

Implikasi Penerbitan Sukuk terhadap Kinerja Keuangan dan Kesejahteraan Karyawan (Studi pada Bank Muamalat Indonesia)

Miftahul Hasanah

Dosen Universitas Muhammadiyah Jember

Diunggah 27 Mei 2018 / Direvisi 24 Juni 2018/ Diterima 30 Juni 2018

Abstract: Nowadays, Islamic financial concept has been comprehensively accepted in the world as an alternative market for sharia compliance. As an Islamic financial instrument, sukuk has become a part of world financial system which crossing the culture, religion, and state. In Indonesia, Bank Muamalat Indonesia (BMI) is the first Islamic banking institution that issued sukuk in 2003 with emission Rp 200 billion. Then, in 2008 with emission in the amount Rp 314 billion and in 2012 with emission Rp 700 billion. This study aims to empirically test whether there is implication between issuance of sukuk (X) toward the financial performance (Y_1) and employee's well-being (Y_2) at the BMI. This study uses secondary data with the time series data based on financial statement of BMI during 2000-2014. The analyzis performed by Structural Equation Model (SEM) and the hypotesis test was done with the software of Smart Partial Least Square (PLS) Version 3.

Keywords: Sukuk, Financial Performance, Employee's Well-Being.

Korespondensi: Miftahul Hasanah
Alamat: Universitas Muhammadiyah Jember
Email: anamiftahulhasanah@gmail.com

PENDAHULUAN

Sukuk merupakan kelembagaan keuangan Islam lintas budaya, agama, dan negara yang kini menjadi bagian dari sistem keuangan dunia. Sukuk tidak hanya digunakan oleh negara-negara muslim, tetapi juga telah diadopsi dan diterapkan oleh negara-negara non muslim. Muhammad Ayub menyebutkan bahwa sukuk kini memiliki posisi krusial diantara instrumen-instrumen pasar modal islami untuk pendanaan dan mengelola likuiditas dengan profitabilitas, untuk tujuan pendidikan, perumahan yang terjangkau, sektor kesehatan, lingkungan, maupun pembiayaan bagi usaha mikro kecil menengah (UMKM)¹. Menurut Khairunnisa Musari, sukuk merupakan alternatif yang lebih baik daripada berutang karena antara lain mengandung unsur kerjasama investasi, berbagi risiko dan keterlibatan aset (proyek) riil yang juga mendasari penerbitan sukuk².

Sebagai negara dengan jumlah penduduk mayoritas Muslim, Indonesia memiliki kesempatan menjadi pasar sukuk terbesar di dunia. Rodney Wilson menyebutkan pasar sukuk Indonesia pada 2010 sudah mampu memperkecil angka ketertinggalan dari Malaysia yang dulunya hanya sekitar 5% dari total keseluruhan sukuk di Malaysia atau setara rata-rata US\$ 5,455 juta menjadi US\$ 65.6 juta³.

Di Indonesia, sukuk pertama kali diterbitkan oleh PT Indosat Tbk pada 2002. Sukuk diterbitkan untuk menjangkau dana investasi syariah sebesar Rp 175 miliar dengan menggunakan akad *mudharabah* guna membiayai ekspansi bisnis perusahaan. Setelah itu, penerbitan sukuk diikuti oleh perusahaan lainnya seperti PT Adhi Karya, PT Berlian Laju Tanker Tbk, PT Adira Dinamika Multi Finance, Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT Aneka Gas Industri, termasuk oleh PT Bank Syariah Muamalat Indonesia (BMI). Secara kumulatif, jumlah sukuk korporasi yang pernah diterbitkan hingga 13 Agustus 2014 sebanyak 65 emiten dengan total nilai emisi mencapai Rp 12.294,4 miliar.

Kehadiran pasar modal berbasis integrasi produk syariah di Indonesia memberi harapan bagi industri perbankan syariah dalam mengoptimalkan penggunaan sumber dana yang tersedia sesuai dengan prinsip syariah sembari menjaga keseimbangan antara likuiditas dan tingkat keuntungan. Selain itu, kehadiran produk syariah di pasar modal Indonesia juga membuka peluang berinvestasi bagi masyarakat yang ingin berinvestasi pada produk syariah.⁴

Tabel 1 menunjukkan jumlah emisi dan *outstanding* sukuk pada Statistik Pasar Modal Indonesia sepanjang 2002-2015. Per Agustus 2015, dari 41 jumlah sukuk yang masih beredar, enam diantaranya adalah sukuk yang diterbitkan oleh bank. Hal tersebut tentu beralasan karena bank harus menjaga likuiditas dalam rangka menjaga kepercayaan masyarakat. Untuk itu, bank harus menggunakan semua perangkat operasionalnya untuk menjaga kepercayaan masyarakat. Salah satu perangkat penting dalam menopang kepercayaan adalah permodalan yang memadai. Modal merupakan faktor yang amat penting bagi perkembangan bank sekaligus berfungsi sebagai penjaga kepercayaan masyarakat.⁵

¹ Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance A-Z Keuangan Syariah* (Jakarta: Gramedia Pustaka Utama: 2009), 594.

² Khairunnisa Musari, "Analysis of The Influence of Issuance of Sovereign Sukuk to The Autonomy of State Financial and Well-Being of Society in Bahrain and Indonesia", *Australian Journal of Islamic Banking & Finance (AJIBF)* 2 (June, 2013a), 32.

³ Rodney Wilson, *Overview of Sukuk Markets and Latest Development* (UK: Durham University, 2011), 27.

⁴ Andri Soemitra, *Masa Depan Pasar Modal Syariah Indonesia* (Jakarta: Prenada Media Group, 2014), 1.

⁵ Zainul Arifin, *Dasar-Dasar Manajemen Bank Syariah* (Jakarta: Azkia Publisher, 2009), 158.

Tabel 1
Jumlah Total Nilai dan Jumlah Emisi Sukuk
dan Sukuk *Outstanding*

Tahun	Emisi Sukuk		<i>Outstanding</i> Sukuk	
	Total Nilai (Rp Miliar)	Jumlah Sukuk	Total Nilai (Rp Miliar)	Jumlah Sukuk
2002	175,0	1	175,0	1
2003	740,0	6	740,0	6
2004	1.424,0	13	1.394,0	13
2005	2.009,0	16	1.979,0	16
2006	2.282,0	17	2.179,4	17
2007	3.174,0	21	3.029,4	20
2008	5.498,0	29	4.958,4	24
2009	7.015,0	43	5.621,4	30
2010	7.815,0	47	6.121,0	32
2011	7.915,4	48	5.876,0	31
2012	9.790,4	54	6.883,0	32
2013	11.994,4	64	7.553,0	36
2014	12.956,4	71	7.105,0	35
2015 Januari	12.956,4	71	7.105,0	35
2015 Februari	12.956,4	71	7.078,0	34
2015 Maret	12.956,4	71	7.078,0	34
2015 April	13.517,4	72	7.678,0	35
2015 Mei	13.579,4	73	13.579,4	36
2015 Juni	14.483,4	80	8.444,0	42
2015 Juli	14.483,0	80	8.284,0	41
2015 Agustus	14.483,4	80	8.284,0	41

Sumber: Statistik Pasar Modal Syariah (OJK, berbagai tahun)

Secara teoretis, penerbitan sukuk dapat membantu bank meningkatkan *capital adequacy ratio* (CAR)⁶. Hal ini pula yang menjadi alasan diterbitkannya sukuk *mudharabah* oleh BMI. Pada Juli 2012, BMI kembali menerbitkan sukuk sebesar Rp 800 miliar dan menggenapi permintaan pada Maret 2013 dengan tambahan Rp 700 miliar dengan bagi hasil 9,6% setelah sebelumnya pada Juni 2008 telah menerbitkan sukuk *mudharabah* senilai Rp 314 miliar dengan jangka waktu 10 tahun.

