

ANALISIS RISK DAN RETURN PADA SUKUK DAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA



**Tesis Oleh
WIDYA SISKI
NIM 01032681822008**

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat untuk Memperoleh Gelar
Magister Sains (M.Si)
pada
Program Studi Magister Ilmu Manajemen Konsentrasi Manajemen
Keuangan
Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya**

**KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN,
RISET, DAN TEKNOLOGI
UNIVERSITAS SRIWIJAYA
FAKULTAS EKONOMI
2022**

HALAMAN PENGESAHAN

Judul Tesis : Analisis *Risk* dan *Return* Pada Sukuk dan Obligasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia
Nama Mahasiswa : Widya Siska
NIM : 01032681822008
Program Studi : Magister Ilmu Manajemen
Konsentrasi : Manajemen Keuangan

Menyetujui,

Pembimbing Pertama,

Pembimbing Kedua,

Adam

Prof. Dr. Mohamad Adam, SE., ME.
NIP.196706241994021002

H. Isnurhadi

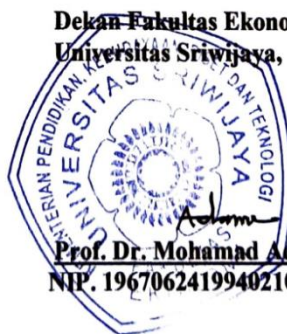
H. Isnurhadi, SE., MBA., Ph.D.
NIP.196211121989111001

Koordinator Program Studi
Magister Ilmu Manajemen,

Dekan Fakultas Ekonomi
Universitas Sriwijaya,

Yuliani

Dr. Yuliani., SE., MM
NIP 197608252002122004



Prof. Dr. Mohamad Adam., SE., ME
NIP. 196706241994021002



KEMENTERIAN PENDIDIKAN, KEBUDAYAAN
RISET, DAN TEKNOLOGI
UNIVERSITAS SRIWIJAYA
MAGISTER ILMU MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI

Jalan Raya Palembang-Prabumulih Km. 32 Inderalaya (Ogan Ilir) Kode Pos 30662

Tel: (0711) 580964, 580646 Fax:(0711) 580964

Jl. Sriwijaya Negara Bukit Besar Palembang 30139

Laman:<http://fe.unsri@unsri.ac.id> – email : dekan@fe.unsri.ac.id

PERSETUJUAN TIM PENGUJI TESIS

Ketua : Prof. Dr. Mohamad Adam., SE., ME
NIP 196706241994021002


(.....)

Sekretaris : H. Isnurhadi., SE., MBA., Ph.D
NIP. 196211121989111001


(.....)

Anggota : (1) Dr. Yuliani., SE., MM
NIP. 197608252002122004


(.....)

(2) Dr. Muizzudin., SE., MM
NIP.198711212014041001


(.....)



**BUKTI TELAH MEMPERBAIKI TESIS
MAHASISWA PROGRAM STUDI MAGISTER ILMU MANAJEMEN
FAKULTAS EKONOMI
UNIVERSITAS SRIWIJAYA**

Yang bertanda tangan di bawah ini:

No.	Nama	Tanda tangan	Tanggal
1.	Dr. Yuliani., SE., MM		27 Juli 2022
2.	Dr. Muizzudin., SE., MM		27 Juli 2022
3.	Prof. Dr. Mohamad Adam., SE., ME		27 Juli 2022
4.	H. Isnurhadi., SE., MBA., Ph.D		27 Juli 2022

Menerangkan bahwa:

Nama : Widya Siska
NIM : 01032681822008
Program Studi : Magister Ilmu Manajemen
Judul Tesis : Analisis Risk dan Return Pada Sukuk dan Obligasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia

Telah memperbaiki tesis hasil ujian

Palembang, 27 Juli 2022

Mengetahui
Koordinator Program Studi

Dr. Yuliani., SE., MM
NIP 197608252002122004

HALAMAN PERNYATAAN

Saya yang bertanda tangan dibawah ini :

Nama : Widya Siska
Tempat dan tanggal lahir : Padang, 19 Juni 1982
Program Studi : Magister Ilmu Manajemen
NIM : 01032681822008

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa :

1. Seluruh data, informasi, interpretasi serta pernyataan dalam pembahasan dan kesimpulan yang disajikan dalam karya ilmiah ini, kecuali yang disebutkan sumbernya adalah merupakan hasil pengamatan, penelitian, pengelolaan, serta pemikiran saya dengan pengarahan dari para pembimbing yang ditetapkan.
2. Karya ilmiah yang saya tulis ini adalah asli dan belum pernah diajukan untuk mendapat gelar akademik, baik di Universitas Sriwijaya maupun di perguruan tinggi lain.

Demikianlah pernyataan ini dibuat dengan sebenar-benarnya dan apabila dikemudian hari ditemukan adanya bukti ketidakbenaran dalam pernyataan tersebut diatas, maka saya bersedia menerima sanksi akademis berupa pembatalan gelar yang saya peroleh melalui pengajuan karya ilmiah.

Palembang, 15 Juli 2022
Yang memuat pernyataan



Widya Siska
NIM.01032681822008

KATA PENGANTAR

Penelitian ini dilakukan pada tahun 2020 sebagai salah satu upaya untuk memenuhi syarat dalam meraih gelar Magister Sains (M.Si) pada program studi Magister Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya. Latar belakang penulisan tesis ini didasarkan pada fenomena empiris dan teoretis yang telah penulis dapatkan.

Analisis yang dilakukan yaitu pada *risk* dan *return* sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Terdapat beberapa teori dari seluruh variabel yang digunakan sebagai landasan dalam penulisan tesis ini, yaitu *Signaling Theory* dan *Asymetris Information Theory*.

Penulis menggunakan data perusahaan yang berasal dari Bursa Efek Indonesia (BEI) pada periode 2016-2020. Teknik analisis data yang digunakan adalah analisis komparasi. Data tersebut kemudian diolah menggunakan software STATA 16 untuk membantu menganalisis data dan mendapatkan hasilnya.

Kebaruan penelitian ini terletak pada data sukuk dan obligasi korporasi yang dianalisa dengan mengelompokkan penerbit BUMN dan Non BUMN. Hasil penelitian menunjukkan bahwa terdapat perbedaan yang signifikan antara sukuk dan obligasi korporasi baik BUMN maupun Non BUMN. Tingkat *risk* sukuk korporasi lebih rendah dibandingkan *risk* obligasi korporasi, dan tingkat *return* sukuk lebih tinggi dibandingkan *return* obligasi korporasi. Hasil penelitian ini juga menunjukkan keunikan sukuk sebagai instrument investasi syariah berbasis aset dibanding obligasi sebagai instrument investasi konvensional.

Hasil penelitian ini memberikan kontribusi terhadap analisis *risk* dan *return* sukuk dan obligasi korporasi di Indonesia yang dapat digunakan untuk penelitian berikutnya maupun dapat digunakan untuk kehidupan sehari-hari.

UCAPAN TERIMAKASIH

Segala puji dan syukur kepada Allah Swt yang telah memberikan berkah dan karunianya yang selama ini penulis rasakan dalam proses pengerjaan tesis penulis yang berjudul “**Analisis Risk dan Return Pada Sukuk dan Obligasi Yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia**“. Tesis ini merupakan salah satu tugas akhir untuk memperoleh gelar Magister Sains (M.Si) pada Jurusan Manajemen Program Studi Magister Ilmu Manajemen Fakultas Ekonomi Universitas Sriwijaya.

