bagian tidak terbagi dari suatu aset pokok, yang mana pemegangnya memangku semua hak dan kewajiban terkait aset tersebut.¹⁵ Sedangkan, menurut *Securities Commission Malaysia* (SC), di dalam pedoman tentang Sekuritas Islam, mendefinisikan *ṣukūk* sebagai dokumen atau sertifikat yang menggambarkan nilai suatu aset.¹⁶

2. Struktur dan Jenis *Ṣukūk*

Untuk mengetahui klasifikasi *ṣukūk* yang paling lazim digunakan didasarkan pada kontrak-kontrak syariah. Kontrak-kontrak tersebut mencakup BBA, *murābahah*, *sālam*, *iṣṭiṣhna*, *ijārah*, *musyārahah*, *muḍārabah*, dan *wakālah*. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada bagan berikut ini.¹⁷

¹¹Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi dan ṣukūk* Ed. 1 (Cet. 2; Jakarta: Sinar Grafika, 2009), h. 96.

¹²Nurul Huda dan Mustafa Edwin, *Investasi Pada Pasar Modal Syariah* (Cet. 2; Jakarta: kencana, 2008), h. 91.

¹³Republik Indonesia, Peraturan Bapepam-LK Nomor IX A. 13 tentang Penerbitan Efek Syariah.

¹⁴Heri Sudarsono, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi* Ed.3 (Cet. 2; Yogyakarta: Ekonisia, 2012) h. 248.

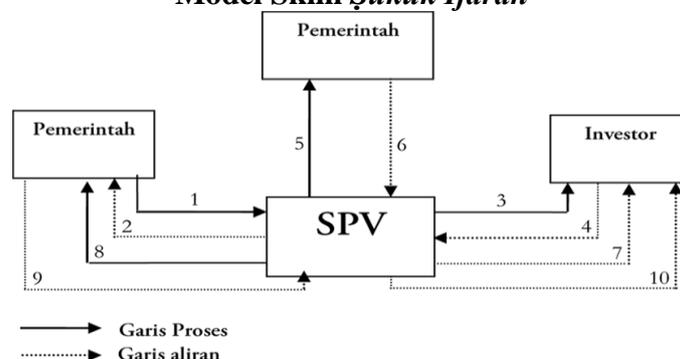
¹⁵Yulizar Djamiluddin Sanrego, dkk, *Sistem Keuangan Islam : Prinsip dan Operasi* Ed. 1(Cet. 1; Jakarta: Rajawali Pers, 2015), h. 469.

¹⁶Yulizar Djamiluddin Sanrego, dkk, *Sistem Keuangan* h. 469.

¹⁷Yulizar Djamiluddin Sanrego, dkk, *Sistem Keuangan* h. 480.

3. Model Skim *Ṣukūk Ijārah*

Gambar 2.2
Model Skim *Ṣukūk Ijārah*



Berikut akan dijelaskan tentang skema penerbitan *ṣukūk Ijārah*:

- Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan tekad *bay' al-wafa'* (jual beli dengan janji akan membeli kembali barang yang dijualnya);
- Pemerintah menerima bayaran tunai dari SPV sebagai harga aset (dengan demikian sekarang SPV sebagai pemilik aset);
- SPV mengeluarkan *ṣukūk* dengan menggunakan kontrak ijarah dan menjualnya kepada investor;
- Investor membayarnya dengan harga tunai kepada SPV;
- SPV menyewakan aset kepada pemerintah dengan harga sewa tertentu;
- Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV secara kwartal;
- SPV membayar sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai pendapatan investor;
- Pada masa *naturity*, SPV menjual kembali aset kepada pemerintah dengan nilai harga jual semula;
- Pemerintah membayar tunai harga aset.
- SPV menebus *ṣukūk* kepada investor dengan nilai harga yang sama.

4. Konsep Return

Return merupakan salah satu faktor yang memotivasi investor berinvestasi dan juga merupakan imbalan atas keberanian investor menanggung risiko atas investasi. *Return* sebagai hasil yang diperoleh dari investasi. *Return* dalam investasi ini dapat berupa *return* realisasi (*realized return*), yaitu *return* yang telah diperoleh investor pada masa lalu (*return aktual*) dan *return* ekspektasi (*expected return*) yang merupakan tingkat *return* yang diantisipasi investor di masa depan atau *return* yang diharapkan akan terjadi di masa yang akan datang.¹⁸

Cumulative abnormal return (CAR) merupakan penjumlahan *return* tidak normal dari harga saham perusahaan pemerintah penerbit *ṣukūk*. *Abnormal return* merupakan kelebihan dari *return* yang sesungguhnya terjadi terhadap *return* tidak normal. *Return* sesungguhnya merupakan *return* yang terjadi pada waktu ke-t yang merupakan selisih harga sekarang relatif terhadap harga sebelumnya.

¹⁸Jogiyanto, *Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (Cet. 1; Yogyakarta: BPFE, 2010), h. 64.

Abnormal Return adalah selisih antara *return* sesungguhnya (*actual return*) dengan *return* yang diharapkan (*expected return*). Menurut Jogiyanto, *abnormal return* dapat dirumuskan sebagai berikut :¹⁹

$$RTN_{it} = R_{it} - E[r_{it}]$$

Dimana :

RTN_{it} = *return* tidak normal (*abnormal return*) sekuritas ke-i pada periode ke-t

R_{it} = *return* sesungguhnya (*actual return*) yang terjadi untuk sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

$E[R_{it}]$ = *return* ekspektasi sekuritas ke-i untuk periode peristiwa ke-t

Untuk mendapatkan nilai *Abnormal Return*, diperlukan beberapa langkah, yaitu

1. Tingkat *Actual Return* saham selama *event period*. Untuk menghitung *Actual Return* digunakan rumus sebagai berikut:

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana:

R_{it} = *return* saham i pada hari t

P_n = harga saham i pada hari t

P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

2. Penentuan *Expected Return* saham harian selama *event period*. Dengan menggunakan model *market adjusted*, menurut Strong (1992) yang dikutip oleh Bambang Wijayanto (2002) menyebutkan bahwa *expected return* untuk semua sekuritas diasumsikan sama (mendekati ekuivalen) dengan *expected return* pasar pada periode tersebut, yaitu :

$$E(R_i) = E(R_m)$$

Dimana:

$E(R_i)$ = *Expected Return* saham i

$E(R_m)$ = *Expected Return* pasar

Karena nilai *Expected Return* saham sama dengan *return* pasar, maka rumus *Expected Return* adalah dengan menggunakan rumus *return* pasar sebagai berikut:

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

R_{mt} = *Return* pasar

$IHSG_t$ = Index harga saham Gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = Index harga saham Gabungan pada hari t-1

Sedangkan untuk mendapatkan *Expected Return*, Brown dan Warner (1985) dalam Jogiyanto (2003:434) mengestimasi *Expected Return* dengan menggunakan 3 (tiga) model estimasi, yaitu: *mean adjusted model*, *market model* dan *market adjusted model*.

- a. *Mean Adjusted Model*

¹⁹Jogiyanto, *Menguji Reaksi Pasar Modal* h. 93.

²⁰Jogiyanto, *Menguji Reaksi Pasar Modal* h. 94.

Model *Mean Adjusted* ini menganggap bahwa *return* ekspektasi bernilai konstan yang sama dengan rata-rata realisasi sebelumnya selama periode estimasi.

Model ini dirumuskan dengan rumus sebagai berikut :

$$E[R_{it}] = \frac{\sum_{j=t}^{t+12} R_{i-j}}{T}$$

Keterangan:

$E[R_{it}]$ = return ekspektasi sekuritas ke-i pada periode peristiwa ke-t

R_{i-j} = return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

T = lamanya periode estimasi, yaitu dari t1 sampai dengan t2

b. *Market Model*

Menghitung return ekspektasi dengan menggunakan metode market model (model pasar) dilakukan dengan 2 tahap, yaitu (1) membentuk ekspektasi dengan menggunakan data realisasi selama periode estimasi dan (2) menggunakan model ekspektasi ini untuk mengestimasi return ekspektasi di periode jendela. Model ini dapat dibentuk menggunakan teknik regresi *Ordinary Least Square* dengan persamaan:

$$R_{ij} = \alpha_i + \beta_j \cdot R_{Mj} + \delta_j$$

Dimana:

R_{ij} = Return realisasi sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

α_i = Intercept untuk sekuritas ke-i

β_j = Koefisien slope yang merupakan beta dari sekuritas ke-i

R_{Mj} = Return indeks pasar pada periode estimasi ke-j yang dapat dihitung dengan rumus: $R_{Mj} = (IHSG_j - IHSG_{j-1}) / IHSG_{j-1}$

δ_j = kesalahan residu sekuritas ke-i pada periode estimasi ke-j

c. *Market Adjusted Model*.

Model ini menganggap bahwa pendugaan yang terbaik untuk mengestimasi *return* suatu sekuritas adalah *return* indeks pasar pada saat tersebut. (Jogiyanto, 2003:445)

3. Tingkat *Abnormal Return* saham selama *event period*. Dengan rumus :

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

Dimana:

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada hari t

R_{it} = *Actual Return* saham i pada hari t

$E(R_{it})$ = *Expected Return* saham i pada hari t

Karena penelitian ini menggunakan *Market Adjusted Model* yang mempunyai asumsi bahwa *expected return* semua saham atau emiten sama (mendekati ekuivalen) dengan *expected return* pasar, maka akan diperoleh rumus sebagai berikut :

$$AR_{it} = R_{it} - R_m$$

Dimana:

AR_{it} = *abnormal return* saham i pada hari t

R_{it} = *actual return* saham i pada hari t

R_m = *return* pasar pada hari t (IHSG hari t)

4. Tingkat *Average Abnormal Return* saham pada hari t dengan rumus sebagai berikut: ²¹

²¹Jogiyanto, *Menguji Reaksi Pasar Modal* h. 95.

$$AAR_{nt} = \frac{\sum_{t=1}^n AR_{it}}{n}$$

AAR_{nt} Adalah rata-rata *abnormal return* saham pada hari t
N adalah jumlah perusahaan yang diteliti.

