**PENINGKATAN SUMBER PENDANAAN**

**BANK UMUM SYARIAH MELALUI PENERBITAN SUKUK**

**(Manfaat, Biaya, Peluang, dan Risiko)**

**Ida Syafrida, Ansori**

Jurusan Akuntansi Politeknik Negeri Jakarta

# Abstrak

*Penelitian ini bertujuan mengidentifikasi sejumlah faktor yang mendasari Bank Umum Syariah (BUS) dalam meningkatkan kapasitas sumber pendanaan. Pedoman Roadmap Perbankan Syariah 2015-2019 menyebutkan tantangan perbankan syariah diantaranya permodalan kecil serta skala industri dan individual bank terbatas. Terkait permodalan s.d. Desember 2016, dari 13 BUS baru 1 BUS masuk kategori BUKU 3 (modal Rp.5-30 triliun). Dalam hal jaringan, bank syariah hanya memiliki 2.201 unit kantor, jauh jika dibandingkan bank konvensional (32.730 unit kantor). Dengan demikian penghimpunan simpanan dana masyarakat di bank syariah menjadi lebih terbatas. Ini mengindikasikan bahwa perbankan syariah juga menghadapi tantangan sumber pendanaan. Terbatasnya sumber dana menyebabkan peran intermediasi tidak dapat dijalankan secara optimal. Perbankan syariah dapat meningkatkan sumber pendanaan salah satu solusinya dengan menerbitkan sukuk. Dalam penerbitan sukuk perlu dipertimbangankan faktor manfaat, peluang, biaya dan risiko sehingga dapat dirumuskan strategi peningkatan pendanaan yang tepat. Sub-faktor manfaat penerbitan sukuk: sumber dana ekspansi usaha dan permodalan; market profiling dan benchmark syariah; multi akad, kupon, dan periode; peningkatan likuiditas, efisiensi, dan profitabilitas. Sub-faktor peluang: minimnya jumlah emiten; permintaan investor berlebih; dukungan kuat regulator; luasnya basis investor. Sub-faktor biaya: biaya modal; biaya utang; biaya penjaminan; biaya emisi. Sub-faktor risiko: risiko gagal bayar; risiko kepatuhan syariah; risiko tingkat suku bunga; risiko kehilangan aset.*

**Kata Kunci**: *sumber pendanaan, BUS, sukuk, pendekatan BOCR*

# PENDAHULUAN

Industri jasa keuangan syariah di Indonesia mengalami pertumbuhan yang cukup signifikan sehingga Indonesia diprediksi akan menjadi salah satu negara yang menjadi *global player* dalam industri keuangan syariah di dunia. Reuters dan Standar (2014) mengeluarkan laporan *State of the Global Islamic Economy Report* 2014-2015, bahwa Indonesia menempati urutan ke -10 dalam pengembangan industri keuangan syariah dunia. Dari sisi investasi, UNCTAD (2015) menerbitkan laporan *Markets Investment* *Report* 2015, yang menempatkan Indonesia masuk ke dalam posisi tiga besar setelah Malaysia dan Uni Emirat Arab namun Indonesia memiliki potensi pertumbuhan yang lebih baik dengan memiliki populasi penduduk dan pertumbuhan produk domestik bruto (PDB) yang lebih tinggi dibandingkan dengan Malaysia dan Uni Emirat Arab.

Dari keseluruhan industri keuangan syariah, perbankan syariah merupakan industri yang paling berkembang. Hingga akhir Desember 2016, total aset perbankan syariah di Indonesia mencapai Rp 373,92 trilliun dengan jaringan perbankan yang terdiri dari 13 Bank Umum Syariah (BUS), 21 Unit Usaha Syariah (UUS) dan 166 Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (BPRS). Apabila dilihat pada periode 2012 hingga 2016, aset perbankan syariah dapat tumbuh dengan rata-rata mcncapai 18.35%, lebih baik dibandingkan dengan total perbankan yang hanya mencapai 13.87%. Begitupun dengan peranan intermediasi perbankan syariah, secara empiris lebih baik dibandingkan dengan total perbankan, dengan rata-rata FDR sebesar 95.98%. Peranan intermediasi ini sangat penting karena perbankan syariah dapat berperan sebagai *commercial banking* maupun *investment banking* yang dapat menggerakkan sektor ekonomi riil dan produktif.