Dalam penulisan tesis ini, penulis sadar masih terdapat banyak kekurangan yang ada dan jauh dari kata sempurna. Oleh sebab itu penulis sangat berterimakasih apabila para pembaca dan semua pihak dapat memberikan kritik ataupun saran yang dapat membangun dan menambah baik tesis ini mengingat keterbatasan pengetahuan dan pengalaman dari penulis.

Pada kesempatan ini, penulis ingin menyampaikan rasa terima kasih yang sebesar-besarnya kepada semua pihak yang telah membantu baik secara langsung maupun tidak langsung dalam penyusunan tesis ini. Secara khusus peneliti mengucapkan terima kasih kepada semua pihak, terutama kepada:

1. Bapak Prof. Dr. Mohamad Adam, SE., ME , selaku dosen pembimbing I yang telah sangat membantu dalam membimbing, memberikan saran, mengoreksi dan mengarahkan penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
2. Bapak H. Isnurhadi, S.E., M.B.A., PH.D selaku dosen pembimbing II yang telah sangat membantu dalam membimbing, memberikan saran, mengoreksi dan mengarahkan penulis dalam menyelesaikan tesis ini.
3. Kedua orang tua tercinta yang selalu memberikan doa, bantuan finansial, dorongan dan harapan, dan semangatnya kepada penulis.
4. Bapak Prof. Dr. Ir. H. Anis Saggaff, MSCE, selaku Rektor Universitas Sriwijaya.
5. Ibu Isni Andriana, S.E., M.Fin., Ph.D, selaku Ketua Jurusan Manajemen Universitas Sriwijaya.

6. Ibu Dr. Yuliani., SE., MM selaku Ketua Program Studi Magister Ilmu Manajemen Universitas Sriwijaya.
7. Bapak Dr. Kemas Muhammad Husni Thamrin, S.E., M.M, selaku Sekretaris Jurusan Manajemen dan pembimbing akademik.
8. Staff Umum dan Administrasi Jurusan Manajemen Universitas Sriwijaya Kampus Palembang yaitu Mbak Sri, Mbak Susi, Mbak Ita dan staf lainnya yang telah membantu dalam penyelesaian berkas administrasi tesis penulis.
9. Teman-teman Ilmu Manajemen angkatan 2018 yaitu Riska, Joni, Farida, Azmi, Kak Fadli, Sultan, Natan, Dwi, Dewo, Rizky, Aldo dan Akbar yang telah membantu dalam informasi seputar penulisan tesis dan teman-teman lainnya yang tidak bisa disebutkan namanya satu-persatu namun tidak mengurangi rasa hormat dan terima kasih pada kalian.

Akhir kata mohon maaf jika terjadi terdapat salah kata ataupun penulisan gelar bapak, ibu dan teman-teman di atas. Semoga tesis ini dapat bermanfaat bagi semua orang terutama bagi pihak yang membutuhkannya. Terimakasih.

Palembang, 15 Juli 2022

(Penulis)

ABSTRAK

Penetrasi pasar keuangan baik dari segi pengetahuan maupun aksesibilitas menjadi lebih luas sebagai akibat dari globalisasi ekonomi. Perkembangan keuangan ini diikuti oleh peningkatan permintaan pendanaan di pasar keuangan. Obligasi dan sukuk merupakan dua instrumen keuangan yang sangat diminati investor. Obligasi adalah jenis perjanjian kegiatan utang yang dilisensikan melalui sertifikat utang, sedangkan sukuk adalah sertifikat yang memiliki nilai yang sama dan merupakan bukti kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu seperti aset, hak manfaat, dan jasa. Penelitian ini bertujuan untuk mengidentifikasi dan menganalisis risk dan return sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, serta untuk mengetahui pengaruh ROA terhadap yield spread sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. Hasil penelitian menunjukkan bahwa return sukuk korporasi lebih besar dari return obligasi korporasi, risiko obligasi korporasi lebih besar dari risiko sukuk korporasi, terdapat perbedaan return yang signifikan antara sukuk dan obligasi korporasi, terdapat perbedaan yang signifikan risiko antara sukuk dan obligasi korporasi, dan Return on Assets yang tinggi secara signifikan menurunkan yield spread pada sukuk dan obligasi korporasi. Tingkat pengembalian sukuk korporasi yang dihitung dengan Yield to Maturity (YTM) lebih besar dibandingkan dengan tingkat pengembalian obligasi korporasi, sedangkan tingkat risiko sukuk korporasi yang dihitung dengan Value at Risk (VaR) lebih rendah dari tingkat risiko obligasi korporasi. Terdapat perbedaan return yang signifikan ketika sukuk korporasi dan obligasi korporasi diukur dengan Yield To Maturity. Tingginya Value at Risk (VAR) dan Return on Assets (ROA) menunjukkan perbedaan risiko yang besar antara sukuk korporasi dan obligasi korporasi, yang sangat mengurangi yield spread pada sukuk dan obligasi korporasi.

Kata Kunci: *Obligasi, Sukuk, Risk, Return, VAR, YTM, ROA, Yield Spread*

ABSTRACT

Financial market penetration, in terms of both knowledge and accessibility, has been becoming wider as a result of economic globalization. This financial development is followed by an increase in the demand for funding in financial markets. Bonds and sukuk are two financial instruments that are very attractive to investors. Bonds are a type of debt activity agreement that are licensed through debt certificates, while sukuk are certificates that have the same value and are proof of ownership of a project or certain investment activities such as assets, benefit rights, and services. This study aims to identify and analyze the risk and return of sukuk and corporate bonds and to determine the effect of ROA on the yield spread of sukuk and corporate bonds listed on the Indonesia Stock Exchange. The results of this study showed that corporate sukuk returns were greater than corporate bond returns while corporate bond risks were greater than corporate sukuk risks. Furthermore, there was a significant difference in returns between sukuk and corporate bonds, and there was a significant difference in risks between sukuk and corporate bonds. In addition, Return on Assets significantly reduced the yield spread on sukuk and corporate bonds. The rate of return on corporate sukuk calculated by Yield to Maturity (YTM) was greater than the rate of return on corporate bonds, while the level of risk for corporate sukuk calculated by Value at Risk (VaR) was lower than the level of risk for corporate bonds. There was a significant difference in return when corporate sukuk and corporate bonds were measured by Yield To Maturity. The high Value at Risk (VAR) and Return on Assets (ROA) indicated the large risk difference between corporate sukuk and corporate bonds resulted in greatly reducing the yield spread on sukuk and corporate bonds.

Key words: *Bond, Sukuk, Risk, Return, VAR, YTM, ROA, Yield Spread*

DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN	ii
HALAMAN PERSETUJUAN TIM PENGUJI TESIS.....	iii
BUKTI TELAH MEMPERBAIKI TESIS.....	iv
HALAMAN PERNYATAAN	v
KATA PENGANTAR.....	vi
UCAPAN TERIMAKASIH.....	viii
ABSTRAK.....	x
ABSTRACT	xi
RIWAYAT HIDUP.....	x
DAFTAR ISI.....	xi
DAFTAR TABEL	xvi
DAFTAR GAMBAR.....	xviii
DAFTAR LAMPIRAN	xix
BAB I PENDAHULUAN.....	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	12
1.3 Tujuan.....	12
1.4 Manfaat.....	13