5. Tingkat *Cummulative Abnormal Return* harian tiap-tiap saham selama periode pengamatan dengan rumus sebagai berikut :

$$CAR_{Nn} = \sum_{t=-10}^{t=+10} AAR_{nt}$$

CAR_{Nn} Adalah akumulasi *abnormal return* harian tiap-tiap saham

Tinjauan Pustaka

Adapun hasil penelusuran terkait hasil-hasil penelitian terdahulu yang sejenis dengan penelitian yang akan dilakukan ini, antara lain:

1. Penelitian Achmad Helmi dengan Judul “Komparasi Pembiayaan Infrastruktur Pemerintah Dengan Dana Obligasi Konvensional Dan Obligasi Syariah/ *ṣukūk ijārah* (Studi Kasus Pembangunan Jalan Tol Trans Sumatera)” pada tahun 2015. Penelitian ini bertujuan untuk membangun konsep alternatif pembiayaan infrastruktur dengan sistem keuangan syariah dengan komparasi pembiayaan pembangunan infrastruktur pemerintah dengan dana obligasi konvensional. Penelitian ini menggunakan metodologi kualitatif, dilakukan dengan proses diskusi dan studi literatur dalam rangka mendapatkan informasi serta uji hipotesis.²²
2. Penelitian Dedeh Abdul Fatah dengan judul “Perkembangan Obligasi Syariah (*Ṣukūk*) di Indonesia : Analisis Peluang dan Tantangan” pada tahun 2011. Dalam penelitian ini, *ṣukūk* merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. *Ṣukūk* dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Namun peluang bukan berarti tanpa tantangan dan hambatan, salah satunya dalam konteks sosial, UU SBSN sangat inklusif terhadap segmen pasar. Investor yang membeli *ṣukūk* Negara perdana lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Salah satu inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan untuk mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen *ṣukūk* adalah melakukan sosialisasi guna memberikan pemahaman kepada masyarakat luas tentang keberadaan *ṣukūk* dengan melibatkan banyak pihak seperti praktisi, pengamat, akademisi, dan ulama di bidang ekonomi Islam.²³
3. Penelitian Kayyisul Fakhri dengan judul “Analisis Tingkat *Risk and Return* Saham-Saham Syariah Pada Pasar Modal Syariah” pada tahun 2008. Dalam penelitian ini, tingkat *risk* dan *return* mengalami kenaikan dan penurunan (berfluktuatif) setiap periode. *Return* realisasi tertinggi periode I dihasilkan oleh saham INCO sebesar 15,65% dengan risiko 31,39%. Pada periode II *return* realisasi tertinggi saham Syariah masih dihasilkan oleh saham INCO, yaitu dengan tingkat *return* sebesar 9,29% dan risiko sebesar 31,39%. Untuk periode III *return* tertinggi dihasilkan oleh saham BUMI sebesar 14,27% dan risiko sebesar 13,04%. Pada periode IV saham INCO kembali menempati posisi pertama dengan menghasilkan *return* tertinggi setelah melakukan *stock split*, yaitu sebesar

²²Achmad Helmi, “Komporasi Pembiayaan Infrastruktur h. Vii.

²³Dede Abdul Fatah, “Perkembangan Obligasi Syariah (*ṣukūk*) di Indonesia Analisis Peluang Dan Tantangan” *Al-‘Adalah*, X (1), 2011. h. 35-36.

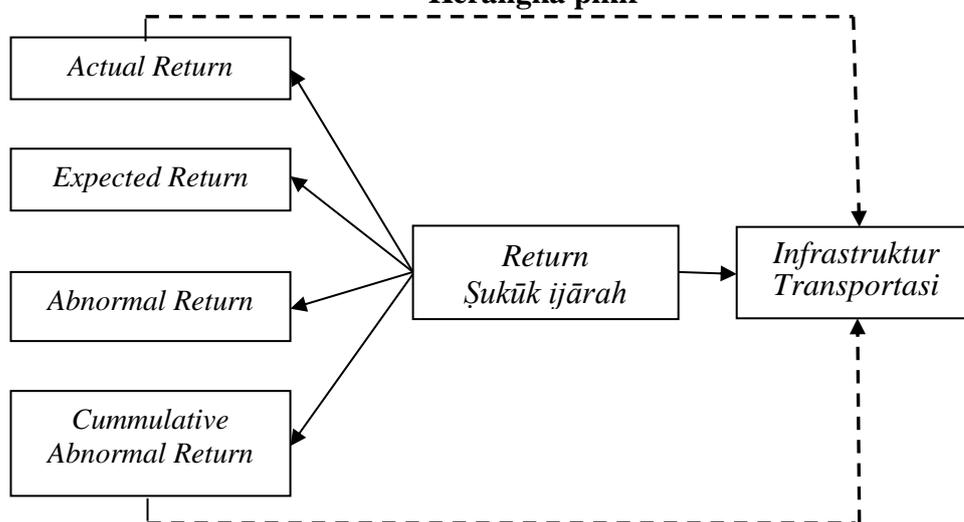
109,12% dengan tingkat risiko 570,41%. Sedangkan untuk periode V *return* tertinggi dihasilkan oleh saham PTBA sebesar 7,29% dengan tingkat risiko 16,95%.²⁴

Dari ketiga penelitian diatas dapat dipahami mengenai inti penelitian tersebut. Adapun penelitian yang dilakukan oleh Achmad Helmi dengan Judul Komparasi Pembiayaan Infrastruktur Pemerintah Dengan Dana Obligasi Konvensional Dan Obligasi Syariah/*sukūk* (Studi Kasus Pembangunan Jalan Tol Trans Sumatera). Lain halnya yang dilakukan oleh Dedeh Abdul Fatah dengan judul Perkembangan Obligasi Syariah (*sukūk*) di Indonesia : Analisis Peluang dan Tantangan. Sedangkan pada Kayyisul Fakhri dengan judul Analisis Tingkat *Risk and Return* Saham-Saham Syariah Pada Pasar Modal Syariah.

Dalam penelusuran terhadap beberapa hasil penelitian terdahulu ditemukan titik perbedaaan dengan penelitian yang akan dilakukan, hal ini dapat dilihat pada Achmad Helmi yang menjadi fokus penelitiannya yaitu komparasi pembiayaan pembangunan infrastruktur pemerintah dengan dana obligasi konvensional dengan obligasi syariah/*sukūk*, sementara penelitian yang dilakukan oleh Dedeh Abdul Fatah yang menjadi fokus penelitiannya yaitu perkembangan *sukūk* serta peluang dan tantangannya, dan pada penelitian yang dilakukan oleh Kayyisul Fakhri yaitu sama dari sisi *risk* dan *return*-nya, Sedangkan penelitian yang akan dilakukan yaitu terfokus pada tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi dengan *sukūk ijārah*.

Berdasarkan uraian yang telah dikemukakan sebelumnya, maka pada bagian ini diuraikan kerangka pikir yang dijadikan landasan berpikir dalam melaksanakan penelitian ini. Hal ini perlu dikemukakan karena berfungsi mengarahkan penulis untuk memperoleh data dan informasi yang diperlukan guna memecahkan masalah penelitian secara ilmiah. Adapun kerangka pikir yang dimaksud, adalah sebagai berikut;

Gambar 1.2
Kerangka pikir



Dari gambar diatas menunjukan bahwa *sukūk ijārah* merupakan dana pembiayaan dan bisa digunakan untuk pembiayaan infrastruktur transportasi. Dari penggunaan dan penerbitan *sukūk ijārah* tersebut akan mengundang pihak investor untuk berinvestasi dengan membeli *sukūk ijārah* yang diperdagangkan dengan mengharapkan *return* dari *sukūk ijārah* tersebut, maka dapat dilihat tingkat *return* dengan menggunakan pembiayaan *sukūk ijārah*.

²⁴Kayyisul Fakhri, "Analisis Tingkat Risk and Return Saham-Saham Syariah Pada Pasar Modal Syariah" (Skripsi, Program Sarjana STEI Yogyakarta tahun 2008), h. 115.

Metode Penelitian

1. Jenis dan Pendekatan Penelitian

Dalam penelitian ini, jenis penelitian ini digunakan untuk menganalisis tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *ṣukūk ijārah* dari tahun 2013-2017. Adapun pendekatan penelitian yang digunakan adalah pendekatan positivistik. Dalam penelitian ini, pendekatan positivistik digunakan untuk menganalisis fakta-fakta dan data untuk menganalisis tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi di Indonesia dengan *ṣukūk ijārah* dari tahun 2013-2017.

2. Subyek dan Obyek Penelitian

Adapun obyek dalam penelitian ini adalah *ṣukūk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dalam pembangunan infrastruktur transportasi.

3. Teknik Pengumpulan Data

Adapun teknik yang digunakan untuk pengumpulan data dalam penelitian ini adalah :

a. Dokumentasi

Wujud metode dokumentasi dalam penelitian ini yaitu berupa data-data mengenai tingkat *return* saham perusahaan transportasi yang menerbitkan *ṣukūk ijārah* dari tahun 2013-2017, data-data tersebut berupa laporan-laporan keuangan, tingkat harga saham perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia dari tahun 2013-2017.

b. Studi Pustaka

Dalam penelitian ini, metode ini digunakan untuk mengumpulkan data melalui penelusuran pustaka yang meliputi pencarian teori dan konsep yang berkaitan dengan tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi dengan *ṣukūk ijārah*.

4. Teknik Analisis Data

Dalam penelitian ini, teknik analisis ini digunakan untuk menganalisis tingkat *return* pembiayaan infrastruktur transportasi dengan rumus sebagai berikut:

1. *Actual Return* saham selama *event period*.

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}}$$

Dimana:

R_{it} = *return* saham i pada hari t

P_n = harga saham i pada hari t

P_{it-1} = harga saham i pada hari t-1

2. *Expected Return* saham harian selama *event period*.

$$R_{mt} = \frac{IHSG_t - IHSG_{t-1}}{IHSG_{t-1}}$$

Dimana:

R_{mt} = *Return* pasar

$IHSG_t$ = Index harga saham Gabungan pada hari t

$IHSG_{t-1}$ = Index harga saham Gabungan pada hari t-1

3. *Abnormal Return* saham selama *event period*.

$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$

Dimana:

AR_{it} = *Abnormal Return* saham i pada hari t

R_{it} = *Actual Return* saham i pada hari t

$E(R_{it}) = \text{Expected Return}$ saham i pada hari t

4. *Cummulative Abnormal Return* harian tiap-tiap saham selama periode.²⁵

$$CAR_{Nn} = \sum_{t=-10}^{t=+10} AAR_{nt}$$

CAR_{Nn} Adalah akumulasi *abnormal return* harian tiap-tiap saham

Hasil Penelitian dan Pembahasan

PT Jasa Marga (Persero) Tbk adalah Badan Usaha Milik Negara (BUMN) yang didirikan pada tahun 1978 sebagai operator tunggal jalan tol dengan bidang usaha pengelolaan, pemeliharaan dan pengadaan jaringan jalan tol agar dapat berfungsi sebagai jalan bebas hambatan yang dapat memberikan manfaat lebih tinggi dibandingkan dengan jalan umum bukan tol. Sejak 12 November 2007 PT Jasa Marga (Persero) Tbk telah menjadi perusahaan terbuka dan tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) setelah pemerintah melepas 30% sahamnya kepada masyarakat.²⁶

Pada 9 Maret 1978 PT Jasa Marga (Persero) Tbk membangun jalan tol pertama yang menghubungkan Jakarta dengan Bogor yang kemudian diberi nama Jagorawi. Pada awal tahun 90-an pemerintah mulai mengundang investor swasta untuk bergabung dalam proyek Jalan Tol. Dengan adanya investor swasta tersebut tidak membuat PT Jasa Marga (Persero) Tbk kalah dalam persaingan penyedia jalan tol. PT Jasa Marga terus berkembang dan membangun jalan tol baru di wilayah Jabotabek, Bandung, Cirebon, Semarang, Surabaya dan Medan.

1. Penerbit *Ṣukūk Ijārah*

Nilai nominal penerbitan *ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dapat digambarkan pada tabel dibawah ini.

Tabel 3.1
Nilai Nominal Penerbitan *Ṣukūk Ijārah*

No	Nama Sukuk	Struktur/Akad	Nama Penerbit Efek	Nilai Nominal
1	<i>Ṣukūk Ijārah</i> Berkelanjutan I Jasa Marga Tahap I Tahun 2013 Seri S – Seri A	<i>Ijārah</i>	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	Rp700.000.000.000
2	<i>Ṣukūk Ijārah</i> Berkelanjutan I Jasa Marga Tahap I Tahun 2013 Seri S – Seri B	<i>Ijārah</i>	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	Rp400.000.000.000
3	<i>Ṣukūk Ijārah</i> Berkelanjutan I Jasa Marga Tahap I Tahun 2013 Seri S – Seri C	<i>Ijārah</i>	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	Rp1.000.000.000.000
Jumlah				Rp2.100.000.000.000

²⁵Jogiyanto, *Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa* (Cet. 1; Yogyakarta: BPFE, 2010), h. 64.