Sepanjang 2015, total emisi obligasi dan sukuk yang sudah tercatat sebanyak 22 emisi dari 20 emiten senilai Rp 24,11 triliun. Angka ini menggenapi total emisi obligasi dan sukuk yang tercatat di BEI sejumlah 268 emisi dengan nilai nominal *outstanding* sebesar Rp 232,13 triliun dan USD 100 juta yang diterbitkan oleh 104 emiten. Dengan demikian, Surat Berharga Negara (SBN) yang tercatat di Bursa Efek Indonesia (BEI) menjadi berjumlah 94 seri dengan nilai nominal Rp 1.332,93 triliun.

BMI adalah lembaga perbankan syariah pertama di Indonesia yang sekaligus juga menjadi lembaga perbankan syariah pertama yang menerbitkan sukuk, yaitu pada tahun 2003 dengan jumlah emisi sukuk sebesar Rp 200 miliar dengan nama Sukuk *Mudharabah*

⁶ Ibid., 159.

Subordinasi I yang telah jatuh tempo pada tahun 2008⁷. Sukuk Subordinasi *Mudharabah* II diterbitkan pada tahun 2008 senilai Rp 314 miliar. Pada Juni 2012, BMI kembali menerbitkan sukuk dengan akad *mudharabah* senilai Rp 800 miliar dengan nama Sukuk Subordinasi *Mudharabah* Berkelanjutan I Tahap I dengan jangka waktu 10 tahun dengan kupon sebesar 8,16%. Kemudian pada Maret 2013, BMI menggenapi permintaan sukuk dengan menerbitkan kembali Sukuk Subordinasi *Mudharabah* Berkelanjutan I Tahap II dengan nilai emisi sebesar Rp 700 miliar dengan kupon sebesar 7,65% dan jatuh tempo pada Maret 2023. Tabel 2 menunjukkan data sukuk yang diterbitkan oleh BMI sepanjang tahun 2000-2014.

Tabel 2
Data Sukuk BMI

No.	Nama	Tahun	Jumlah Emisi Sukuk
1	Sukuk <i>Mudharabah</i> Sub Ordinasi I	2003-2008	Rp 200 miliar
2	Sukuk <i>Mudharabah</i> Sub Ordinasi II	2008-2018	Rp 314 miliar
3	Sukuk <i>Mudharabah</i> Sub Ordinasi Berkelanjutan I	2012-2022	Rp 700 miliar
4	Sukuk <i>Mudharabah</i> Sub Ordinasi Berkelanjutan II	2013-2023	Rp 800 miliar

Sumber: Ikhtisar Keuangan BMI 2014

Berdasarkan latar belakang dan judul yang telah diuraikan, maka studi ini ingin menganalisis: (1) Implikasi penerbitan sukuk korporasi terhadap kinerja keuangan BMI; (2) Implikasi kinerja keuangan terhadap kesejahteraan karyawan BMI; (3) Implikasi penerbitan sukuk korporasi terhadap kesejahteraan karyawan BMI.

TINJAUAN PUSTAKA

a. Konsep Sukuk

Di Indonesia, pada awalnya sukuk lebih dikenal dengan istilah obligasi syariah. Penggunaan istilah sukuk semula hanya populer dikalangan akademisi. Namun, sejak adanya peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM) Nomor IX.13.A mengenai Penerbitan Efek Syariah dan ditetapkannya Undang-Undang (UU) Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara, istilah sukuk menjadi lebih sering digunakan.

Sukuk adalah akar kata dari bahasa Arab *صك*, jamaknya *صكوك*, yang berarti “memukul atau membentur”, dan bisa juga bermakna “pencetakan atau menempa” sehingga kalau dikatakan “*sakkan nukud*” bermakna “pencetakan atau penempahan uang”⁸. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 disebutkan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka 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

⁷ Ikhtisar Keuangan Bank Muamalat Indonesia, 2014, 17.

⁸ Nazarudin Abdul Wahid, *Sukuk Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah* (Jakarta: Arruz Media, 2010), 92.

jatuh tempo⁹. Menurut *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIF), sukuk merupakan sertifikat yang menempatkan kegunaan hak memiliki dengan nilai sama sebagai *share* dan *right* dalam aset berwujud (*tangible asset*), manfaat (*usufruct*), dan jasa (*service*) atau suatu kewajaran dari proyek atau investasi tertentu.

Tabel 3
Karakteristik Umum Sukuk

Karakter	Keterangan
Dapat diperdagangkan (<i>Tradable</i>)	Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari aset yang jelas, manfaat aset, atau kegiatan bisnis, dan dapat diperdagangkan menurut harga pasar (<i>market price</i>)
Dapat diperingkat (<i>Rateable</i>)	Sukuk dapat diperingkat oleh Agen Pemberi Peringkat, baik regional maupun Internasional.
Dapat ditambah (<i>Enhanceable</i>)	Sebagai tambahan terhadap aset yang mendasarinya (<i>underlying asset</i>) atau aktivitas bisnis, sukuk dapat dijamin dalam dengan jaminan (<i>collateral</i>) lain berdasarkan prinsip syariah.
Fleksibilitas hukum (<i>Legal Flexibility</i>)	Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global dengan perlakuan pajak yang berbeda.
Dapat ditebus (<i>Redemable</i>)	Struktur pada sukuk memungkinkan untuk dapat ditebus.

Sumber: Adam (2006) dalam Jarkasih dan Rusydiana (2009: 3)

Meskipun sukuk dinilai memiliki banyak kemiripan dengan obligasi, namun sukuk bukanlah obligasi. Secara definisi dan filosofi, sukuk berbeda dengan surat utang. Tabel 4 menunjukkan perbedaan sukuk dan obligasi.

Tabel 4
Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Karakteristik	Obligasi Konvensional	Obligasi Syariah
Sifat kepemilikan	Surat utang	Investasi
Sumber pendapatan	Nilai utang	Income
Pembayaran pendapatan	Tetap	Variabel dan tetap
Risiko	Bebas risiko	Tidak bebas risiko
<i>Underlying asset</i>	Tidak ada	Ada
Penggunaan sukuk	Bebas	Sesuai syariah
Investor	Konvensional	Islami, Konvensional
Harga	<i>Market Price</i>	<i>Market Price</i>
Penghasilan	Bunga/kupon, <i>Capital gain</i>	Imbalan, Bagi hasil, <i>Margin</i>
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, Korporasi
Pihak terkait	Obligor/ <i>Issuer</i> , Investor	Obligor, SPV, Investor, <i>Trustee</i>

Sumber: Datuk (2014: 8)

⁹ Sofiniyah Gufron, *Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah Konsep Dasar Obligasi Syariah* (Jakarta: Renaisan, 2005), 17.

b. Konsep Kinerja Keuangan Bank Syariah

Istilah kinerja atau *performance*, merupakan hasil atau *output* dari suatu proses¹⁰. Kinerja keuangan merupakan gambaran kondisi keuangan perusahaan pada suatu periode tertentu menyangkut aspek penghimpunan dana maupun penyaluran dana, yang biasanya diukur dengan indikator kecukupan modal, likuiditas, dan profitabilitas.¹¹