Otoritas Jasa Keuangan (2015), dalam Pedoman Roadmap Perbankan Syariah 2015-2019, dijelaskan bahwa perbankan syariah mengalami sejumlah tantangan diantaranya adalah permodalan bank syariah yang masih kecil, efisiensi yang rendah, serta skala industri dan individual bank yang masih terbatas. Hal ini juga diungkapkan pula oleh Syafrida dan Indianik (2016) yang meneliti perlambatan pertumbuhan bank syariah. Hingga akhir Desember 2016, dari 13 BUS yang ada hanya 1 BUS yang sudah masuk dalam kategori BUKU 3 (Modal inti antara Rp. 5-Rp. 30 triliun), yaitu Bank Syariah Mandiri. Sisanya 6 BUS masuk kategori BUKU 2 (Modal inti Rp. 1-Rp. 5 triliun) dan 5 BUS masuk kategori BUKU 1 (Modal Inti Rp. 100 miliar-Rp. 1 triliun). Berdasarkan kajian Bank Indonesia, untuk mencapai skala ekonomis yang optimal, korporasi perbankan harus meningkatkan modal inti mencapai lebih dari Rp. 5 triliun atau masuk dalam kategori BUKU 3.

Perbankan syariah juga memiliki tantangan dalam hal jaringan kantor dan cabang untuk mendapatkan pendanaan dari masyarakat, sehingga skala usaha perbankan syariah belum menjangkau layanan yang optimal. Hal ini dapat dilihat dari jumlah jaringan kantor layanan yang masih terbatas (2.201 kantor) dibandingkan dengan bank konvensional (32.730 kantor), sebagaimana ditunjukkan pada Tabel 1. Untuk memenuhi kebutuhan tersebut dibutuhkan dana yang cukup besar dengan pengembalian dalam jangka panjang, sehingga bank syariah harus mencari sumber pendanaan dengan karakteristik yang sesuai kondisi tersebut.

Tabel 1 Jaringan Perbankan Periode 2013 hingga 2016

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Jaringan Perbankan | Tahun | | | |
| 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
| Bank Umum Syariah |  |  |  |  |
| Jumlah Bank | 11 | 12 | 12 | 13 |
| Jumlah Kantor | 1998 | 2163 | 1990 | 1869 |
| Unit Usaha Syariah |  |  |  |  |
| Jumlah Bank | 23 | 22 | 22 | 21 |
| Jumlah Kantor | 590 | 320 | 311 | 332 |
| Bank Umum Konvensional |  |  |  |  |
| Jumlah Bank | 120 | 107 | 106 | 116 |
| Jumlah Kantor | 18858 | 30587 | 30984 | 32730 |

Sumber : OJK (2016)

Sejumlah permasalahan tersebut mengindikasikan bahwa perbankan syariah menghadapai tantangan sumber pendanaan. Ada beberapa cara yang dapat dilakukan oleh perbankan syariah dalam meningkatkan sumber pendanaan, salah satunya dengan cara menerbitkan efek dalam bentuk sukuk dan saham publik. Sumber pendanaan merupakan komponen yang penting bagi bank dalam menjalankan bisnis dengan melakukan peranan intermediasi keuangan. Peranan intermediasi pembiayaan ini dapat memberikan kontribusi bagi pertumbuhan ekonomi. Namun, kontribusi bank tersebut sangat tergantung pada bagaimana bank secara strategis dapat menyeimbangkan aset dan kewajiban serta sumber dana yang tersedia (Alu *et al.* 2015).

Hingga akhir Desember 2016, bila dilihat dari korporasi BUS yang telah menerbitkan sukuk, dari 13 BUS baru 4 BUS yang sudah menjadi emiten, yaitu Bank Muamalat Indonesia (BMI), Bank Syariah Mandiri (BSM), Bank Negara Indonesia Syariah (BNIS), dan Bank Rakyat Indonesia Syariah (BRIS). Penerbitan sukuk yang dilakukan oleh bank, bermanfaat untuk mengubah dan meningkatkan struktur modal pada bank, memberikan pengaruh efisiensi biaya operasional dan pendapatan bagi hasil serta meningkatkan porsi pembiayaan *mudharabah* dan *musyarakah*, sebagai alternatif pembiayaan dan tindakan antisipatif terhadap penarikan deposito atau kegagalan proyek pembiayaan serta memberikan dampak pada peningkatan jumlah pembiayaan yang disalurkan, peningkatan rasio-rasio keuangan pada ROE, FDR dan NIM (Awaludin 2016).

