

BAB V

KESIMPULAN DAN SARAN

5.1. Kesimpulan

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia menggunakan pendekatan GARCH selama periode 1 Maret 2018 hingga 11 Maret 2025. Berdasarkan hasil analisis dan pembahasan yang telah dilakukan pada bab sebelumnya, maka dapat diperoleh beberapa kesimpulan. Hasil analisis statistik deskriptif menunjukkan bahwa return yield sukuk korporasi Indonesia memiliki karakteristik data keuangan yang bersifat tidak normal (*non normal distribution*), memiliki volatilitas yang tinggi, serta menunjukkan adanya fenomena *volatility clustering*. Hal ini terlihat dari nilai kurtosis yang sangat tinggi serta adanya lonjakan volatilitas pada beberapa periode pengamatan.

Berdasarkan hasil uji stasioneritas menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller* data yield sukuk korporasi tidak stasioner pada level. Namun setelah dilakukan transformasi ke dalam bentuk return yield, data menjadi stasioner sehingga memenuhi syarat untuk dilakukan analisis volatilitas menggunakan model GARCH. Hasil estimasi model GARCH(1,1), EGARCH(1,1), dan GJR GARCH(1,1) menunjukkan bahwa volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia bersifat sangat persisten. Hal ini terlihat dari nilai parameter volatilitas yang mendekati satu, yang menunjukkan bahwa *shock* atau guncangan pasar memiliki pengaruh jangka panjang terhadap volatilitas pasar sukuk korporasi.

Berdasarkan hasil perbandingan model menggunakan *Akaike Information Criterion* (AIC), *Bayesian Information Criterion* (BIC), dan *Hannan Quinn Information Criterion* (HQIC), model EGARCH(1,1) merupakan model terbaik dalam memodelkan volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia karena memiliki nilai kriteria informasi paling kecil dibandingkan model lainnya. Model EGARCH(1,1) menunjukkan adanya efek asimetri volatilitas (*asymmetric volatility effect*) pada yield sukuk korporasi Indonesia. Hal ini menunjukkan bahwa *shock* positif dan *shock* negatif memberikan pengaruh yang berbeda terhadap volatilitas pasar. Hasil *forecasting* volatilitas menunjukkan bahwa volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia cenderung mengalami penurunan secara bertahap

dalam jangka menengah, meskipun tetap menunjukkan karakteristik volatilitas yang dinamis dan sensitif terhadap perubahan kondisi pasar keuangan. Hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Alaoui Elmrani & El Mezouar (2016) yang menemukan bahwa model GARCH dan EGARCH mampu menjelaskan karakteristik volatilitas pada instrumen sukuk serta menunjukkan adanya persistensi volatilitas dan efek *leverage*, di mana guncangan negatif memberikan pengaruh yang lebih besar terhadap peningkatan volatilitas dibandingkan guncangan positif. Kesamaan tersebut terlihat dari hasil penelitian ini yang menunjukkan bahwa volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia memiliki sifat persisten dan model EGARCH(1,1) menjadi model terbaik dalam menangkap dinamika volatilitas.

Hasil penelitian ini juga mendukung penelitian Aloui, Hammoudeh, dan Ben Hamida (2015) yang menemukan bahwa volatilitas sukuk memiliki karakteristik persisten serta dipengaruhi oleh perubahan kondisi pasar dan guncangan eksternal. Temuan tersebut sejalan dengan penelitian ini karena volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia terbukti tidak bersifat konstan, melainkan berubah dari waktu ke waktu dan dipengaruhi oleh *shock* masa lalu (Alaoui et al., 2015).

Hasil penelitian ini memiliki perbedaan dengan penelitian Bhuiyan et al. (2018) yang lebih menekankan bahwa pasar sukuk dapat memberikan manfaat diversifikasi karena pergerakan volatilitas sukuk tidak sepenuhnya mengikuti instrumen obligasi konvensional. Penelitian tersebut berfokus pada hubungan antar pasar dan diversifikasi portofolio, sedangkan penelitian ini berfokus pada pemodelan internal volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia menggunakan pendekatan GARCH. Dengan demikian, perbedaan hasil bukan menunjukkan kontradiksi langsung, melainkan perbedaan fokus analisis, karena penelitian ini melihat bagaimana risiko volatilitas terbentuk dan diramalkan dari data historis sukuk itu sendiri.

