

Perbandingan Tingkat Yield to Maturity (YTM) dan Risiko Pasar pada Sukuk Ijarah dan Sukuk Mudharabah

CUT YULIA FONNA*

EVI MUTIA

Universitas Syiah Kuala

Abstract: *This paper is about the different Sukūk securities between Ijarah Mudharabah sukuk. Indetermining investment decisions concerning the future which is definitely or uncertain, investors are not only required to have special skills or sharpening intuition alone to face risks of the investment made. Investors should also determine the performance of Sukūk securities, which are more profitable to invest. These goals of study are to look at differences in the return and risk of Ijarah sukuk (Syari'a Ijara Obligation) and Mudharabah sukuk based on yield to maturity and Value at Risk (VAR). Test conducted in this study uses an independent model analysis of t-test samples. Samples of this study were 21 companies that issued ijarah and sukuk mudharabah sukuk listed on the Indonesia Stock Exchange. The result of study on statistical analysis are using independent t-test sample with significant level of 5% based on yield to maturity, with sukuk mudarabah sukuk Ijarah, as well as market risk, there are significant differences between ijara and mudarabah, Ijara sukuk which have a lower level of risk than mudarabah.*

Keywords: *sukuk, YTM, Market Risk, VAR*

I. Pendahuluan

1.1 Latar belakang

Suatu perusahaan mengalami kelebihan dana dalam bentuk kas diakibatkan usahanya yang mengalami keuntungan atau mampu mencapai sasaran targetnya. Ada beberapa cara untuk memanfaatkan kelebihan dana sekaligus mendapatkan keuntungan, salah satunya melalui investasi dalam obligasi atau sukuk. Untuk menghadapi tuntutan zaman, di dalam pasar investasi terjadi modifikasi dari obligasi. Sukuk merupakan salah satu modifikasi yang terjadi didalam pasar investasi, dimana sukuk itu merupakan investasi yang halal dan terhindar dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*. Menurut Dewan Syariah Majelis Ulama Indonesia fatwa No.32/DSN-MUI/IX/2002

* Alamat korespondensi: acutfonna@gmail.com

sukuk dapat diartikan sebagai 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 syariah pada saat jatuh tempo. Perbedaan obligasi dengan sukuk berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset tertentu yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara kedua belah pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

Menurut AAOFII (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution*) terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, namun yang sering digunakan ada 4 macam sukuk yaitu sukuk *mudharabah*, sukuk *ijarah*, sukuk *musyarakah* dan sukuk *istishna*. Sukuk *mudharabah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *mudharabah* yang merupakan satu bentuk kerjasama, yang satu pihak menyediakan modal (*rabb al-maal*) dan pihak lain menyediakan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal. Sukuk *ijarah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah*, yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak guna suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset. Sukuk *musyarakah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *musyarakah* yang merupakan suatu bentuk kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal yang digunakan untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada atau membiayai kegiatan usaha, keuntungan dan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi

modal masing-masing. Terakhir sukuk *istishna* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *istishna* yang merupakan suatu bentuk perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan proyek. Adapun cara, jangka waktu dan harga ditentukan berdasarkan kesepakatan.

Sukuk negara juga mencatat perkembangan yang sangat pesat. Hingga periode 3 Maret 2014, sudah diterbitkan 43 sukuk negara dengan total Rp. 139,97 triliun. Bahkan sejak pertama kali sukuk diterbitkan tahun 2002, sampai saat ini secara kumulatif terdapat 64 penerbitan sukuk korporasi oleh emiten dengan total emisi Rp11,9 triliun. Dari keenam sukuk diatas, berdasarkan data yang didapatkan dari IDX (*Indonesia Stock Exchange*), sukuk yang diterbitkan di Indonesia saat ini hanya menggunakan dua akad yaitu sukuk *mudharabah* dan sukuk *ijarah*. Menurut Fatah (2011), struktur sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh *mudharabah* sebesar Rp740 miliar (88%), sisanya *Ijarah* sebesar Rp100 miliar. Periode 2004-2007 didominasi oleh *Ijarah* sebesar Rp 2,194 triliun (92%), sisanya *mudharabah* sebesar Rp200 miliar (8%).

Setelah disahkannya UU SBSN tahun 2008, pemerintah menerbitkan sukuk sebesar Rp15 triliun. Penerbitan ini dilakukan sebagai bagian dari pembiayaan defisit anggaran dalam APBN tahun 2008. Penerbitan sukuk perdana ini sudah dilaksanakan di dalam dan di luar negeri. Besarnya sukuk sesuai dengan *underlying asset* yang dimiliki oleh pemerintah senilai Rp 15 triliun. Pemerintah menggunakan jaminan berupa aset milik negara seperti tanah dan bangunan. Berdasarkan statistika pasar modal syariah per 31 Desember 2013, sukuk *ijarah* merupakan sukuk yang paling diminati. Hal ini disebabkan sukuk *ijarah* memiliki struktur yang lebih simpel dibandingkan dengan sukuk *mudharabah*. Penggunaan *underlying asset* sebagai ketentuan menerbitkan sukuk *mudharabah* menjadi faktor pembatas bagi *issuer* karena membutuhkan penilaian aset.

Setiap investor yang menginvestasikan dananya di pasar modal baik itu investor sukuk *mudharabah* maupun sukuk *ijarah* pasti memiliki harapan dan keinginan untuk memperoleh keuntungan yang berupa tingkat pengembalian atau *return*. Namun, suatu *return* yang diharapkan tidak terlepas dari risiko investasi itu sendiri. Salah satu risiko yang dihadapi yaitu risiko pasar. Risiko pasar timbul dari pergerakan harga atau volatilitas harga pasar. *Return* dan risiko mempunyai hubungan yang positif. Semakin besar risiko suatu sekuritas, semakin besar pula *return* yang didapatkan.