Kinerja keuangan perusahaan pada dasarnya diperlukan sebagai alat ukur untuk mengukur *financial health* yang dapat dilihat dari laporan keuangan yang diterbitkan oleh bank secara resmi dan diaudit. Gambaran kinerja suatu bank pada umumnya tercermin dalam laporan keuangan. Laporan keuangan bertujuan untuk menyediakan informasi yang bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan dalam pengambilan keputusan ekonomi yang rasional (PAPSI, 2003), seperti:

1. *Shahibul maal*/pemilik dana;
2. Pihak-pihak yang memanfaatkan dan menerima penyaluran dana;
3. Pembayar zakat, infak, dan sedekah;
4. Pemegang saham;
5. Otoritas pengawasan;
6. Bank Indonesia;
7. Pemerintah;
8. Lembaga Penjamin Simpanan (LPS);
9. Masyarakat.¹²

Adapun informasi yang disajikan oleh laporan keuangan adalah berupa indikator kinerja dan kesehatan yang akan digunakan oleh pengambil keputusan. Tabel 5 menunjukkan sejumlah indikator kinerja dan kesehatan bank syariah.

Tabel 5
Indikator Kinerja dan Kesehatan Bank Syariah

No.	Indikator	Komponen
1	Struktur Modal	Rasio modal total terhadap dana/simpanan pihak ketiga.
2	Likuiditas	Rasio dana lancar terhadap dana/simpanan pihak ketiga. Rasio total pembiayaan terhadap DPK.
3	Efisiensi	Rasio total pembiayaan terhadap pendapatan operasional. Rasio nilai inventaris terhadap total modal.
4	Rentabilitas	Rasio laba bersih terhadap total aset (harta), rasio laba bersih terhadap total modal
5	Aktiva Produktif	Rasio total pembiayaan bermasalah terhadap total pembiayaan yang diberikan

Sumber: Muhamad (2014: 114)

¹⁰ Malayu SP Hasibuan, *Manajemen Sumber Daya Manusia* (Jakarta: Bumi Aksara, 2001), 71.

¹¹ Isbandi Rukminto Adi, *Psikologi, Pekerjaan Sosial, dan Ilmu Kesejahteraan Sosial* (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 1994), 241.

¹² Muhamad, *Manajemen Dana Bank Syariah* (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2014), 242.

c. Konsep Kesejahteraan Karyawan

Kesejahteraan berasal dari kata dasar sejahtera yang berarti aman sentosa dan makmur; selamat (terlepas dari segala macam gangguan, kesukaran, dan sebagainya). Kesejahteraan berarti hal atau keadaan sejahtera; keamanan, keselamatan, ketenteraman, kesenangan hidup, dan sebagainya; kemakmuran¹³. Dalam definisi lain, Hasibuan (2003) dalam Rukminto Adi menjelaskan pengertian kesejahteraan adalah balas jasa lengkap (materi dan non materi yang diberikan oleh pihak perusahaan berdasarkan kebijaksanaan. Sedangkan menurut Pemerintah Republik Indonesia merujuk UU Nomor 11 Tahun 2011 mendefinisikan kesejahteraan sosial adalah kondisi terpenuhinya kebutuhan material, spiritual, dan sosial warga negara agar dapat hidup layak dan mampu mengembangkan diri sehingga dapat melaksanakan fungsi sosialnya.¹⁴

Dalam perspektif ekonomi Islam, kesejahteraan digambarkan dalam firman Allah QS. Thaha [20]: 118-119 yang artinya, “*Sesungguhnya engkau tidak akan kelaparan di sini (surga), tidak pula akan telanjang, dan sesungguhnya engkau tidak akan merasakan dahaga maupun kepanasan*”. Ayat tersebut menjelaskan bahwa pangan, sandang, dan papan yang diistilahkan dengan tidak lapar, dahaga, telanjang, dan kepanasan semuanya telah terpenuhi di surga. Terpenuhinya kebutuhan ini merupakan unsur pertama dan utama kesejahteraan sosial.

Menurut Al-Ghazali dalam Karim¹⁵, kesejahteraan (*masalahah*) tergantung kepada pencarian dan pemeliharaan lima tujuan dasar yang menitik beratkan pada kesejahteraan dunia dan akhirat (*masalahat al-din wa al-dunya*), yaitu: Agama (*al-dien*), hidup atau jiwa (*nafs*), keluarga atau keturunan (*nasl*), harta atau kekayaan (*maal*), dan intelektual atau akal pikiran (*aql*). Sedangkan pengertian karyawan adalah orang yang bekerja pada suatu lembaga (kantor, perusahaan, dan sebagainya) dengan mendapat gaji (upah); pegawai; pekerja.¹⁶ Menurut Hasibuan¹⁷, karyawan adalah setiap orang yang bekerja dengan menjual tenaganya (fisik dan pikiran) kepada suatu perusahaan dan memperoleh jasa yang sesuai dengan perjanjian.

METODE PENELITIAN

Berdasarkan gambaran dari judul, latar belakang, rumusan masalah dan kajian pustaka, kerangka konseptual dari penelitian ini adalah sebagaimana ditunjukkan oleh Gambar 1. Kerangka konseptual dalam penelitian ini memiliki fungsi untuk menjelaskan bagaimana keseluruhan proses berpikir yang dilakukan. Al-Quran dan As-Sunnah memiliki posisi paling penting sebagai pedoman penelitian, kemudian diintegrasikan dengan metode penelitian kualitatif dan kuantitatif menjadi *mixed methods* dengan dua variabel konstruk, yaitu sukuk korporasi sebagai variabel eksogen dan kinerja keuangan dan kesejahteraan karyawan sebagai variabel endogen. Model kuantitatif pada penelitian ini menggunakan model indikator reflektif.

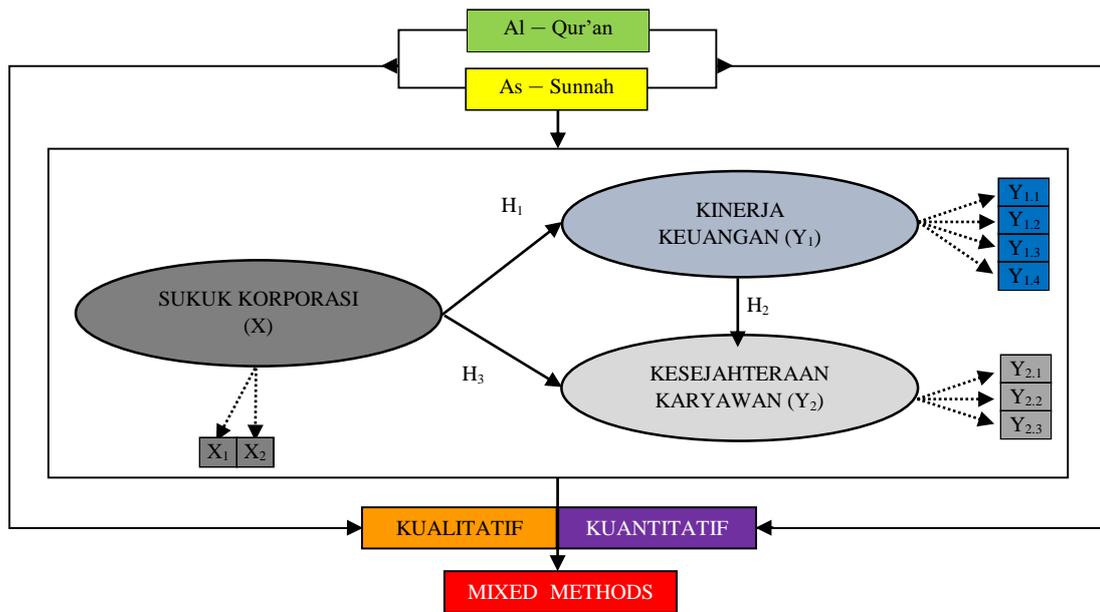
¹³ Soni Sumarsono, *Ekonomi Manajemen Sumberdaya Manusia dan Ketenagakerjaan* (Yogyakarta: Graha Ilmu, 2003), 45.