Beberapa penelitian sebelumnya yang berkaitan dengan penerbitan sukuk:

Septiana (2010) menyimpulkan dampak penerbitan obligasi subordinasi dapat meningkatkan modal, kenaikkan pendapatan bunga dan peningkatan LDR. Said (2011) mengungkapkan pada tahun 2008 dimana terjadi krisis keuangan dunia, perbankan syariah juga terkena dampak dalam kekuatan, penyebaran, efisiensi dan profitabilitas.

Untuk mengatasi hal tersebut perbankan syariah menggunakan instrumen sukuk dalam menyediakan likuiditas dan mobilitas sumber daya untuk mendukung bisnis korporasi. Akbarullah (2011) mengungkapkan bahwa sukuk yang diterbitkan memberikan dampak pada peningkatan jumlah pembiayaan yang disalurkan, peningkatan rasio-rasio keuangan pada ROE, FDR dan NIM. Sapulete dan Manurung (2014) mengungkapkan bahwa penerbitan obligasi subordinasi pada Bank Umum dapat meningkatkan ROA dan ROE secara signifikan.

# METODE PENELITIAN

Penelitian ini dilakukan di sekitar wilayah Jabodetabek dan Bandung. Lokasi tersebut dipilih berdasarkan *purposive sampling* tempat dimana para responden dapat ditemui. Waktu penelitian dilakukan selama delapan yaitu Mei s.d. Desember 2017. Penelitian ini merupakan gabungan penelitian kualitatif dan kuantitatif dimana peneliti melakukan wawancara mendalam terhadap responden untuk mendapatkan jawaban atas permasalahan penelitian. Selain itu peneliti mengkaji kepustakaan yang berkaitan erat dengan permasalahan penelitian.

Dalam penelitian ini, data yang digunakan merupakan data primer dan sekunder. Data primer bersumber dari wawancara (*indepth interview*) dengan lima 4 praktisi BUS (setingkat kepala divisi tressury) penerbit sukuk dari Bank Muamalat Indonesia, Bank Syariah Mandiri, Bank Negera Indonesia Syariah, dan Bank Rakyat Indonesia Syariah. 4 Praktisi BUS yang belum menerbitkan sukuk, yaitu Bank Panin Syariah, Bank Tabungan Pensiun Negaran Syariah, Bank Jabar Banten Syariah, dan Maybank Syariah.

Wawancara juga dilakukan kepada 4 praktisi regulator terkait sukuk yang berasal dari Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, Dewan Syariah Negara-Majelus Ulama Indonesia, dan Bursa Efek Indonesia.

Adapun data sekunder didapat dari literatur buku, jurnal, tesis, disertasi, *working paper* dan laporan publikasi lainnya yang erat kaitannya dengan masalah sumber pendanaan bank syariah. Pemilihan responden dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* dan *convenience sampling*. Pengambilan sampel tersebut termasuk dalam teknik sampel *non probabilitas* (Sekaran, 2003). Responden yang dipilih adalah para pakar yang memiliki pengetahuan dan pengalaman serta dapat menjawab pertanyaan penelitian sehingga mendapatkan wawasan teoritis (Saunders *et al*. 2009).

**HASIL DAN PEMBAHASAN**

Berdasarkan hasil wawancara dengan praktisi BUS penerbit sukuk, BUS non penerbit sukuk, dan regulator diperoleh informasi beberapa faktor penerbitan sukuk yang didasarkan pada manfaat, peluang, biaya, dan risiko. Klasifikasi dari faktor-faktor tersebut adalah:

a). Faktor Manfaat

Dalam faktor manfaat, terdapat 4 sub-faktor yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). sumber dana ekspansi usaha dan permodalan, ii). *market profiling* dan *benchmark* syariah, iii). multi akad, kupon, dan periode, iv) meningkatkan likuiditas, efisiensi, dan profitabilitas.