BAB II TINJAUAN PUSTAKA	15
2.1 Landasan Teori.....	15
2.1.1 Signaling Theory	15
2.1.2 Asyetric Information Theory	16
2.1.3 Sukuk.....	18
2.1.3.1 Pengertian Sukuk	18
2.1 3.2 Landasan Sukuk.....	21
2.1.3.3 Klasifikasi Sukuk.....	22
2.1.4 Obligasi.....	24
2.1.4.1 Pengertian Obligasi	24
2.1.4.2 Karakteristik Obligasi.....	25
2.1.4.3 Jenis Obligasi	26
2.1.4.4 Peringkat Obligasi.....	28
2.1.5 Return.....	29
2.1.6 Risk.....	30
2.1.5.1 Risk Obligasi.....	31
2.1.5.2 Risk Sukuk.....	32
2.1.7 Korelasi Risk dan Return	34
2.1.8 Yield To Maturity	35
2.1.9 Value At Risk	36
2.1.10 Return on Assets.....	37
2.1.11 Yield Spread	39
2.2 Penelitian Terdahulu	40
2.3 Kerangka Pikir	52

2.4 Hipotesis.....	55
BAB III METODOLOGI PENELITIAN	56
3.1 Ruang Lingkup Penelitian	56
3.2 Rancangan Penelitian.....	56
3.3 Jenis dan Sumber Data	57
3.4 Teknik Pengumpulan Data	58
3.5 Populasi dan Sampel	58
3.6 Definisi Operasional Variabel.....	62
3.7 Metode Analisis Data	63
3.7.1 Statistik Deskriptif	63
3.7.2 Metode Delta Normal.....	63
3.7.3 Uji Normalitas.....	64
3.7.4 Uji Beda.....	65
3.7.5 Uji Independen Sample T-Test.....	65
3.7.6 Uji Mann Whitney	66
3.7.7 Uji Kruskal Walis	66
BAB IV HASIL DAN PEMBAHASAN.....	68
4.1 Hasil Penelitian.....	68
4.2 Analisis Statistik Deskriptif	69
4.2.1 Analisis Tingkat VAR Sukuk dan Obligasi Korporasi..	69
4.2.2 Analisis Tingkat YTM Sukuk dan Obligasi Korporasi .	71
4.3 Hasil Uji Statistik	73

4.3.1 Perbedaan VAR Sukuk dan Obligasi Korporasi	73
4.3.1.1 Uji Mann Whitney.....	73
4.3.1.2 Uji Independen Sample T-Test	74
4.3.2 Perbedaan YTM Sukuk dan Obligasi Korporasi	74
4.3.2.1 Uji Mann Whitney.....	75
4.3.2.2 Uji Kruskal Walis.....	75
4.3.2.3 Uji Independen Sample T-Test	76
4.3.3 Perbedaaan VAR Sukuk dan Obligasi BUMN dan VAR Sukuk dan Obligasi Non BUMN	77
4.3.4 Perbedaaan YTM Sukuk dan Obligasi BUMN dengan YTM Sukuk dan Obligasi Non BUMN	78
4.3.5 Pengaruh ROA Terhadap Yield Spread Sukuk dan Obligasi Korporasi	79
4.4 Pembahasan	81
4.4.1 Ringkasan Hasil Penelitian	81
4.4.2 Tingkat Risk pada Sukuk dan Obligasi Korporasi.....	82
4.4.3 Tingkat Return pada Sukuk dan Obligasi Korporasi	84
4.4.4 Perbedaan Risk pada Sukuk dan Obligasi Korporasi	86
4.4.5 Perbedaan Return pada Sukuk dan Obligasi Korporasi	87
4.4.6 Pengaruh ROA Terhadap Yield Spread Sukuk dan Obligasi Korporasi	88
 BAB V KESIMPULAN DAN SARAN	90
5.1 Kesimpulan	90
5.2 Saran	90

5.2.1 Bagi Perusahaan.....	90
5.2.2 Bagi Investor	91
5.2.3 Bagi Peneliti Selanjutnya.....	91
5.3 Keterbatasan Penelitian	91
5.4 Implikasi Penelitian.....	92
5.4.1 Implikasi Teoretis	92
5.4.2 Implikasi Praktis	95
5.4.2.1 Bagi Perusahaan.....	95
5.4.2.2 Bagi Investor	96
5.4.2.3 Bagi Pemerintah.....	96
DAFTAR PUSTAKA.....	98
LAMPIRAN	106

DAFTAR TABEL

Tabel 1.1 Perkembangan Obligasi dan Sukuk Korporasi di Indonesia.....	6
Tabel 2.1 Komparasi Sukuk dan Obligasi Konvensional.....	20
Tabel 2.2 Standar Peringkat Obligasi Menurut Pefindo	29
Tabel 2.3 Penelitian Terdahulu	40
Tabel 3.1 (a): Jumlah Sukuk dan Obligasi Dalam Sampel Berdasarkan Waktu Jatuh Tempo, (b): Perusahaan Menurut Sektor.....	60
Tabel 3.2 Data <i>Issuer</i> Sukuk.....	61
Tabel 3.3 Data <i>Issuer</i> Obligasi.....	62
Tabel 3.4 Definisi Operasional Variabel	62
Tabel 4.1 Hasil Uji Statistik Deskriptif VAR 95% Sukuk dan Obligasi.....	69
Tabel 4.2 Hasil Uji Statistik Deskriptif VAR 99% Sukuk dan Obligasi.....	70
Tabel 4.3 Statistik Deskriptif YTM Sukuk dan Obligasi	71
Tabel 4.4 Hasil Uji Mann Whitney VAR Sukuk dan Obligasi.....	73
Tabel 4.5 Hasil Independen Sample T-Test VAR Sukuk dan Obligasi	74
Tabel 4.6 Hasil Uji Mann Whitney YTM Sukuk dan Obligasi	75
Tabel 4.7 Kruskal Walis Test Dua Kelompok Sampel YTM Sukuk dan Obligasi	76
Tabel 4.8 Hasil Independen Sample T-Test YTM Sukuk dan Obligasi.....	77
Tabel 4.9 Hasil Independent Sample T-Test VAR Sukuk dan Obligasi BUMN dan Non BUMN.....	78

Tabel 4.10 Hasil Independent Sample T-Test YTM Sukuk dan Obligasi BUMN dan Non BUMN.....	79
Tabel 4.11 Hasil Uji Normalitas ROA terhadap Yield Spread	80
Tabel 4.12 Hasil Regresi OLS ROA Terhadap Yield Spread BUMN.....	81
Tabel 4.13 Hasil Regresi OLS ROA Terhadap Yield Spread Non BUMN....	81
Tabel 4.14 Ringkasan Hasil Penelitian.....	81

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1 Aset Keuangan Syariah Indonesia 2017-2020	3
Gambar 2.1 Korelasi Risk dan Return	34
Gambar 2.2 Kerangka Penelitian.....	54

DAFTAR LAMPIRAN

Output Hasil Penelitian Menggunakan STATA 16	106
---	------------

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Globalisasi ekonomi menyebabkan penetrasi pasar keuangan baik dalam informasi maupun aksesibilitas menjadi lebih masif tersebar-luaskan. Pada sisi lain, perkembangan keuangan ini diikuti oleh permintaan atas kebutuhan pendanaan pada pasar keuangan yang juga semakin tinggi. Diantara dua dari instrumen keuangan yang cukup diminati oleh investor adalah obligasi dan sukuk, dengan pertimbangan bahwa sampai saat ini, dua instrumen tersebut memberikan jaminan keamanan dan menjanjikan pendapatan tetap (Ni'mah et al., 2020). Lebih lanjut, dengan pertimbangan keamanan dan jaminan terhadap investor, sukuk kemudian menarik lebih banyak minat dari para investor. Hal ini setidaknya didasarkan pada *resiliensi* atau kemampuan beradaptasi dalam situasi sulit lembaga keuangan islam selama krisis keuangan (Alswaidan & Daynes, 2017).