²⁶PT Jasa Marga Tbk merupakan bidang usaha membangun dan menyediakan jasa pelayanan jalan tol, dalam <http://www.jasamarga.com>, 7 Mei 2018.

Sumber : Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel tersebut total nilai nominal yang di keluarkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk penerbit *ṣukūk ijārah* sebesar Rp2.100.000.000.000 dari 3 *ṣukūk ijārah* yang beredar.

A. Analisis Tingkat Return Secara Persial

1. Actual Return

Perhitungan *Actual Return ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, sebagai berikut:

a. Tahun 2013

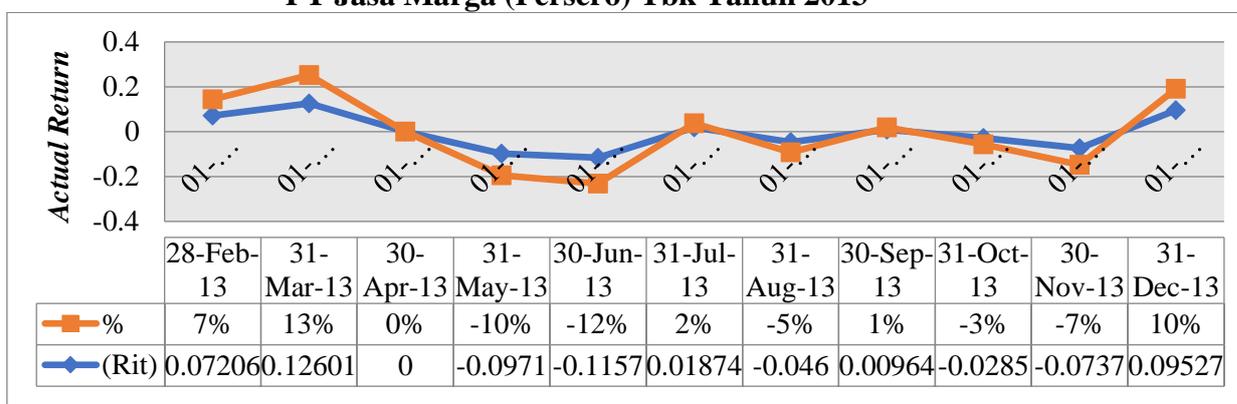
Tabel 3.2
Actual Return (Rit) Ṣukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rit)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-13	0,072060683	7%
		31-Mar-13	0,126010782	13%
		30-Apr-13	0	0%
		31-Mei-13	- 0,097097546	-10%
		30-Jun-13	- 0,115658658	-12%
		31-Jul-13	0,018737118	2%
		31-Agust-13	-0,04598124	-5%
		30-Sep-13	0,009639483	1%
		31-Okt-13	- 0,028451403	-3%
		30-Nop-13	-0,07370283	-7%
		31-Des-13	0,095268407	10%
			Rata-Rata	- 0,003561382

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Actual Return ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret dan Desember *Actual Return* masing-masing sebesar 7%, 13% dan 10% artinya *Actual Return* tinggi sehingga pembayaran *fee ṣukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Juli dan September *Actual Return* masing-masing sebesar 2% dan 1% artinya *Actual Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan April *Actual Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Mei, Juni, Agustus, Oktober dan November *Actual Return* masing-masing sebesar -10%, -12%, -5%, -3% dan -7% artinya mengalami kerugian karena *Actual Return* yang didapatkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Actual Return* pada *ṣukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Maret yaitu sebesar 13% dan terendah pada bulan Juni yaitu sebesar -12%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.1
Actual Return (Rit) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Actual Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2013 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Actual Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang di dapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor.

b. Tahun 2014

Tabel 3.3
Actual Return (Rit) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014

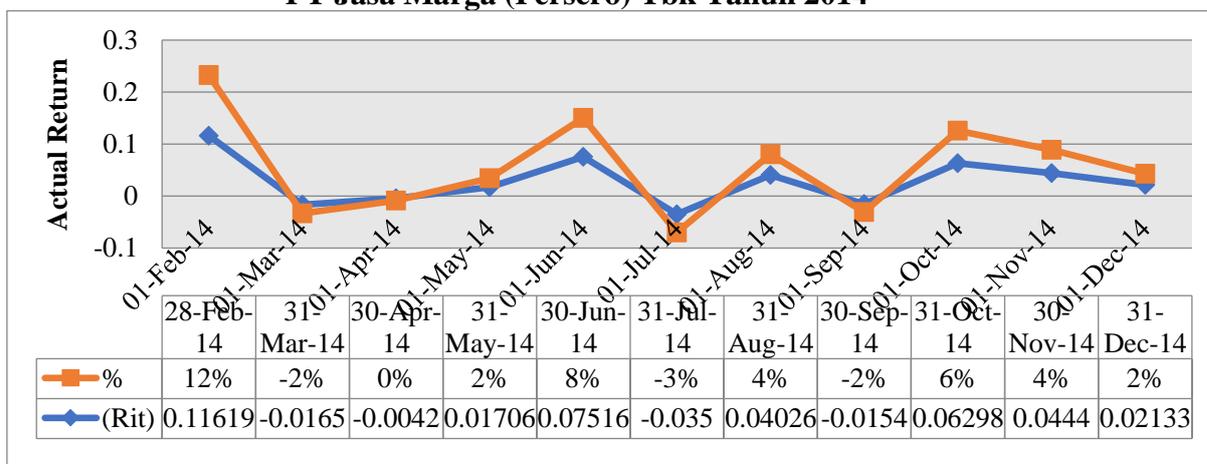
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rit)	%
JSMR.J K	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-14	0,11618799	12%
		31-Mar-14	-0,016541353	-2%
		30-Apr-14	-0,004247367	0%
		31-Mei-14	0,017061935	2%
		30-Jun-14	0,075155175	8%
		31-Jul-14	-0,03495085	-3%
		31-Agust-14	0,04025869	4%
		30-Sep-14	-0,015387007	-2%
		31-Okt-14	0,062983425	6%
		30-Nop-14	0,044401544	4%
		31-Des-14	0,021328025	2%
	Rata-Rata	0,027840928	3%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Actual Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Juni dan Oktober *Actual Return* masing-masing sebesar 12%, 8% dan 6% artinya *Actual Return* relatif tinggi sehingga pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei, Agustus, November dan Desember *Actual Return* masing-masing sebesar 2%, 4%, 4% dan 2% artinya *Actual Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan April *Actual Return* sebesar 0%

artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret, Juli dan September *Actual Return* masing-masing sebesar -2%, -3% dan -2% artinya mengalami kerugian karena *Actual Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Actual Return* pada *sukuk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Februari yaitu sebesar 12% dan terendah pada bulan Juli yaitu sebesar -3%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.2
Actual Return (Rit) *Şukūk Ijārah*
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Actual Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2014 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Actual Return* hanya sebesar 3% artinya mengalami peningkatan keuntungan dari tahun sebelumnya yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

c. Tahun 2015

Tabel 3.4
Actual Return (Rit) *Şukūk Ijārah*
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015

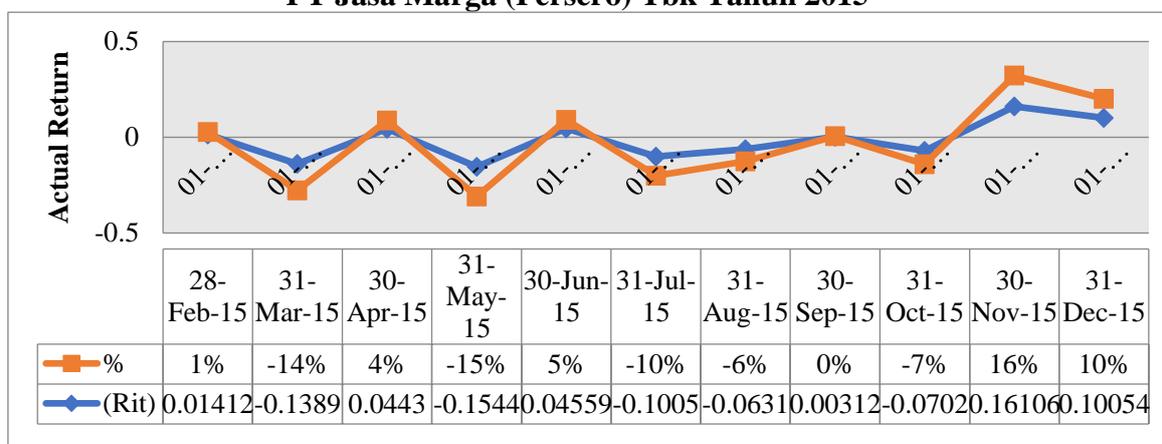
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rit)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-15	0,014118311	1%
		31-Mar-15	-0,138939162	-14%
		30-Apr-15	0,044300728	4%
		31-Mei-15	-0,15435826	-15%
		30-Jun-15	0,045587697	5%
		31-Jul-15	-0,100507792	-10%
		31-Agust-15	-0,063071832	-6%
		30-Sep-15	0,003116559	0%
		31-Okt-15	-0,07021541	-7%

	30-Nop-15	0,16106037	16%
	31-Des-15	0,100537222	10%
	Rata-Rata	-0,014397415	-1%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

berdasarkan tabel di atas *Actual Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, April, dan Juni *Actual Return* masing-masing sebesar 1%, 4% dan 5% artinya *Actual Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, Mei, Juli, Agustus dan Oktober *Actual Return* masing-masing sebesar -14%, -15%, -10%, -6% dan -7% artinya mengalami kerugian karena *Actual Return* yang didapatkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Pada bulan September *Actual Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Pada bulan November dan Desember *Actual Return* masing-masing sebesar 16% dan 10% artinya *Actual Return* relatif tinggi dibandingkan bulan sebelumnya sehingga pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Actual Return* pada *sukuk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan November yaitu sebesar 16% dan terendah pada bulan Mei yaitu sebesar -15%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.3
Actual Return (Rit) Sukuk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Actual Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2015 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Actual Return* sebesar -1% artinya mengalami penurunan keuntungan yang masih tergolong sangat rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

d. Tahun 2016

Tabel 3.5
Actual Return (Rit) Sukuk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016

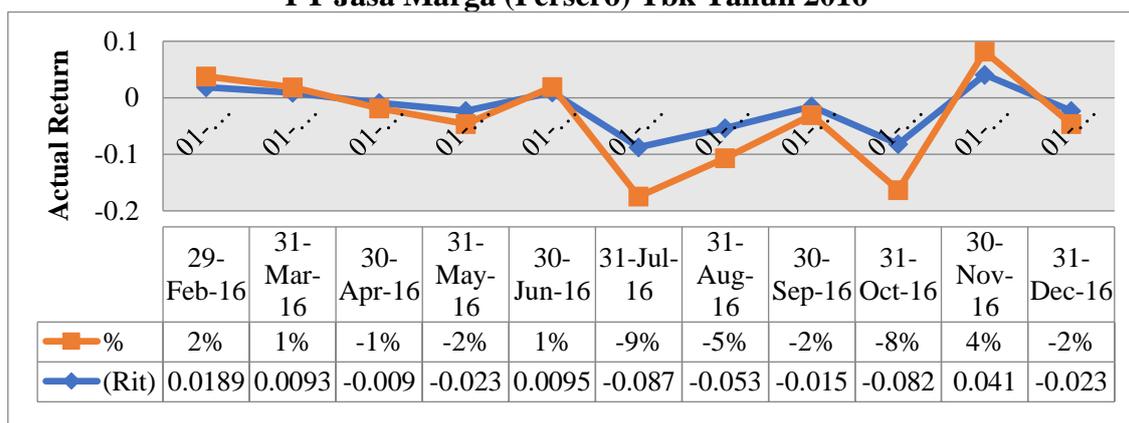
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rit)	%
JSMR.JK		29-Feb-16	0,018914318	2%