¹⁴ Isbandi Rukminto Adi, *Psikologi, Pekerjaan Sosial, dan Ilmu Kesejahteraan Sosial* (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 1994), 43.

¹⁵ Adiwarmar Karim, *Ekonomi Mikro Islami* (Jakarta: PT Raja Grafindo Persada, 2007), 88.

¹⁶ Pius Partanto, *Kamus Ilmiah Populer* (Surabaya: Arkola, 1994), 311.

¹⁷ Malayu SP Hasibuan, *Manajemen Sumber Daya Manusia* (Jakarta: Bumi Aksara, 2001), 117.



Gambar 1
Kerangka Konseptual

Keterangan:

Variabel Konstruk

X = Sukuk Korporasi

Y = Kinerja Keuangan

Y₂ Kesejahteraan Karyawan

Indikator

X₁ = Total Emisi Sukuk

X₂ = FDR (*Financing to Deposit Rasio*)

Y₁ = CAR (*Capital Adequacy Ratio*)

Y₂ = ROA (*Return on Assets*)

Y₃ = ROE (*Return On Equity*)

Y₄ = NIM (*Net Income Margin*)

Y_{2.1} = Jumlah Rekening Nasabah

Y_{2.2} = Jumlah Kantor Pelayanan

Y_{2.3} = Jumlah Karyawan

HASIL DAN PEMBAHASAN

a. Pendekatan dan Jenis Penelitian

Penelitian ini disusun menggunakan metode penelitian gabungan. Menurut Creswell (2008) dalam Trijono¹⁸, penelitian gabungan merupakan *mixed methods*, yakni gabungan antara metode penelitian kualitatif dan metode kuantitatif. *Mixed methods* menghasilkan fakta yang lebih komprehensif dalam meneliti masalah penelitian karena peneliti memiliki kebebasan untuk menggunakan semua alat pengumpul data sesuai dengan jenis data yang dibutuhkan. *Mixed methods* mengadopsi sebuah strategi penelitian dengan menggunakan lebih dari satu jenis metode¹⁹. Menurut Onwuegbuzie & Tiddlie

¹⁸ Rachmat Trijono, *Metode Penelitian Kuantitatif* (Jakarta: Papas Sinar Sinanti, 2015), 17.

¹⁹ Julia Brannen, *Mixed Method Research: A Discussion Paper* (London: Institute of Education University of London, 1992), 4.

(2003) dalam Trijono²⁰, proses analisis data dalam penelitian *mixed methods* terdiri dari tujuh tahapan: reduksi data (*data reduction*), tayangan data (*data display*), transformasi data (*data transformation*), korelasi data (*data correlation*), komparasi data (*data comparison*), dan integrasi data (*data integration*).

Jenis *mixed methods* yang digunakan dalam penelitian ini adalah jenis pertama dari tiga jenis metode gabungan yang ada. Komponen kuantitatif pada penelitian ini lebih dominan dan komponen kualitatif sebagai pendukung atau kuan > kual dan peneliti memposisikan diri sebagai peneliti dengan pendekatan kuantitatif.²¹ Data kuantitatif diperoleh dari laporan keuangan BMI tahun 2006 hingga 2014 serta data Statistik Perbankan Syariah dan Statistik Pasar Modal Syariah yang dipublikasi oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK). Gabungan metode kuantitatif dan kualitatif bertujuan tidak hanya mengungkap keberagaman peristiwa yang diperoleh melalui observasi di lapangan, tetapi juga mengkonfirmasi variabel-variabel dan menggeneralisirnya pada populasi.

Sebagai tambahan, penelitian ini tidak hanya menggabungkan metode kuantitatif dan kualitatif saja, namun juga diperkuat dengan analisis *kasyif* sebagai identitas bahwa penelitian ini merupakan studi ekonomi Islam. Analisis *kasyif* melekat pada setiap penelitian ekonomi Islam karena memuat dimensi Tauhid. Zadjuli (2009) menyatakan bahwa analisis *kasyif* adalah proses analisis yang bertujuan untuk memperoleh sebuah kesimpulan berdasarkan perintah Allah.

Analisis data pada penelitian ini menggunakan *Structural Equation Model* (SEM) berbasis varian atau *Partial Least Square* (PLS). Berdasarkan hasil uji *bootstrapping* yang telah dilakukan, maka diperoleh hasil sebagaimana ditunjukkan Tabel 6. Berdasarkan hasil uji *bootstrapping* yang telah dilakukan, maka diperoleh *Path Coefficients* yang digunakan untuk menguji hipotesis.

Tabel 6
Hasil Path Coefficients

Hubungan Variabel	<i>Original Sample</i>	<i>Sample Mean</i>	<i>Std Deviasi</i>	<i>T Statistic</i>	<i>P Value</i>
Sukuk → Kinerja	-0,494	-0,446	0,393	1,255	0,210
Kinerja → Kesejahteraan	-0,035	-0,032	0,043	0,798	0,425
Sukuk → Kesejahteraan	0,975	0,979	0,034	28,572	0,000

Sumber: Hasil olah data dengan SmartPLS 3

Tabel diatas menunjukkan bahwa implikasi sukuk terhadap kinerja keuangan adalah tidak signifikan dengan $T_{Statistik}$ sebesar 1,255, lebih kecil dari nilai T_{Tabel} yaitu 1,96. Nilai *original sample* menunjukkan hasil negatif, yaitu nilai -0,494. Dengan demikian, H_0 diterima dengan notasi "sukuk tidak berimplikasi terhadap kinerja keuangan" dan H_a ditolak dengan notasi "sukuk berimplikasi terhadap kinerja keuangan".

Hubungan antara kinerja keuangan dengan kesejahteraan karyawan adalah tidak signifikan dengan nilai $T_{Statistik}$ sebesar 0,798 lebih kecil dari nilai T_{Tabel} yaitu 1,96. Nilai *original sample* adalah negatif yaitu sebesar -0,035 yang menunjukkan bahwa arah hubungan kinerja keuangan dengan kesejahteraan karyawan adalah negatif. Dengan demikian, H_0 dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa "kinerja keuangan tidak berimplikasi terhadap kesejahteraan karyawan" dapat diterima.

²⁰ Rachmat Trijono, *Metode Penelitian Kuantitatif*, 17.

²¹ Julia Brannen, *Mixed Method Research: A Discussion Paper*, 19.

Kemudian, hubungan antara sukuk dengan kesejahteraan karyawan adalah signifikan dengan nilai $T_{Statistik}$ sebesar 28,572 lebih besar dari nilai T_{Tabel} yaitu 1,96. Nilai *original sample* adalah positif yaitu sebesar 0,975 yang menunjukkan bahwa arah hubungan sukuk dengan kesejahteraan adalah positif. Dengan demikian, H_a dalam penelitian ini yang menyatakan bahwa “sukuk berimplikasi terhadap kesejahteraan karyawan” dapat diterima.