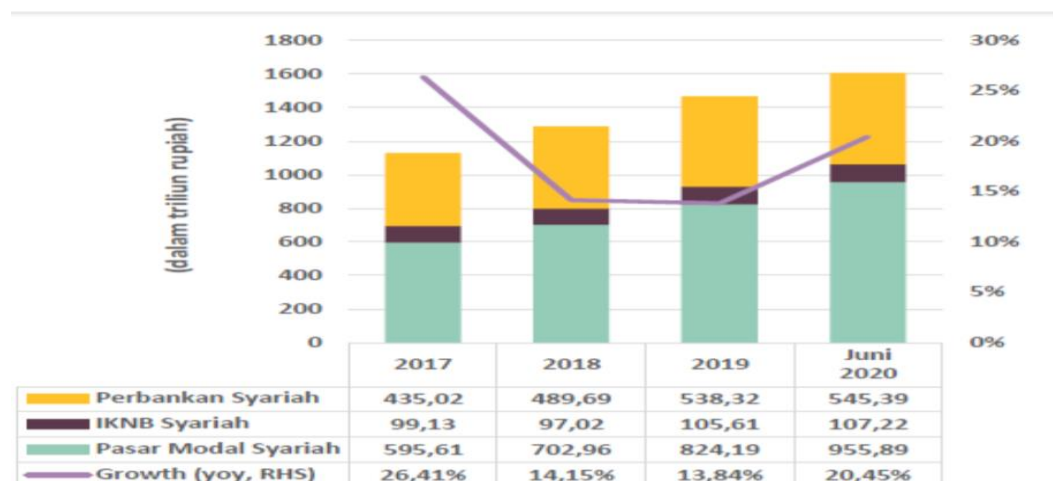
Kuangan syariah saat ini terus mengalami perkembangan yang pesat dan ekspansi secara global. Perkembangan disebabkan permintaan yang tinggi dari konsumen muslim, terutama di negara berpenduduk muslim. Penetrasi perekonomian syariah di Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim terbesar didunia sudah dimulai pada tiga dekade lalu dan terus mengalami perkembangan hingga dekade terakhir. Salah satu yang membuat tren peningkatan kepercayaan terhadap instrumen keuangan syariah adalah, sekuritas keuangan syariah secara signifikan memiliki rata-rata kualitas aset yang tinggi, dan selama

periode krisis 2008, sekuritas keuangan syariah mencatat tingkat resiko kebangkrutan yang rendah namun efisiensi biaya rendah saat dikomparasikan terhadap sekuritas konvensional (Abdelsalam et al., 2022)

Potensi keuangan syariah setidaknya memiliki kontribusi yaitu menjanjikan untuk mendorong inklusi keuangan yang lebih besar, pembiayaan yang didukung aset dan fitur berbagi risiko, serta larangan spekulasi yang dapat menimbulkan risiko sistemik yang lebih rendah dari keuangan konvensional (IMF, 2015). Fenomena tersebut yang kemudian memberikan jalan inovasi-inovasi instrumen keuangan syariah dalam ranah perbankan, pasar modal, asuransi, dan sebagainya. Namun, Instrumen keuangan syariah yang paling mendominasi, dirangkum dari IMF, (2015), adalah perbankan islam dan diikuti *islamic bonds* atau yang dikenal dengan istilah sukuk di pasar modal syariah. Dalam laporan tahunannya IIFM (*International Islamic Financial Market*) sukuk report 2021, penerbitan sukuk dunia pada tahun 2020 meski dunia dilanda pandemi Covid 19, sukuk mampu mengalami pertumbuhan yang mengesankan mencapai 41,84% atau sebesar 56,741 miliar dolar pada penerbitan sukuk jangka pendek dibanding tahun sebelumnya pada 2019 yang hanya sebesar 40,003 miliar dolar (IIFM, 2021).

Perkembangan keuangan syariah yang cukup pesat ini salah satunya terjadi di Indonesia yang didominasi oleh perkembangan dari pasar modal syariah. Perkembangan aset pasar modal syariah, semenjak 2017, sudah melampaui aset perbankan syariah, yang dapat dilihat pada Gambar 1.1. Pada Juni 2020, proporsi aset pasar modal syariah tercatat sebesar 955,89 triliun rupiah atau 59,43% dari

seluruh aset keuangan syariah. Sementara, perbankan syariah tercatat memiliki aset sebesar 545,39 triliun rupiah atau 33,91% dan institusi keuangan non bank memiliki aset sebesar 107,22 triliun rupiah atau 6,66% dari seluruh aset keuangan syariah. Hal tersebut memberikan gambaran bahwa pasar modal syariah Indonesia mengalami perkembangan dan semakin diminati. Perkembangan teknologi, menjadi salah satu variabel yang mempercepat pertumbuhan investasi berbasis syariah tersebut. Pada tahun 2019 menurut *Islamic finance country index*, Indonesia menjadi peringkat satu sebagai industri perbankan dan keuangan islam terbaik di dunia, dengan skor 81,93, dan menggeser Malaysia yang telah mendominasi sejak 2011 (Global Islamic Finance Report, 2019). Salah satu instrumen yang sangat aktif diperhatikan oleh pemerintah Indonesia saat ini adalah sukuk.



Gambar 1.1 Aset Keuangan Syariah Indonesia 2017-2020

Sumber : Otoritas Jasa Keuangan, 2020

Praktek kegiatan ekonomi keuangan konvensional selama ini, khususnya dalam kegiatan pasar modal masih mengandung unsur spekulasi. Hal ini menjadi

hambatan psikologis bagi umat Islam untuk turut aktif dalam kegiatan investasi di pasar modal. Oleh karena itu, sukuk hadir menjadi alternatif bagi umat Islam untuk biasa berperan aktif dalam investasi keuangan di pasar modal, yang didalam landasan penerbitannya menghindarkan unsur-unsur spekulasi.

Sukuk secara umum dibagi menjadi dua, yaitu sukuk yang dikeluarkan negara atau dikenal sebagai sukuk negara, dan sukuk yang dikeluarkan korporasi atau dikenal sebagai sukuk korporasi. Pemerintah turut aktif bahkan dalam pelelangan surat utang sukuk tersebut sebagai salah satu opsi pembangunan infrastruktur. Hasilnya, IIFM (2020) mencatat bahwa Indonesia mendominasi market share dari pasar sukuk negara terhadap total *market share* sukuk negara di dunia sebesar 18,15 miliar USD dengan market share 21,8%. Hal ini berarti di Indonesia sukuk negara berhasil menjadi yang paling diminati para investor sukuk global.

Walaupun sukuk korporasi juga mengalami pertumbuhan yaitu sebesar 30% dari 10,6 triliun rupiah menjadi 13,6 triliun rupiah, sukuk korporasi masih terbilang kecil untuk mendominasi pasar sukuk dan tidak optimal menunjukkan eksistensinya seperti eksistensi dari sukuk negara. Namun di sisi lain, sukuk korporasi terus bertumbuh, perlahan namun pasti, meningkat dari tahun ke tahun. Lebih lanjut, perkembangan sukuk dan obligasi korporasi di Indonesia ditunjukkan oleh Tabel 1.1.

Tabel 1.1 Perkembangan Obligasi dan Sukuk Korporasi di Indonesia

Tahun	Obligasi	Sukuk
2016	428	53
2017	519	75
2018	588	99
2019	661	144
2020	690	162

Sumber: data diolah peneliti

Berdasarkan data dari Bursa Efek Indonesia, jumlah obligasi dan sukuk korporasi yang beredar hingga 2020 selalu mengalami kenaikan dari tahun ke tahun. Namun jika dikomparasi jumlah sukuk yang diterbitkan masih jauh lebih sedikit dibanding obligasi konvensional yakni sebanyak 162 series atau sekitar 19% dari total emisi obligasi yang diterbitkan. Sementara obligasi konvensional berjumlah sebanyak 690 series atau sekitar 81%.