PT Jasa Marga (Persero) Tbk	31-Mar-16	0,009281604	1%
	30-Apr-16	-0,009196248	-1%
	31-Mei-16	-0,02320401	-2%
	30-Jun-16	0,00950209	1%
	31-Jul-16	-0,087349398	-9%
	31-Agust-16	-0,053424092	-5%
	30-Sep-16	-0,015253868	-2%
	31-Okt-16	-0,081655233	-8%
	30-Nop-16	0,040963855	4%
	31-Des-16	-0,023148148	-2%
	Rata-Rata	-0,019506284	-2%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Actual Return* *ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret, Juni dan November *Actual Return* masing-masing sebesar 2%, 1%, 1% dan 4% artinya *Actual Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan April, Mei, Juli, Agustus, September, Oktober dan November *Actual Return* masing-masing sebesar -1%, -2%, -9%, -5%, -2%, -8% dan -2% artinya mengalami kerugian karena *Actual Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Actual Return* pada *ṣukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan November yaitu sebesar 4% dan terendah pada bulan Juli yaitu sebesar -9%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.4
Actual Return (Rit) ṣukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan perhitungan dan grafik *Actual Return ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2016 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Actual Return* sebesar -2% artinya mengalami penurunan keuntungan yang masih tergolong rendah karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor.

e. Tahun 2017

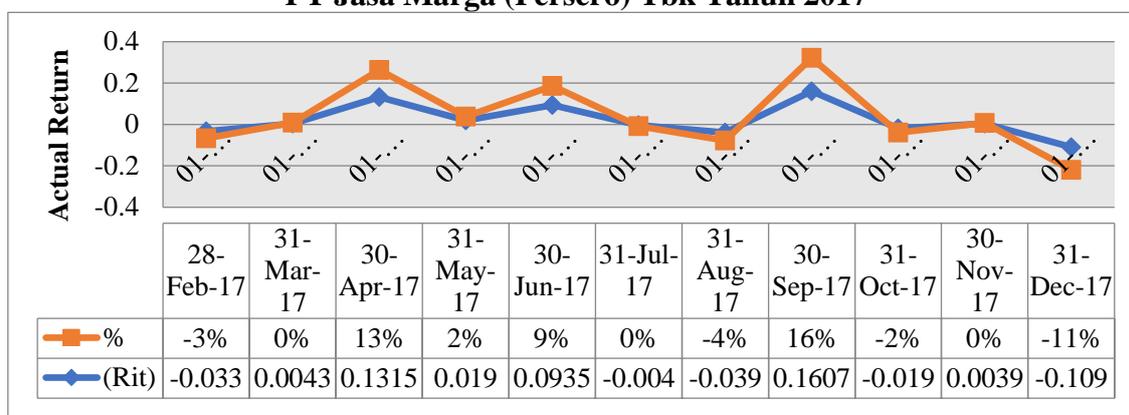
Tabel 3.6
Actual Return (Rit) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rit)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-17	-0,033472803	-3%
		31-Mar-17	0,004329004	0%
		30-Apr-17	0,131465517	13%
		31-Mei-17	0,019047619	2%
		30-Jun-17	0,093457944	9%
		31-Jul-17	-0,004273504	0%
		31-Agust-17	-0,038626609	-4%
		30-Sep-17	0,160714286	16%
		31-Okt-17	-0,019230769	-2%
		30-Nop-17	0,003921569	0%
		31-Des-17	-0,109375	-11%
			Rata-Rata	0,018905205

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Actual Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Agustus, Oktober dan Desember *Actual Return* masing-masing sebesar -3%, -4%, -2% dan -11% artinya mengalami kerugian karena *Actual Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret, Juli dan November *Actual Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan April, Juni dan September *Actual Return* masing-masing sebesar 13%, 9% dan 16% artinya *Actual Return* relatif tinggi dibandingkan bulan sebelumnya sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei *Actual Return* sebesar 2% artinya *Actual Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Actual Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan September yaitu sebesar 16%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.5
Actual Return (Rit) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Actual Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2017 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Actual Return* sebesar 2% artinya mengalami peningkatan keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

Berdasarkan tabel Perhitungan *Actual Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, mengalami fluktuasi setiap Tahunnya. Pada Tahun 2013 rata-rata *Actual Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor, pada Tahun 2014 dan 2017 rata-rata *Actual Return* masing-masing sebesar 3% dan 2% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi, pada Tahun 2015 dan 2016 rata-rata *Actual Return* masing-masing sebesar -1% dan -2% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan tingkat *actual return* pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tingkat keuntungannya tertinggi pada Tahun 2014 yaitu sebesar 3%.

2. *Expected Return*

Perhitungan *Expected Return şukūk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, sebagai berikut:

a. Tahun 2013

Tabel 3.7
Expected Return (Rmt) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013

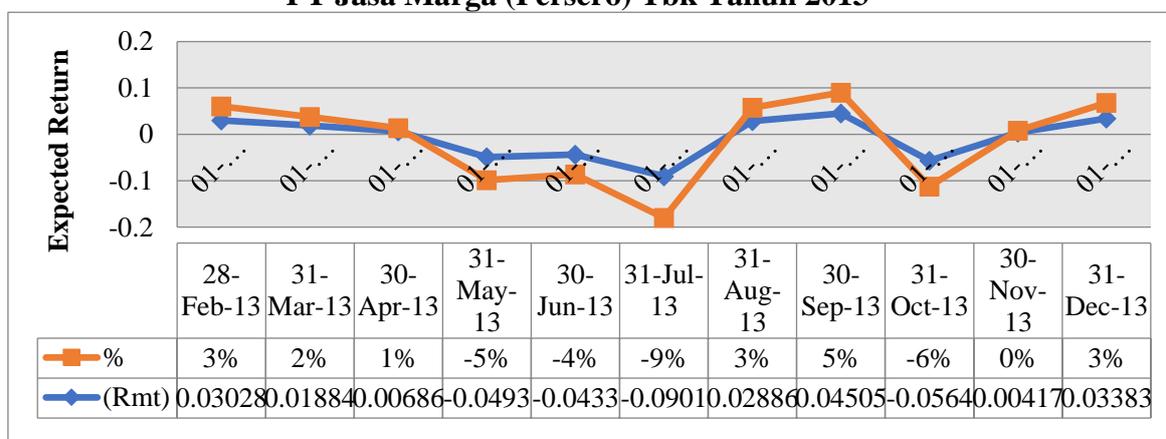
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rmt)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-13	0,030276618	3%
		31-Mar-13	0,018840392	2%
		30-Apr-13	0,006863234	1%
		31-Mei-13	-0,049269821	-5%
		30-Jun-13	-0,043271376	-4%
		31-Jul-13	-0,090077369	-9%
		31-Agust-13	0,028864765	3%

	30-Sep-13	0,045053832	5%
	31-Okt-13	-0,056355764	-6%
	30-Nop-13	0,004167812	0%
	31-Des-13	0,033826451	3%
	Rata-Rata	-0,00646193	-1%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Expected Return sukuk ijarah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret, April, Agustus, September dan Desember *Expected Return* masing-masing sebesar 3%, 2%, 1%, 3%, 5% dan 3% artinya *Expected Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei, Juni, Juli dan Oktober sebesar -5%, -4%, -9% dan -6% artinya mengalami kerugian karena *Expected Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor. Pada bulan November *Expected Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Expected Return* pada *sukuk ijarah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan September yaitu sebesar 5% dan terendah pada bulan Juli yaitu sebesar -9%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.6
Expected Return (Rmt) Sukuk Ijarah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Expected Return sukuk ijarah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2013 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Expected Return* sebesar -1% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor

b. Tahun 2014

Tabel 3.8
Expected Return (Rmt) Sukuk Ijarah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014

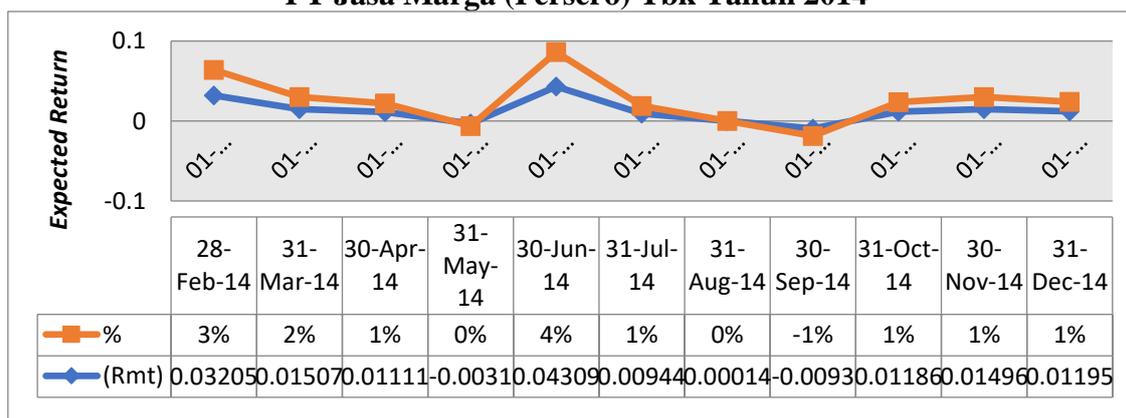
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rmt)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-14	0,032046162	3%
		31-Mar-14	0,015072553	2%

	30-Apr-14	0,011107117	1%
	31-Mei-14	-0,003130428	0%
	30-Jun-14	0,043090407	4%
	31-Jul-14	0,00944427	1%
	31-Agust-14	0,000138217	0%
	30-Sep-14	-0,009348778	-1%
	31-Okt-14	0,011855688	1%
	30-Nop-14	0,014963455	1%
	31-Des-14	0,01194963	1%
	Rata-Rata	0,012471663	1%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Expected Return* *ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret, April, Juni, Juli, Oktober, November dan Desember *Expected Return* masing-masing sebesar 3%, 2%, 1%, 4%, 1%, 1%, 1% dan 1% artinya *Expected Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei dan Agustus *Expected Return* masing-masing sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan September sebesar *Expected Return* -1% artinya mengalami kerugian karena *Expected Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Expected Return* pada *ṣukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Juni yaitu sebesar 4% dan terendah pada bulan September yaitu sebesar -1%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.7
Expected Return (Rmt) Ṣukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Expected Return ṣukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2014 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Expected Return* sebesar 1% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee ṣukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

c. Tahun 2015

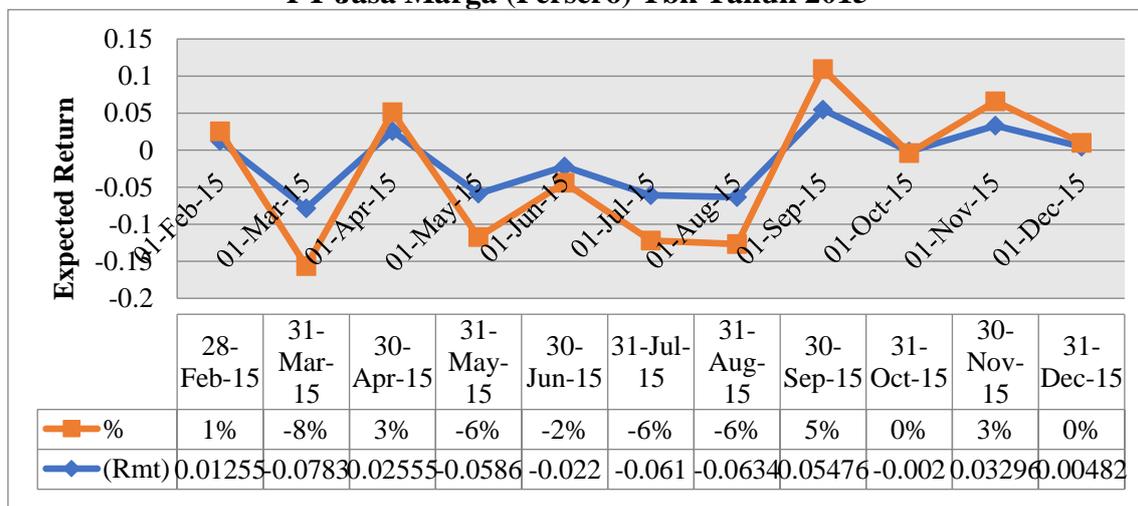
Tabel 3.9
Expected Return (Rmt) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rmt)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-15	0,012546121	1%
		31-Mar-15	-0,078325031	-8%
		30-Apr-15	0,025548421	3%
		31-Mei-15	-0,058607806	-6%
		30-Jun-15	-0,022019488	-2%
		31-Jul-15	-0,060992979	-6%
		31-Agust-15	-0,063353734	-6%
		30-Sep-15	0,054755084	5%
		31-Okt-15	-0,001959517	0%
		30-Nop-15	0,032958877	3%
		31-Des-15	0,004824733	0%
			Rata-Rata	-0,014056847