Berdasarkan penjelasan diatas, dapat disimpulkan bahwa variabel yang dipengaruhi oleh sukuk adalah kesejahteraan karyawan.

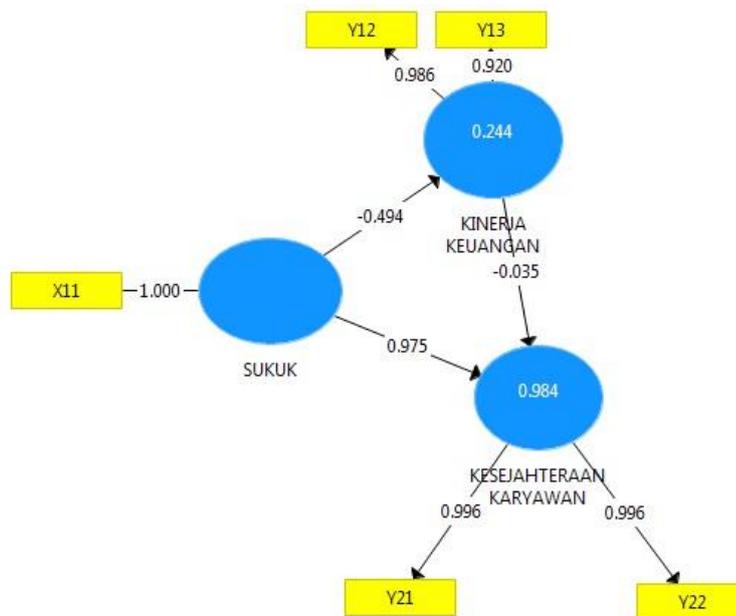
1. Algoritma PLS

Algoritma PLS ditunjukkan oleh Gambar 2 dengan nilai *predictive-relevance* (Q^2) sebesar 98,8% yang diperoleh dari:

$$Q^2 = 1 - (1 - 0,984)(1 - 0,244)$$

$$Q^2 = 1 - (0,016)(0,756)$$

$$Q^2 = 0,98,8\% = 98,8\%$$



Gambar 2
Algoritma PLS

Sumber: Hasil olah data dengan SmartPLS 3

Berikutnya, berdasarkan hasil uji *bootstrapping* yang telah dilakukan dapat diketahui hasil uji hipotesis. Tabel 7 menunjukkan hipotesis pertama yaitu Implikasi Penerbitan Sukuk Terhadap Kinerja Keuangan hasilnya adalah tidak berpengaruh karena T_{Hitung} sebesar 1,255 dan T_{Tabel} dan Implikasi Kinerja Keuangan Terhadap Kesejahteraan Karyawan adalah tidak berpengaruh dengan nilai T_{Hitung} sebesar 0,798 dan T_{Tabel} sebesar -0,035. Sedangkan Implikasi Sukuk Terhadap Kesejahteraan Karyawan berpengaruh positif adalah T_{Hitung} 28,572 dan T_{Tabel} sebesar 0,975.

Tabel 7
Path Coeficients Pada Variabel

Antar Variabel	Original Sample (0)	T Statistics (0/STERR)	Hasil
Kinerja Keuangan → Kesejahteraan Karyawan	-0,035	0,798	Tidak Berpengaruh
Sukuk → Kesejahteraan Karyawan	0,975	28,572	Berpengaruh Positif
Sukuk → Kinerja Keuangan	-0,494	1,255	Tidak Berpengaruh

Sumber: Hasil olah data dengan SmartPLS 3

Penerbitan Sukuk Terhadap Kinerja Keuangan

Uji hipotesis pertama pada penelitian ini adalah hubungan sukuk terhadap kinerja keuangan yang negatif. Hal ini ditunjukkan oleh *path coeficients* dengan nilai *original sample* sebesar -0,494 dan $T_{\text{statistik}}$ sebesar 1,255. Hal ini dapat diartikan bahwa bila penerbitan sukuk meningkat, maka variabel kinerja keuangan menurun. Hal ini dapat dijelaskan bahwa jumlah sukuk yang diterbitkan tahun 2003 relatif kecil, yaitu hanya 6,04% dari total aset yang dimiliki oleh BMI yang sebesar Rp 3.308,68 miliar atau masih jauh jika dibandingkan dengan jumlah DPK pada periode yang sama yang sebesar 75,8%. Tahun 2008, persentase sukuk hanya 2,06% dari total aset dengan nilai DPK sebesar 66,3%. Kemudian, tahun 2012 sebesar 1,78% dari seluruh aset BMI. Tahun 2013 sebesar 1,49% dengan DPK sebesar 77,8%. Persentase sukuk terhadap total aset BMI dan DPK ditunjukkan oleh Tabel 8 berikut ini.

Tabel 8
Persentase Sukuk terhadap DPK dari Total Aset BMI

Tahun	Sukuk (%)	DPK (%)
2003	6,04%	75,8%
2008	2,06%	66,3%
2012	1,78%	77,8%
2013	1,49%	77,8%

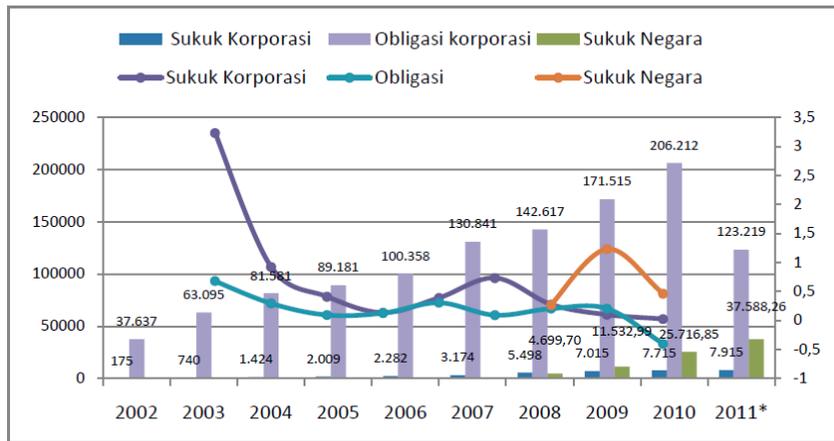
Sumber: Ikhtisar keuangan BMI tahun 2006 & 2014

Selanjutnya, setelah dilakukan uji validitas dan reliabilitas, maka indikator FDR dari variabel penerbitan sukuk yang tereliminasi dan menyisakan indikator pembiayaan. Nilai *R-Square* sukuk terhadap kinerja keuangan adalah 0,244 yang berarti kinerja keuangan dapat dijelaskan oleh variabel penerbitan sukuk hanya sebesar 24,4%. Pada uji terhadap indikator dari variabel sukuk (X), diperoleh hasil yaitu indikator pembiayaan ($X_{1.1}$) yang signifikan, sedangkan indikator dari kinerja keuangan (Y_1) adalah $Y_{1.2}$ (ROA) dengan $T_{\text{statistik}}$ sebesar 3,721 dan Y_{13} (ROE) sebesar 3,404.