Fenomena yang ditemui penulis pada sukuk adalah belum tersedia informasi yang menyeluruh tentang karakteristik risiko (*risk*) dan imbal hasil (*return*) yang dihadapi perusahaan yang penerbit, sehingga sukuk masih terlihat sama seperti obligasi di mata investor. Menurut beberapa peneliti sukuk yang tumbuh cukup pesat dinilai memiliki manfaat lebih jika dibandingkan dengan obligasi konvensional. Mardam-Bey, (2007) memaparkan manfaat sukuk diantaranya: a) sukuk memiliki harga yang bersaing sejajar dengan obligasi konvensional, b) sukuk secara umum memiliki risiko yang lebih baik, dan c) sukuk tersebut dapat diperdagangkan dan sesuai dengan prinsip syariah, ditulis

dalam (Fathurahman & Fitriati, 2013). Hal senada mengenai keunggulan sukuk juga ditulis oleh Dewi *et al.*(2020) dalam penelitiannya memaparkan bahwa pasar sukuk korporasi Indonesia memiliki potensi dan prospek baik, karena peluang terdapat banyak investor yang belum memiliki pengetahuan terhadap pasar sukuk korporasi tersebut. Hal tersebut dapat menjadi bahan pertimbangan bagi investor, apakah sukuk sudah tepat menjadi pilihan dalam menyalurkan uang mereka atau tidak dibandingkan obligasi konvensional.

Fenomena lainnya adalah, meski sukuk terus mengalami pertumbuhan, untuk kasus sukuk korporasi rasio pertumbuhannya hingga saat ini hanya mencapai 16% dan sisanya adalah obligasi konvensional. Permasalahan tersebut karena penerbitan sukuk dianggap lebih sulit oleh emiten. Salah satu yang menjadi kendalanya adalah persyaratan *underlying asset*. Didalam tulisannya Abdul Rahman (1999) menjelaskan permasalahan utama keuangan syariah yang terbilang klasik bahkan sejak munculnya perbankan syariah, adalah tidak memiliki likuiditas yang cukup untuk memenuhi kesesuaian antara struktur (tanggal jatuh tempo), aset dan kewajiban. Penilaian tingkatan risiko yang dihadapi serta prospek imbal hasil masa depan (*expected return*) yang dimiliki sukuk, akan membantu investor dalam mengevaluasi sukuk dan membantu emiten dalam mencari formula proporsional (Alswaidan & Daynes, 2017). Pada akhirnya, sukuk dapat menjadi pilihan alternatif yang menarik karena kajian *risk* dan *return* dapat menjawab kekhawatiran investor.

Sukuk sebagai investasi berbasis syariah memiliki potensi untuk berkembang. Sukuk memiliki perbedaan dari segi karakteristik dibanding obligasi

konvensional dalam performa keuangan jika dipahami secara empiris. Indonesia adalah negara berpenduduk muslim terbesar di dunia, yakni 13% dari populasi muslim dunia (Pew Research Center, 2011), sehingga membuat sektor syariah sangat mudah berkembang dan beradaptasi dengan cepat. Lalu, berbagai studi empiris juga mengkaji perbedaan dan resiko dari sukuk dan obligasi konvensional untuk mendukung argumen tersebut.

Sukuk sebagai alternatif pembiayaan seharusnya dapat menjadi alternatif investasi dengan tingkat *return* yang lebih tinggi dari deposito namun dengan risiko yang rendah dibanding saham. Hampir sama dengan obligasi konvensional, sukuk termasuk instrument keuangan pendapatan tetap (*fixed income securities*) perbedaannya terdapat pada *underlying asset* yang seharusnya memberikan tingkat perlindungan lebih yang tidak ada pada sekuritas hutang konvensional. Studi empiris oleh Jubaidi, (2020) menunjukkan bahwa permintaan sukuk tersebut mengalami tren peningkatan, sedangkan obligasi konvensional justru mengalami penurunan. Namun, sama seperti obligasi konvensional, sukuk korporasi juga memerlukan sebuah penilaian seperti kemungkinan-kemungkinan risiko dalam penggambaran kelayakan penerbitnya. Sukuk dapat jatuh ke dalam gagal bayar jika peringkatnya bermigrasi secara negatif sepanjang tahun penilaian jatuh tempo (Hamid et al., 2014).

Dalam beberapa literatur telah diamati bahwa banyak masalah teoretis tentang sukuk belum terselesaikan. Godlewski *et al.*, (2013) melaporkan bahwa sukuk sebagai instrumen memiliki masalah yang belum terselesaikan dengan akar permasalahannya yakni apakah sukuk benar-benar berbeda dengan obligasi

konvensional. Wilson, (2008) berpendapat bahwa pengembalian sukuk terstruktur untuk meniru karakteristik obligasi konvensional, sementara yang lain, seperti Cakir & Raei, (2007) mencatat hasil empiris yang menunjukkan bahwa sukuk berbeda dari obligasi karena memberikan manfaat diversifikasi dalam hal pengurangan risiko ketika ditambahkan ke portofolio dari sekuritas pendapatan tetap. Lebih lanjut, Wilson, (2008) menyoroti bahwa sukuk berbeda dari obligasi konvensional dalam bahwa masalah syariah dalam sukuk memainkan peran penting karena dapat menyebabkan risiko gagal bayar.

Nasir and Farooq (2017) dengan studi kasus negara Pakistan, Alam *et al.*(2018) dan Bhuiyan *et al.*(2020) dengan studi kasus negara Malaysia, menemukan fakta bahwa terdapat perbedaan antara obligasi dan sukuk dengan nilai risiko sukuk lebih rendah dibandingkan obligasi. Sementara menurut Hassan, (2013) sukuk lebih berisiko dari pada obligasi. Senada, Saad *et al.*(2018) menemukan bahwa sukuk jangka panjang memiliki risiko lebih besar daripada obligasi konvensional dalam jangka panjang. Sementara beberapa literatur lain, malah menemukan tidak ada perbedaan signifikan antara sukuk dan obligasi konvensional baik dilihat dari sisi *risk* maupun *return* nya, seperti Astuti & Fani, (2020), Rodoni & Setiawan,(2016), Mohamed Ariff & Safari, (2012), Safari *et al.*, (2014), Mansor & Bhatti, (2011). Catatan dari Azmat *et al.*, (2017) tidak menemukan perbedaan antara sukuk dan peringkat obligasi dalam kasus pasar perusahaan tertentu dan rasio keuangan. Menurut penulis yang sama, sukuk dengan peringkat yang lebih tinggi, akan lebih terlindung dari risiko krisis keuangan global.

Alswaidan and Daynes (2017) dalam penelitiannya *return* sukuk mengungguli obligasi konvensional, sedangkan resiko sukuk ditemukan tinggi dibanding obligasi konvensional. Pada penelitian terpisah, *yield* atau hasil imbal dari sukuk adalah lebih besar dibandingkan obligasi konvensional (Fathurahman & Fitriati, 2013). Namun, studi lain juga menemukan hasil berbeda. risiko yang dimiliki sukuk lebih besar daripada obligasi konvensional (Nanaeva, 2010), dengan *yield* yang tidak lebih baik dibandingkan obligasi konvensional. Menurut Ramasamy *et al.*, (2011) mengkomparasi sukuk terhadap obligasi pemerintah dan obligasi konvensional di pasar Malaysia dalam hal sensitivitas menggunakan ukuran durasi dan konveksitas. Hasilnya menunjukkan bahwa sukuk lebih baik dalam ukuran sensitivitas saat dibandingkan obligasi konvensional. Temuan Ramasamy *et al.*, (2011) juga membenarkan sukuk kurang berisiko dibandingkan obligasi konvensional dan investor sukuk akan memperoleh tingkat imbal hasil yang lebih baik dibandingkan dengan obligasi pemerintah maupun obligasi konvensional. Kasus lain dengan sampel Indonesia menunjukkan bahwa tidak ada perbedaan antara sukuk dan obligasi konvensional (Astuti & Fani, 2020), serta sukuk dan obligasi juga memiliki sensitivitas harga yang sama (Ramasamy *et al.*, 2011).