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Expected Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, April, September dan November *Expected Return* masing-masing sebesar 1%, 3%, 5% dan 3% artinya *Expected Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, Mei, Juni, Juli, Agustus *Expected Return* masing-masing sebesar -8%, -6%, -2%, -6% dan -6% artinya mengalami kerugian karena *Expected Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Oktober dan Desember *Expected Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Expected Return* pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan September yaitu sebesar 5% dan terendah pada bulan Mei, Juli dan Agustus yaitu sebesar -6% Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.8
Expected Return (Rmt) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Expected Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2015 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Expected Return* sebesar -1% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor.

d. Tahun 2016

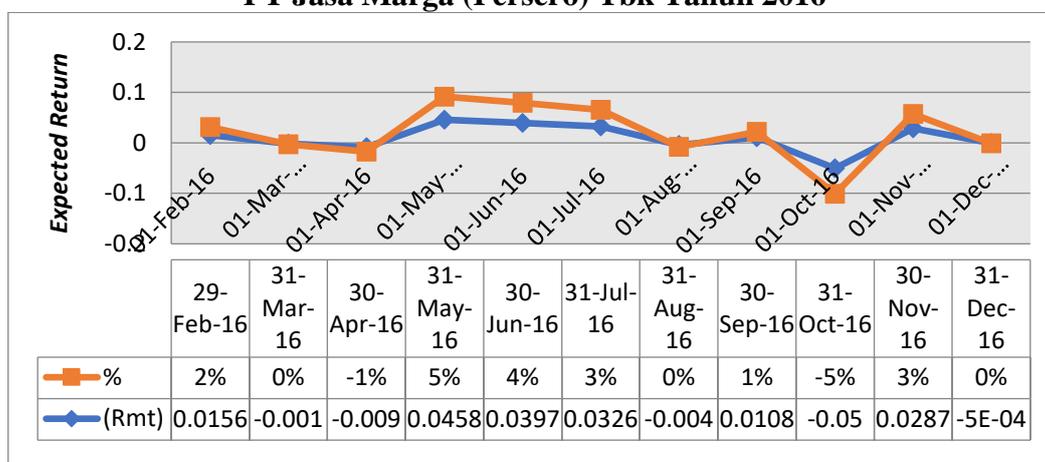
Tabel 3.10
Expected Return (Rmt) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rmt)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	29-Feb-16	0,015598571	2%
		31-Mar-16	-0,001401338	0%
		30-Apr-16	-0,008622364	-1%
		31-Mei-16	0,045817472	5%
		30-Jun-16	0,039737753	4%
		31-Jul-16	0,032609342	3%
		31-Agust-16	-0,003950925	0%
		30-Sep-16	0,01076275	1%
		31-Okt-16	-0,050461592	-5%
		30-Nop-16	0,028705105	3%
		31-Des-16	-0,000492759	0%
	Rata-Rata	0,009845638	1%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Expected Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Mei, Juni, Juli, September dan November *Expected Return* masing-masing sebesar 2%, 5%, 4%, 3%, 1% dan 3% artinya *Expected Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, Agustus dan Desember *Expected Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan April dan Oktober *Expected Return* masing-masing sebesar -1% dan -5% artinya mengalami kerugian karena *Expected Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Expected Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Mei yaitu sebesar 5% dan terendah pada bulan Oktober yaitu sebesar -5%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.9
Expected Return (Rmt) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Expected Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2016 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Expected Return* sebesar 1% artinya mengalami keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

e. Tahun 2017

Tabel 3.11
Expected Return (Rmt) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017

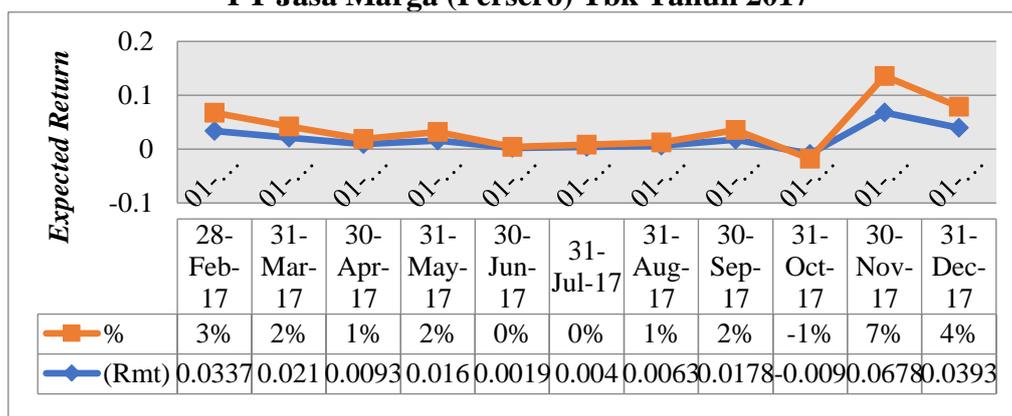
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(Rmt)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-17	0,033677453	3%
		31-Mar-17	0,021046677	2%
		30-Apr-17	0,009297679	1%
		31-Mei-17	0,01595462	2%
		30-Jun-17	0,001926343	0%
		31-Jul-17	0,003958274	0%
		31-Agust-17	0,006275526	1%
		30-Sep-17	0,017782184	2%
		31-Okt-17	-0,008933061	-1%
		30-Nop-17	0,067794218	7%
		31-Des-17	0,039331933	4%
	Rata-Rata	0,018919259	2%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Expected Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret, April, Mei, Agustus, September dan Desember *Expected Return* masing-masing sebesar 3%, 2%, 1%, 2%, 1%, 2%, dan 4% artinya *Expected Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Juni dan Juli *Expected Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Pada

bulan Oktober *Expected Return* sebesar -1% artinya mengalami kerugian karena *Expected Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor. Pada bulan November *Expected Return* sebesar 7% artinya *Expected Return* tinggi sehingga pembayaran *fee sukuk ijarah* pada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *expected return* pada *sukuk ijarah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan November yaitu sebesar 7% dan terendah pada bulan Oktober yaitu sebesar -1%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.10
Expected Return (Rmt) Sukuk Ijarah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Expected Return sukuk ijarah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2017 ini menunjukkan bahwa tingkat rata-rata *Expected Return* sebesar 2% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor dapat terpenuhi.

Berdasarkan tabel Perhitungan *Expected Return sukuk ijarah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, mengalami fluktuasi setiap Tahunnya. Pada Tahun 2013 dan 2015 rata-rata *Expected Return* sebesar -1% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor, pada Tahun 2014 dan 2016 rata-rata *Expected Return* sebesar 1% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor dapat terpenuhi, dan pada Tahun 2017 sebesar 2% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijarah* kepada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan tingkat *expected return* pada *sukuk ijarah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tingkat keuntungan tertinggi pada Tahun 2017 yaitu sebesar 2%.

3. Abnormal Return

Perhitungan *Abnormal Return sukuk ijarah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, sebagai berikut:

a. Tahun 2013

Tabel 3.12
Abnormal Return (AR) Sukuk Ijarah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013

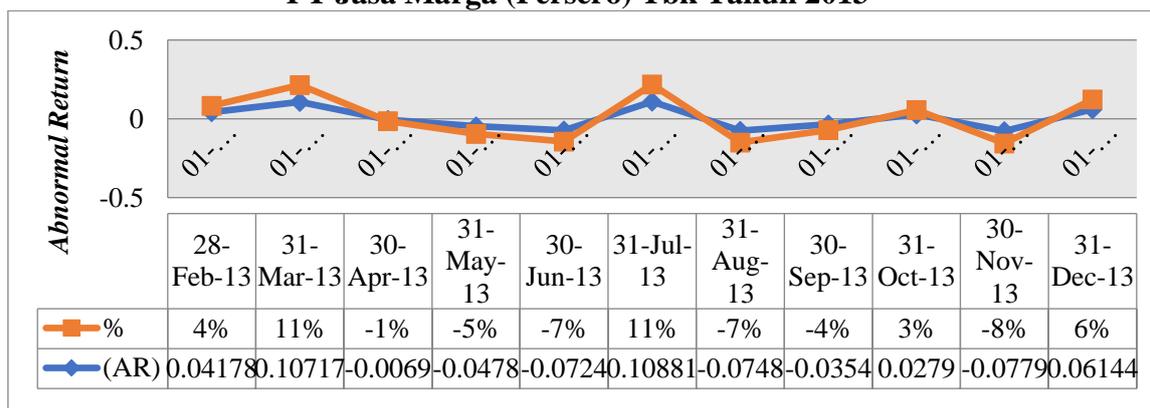
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(AR)	%
JSMR.JK		28-Feb-13	0,041784064	4%

PT Jasa Marga (Persero) Tbk	31-Mar-13	0,10717039	11%
	30-Apr-13	-0,006863234	-1%
	31-Mei-13	-0,047827725	-5%
	30-Jun-13	-0,072387282	-7%
	31-Jul-13	0,108814487	11%
	31-Agust-13	-0,074846005	-7%
	30-Sep-13	-0,035414349	-4%
	31-Okt-13	0,027904361	3%
	30-Nop-13	-0,077870642	-8%
	31-Des-13	0,061441956	6%
	Average	0,002900547	0%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Abnormal Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Oktober dan Desember *Abnormal Return* masing-masing sebesar 4%, 3% dan 6% artinya *Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret dan Juli *Abnormal Return* sebesar 11% artinya *Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee sukuk ijārah* pada investor dapat terpenuhi Pada bulan April, Mei, Juni, Agustus, September dan November *Abnormal Return* masing-masing sebesar -1%, -5%, -7%, -7%, -4% dan -8% artinya mengalami kerugian karena *Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor Ini menunjukkan bahwa tingkat *Abnormal Return* pada *sukuk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Maret dan Juni keuntungannya sama yaitu sebesar 11% dan terendah pada bulan November yaitu sebesar -8%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.11
Abnormal Return (AR) Sukuk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Abnormal Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2013 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor.