Achsien (2004) dalam Ascarya menjelaskan banyak tantangan yang dihadapi dalam pengembangan sukuk di Indonesia. Diantaranya adalah kurangnya sosialisasi terhadap

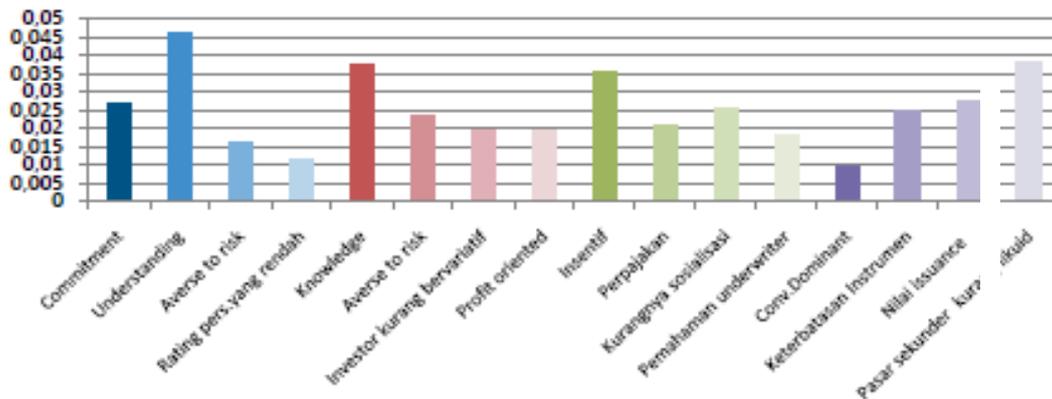
investor, *opportunity cost*, aspek likuiditas, sampai regulasi dan perundang-undangan.²² Selain itu, Ascarya juga menjelaskan beberapa faktor lain penyebab kurang berkembangnya sukuk korporasi yaitu kurangnya kemampuan dan pemahaman SDM/profesi penunjang, keterbatasan instrumen yang diperdagangkan, serta kurangnya pemahaman dari korporasi/emiten.

Nilu Dewi menyebutkan bahwa terdapat perbedaan pada perkembangan sukuk korporasi dibanding dengan sukuk negara dan obligasi. Gambar 3 menunjukkan perkembangan total nilai emisi sukuk korporasi dibanding sukuk negara dan obligasi.²³



Gambar 3
Perkembangan Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi, Sukuk Negara, dan Obligasi

Meskipun dalam jumlah penerbitan maupun nilai emisi sukuk korporasi selalu mengalami kenaikan, namun pertumbuhannya belum sebesar obligasi, apalagi sukuk negara. Sukuk negara sebagai salah satu instrumen keuangan syariah dapat mengalami pertumbuhan hingga 46% (Dewi, 2011: 3).



Gambar 4
Uraian Problem Perkembangan Sukuk BMI

²² Ascarya. "The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward", *Occasional Papers* No. OP/10/02, 2010.

²³ Nilu Dewi, "Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi Indonesia Menggunakan Analytic Network Process", *TAZKIA Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, Agustus-Desember, 155.

Gambar 4 menguraikan berbagai elemen masalah dalam perkembangan sukuk korporasi di Indonesia. Jika diperingkat, maka urutan permasalahan sukuk korporasi adalah: (1) kurangnya pemahaman (*lack of understanding*) dari emiten; (2) Kurangnya pengetahuan (*lack of knowledge*) dari investor; (3) Insentif (penunjang); (d) Pasar sekunder kurang likuid.²⁴ Adapun yang dimaksud likuid adalah kondisi dimana aset yang dijadikan *underlying transaction* dapat diperdagangkan sehingga aset tersebut berpotensi menghasilkan *return* dan sekaligus jaminan apabila terjadi persoalan antara *issuer* dan investor.²⁵

Kinerja Karyawan Terhadap Kesejahteraan Karyawan

Uji hipotesis kedua pada penelitian ini adalah hubungan kinerja keuangan terhadap kesejahteraan karyawan dengan nilai T_{hitung} sebesar 0,798 yang menunjukkan hasil negatif. Artinya, apabila variabel sukuk meningkat maka variabel kesejahteraan karyawan menurun. Kesejahteraan karyawan merupakan hal yang sangat diperhatikan oleh BMI, baik dengan pemberian berupa finansial maupun non finansial. Seperti yang digambarkan dalam firman Allah QS. Thaha [20]: 118-119, "*Sesungguhnya engkau tidak akan kelaparan di sini (surga), tidak pula akan telanjang, dan sesungguhnya engkau tidak akan merasakan dahaga maupun kepanasan*".

Dari ayat tersebut, jelas bahwa pangan, sandang, dan papan yang diistilahkan dengan tidak lapar, dahaga, telanjang, dan kepanasan semuanya telah terpenuhi di sana. Terpenuhinya kebutuhan ini merupakan unsur pertama dan utama kesejahteraan sosial. Kesejahteraan karyawan tidak hanya dipengaruhi oleh baik atau tidaknya kinerja keuangan dari BMI, namun juga mengacu pada Upah Minimum Regional (UMR) pada masing-masing daerah kantor layanan BMI. Selain itu, produktifitas karyawan dan senioritas juga menjadi bahan pertimbangan dengan logika bahwa semakin baik kinerja karyawan dan semakin lama masa kerja karyawan maka pengalaman kerjanya semakin banyak. Indikator dari kinerja keuangan (Y_1) adalah $Y_{1.2}$ (ROA) dengan $T_{statistik}$ sebesar 3,721 dan $Y_{1.3}$ (ROE) sebesar 3,404 yang dinyatakan valid dan reliabel pada uji validitas dan reliabilitas sedangkan indikator dari kesejahteraan karyawan adalah jumlah kantor layanan ($Y_{2.1}$) sebesar 308,452 dan ($Y_{2.2}$) sebesar 320,047.

Dalam proses penerbitan hingga jatuh tempo, BMI melakukan pencatatan yang terperinci agar pemegang sukuk dapat mengetahui laporan berupa bagi hasil yang diperoleh sesuai dengan akad yang telah disepakati sebelumnya. Yang menjadi dasar pelaksanaan pencatatan tersebut sesuai dengan akuntansi Islam, seperti dalam QS. Al Baqarah [2]: 282, "*Wahai orang-orang yang beriman, apabila kamu melakukan hutang piutang untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu menuliskannya. Dan hendaklah seorang penulis diantara kamu menuliskannya sebagaimana Allah telah mengajarkan kepadanya, maka hendaklah dia menuliskan.*" Melalui ayat ini, Allah mengajarkan perlunya kegiatan tulis-menulis pada setiap transaksi, khususnya pada transaksi yang dilakukan tidak secara tunai seperti sukuk. Tujuannya adalah untuk menghindari adanya kecurangan sebagaimana disebutkan dalam QS. Al-Maidah (5): 1, "*Wahai orang-orang yang beriman, penuhilah janji-janji itu...*"

Implikasi Sukuk Terhadap Kesejahteraan Karyawan

Uji hipotesis ketiga pada penelitian ini adalah hubungan sukuk berimplikasi terhadap kesejahteraan karyawan dan hipotesis tersebut diterima dengan nilai T_{hitung} sebesar 28,572 yang menunjukkan hasil positif, artinya berimplikasi dan apabila penerbitan sukuk meningkat maka kesejahteraan karyawan meningkat pula. Meskipun

²⁴ Ascarya. "The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward".