Fatwa yang dikeluarkan oleh Usmani (2008), ketua Dewan Syariah AAOIFI yang mengemukakan kritik terhadap sukuk. Menurut Syekh Muhammad Taqi Usmani sebagian besar penerbitan sukuk mirip atau sama dengan obligasi konvensional. Sebagian besar sukuk menjanjikan *return* yang sama dengan tingkat suku bunga pasar untuk menarik lebih banyak investor. Padahal *return*

sukuk seharusnya berdasarkan kinerja aktual dari aset bukan pada tingkat bunga pasar. Menurut Nanaeva (2010) memperkirakan hasil dari aset dasar seperti yang di syaratkan syariah memang rumit pada penerbitan sukuk, sehingga diperlukan studi kelayakan penerbitan sukuk secara professional dan komprehensif dengan mempertimbangkan kondisi pasar dan risiko.

Untuk perusahaan swasta atau korporat, *relative cost* merupakan pendorong utama pertumbuhan ekonomi, sedangkan *yield spread* obligasi korporasi (yaitu, perbedaan antara sukuk/hasil obligasi korporasi dan tingkat bebas resiko dari setiap maturity) dikaitkan dengan iklim ekonomi secara umum, (Cavallo & Valenzuela, 2010). Kemudian, premi resiko berbanding terbalik dengan kesiapan menanggung resiko tercermin dari *yield spread* perusahaan (Gebka & Wohar, 2018).

Ketika investor lebih memilih untuk tidak mengambil resiko, premi resiko dapat meningkat begitu juga sebaliknya. Sementara *yield spread* korporasi cenderung berubah ke arah yang sama dengan korelasi yang erat. Untuk mengetahui faktor- faktor apa saja yang mempengaruhi *yield spread* penting untuk diketahui pelaku pasar. Salah satunya adalah *Return on Assets* (ROA) yang dimiliki perusahaan penerbit obligasi atau sukuk. Menurut Saeed et al., (2021) banyak studi menganalisa perbedaan sukuk dan obligasi, namun studi studi terdahulu tidak memberikan lebih banyak determinan penggerak *yield* yang menyebabkan emiten gagal bayar, dan juga gagal membandingkan faktor faktor yang mendasari *yield* sukuk dengan obligasi konvensional. Padahal seperti yang diketahui Sukuk memiliki struktur yang inovatif dan fleksibel sesuai dengan

prinsip-prinsip syariah sambil menghindari *Gharar*, *Maisir*, dan elemen terlarang lainnya, sehingga sukuk memiliki pola *yield spread* yang berbeda dengan obligasi konvensional (M. Saad et al., 2020). Masih menurut Saeed et al., (2021) untuk sukuk penentu utama *yield spread* adalah indikator karakter perusahaan seperti tingginya *Return on Assets* (ROA), tingginya *interest coverage ratio* dan besarnya *size* perusahaan mampu menurunkan *yield spread*. Saeed et al., (2021) juga mengatakan untuk obligasi konvensional *leverage* dan *volatility* yang berkaitan erat dengan *yield spread*.

Ada beberapa anomali dari efek ROA terhadap *yield spread*. Hal disampaikan dalam tulisan Balasubramnian & Cyree, (2014) *Return on assets* (ROA) merupakan indikator kinerja sekaligus risiko bank. Koefisien pengembalian atas aset (ROA) bisa mempunyai efek berbalik arah pada kondisi lingkungan ekonomi yang berbeda. Selama waktu normal, ROA yang lebih tinggi mengurangi *yield spread* karena bagusya kinerja dan risiko gagal bayar yang lebih rendah, tetapi selama periode krisis koefisien ROA menjadi positif yang menunjukkan kepada investor dengan menghubungkan ROA yang lebih tinggi dengan risiko yang lebih tinggi.

Fenomena perkembangan sukuk dan obligasi, serta keberagaman studi empiris masa lalu memicu penulis untuk mengkaji *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi saat ini dan menganalisa determinan *yield spread* untuk memahami risiko kredit dari sukuk dan obligasi korporasi di Indonesia.

Berdasarkan data, permasalahan dan *research gap* yang telah dipaparkan di atas, penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan judul: **ANALISIS RISK DAN RETURN PADA SUKUK DAN OBLIGASI YANG TERDAFTAR DI BURSA EFEK INDONESIA.**

Untuk menghasilkan kajian yang lebih komprehensif, kajian obligasi dan sukuk meliputi sampel 415 sampel dengan 149 sampel obligasi BUMN dan 70 sampel obligasi Non BUMN, serta sebanyak 105 sampel sukuk BUMN dan 91 sampel sukuk Non BUMN. Total jumlah sampel dalam penelitian ini adalah 415 sampel. Sementara sub bagian sampel yang memiliki *maturity* 3 tahun berjumlah 182 sampel dan *maturity* 5 tahun berjumlah 233 sampel, dengan total 415 sampel.

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian dari latar belakang yang telah dipaparkan di atas, maka dapat dirumuskan masalah penelitian sebagai berikut :

1. Bagaimana *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
2. Apakah terdapat perbedaan *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?
3. Apakah ROA mempengaruhi *yield spread* sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui dan menganalisis tingkat *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
2. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah terdapat perbedaan tingkat *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.
3. Untuk mengetahui dan menganalisis apakah ROA mempengaruhi *yield spread* sukuk dan obligasi korporasi yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia.

1.4 Manfaat Penelitian

Penelitian ini dapat memberikan manfaat bagi penulis maupun pembaca dalam menambah wawasan dan pengetahuan dari pengalaman lapangan mengenai intensitas penelitian dan pengembangan dari analisa *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi.

1.4.1 Manfaat Teoretis

Penelitian ini diharapkan dapat memberi tambahan literatur dalam beberapa hal. Hasil penelitian ini menunjukkan dukungan terhadap teori signaling dan teori asimetris informasi dalam analisa *risk* dan *return* pada sukuk dan obligasi korporasi. Aktivitas penelitian dan pengembangan dari analisa *risk* dan *return* ini memberi sinyal positif ataupun sebaliknya dan memperlihatkan adanya

asimetris informasi dari sukuk dan obligasi korporasi antara investor dan perusahaan.