Sebaliknya, ketika risiko suatu investasi kecil maka *return* yang didapatkan pun akan kecil. Diversifikasi dapat dilakukan untuk mengurangi risiko, karena setiap instrumen yang berbeda, berbeda juga risiko dan *return* yang didapatkan. Tingkat *return* yang didapatkan oleh investor pada masing-masing sukuk adalah berbeda sesuai dengan akad yang telah disepakati. Sehingga di dalam pasar modal ada faktor terpenting yang harus digunakan oleh investor sebagai bahan pertimbangan dalam melakukan pembelian sukuk sebagai instrumen investasinya yaitu *Yield*. Fabozzi (2000) menyatakan ada beberapa ukuran *yield* yang dapat digunakan oleh investor, yaitu *current yield* dan YTM (*yield to maturity*). Menurut Tandelilin (2001) menyatakan bahwa YTM alat ukur yang sering digunakan. Dimana YTM itu merupakan alat ukur yang digunakan investor untuk melakukan pertimbangan dalam pembelian sukuk.

Pramono dan Setiawan (2008:8) mengemukakan perbandingan kedua sukuk tersebut yaitu sukuk *mudharabah* dengan sukuk *ijarah* dapat dilihat pada Tabel 1.1

Tabel 1.1
Perbandingan sukuk *mudharabah* dan sukuk *ijarah*

	Sukuk <i>Mudharabah</i>	Sukuk <i>Ijarah</i>
Akad (Transaksi)	<i>Mudharabah</i> (bagi hasil)	<i>Ijarah</i> (Sewa/ <i>Lease</i>)
Jenis Transaksi	<i>Uncertainty Contract</i>	<i>Certainty Contract</i>
Sifat	Investasi	Investasi
Harga Penawaran	100%	100%
Pokok Obligasi saat jatuh tempo	100%	100%
Kupon	Pendapatan/Bagi Hasil	Imbalan/ <i>Fee</i>
Return	Indikatif berdasarkan Pendapatan/ <i>Income</i>	Ditentukan sebelumnya
Fatwa Dewan Syariah Nasional	No. 33/DSN-MUI/IX/2002	No. 41/DSN-MUI/III/2004
Jenis Investor	Syariah/konvensional	Syariah/konvensional

Sumber: Datuk (2014)

Berdasarkan Tabel 1.1 dapat disimpulkan bahwasanya *yield* dan risiko suatu sukuk itu berbeda. Dilihat dari segi kupon nya sukuk *mudharabah* YTM nya didapatkan berdasarkan pendapatan atau bagi hasil, sedangkan sukuk *ijarah* berdasarkan imbalan. Jika dilihat dari segi *return* nya, pada sukuk *mudharabah* ditentukan berdasarkan pendapatan yang dihasilkan, sedangkan sukuk *ijarah* *return* nya ditentukan sebelumnya, sehingga risiko yang didapatkan oleh sukuk *ijarah* lebih rendah dari sukuk *mudharabah*.

Penelitian sebelumnya yang dilakukan oleh Puspitadewi tentang analisis perbandingan YTM dan risiko pasar antara portofolio obligasi dengan sukuk ruang lingkup penelitian nya masih sedikit sekali, portofolio yang digunakan dalam penelitian masih sedikit dan waktu penelitian yang sangat minim. Mengingat variabel yang digunakan dalam pengukuran sangat bagus, tetapi objek yang dibandingkan masih sangat umum sekali, peneliti tertarik untuk melakukan penelitian dengan menggunakan variabel pengukur yang sama, tetapi objeknya berbeda, dengan mengukur risiko menggunakan VAR (*Value at Risk*), VAR adalah suatu upaya untuk mengkuantifikasi besarnya potensi kerugian maksimum yang mungkin terjadi pada suatu posisi aset atau portofolio dengan probabilitas tertentu selama jangka waktu tertentu.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah tersebut, rumusan masalah dari penelitian ini adalah :

1. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara *yield* sukuk *ijarah* korporasi dengan sukuk *mudharabah* berdasarkan YTM periode 2010-2013.
2. Apakah terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko pasar sukuk *ijarah* korporasi dengan sukuk *mudharabah* periode 2010-2013.

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, tujuan penelitian ini adalah untuk menguji adakah perbedaan antara:

1. *Yield* sukuk *ijarah* Korporasi dengan sukuk *mudharabah* berdasarkan *Yield to Maturity* periode 2010-2013.
2. Risiko pasar sukuk *Ijarah* Korporasi dengan sukuk *mudharabah* periode 2010-2013.

II. Kajian Pustaka, Kerangka Teoritis Dan Hipotesis

1. Sukuk

Banyak pendapat pada ahli tentang pengertian sukuk, dalam *sharia standard* No.17 tentang investmen sukuk, AAOIFII mendefinisikan sukuk sebagai berikut :

“Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided share in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued”

Menurut salah satu ahli Rahim (2008), sukuk adalah:

“Certificates of equal value that represent an undivided interest (proportional to the investor’s participation) in the ownership of an underlying asset (both tangibles and intangibles), usufruct, services on investment in particular projects or special investment activity.”

Sedangkan dari pihak MIFC (Malaysian International Islamic Finance Centre Stated)

mendefinisikan sukuk sebagai berikut:

“Sukuk refers to trust certificates or participation securities that grant investors a share of the asset including the cash flow and risks that commensurate from such ownership. Similar to financial bond in the conventional financial industry, sukuk are proof of ownership title and are utilized by financial institutions to raise cash.

Selaku pihak SAC (Securities Commission Syariah Advisory Council) membedakan antara sukuk dengan obligasi yaitu :

“Sukuk structured with a shariah-compliant assets through the contract of certain exchanges. The contract can be created through the sale and purchase of assets with deferred payment, leasing of assets or participation in the business of money involving interest. It uses various shariah principles such as bai’ bithaman ajil (BBA), mudharabah, ijarah, murabahah and musharakah that allows investors benefit through the transaction.

Menurut Dewan Syariah Majelis Ulama Indonesia fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002, sukuk dapat diartikan sebagai 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.