b. Tahun 2014

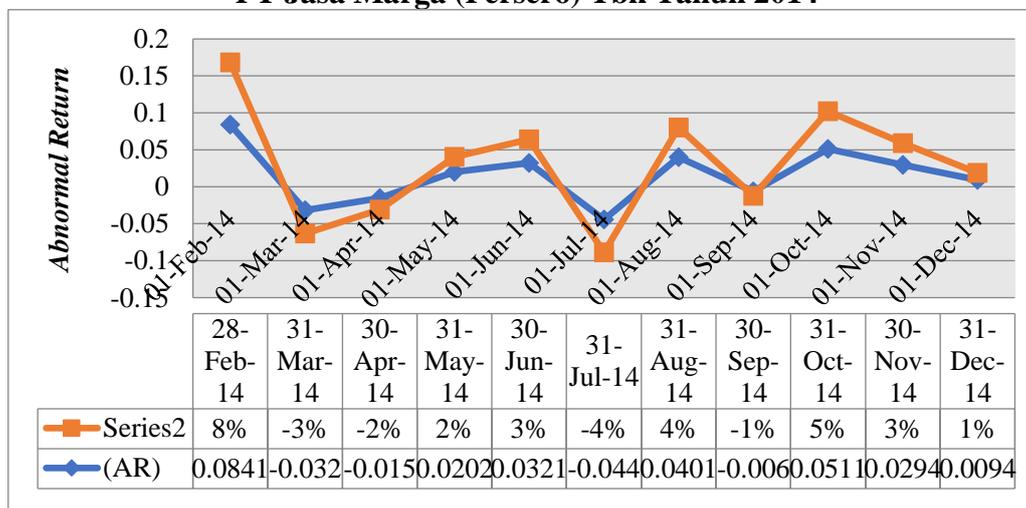
Tabel 3.13
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(AR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-14	0,084141827	8%
		31-Mar-14	-0,031613906	-3%
		30-Apr-14	-0,015354483	-2%
		31-Mei-14	0,020192362	2%
		30-Jun-14	0,032064768	3%
		31-Jul-14	-0,04439512	-4%
		31-Agust-14	0,040120474	4%
		30-Sep-14	-0,006038229	-1%
		31-Okt-14	0,051127737	5%
		30-Nop-14	0,029438089	3%
		31-Des-14	0,009378395	1%
	Average	0,015369265	2%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari *Abnormal Return* sebesar 8% artinya *Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee şukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, April, Juli dan September *Abnormal Return* masing-masing sebesar -3%, -2%, -4% dan -1% artinya mengalami kerugian karena *Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Mei, Juni, Agustus, Oktober, Nopember, dan Desember *Abnormal Return* masing-masing sebesar 2%, 3%, 4%, 5%, 3% dan 1% artinya *Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Abnormal Return* pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Februari yaitu keuntungannya sebesar 8% dan terendah bulan Juli yaitu sebesar -4%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.12
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2014 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Abnormal Return* sebesar 2% artinya keuntungannya yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi.

c. Tahun 2015

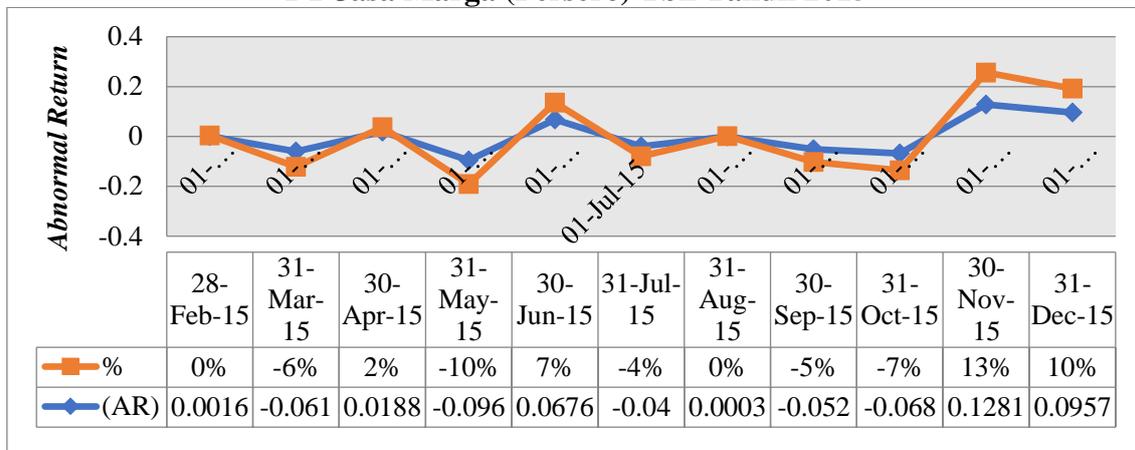
Tabel 3.14
Abnormal Return (AR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(AR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-15	0,00157219	0%
		31-Mar-15	- 0,060614131	-6%
		30-Apr-15	0,018752306	2%
		31-Mei-15	- 0,095750454	-10%
		30-Jun-15	0,067607185	7%
		31-Jul-15	- 0,039514813	-4%
		31-Agust-15	0,000281902	0%
		30-Sep-15	- 0,051638525	-5%
		31-Okt-15	- 0,068255893	-7%
		30-Nop-15	0,128101492	13%
		31-Des-15	0,095712489	10%
			Average	- 0,000340568

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari dan Agustus *Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret, Mei, Juli, September dan Oktober *Abnormal Return* masing-masing sebesar -6%, -10%, -4%, -5% dan -7% artinya mengalami kerugian karena *Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan April *Abnormal Return* sebesar 2% artinya *Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Juni, November dan Desember *Abnormal Return* masing-masing sebesar 7%, 13% dan 10% artinya *Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Abnormal Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan November yaitu keuntungannya sebesar 13% dan terendah pada bulan Mei yaitu sebesar -10%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.13
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2015 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor.

d. Tahun 2016

Tabel 3.15
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016

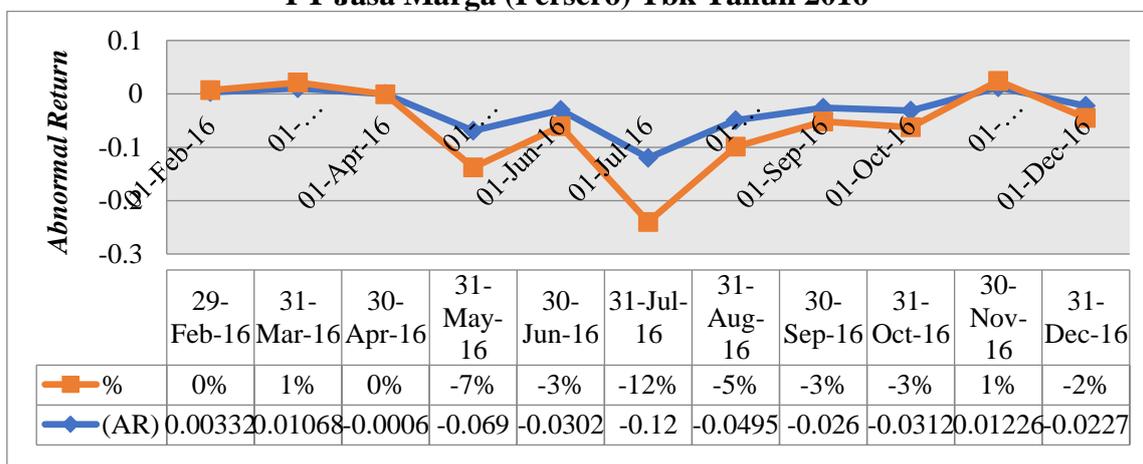
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(AR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	29-Feb-16	0,003315748	0%
		31-Mar-16	0,010682942	1%
		30-Apr-16	-0,000573884	0%
		31-Mei-16	-0,069021482	-7%
		30-Jun-16	-0,030235662	-3%
		31-Jul-16	-0,119958739	-12%
		31-Agust-16	-0,049473167	-5%
		30-Sep-16	-0,026016618	-3%
		31-Okt-16	-0,031193642	-3%
		30-Nop-16	0,012258751	1%
		31-Des-16	-0,022655389	-2%
	Average	-0,029351922	-3%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari dan April *Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret dan November *Abnormal Return* sebesar 1% artinya *Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober dan Desember *Abnormal Return* masing-masing sebesar -7%, -3%, -12%, -5%, -3%, -3%, dan -2% artinya mengalami kerugian karena *Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran

fee *şukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Abnormal Return* pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Maret dan November yaitu keuntungannya sebesar 1% dan terendah pada bulan Juli yaitu sebesar -12%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.14
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016



Sumber: Data diolah, 2018

Berdasarkan tabel perhitungan dan grafik *Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2016 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Abnormal Return* sebesar -3% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor

e. Tahun 2017

Tabel 3.16
Abnormal Return (AR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(AR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-17	-0,067150256	-7%
		31-Mar-17	-0,016717672	-2%
		30-Apr-17	0,122167838	12%
		31-Mei-17	0,003093	0%
		30-Jun-17	0,091531601	9%
		31-Jul-17	-0,008231778	-1%
		31-Agust-17	-0,044902136	-4%
		30-Sep-17	0,142932102	14%
		31-Okt-17	-0,010297708	-1%
		30-Nop-17	-0,06387265	-6%
		31-Des-17	-0,148706933	-15%
			Average	-0,000014054

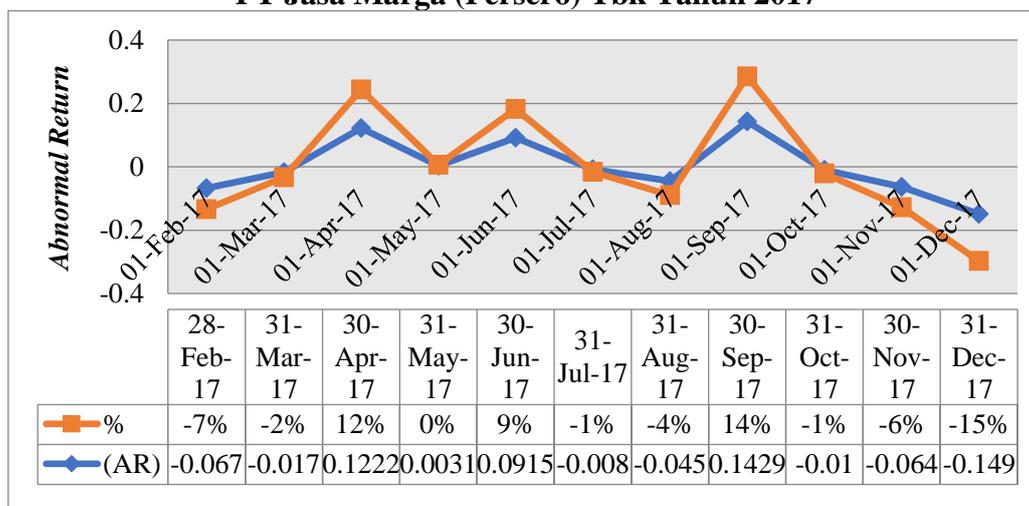
Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Maret, Juli, Agustus, Oktober, November dan Desember *Abnormal Return* masing-masing sebesar -7%, -2%,

-1%, -4%, -1%, -6% dan -15% artinya mengalami kerugian karena *Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Pada bulan April, Juni dan September *Abnormal Return* masing-masing sebesar 12%, 9% dan 14%. Pada bulan Mei *Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Abnormal Return* pada *sukuk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan September yaitu keuntungannya sebesar 14% dan terendah pada bulan Desember yaitu sebesar -15%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.15

Abnormal Return (AR) Sukuk Ijārah PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Abnormal Return sukuk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2017 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor

Berdasarkan tabel Perhitungan *Abnormal Return sukuk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *event periode*, mengalami fluktuasi setiap Tahunnya. Pada Tahun 2013, 2015 dan 2017 *Average Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor, pada Tahun 2014 *Average Abnormal Return* sebesar 2% artinya keuntungan yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor dapat dipenuhi, dan pada Tahun 2016 sebesar -3% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukuk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan tingkat *average abnormal return* pada *sukuk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada Tahun 2014 yaitu keuntungannya sebesar 2%.