1.4.2 Manfaat Praktis

a. Bagi Investor

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan informasi dan gambaran kepada para investor untuk menganalisa tingkat risiko (*risk*) dan tingkat imbal hasil (*return*) pada sukuk dan obligasi korporasi dan determinan *yield spreads* pada sukuk dan obligasi korporasi di Indonesia, sehingga investor dapat menentukan pilihan yang tepat untuk berinvestasi.

b. Bagi Perusahaan

Penelitian ini bisa digunakan sebagai bahan analisis untuk perusahaan penerbit dalam mengambil keputusan dalam penerbitan surat hutang perusahaan. Besarnya animo publik global terhadap pasar berbasis syariah, memberi peluang untuk perusahaan penerbit di Indonesia untuk lebih memberi perhatian khusus untuk mengembangkan instrument pendanaan berbasis aset seperti sukuk.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdelsalam, O., Elnahass, M., Ahmed, H., & Williams, J. (2022). Asset securitizations and bank stability: Evidence from different banking systems. *Global Finance Journal*, 51, 100551. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100551>
- Abdul Halim, Z., How, J., & Verhoeven, P. (2017). Agency costs and corporate sukuk issuance. *Pacific Basin Finance Journal*, 42, 83–95. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.014>
- Ahmed, H., Hassan, M. K., & Rayfield, B. (2018). When and why firms issue sukuk? *Managerial Finance*, 44(6), 774–786. <https://doi.org/10.1108/MF-06-2017-0207>
- Al raeai, A. M. (2018). The Role of Political Risk and Financial Development Factors on Sukuk Market Development of Gulf Cooperation Council (GCC) Countries. 10(1), 242–256. <https://doi.org/10.5296/ajfa.v10i1.13106>
- Alam, N., Bhatti, M., & Wong, J. T. F. (2018). Assessing Sukuk Defaults Using Value-at-Risk Techniques. *Managerial Finance*, 44(6), 665–687. <https://doi.org/10.1108/MF-05-2018-0218>
- Alswaidan, M. W. (2017). An Investigation of Sukuk Structure Risk. University of Portsmouth.
- Alswaidan, M. W., & Daynes, A. (2017). Understanding and evaluation of risk in Sukuk structures. 8(4), 389–405. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2015-0021>
- Anam, K., Maruddani, D. A. I., & Kartikasari, P. (2020). Pengukuran Value-at-Risk pada Portofolio Obligasi Dengan Metode Varian-Kovarian. *Jurnal Gaussian*, 9(4), 434–443.
- Ariff, M., Chazi, A., Safari, M., & Zarei, A. (2017). Significant Difference in the Yields of Sukuk Bonds versus Conventional Bonds. *Journal of Emerging Market Finance*. <https://doi.org/10.1177/0972652717712352>

- Ariff, Mohamed, & Safari, M. (2012). Are Sukuk Securities the Same as Conventional Bonds? *Afro Eurasian Studies*, 1(1), 101–125. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1783551>
- Asmuni, N. H., & Tan, K. S. (2020). Exploring the Yield Spread Between Sukuk and Conventional Bonds in Malaysia. *Journal of Emerging Market Finance*, 1–27. <https://doi.org/10.1177/0972652720969519>
- Astuti, R. Y., & Fani, A. A. B. (2020). Risk and Return of Retail Sukuk and Retail Bond in Indonesia Period 2008-2017 (Comparative Study). *AKSES: Jurnal Ekonomi Dan Bisnis*, 15(1), 32–44. <https://doi.org/10.31942/akses.v15i1.3359>
- Auronen, L. (2003). *Asymmetric Information : Theory and Applications*. 1–35.
- Azmat, S., Skully, M., & Brown, K. (2015). *SC. Pacific-Basin Finance Journal*. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.12.010>
- Balasubramnian, B., & Cyree, K. B. (2014). Has market discipline on banks improved after the Dodd-Frank Act? *Journal of Banking and Finance*, 41(1), 155–166. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.01.021>
- Balli, F., Ghassan, H., & Al, E. H. (2021). Sukuk and bond spreads. *Journal of Economics and Finance*, February. <https://doi.org/10.1007/s12197-021-09545-9>
- Barqawi, O. A. B. (2018). The Risk of Sukuk (Islamic bonds) and Conventional Bonds : Comparative Study. *Journal of Economic, Administrative and Legal Science*, 2(3), 45–69. <https://doi.org/10.26389/AJSRP. A281017>
- Bhuiyan, R. A., Puspa, M., Saiti, B., & Ghani, G. M. (2020). Comparative analysis between global sukuk and bond indices: value-at-risk approach. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 11(6), 1245–1256. <https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2018-0019>
- Brigham, E. F., & Houston, J. F. (2018). *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan* (M. Masykur (ed.); 14th ed.). Salemba Empat.
- Cakir, S., & Raei, F. (2007). Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk? IMF Working Paper, WP/07/237.

- Cavallo, E. A., & Valenzuela, P. (2010). The determinants of corporate risk in emerging markets: An option-adjusted spread analysis. *International Journal of Finance and Economics*, 15(1), 59–74. <https://doi.org/10.1002/ijfe.398>
- Copeland, T. E., Weston, J. F., & Shastri, K. (2005). *Financial Theory and Corporate Theory* (D. Clinton, D. Battisa, & D. Tokars (eds.); Fourth). Pearson Education, Inc.
- Culp, C. L., & Neves, A. M. P. (1995). Value at Risk: Uses and Abuses. *Journal of Applied Corporate Finance*, 8(3), 121–127.
- Dewi, D. M., Nugroho, L., Sukmadilaga, C., & Fitijanti, T. (2020). Tinjauan Sukuk Korporasi di Indonesia dari Perspektif Penawaran , Permintaan dan Regulasi. *Journal of Business and Economic Research*, 1(1), 11–16.
- Ericsson, J., & Renault, O. (2006). Liquidity and credit risk. *The Journal Of Finance*, LXI(5). <https://doi.org/10.1080/13504860110061013>
- Ernawati, L. (2019). Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Yield Spread Obligasi Konvensional Dan Obligasi Syariah Dengan Penerapan Ecm. *Proceedings 6th NCAB (National Conference on Applied Business)*, 6, 1–8.
- Farrell, J., & Reinhart, W. J. (1997). *Portfolio Management Theory and Application McGraw-Hill Series in Finance (second)*. Irwin McGraw-Hill.
- Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013). Comparative Analysis of Return on Sukuk and Conventional Bonds. *American Journal of Economics*, 3(3), 159–163. <https://doi.org/10.5923/j.economics.20130303.05>
- Gebka, B., & Wohar, M. E. (2018). The predictive power of the yield spread for future economic expansions: Evidence from a new approach. *Economic Modelling*, 75(February), 181–195.
- Global Islamic Finance Report. (2019). *Islamic Finance Country Index-IFCI 2019*. In *Global Islamic Finance Report 2019*.
- Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, 41(3), 745–761. <https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.02.006>
- Grassa, R., & Miniaoui, H. (2018). Corporate choice between conventional bond and Sukuk issuance evidence from GCC countries. *Research in International*

- Business and Finance,45,454–466.
<https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.179>
- Hamid, N. H. A., Zakaria, N. B., & Aziz, N. H. A. (2014). Firms' Performance and Risk with the Presence of Sukuk Rating as Default Risk. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 145, 181–188.
<https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2014.06.025>
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk risks – a structured review of theoretical research. In *Journal of Islamic Accounting and Business Research* (Vol. 10, Issue 1, pp. 35–49). Emerald Group Publishing Ltd.
<https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Hassan, K. A. (2013). Comparison between Sukuk and Conventional Bonds: Value at Risk Approach [University of Westminster]. In *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2215194>
- Hendri, Z. (2018). Can Sukuk Become a Primadonna in Indonesia? Judging from the development of sukuk in several countries. *Iqtishaduna: Jurnal Ilmiah Ekonomi Kita*, 7(2), 168–179.
- Husnan, S., & Pujiastuti, E. (2015). Husnan, S. dan E. Pudjiastuti. 2004. *Dasar-Dasar Manajemen Keuangan*. Edisi Keempat. Cetakan Pertama. UPP STIM YKPN. Yogyakarta. In UPP STIM YKPN (Keempat).
- IIFM. (2021). *IIFM Sukuk Report 2021* (Issue November).
- IMF. (2015). *Islamic Finance: Opportunities, Challenges, and Policy Options*. Staff Discussion Notes, 15(5), 1. <https://doi.org/10.5089/9781498325035.006>
- Investment, J. (2009). *Annual Report*.
- Jamaldeen, F. (2012). *Islamic Finance for Dummies*. John Wiley&Sons.
- Jubaidi. (2020). Analisis Perbandingan Tingkat Permintaan Obligasi. *Research Journal of Accounting and Business Management (RJABM)*, 4(2), 183–195.
- Kasmir. (2014). *Analisis Laporan Keuangan*, Edisi Satu, Cetakan Ketujuh. Jakarta: Raja Grafindo Persada. Title: Vol. Edisi satu (satu, Issue Cetakan Ketujuh). Raja Grafindo Persada.
- Klein, P., & Weill, L. (2016). Review of Financial Economics Why do companies issue sukuk ? *Review of Financial Economics*.