Sukuk memiliki karakteristik yang berbeda dibandingkan dengan obligasi konvensional karena strukturnya yang didasarkan pada aset nyata. Hal ini dapat memperkecil kemungkinan terjadinya pendanaan yang melebihi nilai yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk disamping hak atas penjualan aset sukuk. Klaim atas sukuk tidak didasarkan pada *cash flow* tetapi pada kepemilikan aset. Menurut AAOIFI via Departemen Keuangan (2010), terdapat banyak jenis sukuk yang dikenal secara internasional, namun yang sering digunakan adalah:

1. Sukuk *mudharabah*
Sukuk *mudharabah* adalah sukuk yang diterbitkan dengan akad *mudharabah* dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*). Keuntungan dari kerjasama antara kedua belah pihak akan dibagi berdasarkan kesepakatan bersama. Sedangkan apabila terjadi kerugian, maka kerugian akan ditanggung oleh penyedia modal. Pihak pemegang sukuk berhak mendapat bagian keuntungan serta menanggung kerugian tanpa ada jaminan atas keuntungan dan tanpa jaminan bebas dari kerugian.
2. Sukuk *musyarakah*
Sukuk *musyarakah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian akad *musyarakah*, dimana terdapat dua pihak atau lebih yang menggabungkan modal untuk membiayai suatu proyek atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan dan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan proporsi partisipasi modal yang dikumpulkan.
3. Sukuk *murabahah*
Sukuk *murabahah* adalah sukuk berdasarkan akad *murabahah*. *Murabahah* adalah sukuk berdasarkan kontrak jual beli dimana penjual menjual barangnya kepada pembeli ditambah dengan margin keuntungan.
4. Sukuk *salam*
Sukuk dengan kontrak pembayaran dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan dalam akad ini menjual komoditas sebelum komoditas diterima. Untuk itu penerima komoditas *salam* sebelum menerimanya.
5. Sukuk *istisna*
Sukuk ini diterbitkan berdasarkan akad *istisna*, dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/aset. Sedangkan harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi proyek/aset ditentukan terlebih dahulu.
6. Sukuk *ijarah*
Sukuk *ijarah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* dimana satu pihak bertindak sendiri melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset. Sukuk *ijarah* adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas yang melekat pada suatu kontrak sewa beli. Bagi investor, sukuk *ijarah* lebih menguntungkan karena dalam kondisi apapun akan menerima keuntungan (*return*) berupa sewa yang dibayarkan oleh emiten sukuk (Purnawati: 2013)

1.2 Sukuk *Ijarah*

Konsep *ijarah* dapat digunakan untuk memobilisasi dana bagi perkembangan proyek infrastruktur jangka panjang. Sukuk *ijarah* adalah obligasi syariah yang menggunakan akad *ijarah*. *Ijarah* adalah perikatan sewa menyewa yang memberikan hak kepada *muaajir* (yang menyewakan) menerima upah dari *mustajir* (penyewa) atas manfaat yang diperoleh. Artinya

pihak yang menyewakan memberikan hak kepada pihak lain untuk memanfaatkan objek yang disewakan, namun dengan kewajiban penyewa harus memberikan imbalan sesuai dengan hasil kesepakatan. (Dewi dkk. 2006: 158).

Dalam akad *ijarah*, pada prinsipnya terjadi pemindahan manfaat yang bersifat sementara, namun tidak disertai adanya pemindahan kepemilikan. Uang sewa dalam *ijarah* harus ditentukan dengan jelas untuk periode penyewaan pertama, dan periode yang dapat diperbarui di masa yang akan datang, apakah akan tetap, meningkat, atau menurun dengan menetapkannya pada suatu tolak ukur atau menghubungkannya pada variabel yang dikenal secara umum seperti tingkat inflasi, indeks harga apa pun yang diumumkan secara periodik, atau dengan persentase yang telah ditetapkan. Para ahli syariah aliran utama memperbolehkan penggunaan tolak ukur dengan referensi tingkat bunga, walaupun bagi mereka hal tersebut bukanlah praktik ideal (Usmani, 2000:168-171).

Sukuk *ijarah* adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad *ijarah* dimana satu pihak bertindak sendiri melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset. Sukuk *ijarah* adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas yang melekat pada suatu kontrak sewa beli. Bagi investor, sukuk *ijarah* lebih menguntungkan karena dalam kondisi apapun akan menerima keuntungan (*return*) berupa sewa yang dibayarkan oleh emiten sukuk (Purnawati: 2013)

1.3 Sukuk *Mudharabah*

Sukuk *mudharabah* adalah sukuk yang menggunakan akad *mudharabah*. Akad *mudharabah* merupakan akad kerjasama antara pemilik modal (*shahibul maal*) dengan pengelola (*mudharib*). Akad *mudharabah* merupakan suatu transaksi investasi yang berdasarkan

kepercayaan. Kepercayaan merupakan unsur terpenting dalam akad *mudharabah*, yaitu kepercayaan dari *shahibul maal* kepada *mudharib*, dimana pemilik dana hanya menyediakan dana secara penuh 100% kepada *mudharib*. *Mudharib* sebagai penyedia jasa hanya mengelola harta secara penuh dan mandiri, dan juga hanya menanggung kehilangan atau risiko berupa waktu, pikiran, dan jerih payah yang telah dicurahkan selama mengelola proyek atau usaha tersebut, serta kehilangan kesempatan memperoleh sebagian dari pembagiann keuntungan sesuai dengan yang telah ditetapkan dalam perjanjian *mudharabah*.

Di dalam fatwa No.33/DSN-MUI/2002 tentang sukuk *mudharabah* menyatakan bahwa :

- a. Sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang yang sesuai dengan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah merupakan bagi hasil, margin atau *fee* serta membayar dana obligasi pada saat obligasi jatuh tempo.
- b. Sukuk *mudharabah* adalah sukuk yang sesuai dengan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No.7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *mudharabah*.
- c. Sukuk *mudharabah* emiten bertindak sebagai *mudharib*, sedangkan pemegang sukuk *mudharabah* bertindak sebagai *shahibul maal*.
- d. Jenis usaha emiten tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah.
- e. Nisbah keuntungan dinyatakan dalam akad.
- f. Apabila emiten mengalami kelalaian atau melanggar perjanjian, emiten wajib menjamin pengambilan dana dan pemodal dapat meminta emiten membuat surat pengakuan utang.
- g. Kepemilikan sukuk dapat dipindahtangankan selama disepakati dalam akad (Huda dkk., 2007:86).