Penelitian ini juga berbeda dengan penelitian Danila et al. (2021) yang menemukan adanya hubungan *spillover* volatilitas antara pasar sukuk dan obligasi di beberapa negara ASEAN dan GCC. Penelitian tersebut menyoroti keterkaitan

antar pasar, sedangkan penelitian ini menunjukkan bahwa dinamika volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia dapat dijelaskan melalui faktor internal berupa shock dan volatilitas masa lalu melalui model EGARCH(1,1).

Berdasarkan hasil *forecasting* menggunakan model EGARCH(1,1), volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia menunjukkan bahwa pasar sukuk memiliki dinamika risiko yang berubah dari waktu ke waktu. Nilai persisten volatilitas sebesar 0,999 menunjukkan bahwa guncangan pasar memiliki pengaruh yang bertahan dalam periode berikutnya, sehingga risiko investasi sukuk perlu dikelola melalui informasi dan analisis yang memadai. Hasil peramalan juga menunjukkan bahwa volatilitas mengalami peningkatan secara bertahap, yang menggambarkan adanya ketidakpastian pasar namun masih dalam pola yang dapat dianalisis dan diprediksi.

Dalam perspektif ekonomi Islam, keberadaan risiko dalam investasi tidak secara otomatis menjadikan suatu transaksi mengandung gharar atau maisir. Islam tidak melarang aktivitas investasi yang memiliki risiko, karena risiko merupakan bagian dari aktivitas ekonomi yang nyata. Yang dilarang adalah ketidakpastian berlebihan yang menyebabkan pihak dalam transaksi tidak memahami objek, risiko, maupun konsekuensi akad. Hal ini sejalan dengan prinsip dalam Al-Qur'an:

“Wahai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perdagangan yang berlaku atas dasar suka sama suka di antara kamu...” (QS. An-Nisa: 29)

Ayat tersebut menunjukkan bahwa transaksi dalam Islam harus dibangun atas dasar kejelasan, kerelaan, dan mekanisme yang adil. Dalam konteks penelitian ini, penggunaan model EGARCH sebagai alat pengukuran volatilitas dapat dipandang sebagai upaya meningkatkan transparansi informasi risiko sehingga investor tidak mengambil keputusan hanya berdasarkan perkiraan atau spekulasi. Dengan demikian, pengukuran risiko berperan dalam mengurangi unsur gharar karena investor memiliki informasi yang lebih jelas mengenai kondisi dan kemungkinan perubahan pasar. Selain itu, hasil *forecasting* menunjukkan bahwa perubahan volatilitas sukuk memiliki pola tertentu dan dapat dijelaskan melalui faktor ekonomi serta kondisi pasar, sehingga berbeda dengan karakteristik maisir

(perjudian) yang mengandalkan keberuntungan semata.

Prinsip menghindari maisir ditegaskan dalam Al-Qur'an:

“Wahai orang-orang yang beriman, sesungguhnya minuman keras, berjudi, berhala, dan mengundi nasib dengan anak panah adalah perbuatan keji termasuk perbuatan setan. Maka jauhilah agar kamu beruntung.” (QS. Al-Maidah: 90)

Berdasarkan ayat tersebut, perjudian dilarang karena keuntungan diperoleh melalui spekulasi dan ketidakpastian yang tidak memiliki dasar aktivitas ekonomi yang produktif. Sementara itu, sukuk memiliki karakteristik berbeda karena didasarkan pada akad syariah dan memiliki aset atau kegiatan ekonomi yang menjadi dasar penerbitannya. Fluktuasi yield yang terjadi dalam sukuk lebih mencerminkan risiko pasar yang melekat pada investasi, bukan keuntungan yang berasal dari spekulasi kosong. Ayat tersebut menjadi dasar bahwa aktivitas ekonomi Islam membedakan antara keuntungan yang berasal dari transaksi dan aktivitas ekonomi dengan tambahan yang berasal dari mekanisme riba. Dalam konteks sukuk, keuntungan investor berasal dari akad yang digunakan serta hubungan dengan aset atau aktivitas yang mendasari, bukan semata-mata dari pemberian pinjaman berbasis bunga. Oleh karena itu, hasil penelitian mengenai volatilitas tidak menunjukkan bahwa sukuk bebas dari risiko, tetapi menunjukkan bahwa risiko tersebut merupakan risiko investasi yang dapat dianalisis dan dikelola.