²⁵ Khairunnisa Musari, "Menanti Sukuk Ritel Yang Produktif", *Bisnis Indonesia*, 4 Februari 2011, 11.

nominal sukuk yang terkumpul kedalam aset BMI kecil, namun hal tersebut mempengaruhi kesejahteraan karyawan namun tidak secara keseluruhan, hanya karyawan yang mengurus bagian tersebut sebagai insentif atas respon positif masyarakat terhadap sukuk dan bersifat periodik, artinya hanya pada saat sukuk tersebut diterbitkan. Indikator dari sukuk adalah X_{11} (pembiayaan) yang dinyatakan valid dan reliabel pada uji validitas dan reliabilitas sedangkan indikator dari kesejahteraan karyawan adalah jumlah kantor layanan (Y_{21}) sebesar 308,452 dan Y_{22} 320,047.

Sukuk memiliki peran bagi kesejahteraan karyawan BMI, baik dari aspek finansial maupun aspek non finansial. Kesejahteraan tersebut dilihat dari bagaimana kualitas pekerjaan dari karyawan tersebut. Firman Allah dalam QS. At-Taubah [9]: 105, "*Dan katakanlah, bekerjalah kamu, maka Allah akan melihat pekerjaanmu, begitu juga Rasul-Nya dan orang-orang mukmin, dan kamu akan dikembalikan kepada (Allah) Yang Mengetahui yang gaib dan yang nyata, lalu diberitakan-Nya kepada kamu apa yang telah kamu kerjakan.*"

Dana yang diperoleh dari sukuk, dialokasikan untuk menambah jumlah aset yang dimiliki oleh BMI, dengan jumlah aset yang tinggi maka BMI dapat meningkatkan pelayanan perbankan syariah terhadap masyarakat. Hasil interview dilapangan menyebutkan bahwa *fee based income* yang diperoleh dari penerbitan sukuk memiliki dampak terhadap kesejahteraan karyawan BMI sebagai insentif bagi karyawan yang diberi tanggung jawab. Insentif tersebut bersifat periodik, mengingat penerbitan sukuk tidak dilakukan setiap tahun seperti layaknya instrumen keuangan lainnya.

Peran Sukuk BMI Terhadap Industri Keuangan Syariah Nasional

Pada tahun 2002, Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) mengeluarkan Fatwa Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Sebagai tindak lanjut atas fatwa tersebut, pada Oktober 2002, PT Indosat Tbk. mengeluarkan obligasi syariah pertama kali di pasar modal Indonesia dengan tingkat imbal hasil 16,75%. Imbal hasil ini cukup tinggi dibanding rata-rata *return* obligasi konvensional. Dalam perkembangannya, BMI kemudian menjadi lembaga keuangan syariah pertama yang menerbitkan sukuk, dengan waktu penerbitan terbanyak. Sukuk BMI telah ikut meramaikan pasar modal syariah meski masih jauh dari jumlah emisi sukuk negara dan obligasi. Lembaga keuangan syariah lain yang juga menerbitkan sukuk setelah BMI yaitu Bank Syariah Mandiri (BSM) pada Oktober 2003 dan Bank Negara Indonesia (BNI) Syariah pada Mei 2015.

Pada akhir tahun 2009, telah ada 23 perusahaan yang menerbitkan sukuk di Indonesia. Total emisi hingga pertengahan 2009 mencapai lima triliun rupiah lebih (\$ 500 juta), masih dibawah Malaysia yang pada pertengahan 2007 telah membukukan total emisi RM 111,5 miliar (US\$33 miliar). Dalam penelitian yang dilakukan oleh Ascarya dan Yumanita²⁶, permasalahan sukuk di Indonesia antara lain: (1) Komitmen pemerintah dalam pengembangan sistem keuangan Islam di Indonesia masih sangat minim. Sudah saatnya pemerintah memberikan dukungan dan komitmennya terutama pada level-level strategis, untuk mengakselerasi dan memberikan arah yang jelas dalam pengembangan sistem keuangan Islam; (2) Kerangka hukum yang mewadahi sistem keuangan Islam masih sangat minim, sehingga para pelaku pasar masih merasa gamang dan memilih menunggu (*wait and see*) kepastian dari pemerintah; (3) Belum adanya instrumen syariah yang dikeluarkan pemerintah yang diperlukan sebagai dasar kebijakan dan *benchmark* bagi

²⁶ Ascarya dan Diana Yumanita, "Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Markets in Malaysia and Indonesia", dalam *IRTI-MI International Conference on Islamic Capital Markets: Products, Regulation, and Practices - with relevance to Banking and Finance* di Sultan Hotel, Jakarta, Indonesia, 27-29 Agustus 2007.

institusi keuangan syariah. Oleh karenanya, penerbitan instrumen keuangan syariah negara seperti sukuk, *Islamic Treasury Bills*, dan instrumen syariah dari bank sentral lainnya, menjadi prioritas selanjutnya; (4) Pengembangan SDM ekonomi syariah yang belum tergarap dengan baik. Ascarya juga menyebutkan beberapa masalah yang menyebabkan lambatnya perkembangan sukuk di Indonesia serta solusi yang dihasilkan sebagaimana ditunjukkan Tabel 9.²⁷

Tabel 9
Problem dan Solusi Perkembangan Sukuk

ASPEK	ASCARYA ²⁸	HASIL PENELITIAN
Masalah	<ol style="list-style-type: none"> 1. Kurangnya pemahaman dari korporasi/ emiten; 2. Kurangnya kemampuan dan pemahaman SDM/profesi penunjang; 3. Keterbatasan instrumen yang diperdagangkan. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. <i>Lack of understanding</i> dari korporasi/ emiten; 2. Insentif (penunjang); 3. Likuiditas pasar sekunder.
Solusi	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dukungan aktif pemerintah; 2. Mengembangkan variasi struktur sukuk untuk berbagai sumber pembiayaan, infrastruktur, ekspansi bisnis, dsb. 3. Mengembangkan sukuk global. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Sosialisasi intensif (fundamental); 2. Pengembangan inovasi produk (teknikal); 3. Pemberian insentif (teknikal).

KESIMPULAN

Hasil analisis data dengan menggunakan PLS menunjukkan bahwa hubungan sukuk terhadap kinerja keuangan adalah tidak signifikan dengan $T_{\text{Statistik}}$ sebesar 1,255 lebih kecil dari nilai T_{Tabel} 1,96. Nilai *original sample* menunjukkan hasil negatif sebesar -0,494. Dengan demikian, H_0 diterima atau H_a ditolak yang berarti sukuk berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kinerja keuangan. Hal ini diperkirakan karena nominal sukuk yang diterbitkan tahun 2003 relatif kecil, yaitu hanya 6,04% dari total aset yang dimiliki oleh BMI sebesar Rp 3.308,68 miliar dan jauh di bawah jumlah DPK pada tahun yang sama yang sebesar 75,8%. Tahun 2008, persentase sukuk meningkat hanya menjadi 2,06% dari total aset dengan DPK sebesar 66,3%. Kemudian tahun 2012 sebesar 1,78% dari seluruh aset BMI dan tahun 2013 sebesar 1,49% dengan DPK sebesar 77,8%

Hubungan antara kinerja keuangan dengan kesejahteraan karyawan adalah tidak signifikan dengan nilai $T_{\text{Statistik}}$ sebesar 0,798 lebih kecil dari nilai T_{Tabel} yaitu 1,96. Nilai *original sample* adalah negatif yaitu sebesar -0,035 yang menunjukkan bahwa arah hubungan negatif antara kinerja keuangan dengan kesejahteraan karyawan. Kesejahteraan karyawan tidak hanya dipengaruhi oleh baik atau tidaknya kinerja keuangan dari BMI, namun juga mengacu pada Upah Minimum Regional (UMR) pada masing-masing daerah kantor layanan BMI. Selain itu, kinerja karyawan dan senioritas juga menjadi bahan pertimbangan dengan rasionalisasi bahwa semakin baik kinerja karyawan dan semakin lama masa kerja karyawan maka pengalaman kerjanya semakin banyak. Dengan demikian,

²⁷ Ascarya. "The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward".