2. Yield to Maturity (YTM)

Didalam pasar modal Indonesia ada berbagai macam sekuritas, pemodal diberikan kesempatan untuk memilih diantara berbagai sekuritas tersebut. Salah satu sekuritas yang diperdagangkan dipasar modal adalah sukuk. Obligasi sebagai instrumen investasi yang menawarkan *yield* (tingkat keuntungan) bagi investor.

Menurut Fabozzi (2000) ada beberapa ukuran *yield* sukuk yang dapat digunakan oleh investor, yaitu *current yield* dan YTM. Menurut Tandelilin (2001) menyatakan bahwa YTM

merupakan ukuran *yield* yang banyak digunakan karena *yield* tersebut mencerminkan *return* dengan tingkat imbal hasil yang diharapkan investor. YTM merupakan tingkat pengembalian yang akan diperoleh investor pada sukuk jika disimpan hingga jatuh tempo atau investor menginvestasikan kembali pendapatan yang diperoleh dari sukuk pada tingkat YTM yang dihasilkan.

3. Risiko Pasar

Risiko pasar adalah risiko akibat perubahan harga pasar, antara lain risiko berupa perubahan nilai tukar berupa perubahan nilai dari aset yang dapat diperdagangkan atau disewakan. Tujuan dari manajemen risiko pasar ini adalah untuk meminimalkan kemungkinan dampak negatif akibat perubahan kondisi pasar terhadap aset dan permodalan. Risiko pasar terdiri atas risiko nilai tukar, risiko komoditas dan risiko ekuitas. Risiko nilai tukar adalah risiko akibat perubahan nilai posisi TB (*Trading book*) dan BB (*banking book*) yang disebabkan oleh perubahan nilai tukar valuta asing dan harga emas. Risiko komoditas adalah risiko yang terjadi akibat perubahan harga instrumen keuangan dari posisi TB dan BB yang disebabkan oleh perubahan harga komoditas. Risiko ekuitas merupakan risiko akibat perubahan harga instrumen keuangan dari TB yang disebabkan oleh perubahan harga saham.

Berdasarkan PBI No.11/25/PBI/2009 dan PBI No. 13/23/PBI/2011 menyatakan bahwa risiko pasar pada konvensional dengan syariah berbeda, dimana konvensional berdasarkan pada sistem bunga, sedangkan syariah berdasarkan sistem bagi hasil. Pada konvensional terdapat kegiatan utama pada aktivitas *trading*. *Trading* adalah jual beli instrumen keuangan atas nama bank dengan tujuan untuk memperoleh keuntungan jangka pendek dari perubahan yang diharapkan atas harga pasar yang menentukan nilai suatu instrumen keuangan. Instrumen *trading* ini meliputi instrumen tunai dan instrumen berjangka. Instrumen tunai contohnya transaksi *spot*

valas, forward valas, obligasi, dsb. Sedangkan instrumen berjangka contohnya *swap* bunga, *swap* valuta, *option*, dsb.

Investor harus mengembangkan strategi risiko pasar termasuk pada level risiko pasar yang dapat diterima ke dalam perjanjian kontraktual dengan penyedia dana, tipe aktivitas pengambilan risiko, dan target pasar untuk memaksimalkan *return*. Investor harus membentuk proses manajemen risiko pasar dan sistem informasi yang sehat dan komprehensif yang terdiri dari:

1. Kerangka konseptual untuk mendorong identifikasi risiko pasar yang mendasarinya.
2. Pedoman untuk pengelolaan aktivitas pengambilan risiko pada portofolio yang berbeda pada investasi terbatas dan limit risiko pasarnya.
3. Kerangka penentuan harga yang tepat, penilaian, dan pengakuan pendapatan.
4. Sistem informasi manajemen (SIM) yang kuat untuk pengadilan, pemantauan, dan pelaporan eksposur risiko pasar dan kinerja manajemen risiko.

Metode historis adalah metode yang menggunakan data masa lalu untuk menghitung VAR(*Value at Risk*), dimana metode historis mempunyai kelebihan dan kelemahan.Kelebihannya adalah tidak mengasumsikan distribusi tertentu dan sederhana.Sedangkan kelemahannya adalah seperti asumsi bahwa data masa lalu bisa dipakai untuk memprediksi masa datang. Dengan kata lain, metode tersebut mempunyai asumsi bahwa pola data di masa lalu sama dengan pola data di masa mendatang.

4. Kerangka Pemikiran

Penelitian ini bertujuan untuk membandingkan tingkat kupon dan risiko pasar Sukuk *ijarah* korporasi dengan Sukuk *mudharabah*.Dimana tingkat kuponnya dianalisis menggunakan *yield*. Tingkat *return* majemuk yang akan diterima investor jika membeli obligasi pada harga pasar saat ini dan menahannya saat jatuh tempo di hitung menggunakan *yield to maturity* (Tandellin, 2001).

Sukuk dapat diterbitkan oleh pemerintah, korporasi, institusi perbankan, dan institusi finansial nonperbankan serta dengan memperhitungkan kepentingan bisnis industri. Karena penjualan atau pembelian *forward* atas barang melalui peraturan salam diperbolehkan, kemungkinan terdapat juga pasar *forward* komoditas, yang tentunya akan berbeda dengan pasar konvensional (Ayub, 2009:319). Sukuk investasi berbeda dalam sifat alamiahnya dibandingkan dengan saham biasa dari perusahaan gabungan. Sertifikat ini sebanding dengan nilai yang mewakili saham yang tidak terpisah dalam kepemilikan aset nyata dari proyek tertentu atau aktivitas tertentu, hak pemanfaatan aset dan jasa (AAOIFI, 2004:298-300). Tingkat *yield* dan risiko pasar merupakan hal yang harus sangat diperhatikan oleh investor dimanapun, karena *return* atas sukuk bergantung pada pendapatan yang diperoleh dari aset atau proyek yang mendasari, sehingga dapat meminimalisir risiko (Ayub, 2009).