<https://doi.org/10.1016/j.rfe.2016.05.003>

- Koch, M. (2015). Sukuk Vs Conventional Bonds : A study into the performance of Islamic Bonds. Unpublished Tesis.
- Kostandyan, B. (2018). Comparative Analysis of Sukuk and Conventional Bonds Based on the Value-At-Risk Model. *SSRN Electronic Journal*, 1–15. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2786096>
- Liu, B., & Skully, M. (2005). The determinants of mortgage yield spread differentials: Securitization. *Journal of Multinational Financial Management*, 15(4-5 SPEC. ISS.), 314–333. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2005.04.003>
- Maghyereh, A. I., & Awartani, B. (2016). Dynamic transmissions between Sukuk and bond markets. *Research in International Business and Finance*, 38, 246–261. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.016>
- Mansor, F., & Bhatti, M. I. (2011). Risk and Return Analysis on Performance of the Islamic mutual funds : Evidence from Malaysia * Mansor & Bhatti. 4(1), 19–31.
- Manurung, A. H. (2012). Teori Informasi Asimetris. Teori Investasi: Konsep Dan Empiris.
- Mardam-Bey, I. (2007). Sukuk, an emerging asset class. Siraj Capital.(Presentation).
<http://www.iefpedia.com/english/wp-content/uploads/2009/10/SUKUK-an-Emerging-Asset-Class.pdf>
- Mohd Saad, N., Haniff, M. N., & Ali, N. (2020). Corporate governance mechanisms with conventional bonds and Sukuk' yield spreads. *Pacific Basin Finance Journal*, 62(September 2018),101116. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.02.001>
- Mosaid, F. El, & Boutti, R. (2014). Sukuk and Bond Performance in Malaysia. *International Journal of Economics and Finance*, 6(2), 226–234. <https://doi.org/10.5539/ijef.v6n2p226>
- Nagano, M. (2017). Sukuk issuance and information asymmetry : Why do firms issue sukuk ? *Pacific - Basin Finance Journal*.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.005>

- Naifar, N., Hammoudeh, S., & Al dohaiman, M. S. (2016). Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 44, 148–165.
<https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.003>
- Nanaeva, Z. K. (2010). How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds. In British University in Dubai. The British University in Dubai.
- Nanaeva, Z. K., & Pandey, D. (2010). How risky sukuk are: comparative analysis of risks associated with sukuk and conventional bonds. *Faculty of Business, MSc in Fin(May)*, 63.
- Nasir, A., & Farooq, U. (2017). Analysis of value at risk of Sukuk and conventional bonds in Pakistan. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 375–388. <https://doi.org/10.1108/JIABR-01-2014-0004>
- Ni'mah, A., Laila, N., Rusmita, S. A., & Cahyono, E. F. (2020). Determinants of Corporate Bond and Sukuk Ratings in Indonesia. *Journal of Islamic Monetary and Finance*, 6(3), 689–712.
<https://doi.org/10.4324/9781003049814-14>
- Obligasi, S. D. A. N., & Ijtihadi, A. F. (2010). Analisis Pengukuran Value-At-Risk Pada Portofolio. Tesis.
- Otoritas Jasa Keuangan. (2020). Snapshot Perbankan Syariah Indonesia Juni 2020. Otoritas Jasa Keuangan, 1–6.
<https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/berita-dan-kegiatan/publikasi/Pages/Snapshot-Perbankan-Syariah-Juni-2020.aspx>
- Paltrinieri, A., Hassan, M. K., Bahoo, S., & Khan, A. (2020). A bibliometric review of sukuk literature. *International Review of Economics and Finance*.
<https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004>
- Pew Research Center. (2011). The future of the global Muslim population. *Projections for 2010-2030. Population Space and Place*, 13(1), 1–221.
- Pirgaip, B., Arslan-Ayaydin, Ö., & Karan, M. B. (2021). Do Sukuk provide diversification benefits to conventional bond investors? Evidence from

- Turkey. *Global Finance Journal*, 50(April), 100533.
<https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100533>
- Ramasamy, R., Munisamy, S., & Helmi, M. H. M. (2011). Relative Risk Of Islamic Sukuk Over Government And Conventional Bonds. *Global Journal of Management and Business Research*, 11(6), 1–9.
- Rodoni, A., & Setiawan, A. (2016). Risk and Return: Bonds and Sukuk in Indonesia. *Al-Iqtishad: Journal of Islamic Economics*, 8(2), 255–270.
<https://doi.org/10.15408/aiq.v8i2.3159>
- Ross, S. A., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2010). *Corporate Finance* (B. Gordon (ed.); Ninth). McGraw-Hill Irwin.
- Saad, M., Noriza, Haniff, M. N., & Ali, N. (2020). Corporate governance mechanisms with conventional bonds and Sukuk' yield spreads. *Pacific Basin Finance Journal*, 62(September 2018), 101116.
<https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.02.001>
- Saad, N. M., Haniff, M. N., & Ali, N. (2018). Long term conventional bonds versus long term sukuk issuances and their determinants in Malaysia. *International Journal of Business and Management*, 2(2), 17–25.
<https://doi.org/10.26666/rmp.ijbm.2018.2.3>
- Saeed, M., Elnahass, M., Izzeldin, M., & Tsionas, M. (2021). Yield spread determinants of sukuk and conventional bonds. *Economic Modelling*, 105(September), 105664. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105664>
- Safari, M., Ariff, M., & Mohamad, S. (2014). Sukuk Securities and Conventional Bonds . In *Sukuk Securities* . <https://doi.org/10.1002/9781119029236.ch7>
- Shafeq Shalhoob, H. (2018). Determinants of Sukuk (Islamic Bonds) Yields, 48(3), 587–623. <https://doi.org/10.21608/jsec.2018.39418>
- Shalhoob, H. . (2016). A Comparative Analysis of Risk-return Charaterics Between Sukuk (Islamic Bonds) and Conventional Bonds. Robert Gordon University.
- Tandelilin, E. (2017). *Pasar Modal Manajemen Portofolio dan Investasi*. PT. Kanisius.

- Tariq, A. A., & Dar, H. (2007). Risks of Sukuk Structures: Implications for Resource Mobilization. *Thunderbird International Business Review*, 49(2), 203–223. <https://doi.org/10.1002/tie>
- Utami, S. A., & Rohmana, Y. (2020). Does Profitability, Firm Size, and Macroeconomic Variable Affect Yield To Maturity of Corporate Sukuk? *The International Journal of Business Review (The Jobs Review)*, 2(2), 75–86. <https://doi.org/10.17509/tjr.v2i2.20921>
- Wilson, R. (2008). Islamic Capital Markets : The Role of Sukuk Incompatibility of Conventional Financial Market Instruments with Shariah Asset-Backed Sukuk. 1–4.
- Wirch, J. L. (1997). Value-at-Risk for Risk Portfolios. *Actuarial Research Clearing House*, 1, 259–266.