²⁸ Ibid.

H_0 diterima atau H_a ditolak yang berarti bahwa kinerja keuangan berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap kesejahteraan karyawan.

Hubungan antara sukuk dengan kesejahteraan karyawan adalah signifikan dengan nilai $T_{\text{Statistik}}$ sebesar 28,572 lebih besar dari nilai T_{Tabel} yang sebesar 1,96. Nilai *original sample* adalah positif yaitu sebesar 0,975 yang menunjukkan bahwa arah hubungan sukuk dengan kesejahteraan adalah positif. Meskipun nominal sukuk yang terkumpul dalam aset BMI kecil, namun hal tersebut mempengaruhi kesejahteraan karyawan meski tidak secara keseluruhan. Dengan demikian, H_0 ditolak atau H_a diterima berarti sukuk berpengaruh positif signifikan terhadap kesejahteraan karyawan. Hal ini juga sekaligus menunjukkan bahwa variabel yang dipengaruhi oleh sukuk adalah kesejahteraan karyawan.

DAFTAR PUSTAKA

BUKU/JURNAL/PROCEEDING/PAPER/ARTIKEL.

- Abdillah, Willy & Jogiyanto. 2015. *Partial Least Square alternatif Structural Equation Model (SEM) dalam Penelitian Bisnis*. Yogyakarta: Penerbit Andi.
- Abdul Wahid, Nazarudin. 2010. *Sukuk Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*. Jakarta: Arruz Media.
- Adi, Isbandi Rukminto. 1994. *Psikologi, Pekerjaan Sosial, dan Ilmu Kesejahteraan Sosial*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Arifin, Zainul. 2009. *Dasar-Dasar Manajemen Bank Syariah*. Jakarta: Azkia Publisher.
- Ascarya. "The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward", *Occasional Papers* No. OP/10/02, 2010.
- Ascarya dan Diana Yumanita. 2007. "Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Markets in Malaysia and Indonesia", *IRTI-MI International Conference on Islamic Capital Markets: Products, Regulation, and Practices - with relevance to Banking and Finance* at Sultan Hotel, Jakarta, Indonesia, August 27-29.
- Ayub, Muhammad. 2009. *Understanding Islamic Finance A-Z Keuangan Syariah*. Jakarta: Gramedia Pustaka Utama.
- Brannen, Julia. 1992. *Mixed Method Research: A Discussion Paper*. London: Institute of Education University of London.
- Datuk, Bahril. 2014. "Sukuk Dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah untuk Pertumbuhan Ekonomi", *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, Vol 14 (1), Maret.
- Dewi, Nila. 2011. "Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi Indonesia Menggunakan Analytic Network Process", *TAZKIA Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6, No. 2, Agustus-Desember. Hlm. 138-167.
- Ghozali, Imam. 2014. *Structural Equation Modeling Metode Alternatif dengan PLS Edisi 4*. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Gufron, Sofiniyah. 2005. *Briefcase Book Edukasi Profesional Syariah Konsep Dasar Obligasi Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Hasibuan, Malayu SP. 2001. *Manajemen Sumber Daya Manusia*. Jakarta: Bumi Aksara.

- Iqbal, Zamir dan Abbas Mirakhor. 2008. *Pengantar Keuangan Islam Teori & Praktik*. Jakarta: Kencana.
- Jarkasih, Muhamad dan Aam Slamet Rusydiana. 2009. "Perkembangan Pasar Sukuk: Perbandingan Indonesia, Malaysia, dan Dunia", *Jurnal Bisnis dan Ekonomi ANTISIPASI*, Vol. 1, No 2, Desember. Yogyakarta: Universitas Sanata Dharma.
- Karim, Adiwarmarman. 2007. *Ekonomi Mikro Islami*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- Kasmir. 2013. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Jakarta: Raja Grafindo Persada.
- Muhamad. 2014. *Manajemen Dana Bank Syariah*. Jakarta: PT Raja Grafindo Persada.
- Musari, Khairunnisa. 2013a. Analysis Of The Influence Of Issuance Of Sovereign Sukuk To The Autonomy Of State Financial And Well-Being of Society In Bahrain And Indonesia. *Australian Journal of Islamic Banking & Finance (AJIBF)* Volume 2, No. 1, June. Australian Centre for Islamic Financial Studies (ACIFS), Brisbane, Australia.
- Musari, Khairunnisa. 2013b. Analysis Of The Difference Between Before and After The Issuance of Sovereign Sukuk To The Financial Of State and Well-Being of Society in Bahrain, Malaysia, and Indonesia. *International SAMANM Journal of Finance and Accounting (ISJFA)* Volume 1, No. 2, July. SAMANM Group of Research Publication, Lahore, Pakistan.
- Musari, Khairunnisa. 2015. *Sukuk for Microfinance through Linkage Program: Case Study in Indonesia*. A paper was presented at The 10th International Conference on Islamic Economics and Finance (ICIEF) held by Islamic Research and Training Institute Islamic Development Bank (IRTI-IDB) and Qatar Foundation at Hamad bin Khalifa University, Doha, Qatar. 23-23 March.
- Partanto, Pius. 1994. *Kamus Ilmiah Populer*. Surabaya: Arkola.
- Soemitra, Andri. 2014. *Masa Depan Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta: Prenada Media Group.
- Sugiyono. 2009. *Metode Penelitian Kuantitatif Kualitatif dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sumarsono, Soni. 2003. *Ekonomi Manajemen Sumberdaya Manusia dan Ketenagakerjaan*. Yogyakarta: Graha Ilmu.
- Trijono, Rachmat. 2015. *Metode Penelitian Kuantitatif*. Jakarta: Papas Sinar Sinanti.
- Wahid, Nazarudin Abdul. 2010. *Sukuk Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*. Jakarta: Arruz Media.
- Widarjono, Agus. 2015. *Analisis Multivariat Terapan Edisi II*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.
- Wilson, Rodney. 2011. *Overview of Sukuk Markets and Latest Development*. UK: Durham University.

KORAN/MAJALAH

- Ismal, Rifki & Khairunnisa Musari. 2009. *Menggagas Sukuk sebagai Instrumen Fiskal dan Moneter*. *Bisnis Indonesia*. 1 April
- Musari, Khairunnisa. 2011. *Menanti Sukuk Ritel yang Produktif*. *Bisnis Indonesia*. 4 Februari.

WEBSITE/BLOG

Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Hutang, *Mengenal Sukuk Instrumen Investasi Berbasis Syariah* (diakses 12 September 2015)

Depkeu. *Mengenal Sukuk*, diakses 8 September 2015.

Majalah Online My Sharing, diakses 25 Oktober 2015.

Syariah Finance.Com, diakses 15 Agustus 2015

PT. Kustodian Sentral Efek Indonesia, *Isin Code Sukuk* diakses 08/08/2015.

Liputan6.com diakses 22 September 2015

Kbbi.web.id. terbit diakses 14 September 2015

Kementrian Keuangan Republik Indonesia, *Sukuk Negara Ritel: Instrumen Investasi Masyarakat Indonesia, 23 September 2014*, Diakses 08/09/2015.

www.muamalatbank.co.id

www.pusatis.com