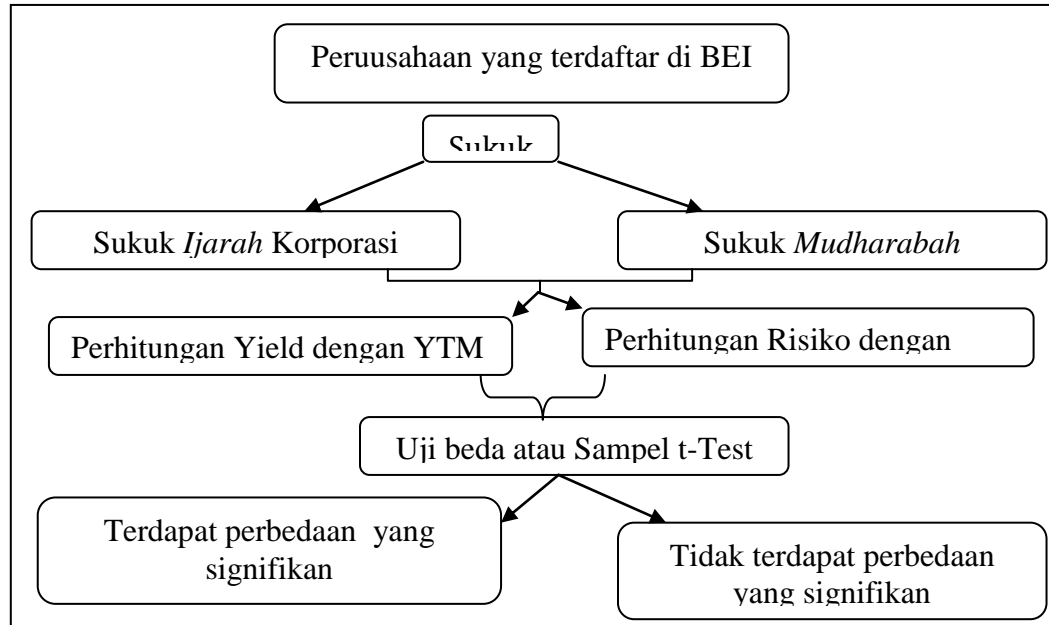
Transaksi di akad *ijarah* memiliki beberapa keunggulan dibandingkan dengan jenis akad lainnya, diantaranya adalah:

1. Dibandingkan dengan akad lainnya, akad *ijarah* lebih fleksibel dalam hal objek transaksi. Pada akad *murabahah*, objek transaksi haruslah berupa barang sedangkan pada akad *ijarah*, objek transaksi dapat berupa jasa seperti jasa kesehatan, pendidikan dan lainnya yang tidak bertentangan dengan syariah.
2. Dibandingkan dengan investasi, akad *ijarah* mengandung risiko usaha yang lebih rendah, yaitu adanya pendapatan *ijarah* yang relatif tetap (Yahya dkk. 2013:252).

Metode Historis mempunyai kelebihan seperti, tidak mengasumsikan distribusi tertentu dan sederhana. Tetapi metode ini juga memiliki kelemahan seperti asumsi bahwa data masa lalu bisa dipakai untuk memprediksi masa mendatang. Dengan kata lain, metode tersebut mempunyai asumsi bahwa pola data dimasa lalu sama dengan pola dimasa mendatang. Jika pola yang terjadi

cukup stabil, maka data dimasa lalu bisa digunakan untuk memprediksi masa mendatang (Hanafi, 2009:151).

Skema kerangka pemikiran dapat dilihat pada Gambar 2.2



Gambar 2.3 Skema Kerangka Pemikiran

5. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pemikiran, hipotesis penelitian ini adalah :

1. Terdapat perbedaan yang signifikan antara *yield* sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah* berdasarkan *yield to maturity* periode 2010-2013.
2. Terdapat perbedaan yang signifikan antara risiko pasar sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah* periode 2010-2013.

III. Metode Penelitian

Penelitian ini termasuk penelitian komparatif (*comparative research*) yaitu suatu penelitian yang bersifat membandingkan yang bersifat studi empiris dengan analisis uji beda T-test, tingkat intervensi intervensi minimal, situasi studi tidak diatur, dan unit analisis yang digunakan adalah

sukuk ijarah dan sukuk mudharabah dengan horizon waktu studi longitudinal yang terdiri dari tiga periode yaitu periode 2010-2013.

3.1 Populasi dan Sampel Penelitian

Model penarikan sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah nonprobabilitas (*nonprobability sampling*) dimana desain yang dipilih yaitu *judgment sampling*. *Judgment sampling* merupakan pengambilan sampel berdasarkan pertimbangan tertentu, melibatkan pemilihan subjek yang berada di tempat yang paling menguntungkan atau dalam posisi terbaik untuk memberikan informasi yang diperlukan (Sekaran, 2006:137).

Adapun kriteria penarikan sampel yang digunakan sebagai berikut:

- 1) Perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2010-2013
- 2) Perusahaan korporasi yang tidak termasuk kedalam industri perbankan, asuransi dan keuangan periode 2010-2013.
- 3) Perusahaan korporasi yang mengeluarkan sukuk *ijarah* dan sukuk *mudharabah* periode 2010-2013.

Berdasarkan kriteria diatas, maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini dapat dilihat pada Tabel 3.1

Tabel 3.1
Perusahaan Penelitian

No	Kriteria Perusahaan	Total Perusahaan 2010-2013
1	Perusahaan yang terdaftar di BEI periode 2010-2013	507
2	Perusahaan korporasi yang termasuk kedalam industri keuangan , perbankan dan asuransi	(60)
3	Perusahaan yang tidak mengeluarkan sukuk Ijarah korporasi dan sukuk mudharabah	(434)
	Total Perusahaan	13

Jumlah observasi yang digunakan yaitu 21 observasi dari total populasi 13 perusahaan, yaitu 13 sukuk ijarah dan 8 sukuk mudharabah. Sugiyono (2009:263) menyatakan bahwa, apabila objek penelitian itu memiliki jumlah sampel (n) yang berbeda (varian homogen), maka sampel yang digunakan jumlahnya dapat berbeda dengan menggunakan rumus *pooled varians*.