Hal ini juga sejalan dengan prinsip kehati-hatian dalam Islam sebagaimana hadis Nabi Muhammad SAW:

“Tinggalkanlah apa yang meragukanmu menuju apa yang tidak meragukanmu.” (HR. Tirmidzi)

Hadist tersebut menggambarkan pentingnya menghindari ketidakjelasan dalam transaksi. Dalam konteks penelitian ini, *forecasting* volatilitas menjadi instrumen yang membantu investor memperoleh informasi sebelum mengambil keputusan investasi. Dengan adanya informasi risiko yang lebih jelas, investasi sukuk dapat lebih mendekati prinsip transparansi, keadilan, dan kehati-hatian dalam ekonomi syariah.

Berdasarkan hasil analisis E GARCH(1,1), maka disimpulkan sukuk korporasi Indonesia memang memiliki volatilitas dan risiko pasar, namun risiko tersebut bersifat terukur dan dapat dikelola. Keberadaan risiko tidak menjadikan sukuk sebagai aktivitas yang mengandung perjudian atau *gharar* berlebihan, selama transaksi dilakukan berdasarkan akad yang jelas, aset yang mendasari, serta informasi yang transparan. Model *forecasting* berperan sebagai alat manajemen risiko yang mendukung terciptanya praktik investasi syariah yang lebih bertanggung jawab.

5.2. Saran

Berdasarkan hasil penelitian mengenai volatilitas yield sukuk korporasi Indonesia menggunakan model GARCH(1,1), terdapat beberapa saran yang dapat diberikan kepada pihak akademisi, pemerintah, penyedia sukuk syariah, investor, regulator, serta lembaga keagamaan. Penelitian selanjutnya disarankan untuk mengembangkan model analisis volatilitas dengan memasukkan variabel ekonomi makro yang dapat memengaruhi pergerakan yield sukuk korporasi, seperti tingkat inflasi, suku bunga acuan Bank Indonesia, nilai tukar rupiah, pertumbuhan ekonomi, kondisi pasar saham, serta faktor eksternal seperti harga komoditas dan kondisi pasar keuangan global. Hal ini diperlukan karena volatilitas sukuk tidak hanya dipengaruhi oleh perilaku historis return, tetapi juga oleh perubahan fundamental ekonomi, selain itu, penelitian berikutnya dapat melakukan perbandingan dengan model volatilitas lain seperti *Dynamic Conditional Correlation* GARCH (DCC GARCH), *Multivariate* GARCH, *Stochastic Volatility Model*, maupun pendekatan *machine learning* agar memperoleh hasil *forecasting* yang lebih akurat. Penggunaan metode *Value at Risk* (VaR) dan *Expected Shortfall* (ES) juga dapat dipertimbangkan untuk mengukur potensi kerugian investasi sukuk secara lebih aplikatif.

Penelitian lanjutan juga dapat memperluas objek penelitian dengan membandingkan volatilitas antara sukuk korporasi, sukuk negara, dan instrumen investasi konvensional seperti obligasi agar dapat melihat karakteristik risiko masing-masing instrumen. Selain itu, aspek ekonomi syariah dapat dikembangkan lebih dalam melalui pendekatan *maqashid* syariah untuk melihat bagaimana

mekanisme manajemen risiko mendukung prinsip keadilan dan perlindungan investor.