Perusahaan menerbitkan sukuk sebagai diversifikasi sumber pendanaan (Alsaeed, 2012) serta dapat mengubah dan meningkatkan struktur modal pada bank (Awaludin, 2016). Penerbitan sukuk sebagai benchmark syariah, diversifikasi sumber pendanaan, dan kebutuhan pembiayaan (Pramono dan Setiawan, 2006). Beberapa isu terkait dengan penerbitan sukuk, yaitu kebutuhan pasar sekunder, imbal hasil yang melihat pada *benchmarket*, standarisasi pada akad skema sukuk (Abdo, 2014). Zein et al (2011), sukuk dapat terstruktur bersama teknik yang berbeda. Sementara obligasi konvensional adalah janji untuk membayar pinjaman, sukuk merupakan kepemilikan parsial dalam utang (Murabahah sukuk), aset (al-Ijarah sukuk), proyek (al-Istishna sukuk), bisnis (al-Musyarakah sukuk) atau investasi (al-Istithmar sukuk). Struktur sukuk yang beragam tersebut, tidak ditemukan dalam al-Qur’an dan sunah namun merupakan hasil ijtihad berbasis konteks yang dikembangkan oleh para ulama dan pemikir Islam (Saeed dan Salah, 2013). Adapun Amir (2007), obligasi konvensional diterbitkan dengan menjanjikan hasil dengan kupon tetap (*fixed*), mengambang (*floating*) atau dengan diskonto (*zero coupon bond*), sedangkan olbigasi syariah (sukuk) diterbitkan dengan beberapa akad antara lain akad ijarah memperoleh hasil tetap, akad mudharabah/musyarakah dengan tingkat hasil yang mengambang, atau dengan akad istishna yang dapat disamakan dengan *zero coupon bond*. Sallama (2005), mengungkapkan bahwa sukuk dapat memberikan pengaruh efisiensi biaya operasional dan pendapatan bagi hasil serta meningkatkan porsi pembiayaan *mudharabah* dan *musyarakah*. Adapun Akbarullah (2011), mendapatkan bahwa sukuk yang diterbitkan memberikan dampak pada peningkatan jumlah pembiayaan yang disalurkan, peningkatan rasio-rasio keuangan pada ROE, FDR dan NIM sedangkan pada CAR terjadi penurunan.

b). Faktor Peluang

Dalam faktor peluang, terdapat 4 sub-faktor yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). jumlah emiten sedikit, ii). permintaan investor berlebih (*oversubcribed*), iii). dukungan

regulator kuat, iv) basis investor luas. Pramono dan Setiawan (2006), mengungkapkan peluang dalam menerbitkan sukuk adalah: kelebihan likuiditas dana investor negara-negara pada kawasan Timur Tengah yang mencapai USD 800 Milyar dan sebagai alternatif pembiayaan infrastruktur. Wicaksana dan Permatasari (2013), peluang dalam menerbitkan sukuk adalah pasar sangat merespon terhadap penerbitan sukuk, banyaknya permintaan obligasi syariah dari investor Timur Tengah dan sebagai sumber pendanaan dalam proyek penambangan yang membutuhkan dana dalam jumlah yang sangat besar). Armadiyanti (2013), peluang dalam menerbitkan sukuk adalah sukuk sebagai potensi penyaluran likuiditas yang aman, populasi penduduk muslim Indonesia yang besar, pertumbuhan ekonomi Indonesia yang menjanjikan dan sebagai alternatif cadangan defisit APBN dan kebijakkan moneter.

1. Faktor Biaya

Dalam faktor biaya, terdapat 4 sub-faktor yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). biaya modal, ii). biaya utang, iii). biaya penjaminan, iv) biaya emisi.

Jiwandaru dan Taufiqurrahman (2010), mengemukakan secara umum sejumlah biaya yang timbul akibat penerbitan sukuk, diantaranya:

a. Biaya Modal

Adalah faktor kunci dalam keputusan yang berhubungan dengan penggunaan modal hutang atau modal ekuitas. Biaya modal adalah biaya yang harus dikeluarkan/harus dibayar. Untuk mendapatkan modal yang baik yang berasal dari hutang, saham preferen, saham biasa, maupun laba yang ditahan untuk membiayai investasi perusahaan. Konsep biaya modal hanya relevan untuk keputusan jangka panjang.

b. Biaya Hutang

Dalam penghitungan biaya modal untuk sukuk tidak dikenal adanya bunga. Penghitungan tingkat keuntungan yang diminta investor sukuk berbeda-beda berdasarkan akadnya. Dalam sukuk *ijarah* emiten membayar biaya sewa yang tetap kepada investor. Sedangkan pada sukuk *mudharabah*, emiten membayar bagi hasil investor sesuai dengan tingkat keuntungan yang dihasilkan.

c. Biaya Mengambang (*Floatation Costs*)

Perusahaan yang mencari modal jangka panjang mempunyai dua jenis biaya mengambang (*floatation costs*). Pertama, sebaran penjamin efek (*underwriter’s spread*). Kedua, ialah biaya penerbitan yang termasuk pencetakan dan penggrafiran, biaya hukum, biaya akuntansi, biaya perwalian, dan beberapa komponen lainnya.