B. Analisis Tingkat Return Secara Gabungan

Perhitungan tingkat *return* secara gabungan menggunakan metode *Cummulative Abnormal Return (CAR)*. Hasil perhitungan *sukuk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017, sebagai berikut:

1. Tahun 2013

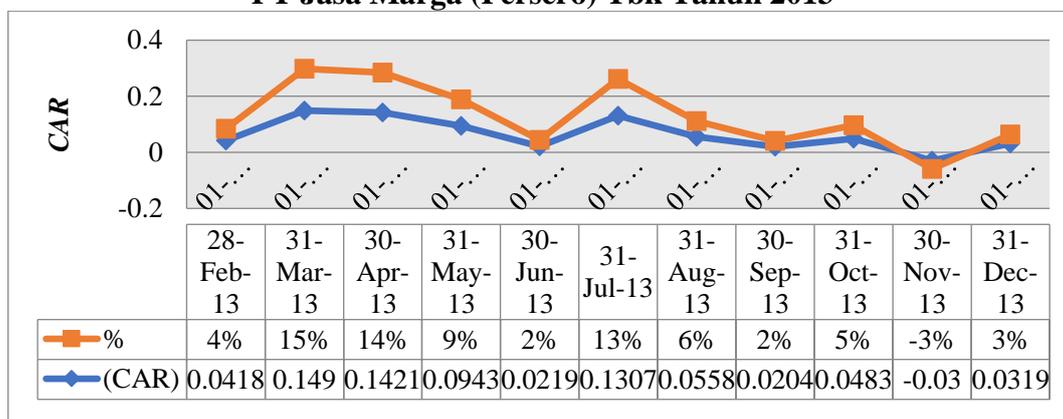
Tabel 3.17
Cummulative Abnormal Return (CAR) *Şukūk İjārah*
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(CAR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-13	0,041784064	4%
		31-Mar-13	0,148954454	15%
		30-Apr-13	0,14209122	14%
		31-Mei-13	0,094263495	9%
		30-Jun-13	0,021876213	2%
		31-Jul-13	0,1306907	13%
		31-Agust-13	0,055844695	6%
		30-Sep-13	0,020430346	2%
		31-Okt-13	0,048334706	5%
		30-Nop-13	-0,029535936	-3%
		31-Des-13	0,03190602	3%
		Average	0,064239998	6%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Cummulative Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Juni, Agustus, September, Oktober dan Desember *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 4%, 2%, 6%, 2%, 5% dan 3% artinya *Cummulative Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, April, Mei dan Juli *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 15%, 14%, 9% dan 13% artinya *Cummulative Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee şukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Pada bulan November *Cummulative Abnormal Return* sebesar -3% artinya mengalami kerugian karena *Cummulative Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Cummulative Abnormal Return* pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Maret yaitu keuntungannya sebesar 15% dan terendah pada bulan November yaitu sebesar -3%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.16
Cummulative Abnormal Return (CAR) *Şukūk İjārah*
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2013 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* sebesar 6% artinya keuntungannya tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi.

2. Tahun 2014

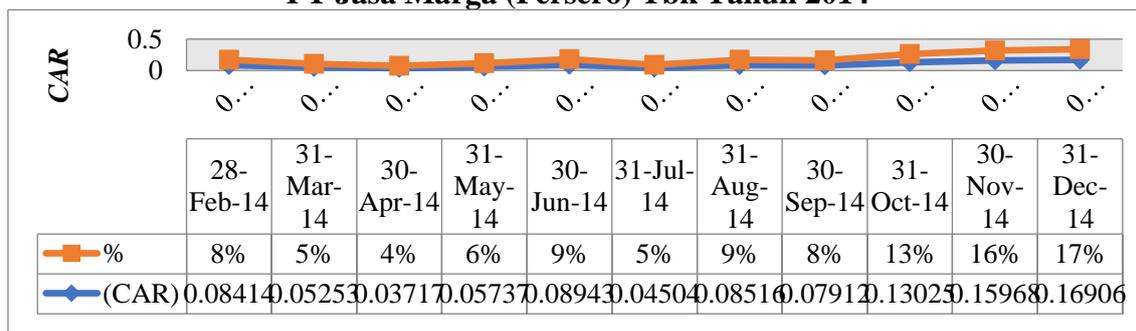
Tabel 3.18
Cummulative Abnormal Return (CAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(CAR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-14	0,084141827	8%
		31-Mar-14	0,052527921	5%
		30-Apr-14	0,037173438	4%
		31-Mei-14	0,0573658	6%
		30-Jun-14	0,089430568	9%
		31-Jul-14	0,045035448	5%
		31-Agust-14	0,085155922	9%
		30-Sep-14	0,079117693	8%
		31-Okt-14	0,13024543	13%
		30-Nop-14	0,159683519	16%
		31-Des-14	0,169061914	17%
			Average	0,089903589

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, Mei, Juni, Agustus, September, Oktober, November dan Desember *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 8%, 6%, 9%, 9%, 8%, 13%, 16% dan 17% artinya *Cummulative Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Maret, April dan Juli *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 5%, 4% dan 5% artinya *Cummulative Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Cummulative Abnormal Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Desember yaitu keuntungannya sebesar 17% dan terendah pada bulan April yaitu sebesar 4%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.17
Cummulative Abnormal Return (CAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2014



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2014 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* sebesar 9% artinya keuntungannya tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi.

3. Tahun 2015

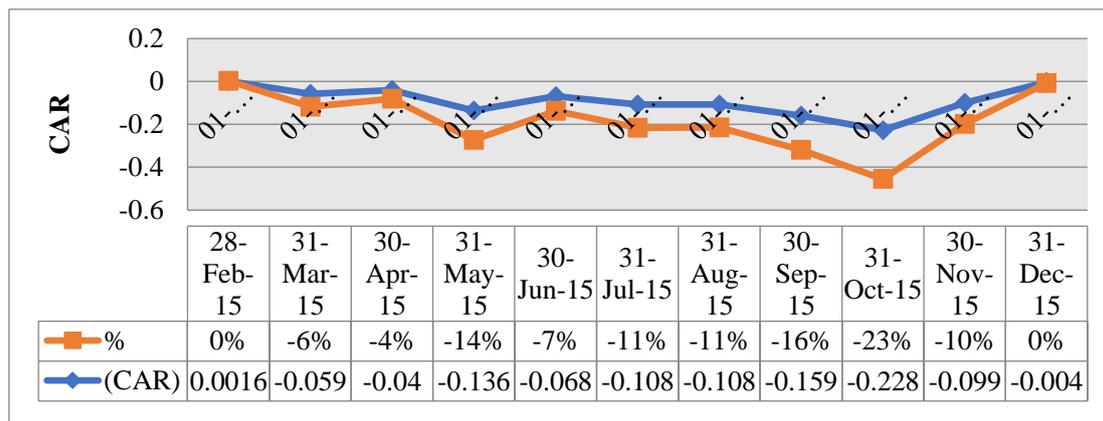
Tabel 3.19
Cummulative Abnormal Return (CAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015

KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(CAR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-15	0,00157219	0%
		31-Mar-15	- 0,059041941	-6%
		30-Apr-15	- 0,040289634	-4%
		31-Mei-15	- 0,136040088	-14%
		30-Jun-15	- 0,068432903	-7%
		31-Jul-15	- 0,107947716	-11%
		31-Agust-15	- 0,107665814	-11%
		30-Sep-15	- 0,159304339	-16%
		31-Okt-15	- 0,227560232	-23%
		30-Nop-15	-0,09945874	-10%
		31-Des-15	- 0,003746251	0%
		Average	- 0,091628679	-9%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari dan Desember *Cummulative Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret, April, Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober dan November *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar -6%, -14%, -7%, -11%, -11%, -16%, -23%, dan -10% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Cummulative Abnormal Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Februari dan Desember yaitu keuntungannya sebesar 0% dan terendah pada bulan Oktober yaitu sebesar -23%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.18
Cummulative Abnormal Return (CAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2015



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2015 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* sebesar -9% artinya mengalami kerugian karena keuntungannya yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor.

4. Tahun 2016

Tabel 3.20
Cummulative Abnormal Return (CAR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016

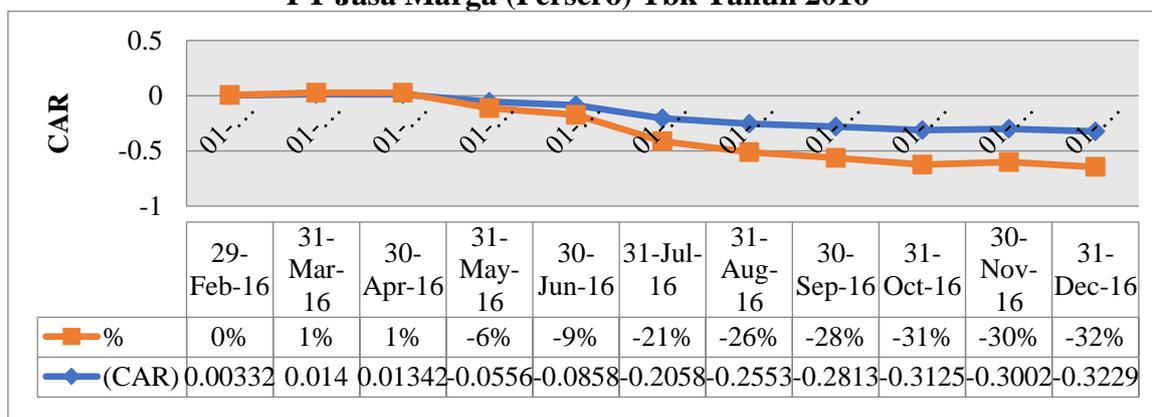
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(CAR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	29-Feb-16	0,003315748	0%
		31-Mar-16	0,013998689	1%
		30-Apr-16	0,013424806	1%
		31-Mei-16	-0,055596676	-6%
		30-Jun-16	-0,085832338	-9%
		31-Jul-16	-0,205791078	-21%
		31-Agust-16	-0,255264245	-26%
		30-Sep-16	-0,281280863	-28%
		31-Okt-16	-0,312474504	-31%
		30-Nop-16	-0,300215753	-30%
		31-Des-16	-0,322871143	-32%
	Average	-0,162598851	-16%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari, *Cummulative Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan Maret, dan April *Cummulative Abnormal Return* sebesar 1% artinya *Cummulative Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Mei, Juni, Juli, Agustus, September, Oktober, November dan Desember *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar -6%, -9%, -21%, -26%, -28%, -31%, -30% dan -32% artinya mengalami kerugian yang tinggi karena *Cummulative Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat

Cummulative Abnormal Return pada *şukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan Maret dan April yaitu keuntungannya sebesar 1% dan terendah pada bulan Desember yaitu sebesar -32%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.19
Cummulative Abnormal Return (CAR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2016



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Cummulative Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2016 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* sebesar -16% artinya mengalami kerugian yang tinggi karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor.