3.2 Sumber dan Teknik Pengumpulan Data

Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersifat kuantitatif yang berasal dari laporan keuangan, rasio tahunan (ikhtisar keuangan), dan laporan arus kas serta laporan laba rugi dikumpulkan dan diolah. Pada penelitian ini data yang digunakan data sekunder yang bersifat kuantitatif yang diperoleh dari BEI, KSEI, OJK dan IBPA.

3.3 Operasional Variabel

Penelitian ini menganalisis satu perhitungan *Yield* dan satu VAR (*Value at Risk*). Perhitungan *yield* tersebut yaitu ratio *Yield to Maturity* dan VAR menggunakan metode historis (*Back Simulation*).

1) YTM (*Yield to Maturity*)

YTM merupakan tingkat pengembalian yang akan diperoleh investor pada obligasi jika disimpan hingga jatuh tempo. Karena rumitnya perhitungan YTM, maka dapat digunakan juga digunakan perhitungan YTM, maka dapat digunakan juga perhitungan YTM *approximation*. Rumus YTM *approximation* menurut Kesumawati (2003) dalam Setyapurnama dan Norpratiwi

(2006) adalah:
$$YTM \text{ approximation} = \frac{c + \frac{R-P}{n}}{\frac{R+P}{2}}$$

Dimana :

C = *Coupon* / kupon

n = periode waktu yang tersisa

R = *redemption value* (nilai nominal)

P = harga pembelian

2) VAR metode historis (Back Simulation)

Metode historis adalah metode yang menggunakan data masa lalu untuk menghitung VAR, dimana metode historis mempunyai kelebihan dan kelemahan. Kelebihannya adalah tidak mengasumsikan distribusi tertentu dan sederhana. Sedangkan kelemahannya adalah seperti asumsi bahwa data masa lalu bias dipakai untuk memprediksi masa datang. Dengan kata lain, metode tersebut mempunyai asumsi bahwa pola data di masa lalu sama dengan pola data di masa mendatang.

Rumus yang digunakan dalam perhitungan data historis adalah:

$$VarT = V. 1,65.$$

Dimana:

V = nilai pasar aset pada waktu T

=standar deviasi dari nilai portofolio

T = periode waktu selama standar deviasi dari *return* dihitung

3.4 Metode Analisis Data

Alat analisis yang digunakan Uji beda-*t-test* yang digunakan untuk menentukan apakah dua objek penelitian yang tidak berhubungan memiliki nilai rata-rata yang berbeda. Uji beda *T-test* dilakukan dengan cara membandingkan perbedaan antara dua nilai rata-rata dengan standar error dari perbedaan rata-rata dua objek penelitian (Ghozali, 2009:6).

IV. Hasil Penelitian

5.1 Deskripsi Data Penelitian

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbandingan kinerja yang diukur dengan menggunakan 2 jenis yaitu YTM dan Risiko Pasar pada sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah*. Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data sukuk

ijarah dan sukuk *mudharabah* yang terpilih berdasarkan kriteria tersebut sebelumnya pada periode 2010, 2011, 2012, 2013.

Analisis data dilakukan dengan menggunakan uji beda (t-test), yaitu *Independent Sample T-Test*. Data diolah dengan menggunakan program SPSS (*Statistical Package for Social Science*) 21.0 for Windows Evolution Version. Berikut ini akan dilakukan analisis pertama untuk mengetahui gambaran atau deskripsi dari variabel-variabel yang diteliti yang ditunjukkan dalam Tabel 4.1

Tabel 4.1
Descriptive Statistics Yield to Maturity dan Risiko pasar sukuk ijarah

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
YTM	13	8,12	13,51	10,6100	1,49335
Risiko Pasar	13	2661,15	7392,08	4353,7472	1551,43714
Valid N (listwise)	13				

Sumber : Data diolah (2015)

Berdasarkan Tabel 4.1 dapat dilihat nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi untuk masing-masing variabel dengan tahun yang diamati yaitu, 2010, 2011, 2012 dan 2013 dengan objek penelitian sebanyak sebanyak 13 sampel.

Nilai minimum pada variabel *Yield to Maturity* sukuk *ijarah* diketahui 8,12 dan nilai maksimum 13,51. Nilai rata-rata sebesar 10,6100 dengan standar deviasi sebesar 1,49335, dapat diartikan adanya variasi yang terdapat dalam *Yield to Maturity* sukuk *ijarah*. Angka 10,6100 tersebut menunjukkan angka yang tinggi karena simpangan baku pada *Yield to Maturity* sukuk *ijarah* lebih rendah dari 10,6100 yaitu 1,49335. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat *return* majemuk yang akan diterima investor jika membeli sukuk *ijarah* pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo rata-rata sebesar 10,6100.

Nilai minimum pada variabel Risiko pasar sukuk *ijarah* diketahui 2661,15 dan nilai maksimum 7392,08. Nilai rata-rata sebesar 4353,7472 dengan standar deviasi sebesar 1551,43714 dapat diartikan adanya variasi yang terdapat dalam risiko pasarsukuk *ijarah*. Angka 4353,7472 tersebut menunjukkan angka yang besar karena simpangan baku pada risiko pasar sukuk *ijarah* lebih kecil dari 4353,7472 yaitu 1551,43714 . Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat risiko yang akan diterima investor jika membeli sukuk *ijarah* pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo rata-rata sebesar 4353,7472.

Tabel 4.2
Descriptive Statistics Yield to Maturity dan Risiko pasar sukuk mudharabah

Descriptive Statistics					
	N	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation
YTM	8	7,20	10,82	9,0888	1,28094
Risiko Pasar	8	4227,10	8454,20	6039,4720	1320,43182
Valid N (listwise)	8				

Sumber : Data diolah (2015)

Berdasarkan Tabel 4.1 dapat dilihat nilai minimum, maksimum, rata-rata, dan standar deviasi untuk masing-masing variabel dengan tahun yang diamati yaitu, 2010, 2011, 2012 dan 2013 dengan objek penelitian sebanyak sebanyak 8 sampel.