Pemerintah diharapkan terus memperkuat ekosistem industri keuangan syariah Indonesia melalui peningkatan literasi masyarakat mengenai investasi sukuk. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sukuk tetap memiliki risiko pasar yang perlu dipahami investor, sehingga edukasi mengenai risiko dan karakteristik sukuk menjadi penting agar masyarakat tidak menganggap sukuk sebagai instrumen tanpa risiko. Pemerintah juga perlu menjaga stabilitas ekonomi makro karena volatilitas sukuk sangat berkaitan dengan kondisi pasar keuangan. Kebijakan ekonomi yang stabil dapat membantu menjaga kepercayaan investor serta mengurangi fluktuasi risiko pada pasar sukuk, selain itu, pemerintah dapat mendorong pengembangan pasar sekunder sukuk agar likuiditas meningkat, karena pasar yang lebih aktif dan transparan dapat membantu menciptakan pembentukan harga yang lebih efisien.

Penerbit sukuk disarankan untuk meningkatkan transparansi informasi terkait kondisi keuangan, risiko bisnis, penggunaan dana, serta faktor yang dapat mempengaruhi kemampuan pembayaran imbal hasil kepada investor. Transparansi ini penting untuk mengurangi unsur gharar karena investor memiliki informasi yang cukup sebelum mengambil keputusan. Penerbit juga perlu memperhatikan manajemen risiko karena hasil penelitian menunjukkan bahwa volatilitas sukuk memiliki sifat persisten. Artinya, perubahan kondisi pasar dapat memberikan dampak yang berlangsung dalam waktu lama. Oleh karena itu, penerbit perlu menjaga kualitas aset dasar, struktur akad, dan kemampuan memenuhi kewajiban kepada investor. Selain itu, inovasi produk sukuk yang tetap sesuai prinsip syariah dapat terus dikembangkan agar investor memiliki lebih banyak pilihan instrumen investasi yang sesuai dengan kebutuhan dan tingkat risiko masing-masing.

Investor disarankan untuk tidak hanya mempertimbangkan tingkat return atau imbal hasil ketika memilih sukuk, tetapi juga memahami risiko volatilitas dan kondisi pasar. Hasil penelitian menunjukkan bahwa sukuk memiliki risiko pasar yang dapat berubah mengikuti kondisi ekonomi, sehingga keputusan investasi

sebaiknya didasarkan pada analisis yang menyeluruh. Investor juga perlu memahami bahwa konsep syariah tidak berarti investasi bebas dari risiko. Prinsip syariah menekankan kejelasan akad, keadilan, dan keterbukaan, bukan menghilangkan seluruh kemungkinan kerugian. Oleh karena itu, penggunaan informasi risiko seperti hasil forecasting volatilitas dapat membantu investor mengambil keputusan yang lebih rasional dan sesuai prinsip hati-hati.

OJK diharapkan terus meningkatkan pengawasan terhadap industri sukuk terutama terkait transparansi risiko, kualitas informasi kepada investor, serta kepatuhan terhadap prinsip syariah. Penyediaan standar pelaporan risiko yang lebih komprehensif dapat membantu investor memahami tingkat risiko setiap produk sukuk. Regulator juga dapat mendorong penggunaan teknologi analitik risiko dalam industri keuangan syariah agar lembaga penerbit dan investor memiliki sistem pengukuran risiko yang lebih modern. Dengan demikian, perkembangan industri sukuk tidak hanya berfokus pada peningkatan jumlah penerbitan, tetapi juga pada kualitas pengelolaan risiko.

Ulama dan Dewan Pengawas Syariah bersama ahli ekonomi Syariah diharapkan terus mengembangkan kajian mengenai perkembangan instrumen keuangan modern, termasuk aspek manajemen risiko dalam sukuk. Risiko pasar yang terukur melalui metode statistik tidak bertentangan dengan prinsip syariah, selama digunakan untuk meningkatkan transparansi dan menghindari praktik yang mengandung ketidakjelasan. Kajian syariah ke depan juga dapat lebih banyak membahas hubungan antara teknologi analisis keuangan modern dengan prinsip maqashid syariah, sehingga perkembangan industri keuangan syariah dapat berjalan seiring antara inovasi dan kepatuhan terhadap nilai Islam.