5. Tahun 2017

Tabel 3.21
Cummulative Abnormal Return (CAR) Şukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017

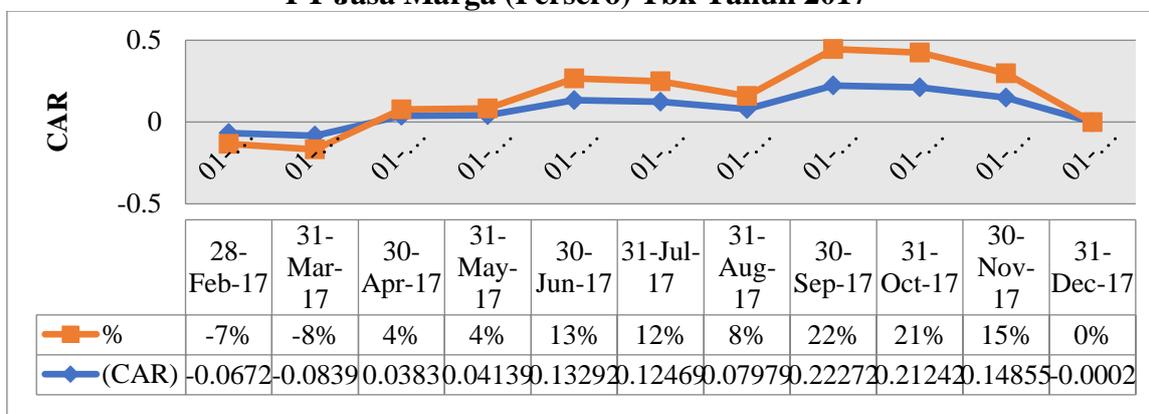
KODE	NAMA PERUSAHAAN	TANGGAL	(CAR)	%
JSMR.JK	PT Jasa Marga (Persero) Tbk	28-Feb-17	-0,067150256	-7%
		31-Mar-17	-0,083867929	-8%
		30-Apr-17	0,03829991	4%
		31-Mei-17	0,041392909	4%
		30-Jun-17	0,132924511	13%
		31-Jul-17	0,124692732	12%
		31-Agust-17	0,079790597	8%
		30-Sep-17	0,222722699	22%
		31-Okt-17	0,21242499	21%
		30-Nop-17	0,148552341	15%
		31-Des-17	-0,000154592	0%
	Average	0,077238901	8%	

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel di atas *Cummulative Abnormal Return şukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk mengalami fluktuasi setiap bulannya. Pada bulan Februari dan Maret *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar -7% dan -8% artinya mengalami kerugian karena *Cummulative Abnormal Return* yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee şukūk ijārah* kepada investor. Pada bulan April dan

Mei *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 4% artinya *Cummulative Abnormal Return* yang masih tergolong rendah tetapi pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Juni, Juli, September, Oktober, dan November *Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 13%, 12%, 8%, 22%, 21% dan 15% artinya *Cummulative Abnormal Return* tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi. Pada bulan Desember *Cummulative Abnormal Return* sebesar 0% artinya tidak mengalami keuntungan karena keuntungan yang didapatkan digunakan untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan bahwa tingkat *Cummulative Abnormal Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada bulan September yaitu keuntungannya sebesar 22% dan terendah pada bulan Maret yaitu sebesar -8%. Hal ini ditunjukkan oleh gambar grafik di bawah ini:

Grafik 3.20
Cummulative Abnormal Return (CAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2017



Sumber: Data diolah, 2018

Melihat perhitungan tabel dan grafik *Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk pada Tahun 2017 ini menunjukkan bahwa tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* sebesar 8% artinya keuntungannya tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi.

Tingkat *Average Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013 sampai 2017 selama *periode*, sebagai berikut:

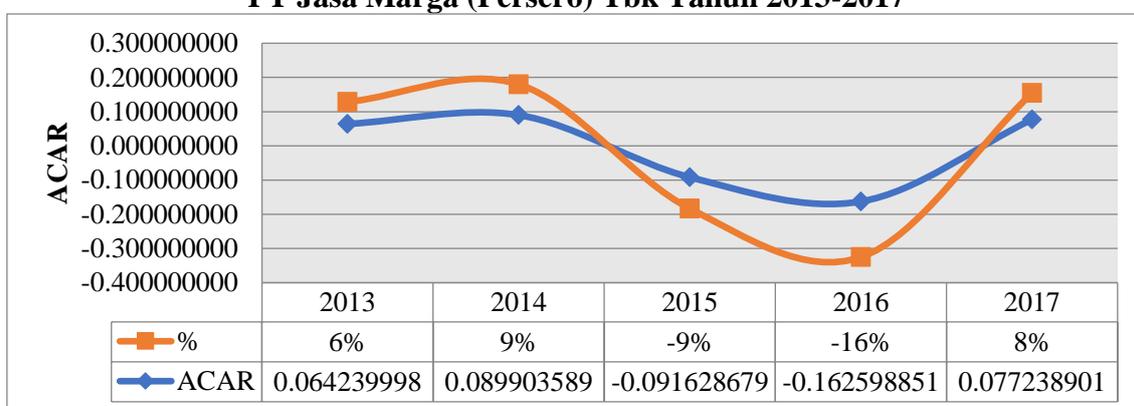
Tabel 3.22
Average Cummulative Abnormal Return (ACAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013-2017

NO	KODE	NAMA PERUSAHAAN	TAHUN	ACAR	%
1	JSMR.JK	PT JASA MARGA (PERSERO) TBK	2013	0,064239998	6%
2			2014	0,089903589	9%
3			2015	-0,09162868	-9%
4			2016	-0,16259885	-16%
5			2017	0,077238901	8%
RATA-RATA				-0,004569008	0%

Sumber: Yahoo Finance, Data Sekunder diolah, 2018

Berdasarkan tabel Perhitungan *Average Cummulative Abnormal Return sukūk ijārah* perusahaan PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari Tahun 2013 sampai 2017 selama *periode*, mengalami fluktuasi setiap Tahunnya. Pada Tahun 2013, 2014 dan 2017 *Average Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 6%, 9% dan 8% artinya keuntungannya tinggi sehingga pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor dapat terpenuhi, dan pada Tahun 2015 dan 2016 *Average Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar -9% dan -16% artinya mengalami kerugian karena keuntungan yang dihasilkan tidak mencukupi untuk pembayaran *fee sukūk ijārah* kepada investor. Ini menunjukkan tingkat *Average Cummulative Abnormal Return* pada *sukūk ijārah* yang diterbitkan oleh PT Jasa Marga (Persero) Tbk tertinggi pada Tahun 2014 yaitu keuntungannya sebesar 9%. Hal ini ditunjukkan dengan gambar grafik sebagai berikut;

Grafik 3.21
Average Cummulative Abnormal Return (ACAR) Sukūk Ijārah
PT Jasa Marga (Persero) Tbk Tahun 2013-2017



Sumber: Data diolah, 2018

Simpulan

Berdasarkan hasil penelitian dan pembahasan di atas, maka dapat ditarik kesimpulan bahwa:

1. Tingkat *return* secara persial *sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari tahun 2013 sampai 2017, yaitu: (1) Tingkat *Actual Return*, Pada Tahun 2013 rata-rata *Actual Return* sebesar 0%, Tahun 2014 sebesar 3%, Tahun 2015 sebesar -1%, Tahun 2016 sebesar -2%, dan pada Tahun 2017 sebesar 2%. (2) Tingkat *Expected Return*, Pada Tahun 2013 rata-rata *Expected Return* sebesar -1%, Tahun 2014 sebesar 1%, Tahun 2015 sebesar -1%, Tahun 2016 sebesar 1%, dan pada Tahun 2017 sebesar 2%. (3) Tingkat *Average Abnormal Return*, Pada Tahun 2013 *Average Abnormal Return* sebesar 0%, Tahun 2014 sebesar 2%, Tahun 2015 sebesar 0%, Tahun 2016 sebesar -3%, dan pada Tahun 2017 sebesar 0%. Berdasarkan hasil tingkat *Actual Return*, *Expected Return*, *Average Abnormal Return* dari tahun 2013 sampai 2017 mengalami fluktuasi setiap tahunnya, karena keuntungan atau kerugian yang di hasilkan disebabkan adanya pembayaran *fee sukūk ijārah* pada investor yang harus terpenuhi sesuai dengan akad yang telah disepakati bersama.
2. Tingkat *return* secara gabungan dengan menggunakan metode *Cummulative Abnormal Return (CAR) sukūk ijārah* PT Jasa Marga (Persero) Tbk dari tahun 2013 sampai 2017, yaitu Pada Tahun 2013, 2014 dan 2017 *Average Cummulative Abnormal Return* masing-masing sebesar 6%, Tahun 2014 sebesar 9%, Tahun

2015 sebesar -9%, Tahun 2016 sebesar -16%, dan pada Tahun 2017 sebesar 8%. Berdasarkan hasil tingkat *return* secara gabungan dengan menggunakan metode *Cummulative Abnormal Return* (CAR) dari tahun 2013 sampai 2017 mengalami fluktuasi setiap tahunnya, karena keuntungan atau kerugian yang di hasilkan disebabkan adanya pembayaran fee *ṣukūk ijārah* pada investor yang harus terpenuhi sesuai dengan akad yang telah disepakati bersama.

Daftar Pustaka

- Almara, Dheni Sarawasti. “Analisis Pengaruh Nilai Ṣukūk, Rating Ṣukūk, dan Risiko Ṣukūk Terhadap Last Yield Ṣukūk” (Skripsi. Program Sarjana Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro, Semarang, 2015).
- Fatah, Dede Abdul. “Perkembangan Obligasi Syariah (*ṣukūk*) di Indonesia Analisis Peluang Dan Tantangan.” *Al-‘Adalah*, X (1), 2011.
- Fakhri, Kayyisul..”Analisis Tingkat Risk and Return Saham-Saham Syariah Pada Pasar Modal Syariah” (Skripsi. Program Sarjana STEI Yogyakarta tahun 2008).
- Helmi, Achmad “Komparasi Pembiayaan Infrastruktur Pemerintah Dengan Dana Obligasi Konvensional dan Obligasi Syariah/Ṣukūk” (Tesis, Program Pascasarjana Universitas Islam Negeri Sunan Kalijaga, Yogyakarta, 2015)
- Hidayat, Taufik. *Buku Pintar Investasi Syariah*. Cet. 1; Jakarta: Mediakita, 2011.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Cet. 2; Jakarta: kencana, 2008.
- IDX singkatan dari Indonesia Stock Exchange (Bursa Efek Indonesia) merupakan tempat untuk memperjual belikan efek di Indonesia. dalam <http://www.idx.co.id>, 18 Januari 2018.
- Jogiyanto. *Menguji Reaksi Pasar Modal Akibat Suatu Peristiwa*. Cet. 1; Yogyakarta: BPFE, 2010.
- Nadjib, Mochammad. Dkk. *Investasi Syariah; Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*, Cet. 1; Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008.
- PT Jasa Marga Tbk merupakan bidang usaha membangun dan menyediakan jasa pelayanan jalan tol, dalam <http://www.jasamarga.com>, 7 Mei 2018.
- Republik Indonesia, Peraturan Bapepam-LK Nomor IX A. 13 tentang Penerbitan Efek Syariah.
- Sanrego, Yulizar Djamiluddin. Dkk. *Sistem Keuangan Islam : Prinsip dan Operasi* Ed. 1. Cet. 1; Jakarta: Rajawali Pers, 2015.
- Sutedi, Adrian. *Pasar Modal Syariah: Sarana Investasi keuangan Berdasarkan Prinsip Syariah* . Cet. 1; Jakarta: Sinar Grafika, 2011.

Sutedi, Adrian. *Aspek Hukum Obligasi dan sukūk* Ed. 1. Cet. 2; Jakarta: Sinar Grafika, 2009.

Sudarsono, Heri. *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah Deskripsi dan Ilustrasi*. Ed.3. Cet. 2; Yogyakarta: Ekonisia, 2012.