Nilai minimum pada variabel *Yield to Maturity* sukuk *mudharabah* diketahui 7,20 dan nilai maksimum 10,82. Nilai rata-rata sebesar 9,0888 dengan standar deviasi sebesar 1,28094, dapat diartikan adanya variasi yang terdapat dalam *Yield to Maturity* sukuk *mudharabah*. Angka 9,0888 tersebut menunjukkan angka yang besar karena simpangan baku pada *Yield to Maturity* sukuk *mudharabah* lebih kecil dari 9,0888 yaitu 1,28094. Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat *return* majemuk yang akan diterima investor jika membeli sukuk *mudharabah* pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo rata-rata sebesar 9,0888 .

Nilai minimum pada variabel Risiko pasar sukuk *mudharabah* diketahui 4227,10 dan nilai maksimum 8454,20. Nilai rata-rata sebesar 6039,4720 dengan standar deviasi sebesar 1320,43182 dapat diartikan adanya variasi yang terdapat dalam risiko pasarsukuk *mudharabah*. Angka 6039,4720 tersebut menunjukkan angka yang besar karena simpangan baku pada risiko pasar sukuk *mudharabah* lebih kecil dari 6039,4720 yaitu 1320,43182 . Hal ini mengindikasikan bahwa tingkat risiko yang akan diterima investor jika membeli sukuk *mudharabah* pada harga pasar saat ini dan menahannya sampai jatuh tempo rata-rata sebesar 6039,4720.

5.2 Analisis Data

Berdasarkan hasil perbandingan rasio variabel *Yield to Maturity* menggunakan Uji *StatisticIndependent Sample T-Test* dapat dilihat pada Tabel 4.3 dan Tabel 4.4.

Tabel 4.3
Hasil Group Statistic untuk Yield to Maturity

Group Statistics					
Jenis Sukuk		N	Mean	Std. Deviation	Std. Error Mean
YTM	ijarah	13	10,6100	1,49335	,41418
	Mudharabah	8	9,0888	1,28094	,45288

Sumber : Data diolah (2015)

Berdasarkan Tabel 4.3, hasil yang diperoleh dari bagian pertama output SPSS terlihat rata-rata rasio *Yield to Maturity* dengan indeks “*ijarah*” adalah 10,6100 sedangkan pada indeks “*mudharabah*” sebesar 9,0888. Secara absolut jelas bahwa rata-rata *Yield to Maturity* antara *ijarah* dan *mudharabah* berbeda, namun untuk melihat apakah perbedaan ini memang nyata secara statistik maka harus dilihat juga output bagian kedua yaitu *independent sample t-test* pada Tabel 4.4.

Tabel 4.4
Independent Sample T-Test untuk Yield to Maturity

		Levene's Test for Equality of Variances		t-test for Equality of Means						
		F	Sig.	t	df	Sig. (2-tailed)	Mean Difference	Std. Error Difference	95% Confidence Interval of the Difference	
									Lower	Upper
YTM	Equal variances assumed	,090	,767	2,386	19	,028	1,52125	,63755	,18685	2,85565
	Equal variances not assumed			2,479	16,765	,024	1,52125	,61372	,22504	2,81746

Sumber: Data diolah (2015)

Tabel 4.4 memperlihatkan nilai F hitung *levене test* sebesar 0,090 dengan probabilitas 0,767 karena probabilitas lebih besar dari 0,05 maka dapat disimpulkan bahwa kedua varian antara ijarah dan mudharabahsama. Dengan demikian, analisis uji beda t-test harus menggunakan asumsi *equal variances assumed*. Berdasarkan output SPSS terlihat bahwa nilai t pada *equal variances assumed* adalah -2,386 dengan probabilitas signifikansi 0,028 lebih kecil dari 0,05. Jadi dapat disimpulkan bahwa *Yield to Maturity* antara *ijarah* dan *mudharabah* berbeda secara signifikan.

Analisis Perbandingan Yield to Maturity pada Ijarah dan Mudharabah

Ayub (2009:610) konsep sukuk *ijarah* dapat digunakan untuk memobilisasi dana bagi pengembangan proyek infrastruktur jangka panjang. Hal ini mungkin terjadi melalui pengonversian aset berwujud seperti Bandar udara, gedung , sekolah serta rumah sakit dan juga menawarkan sukuk ke sejumlah investor institusi dan individu. Jika penyewa, setelah melaksanakan akad ijarah, berkeinginan menutup biaya pembelian aset guna mendapatkan likuiditas atau untuk mendapatkan keuntungan, ia dapat menjual aset yang disewakan tersebut secara penuh ataupun parsial, baik itu ke salah satu pihak maupun sejumlah individu. Pembelian dari suatu proporsi aset dapat dilakukan dengan menerbitkan sertifikat yang mungkin dapat disebut dengan sukuk ijarah. Sertifikat tersebut haruslah mewakili kepemilikan proporsional dari

bagian-bagian aset yang tidak dapat dipisahkan dengan semua hak dan kewajiban terkait. Dengan demikian, sukuk ijarah adalah surat berharga yang mewakili kepemilikan aset yang diketahui secara jelas terikat pada kontrak penyewaan serta uang sewa atasnya merupakan tingkat keuntungan bagi pemegang sukuk. YTM didalam sukuk *ijarah* bisa ditetapkan di awal, dalam proses bahkan diakhir penyewaan sukuk asalkan sesuai dengan akad yang disepakati dengan tingkat keuntungan atau YTM nya tetap. YTM pada sukuk mudharabah adalah, sukuk mudharabah merupakan sertifikat yang mewakili proyek atau aktifitas yang dikelola dengan prinsip mudharabah dengan menunjuk salah satu rekan yang dinamakan mudharib untuk pengelolaan bisnis. Berkaitan dengan YTM nya, hubungan antara pihak dalam penerbitan, penerbit sertifikat *mudharabah* adalah *mudharib*, pihak yang mendaftar adalah pemilik modal, dan dana yang dihasilkan adalah modal mudharabah, sehingga YTM yang telah disetujui menjadi hak pemilik modal dan mudharib sesuai kontribusi masing-masing.

Penelitian ini berbeda dengan penelitian Hafiz (2012) yang hasil penelitian ini signifikan, sedangkan penelitian sebelumnya menunjukkan hasil yang tidak signifikan antara YTM obligasi dan sukuk ijarah. Tetapi hasil penelitian ini sejalan dengan penelitian Puspitadewi (2010)

Analisis Perbandingan Risiko Pasarpada Sukuk *ijarah* dan Sukuk *mudharabah*.

Yahya (2013:252) mengemukakan dibandingkan dengan investasi, akad ijarah mengandung risiko usaha yang lebih rendah yaitu adanya pendapatan *ijarah* yang relatif tetap, hal ini terbukti dengan hasil penelitian secara statistik hasilnya menunjukkan adanya perbedaan signifikan antara risiko pasar sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah* dengan nilai signifikansi $0,020 < 0,05$, dengan tingkat risiko yang didapatkan dari sukuk ijarah 4353,7472, sedangkan sukuk mudharabah 6039,4720.

Hasil penelitian ini mendukung penelitian Puspitadewi (2010) yang meneliti tentang risiko pasar pada portofolio obligasi dengan sukuk, ternyata pada penelitian ini walaupun objek yang digunakan berbeda, tetapi hasil penelitian statistiknya menunjukkan terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk *ijarah* dengan sukuk *mudharabah*.

Pada penelitian terdahulu, objek yang digunakan sebagai perbandingan yaitu portofolio obligasi dan sukuk, tidak membandingkan antara sukuk dengan sukuk. Alasan digunakan variabel satu lagi sukuk pada penelitian ini adalah agar diketahui perubahan nilai pasar yang terjadi pada sukuk *mudharabah*, karena sukuk *mudharabah* merupakan sukuk yang pertama dikeluarkan, sedangkan sukuk *ijarah* baru-baru saja diterbitkan, sehingga adanya perbandingan yang terjadi anatar nilai pasar kedua sukuk tersebut yang berakibatkan risiko pasar terjadi. Pada penelitian ini terlihat bahwasanya sukuk *ijarah* lebih dapat meminimalkan kemungkinan dampak negatif akibat perubahan kondisi pasar terhadap aset dan permodalan investasi dengan memiliki risiko investasi lebih rendah dibandingkan sukuk *mudharabah*.

V. Kesimpulan

Berdasarkan pengolahan data dan hasil analisis *uji statistic Independent Sample t-test* yang mengacu pada masalah dan tujuan penelitian, maka dapat dirumuskan beberapa kesimpulan sebagai berikut:

1. Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat yield sukuk *Ijarah* dan sukuk *Mudharabah* berdasarkan *Yield to Maturity*, dengan tingkat sig. (p-value) lebih kecil dari 5% ($0,028 < 0,05$).
2. Terdapat perbedaan yang signifikan antara tingkat risiko pasar sukuk *Ijarah* dan sukuk *Mudharabah* berdasarkan metode VAR, dengan tingkat sig. (p-value) lebih kecil dari 5% ($0,020 < 0,05$).

DAFTAR PUSTAKA

- Ayub, Muhammad. 2007. *Understanding Islamic Finance*. Chichester: Willey Finance.
- Datuk, Bahril. 2014. Sukuk Dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah untuk Pertumbuhan Ekonomi. *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*. Vol 14 (1):114-115).
- Fabozzi, Frank J. 2000. *Manajemen Investasi*. Buku Dua, Edisi Pertama. Jakarta: Salemba Empat Pearson Education Asia Pte. Ltd. Prentice-Hall, Inc.
- Fatwa-Fatwa DSN-MUI. 2013. Yogyakarta: Armas Duta Jaya
- Firdaus, Muhammad, dkk. 2005. Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah: *Konsep Dasar Obligasi Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Ghozali, Imam. 2011. *Aplikasi Analisis Multivariate Dengan Program SPSS*. Semarang: Badan Penerbit Undip.
- Ghufron, Sofniyah. 2005. *Keuangan dan Investasi Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Hanafi, Mamduh. 2009. *Manajemen Risiko*. Edisi Kedua. Yogyakarta: Sekolah Tinggi Ilmu manajemen YKPN.
- Huda, Nurul & Mustafa Edwin N. 2007. *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana Prenada Media Group.
- Husnan, Suad. 2003. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Indriantoro, Nur & Bambang Supomo. 2002. *Metodologi Penelitian Bisnis :Untuk Penelitian Bisnis & Manajemen*. Yogyakarta: BPF.
- Kamil, W.A.R. 2008. Introduction to Sukuk :in *Malaysian Sukuk Market Handbook*. Kuala Lumpur: RAM Rating Services Berhad.
- Nurhayati, Sri & Wasilah. 2014. *Akuntansi Syariah Indonesia*. Edisi Ketiga. Jakarta: Salemba Empat.
- Rustam, Bambang Rianto. 2013. *Manajemen Risiko: Perbankan Syariah Di Indonesia*. Jakarta: Salemba Empat.
- Rahardjo, Sapto. 2003. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Sekaran, Uma. 2006. *Research Methods for Business: Metode Penelitian untuk Bisnis*. Buku 1. Edisi keempat. Terjemahan Kwan Men Yon. Jakarta: Salemba Empat.

Sugiyono. 2009. Metode Penelitian Bisnis. Bandung: Alfabeta.

Tandelilin, Eduardus. 2001. Analisis Investasi dan Manajemen Portofolio. Edisi Pertama. Yogyakarta: Cetakan Pertama, BPFE.

Usmani, Muhammad Taqi. 2000a. *Introduction to Islamic Finance*. Karachi: Idaratul Ma'arif.

Yahya, Rizal., Aji Erlangga Martawireja, & Ahim Abdurahim. 2014. Akuntansi Perbankan Syariah. Edisi Kedua. Jakarta: Salemba Empat.