Diaw et al (2013) mengungkapkan bahwa sukuk berbasis kemitraan juga memiliki keunggulan dalam efsiensi biaya modal dan kesederhanaan struktur dan merupakan jenis sukuk yang tepat untuk kegiatan usaha produktif.

d). Faktor Risiko

Dalam faktor risiko, terdapat 4 sub-elemen yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). risiko *default*, ii). risiko kepatuhan syariah, iii). risiko tingkat suku bunga, iv) risiko kehilangan *underlying asset*.

Menurut Nanaeva (2010) risiko obligasi konvensional adalah:

a. Risiko tingkat suku bunga: sebagai instrumen pendapatan, *yield* obligasi memiliki hubungan terbalik dengan pergerakan tingkat suku bunga. Ketika tingkat suku bunga mulai tumbuh maka harga obligasi akan turun. Sebaliknya semakin lama jatuh tempo obligasi maka semakin tinggi potensi suku bunga akan naik. Hal ini akan meningkatkan tingkat risiko suku bunga.

b. Risiko *default*: terdapat risiko bahwa penerbit obligasi tidak akan mampu untuk melakukan pembayaran rutin (kupon) atau jumlah pokok obligasi.

Adapun Wahid (2010) mengemukakan bentuk risiko kerugian bagi originator/ emiten yang secara umum berhubungan dengan aset adalah sebagai berikut:

a. Risiko kehilangan aset

Kehilangan barang aset yang disebabkan oleh bencana alam atau kebakaran dan *reduction of asset value*

b. Kegagalan membeli kembali

Bila originator mengalami kebangkrutan maka dalam keadaan tidak mampu membeli kembali aset dalam jangka waktu yang telah ditentukan dalam kontrak perjanjian.

Salah satu syarat penerbitan sukuk tersebut adalah aktivitas utama *(core business)* yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah (Sudarsono, 2008). Tariq dan Dar (2007), emiten dalam penerbitan sukuk harus memenuhi kepatuhan syariah terkait struktur sukuk dengan mendapatkan endorsement dari Dewan Pengawas Syariah. Adapun Elshazly dan Tripathy (2013) mengungkapkan pasar sukuk menghadapi tantangan utama bahwa *underlying asset* yang menghasilkan aliran pendapatan harus sesuai dengan hukum syariah.

# KESIMPULAN

Dalam penerbitan sukuk perlu dipertimbangankan faktor manfaat, peluang, biaya dan risiko sehingga dapat dirumuskan strategi peningkatan pendanaan yang tepat bagi bank syariah. Sub-faktor manfaat penerbitan sukuk sebagai salah satu alternatif pendanaan dari pihak kedua yaitu: sumber dana ekspansi usaha dan permodalan; *market profiling* dan *benchmark* syariah; multi akad, kupon, dan periode; peningkatan likuiditas, efisiensi, dan profitabilitas. Sub-faktor peluang yaitu: minimnya jumlah emiten; permintaan investor berlebih; dukungan kuat regulator; luasnya basis investor. Sub-faktor biaya yaitu: biaya modal; biaya utang; biaya penjaminan; biaya emisi. Sub-faktor risiko yaitu: risiko gagal bayar; risiko kepatuhan syariah; risiko tingkat suku bunga; risiko kehilangan aset.

# DAFTAR PUSTAKA

[OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2016. Laporan Publikasi roadmap perbankan syariah 2015-2019. Jakarta(ID): OJK

[OJK] Otoritas Jasa Keuangan. 2016. Laporan publikasi statistik perbankan syariah. Jakarta(ID): OJK

[UNCTAD] United Nation Conference on Trade and Development. 2015. World Investment Report 2015. Jenewa(SW): UNCTAD (2015)

Abdo A. *A critical review of the sukuk market a qualitative study to indentify current risks and opportunities*. (disertasi) Dublin(IE): Dublin Business School (2014)

Akbarullah MH. *Dampak penerbitan sukuk terhadap kinerja bank syariah (studi kasus pada PT Bank Syariah Mandiri)*. [tesis]. Jakarta(ID): Universitas Indonesia (2011)

Al Arif MNR. *Lembaga Keuangan Syariah: Suatu Kajian Teoretis Praktis.* Bandung(ID): CV Pustaka Setia (2012)

Alsaeed KS. *Sukuk issuance in Saudi Arabia: recent trends and positive expectations*. (disertasi) Durham(UK): Durham University (2012)

Alu AA, Amidu M, Osei KA, Kuipo R. *The effect of funding strategy on the lending patterns of banks in Ghana*. African Review of Economics and Finance. ***6*(2)**, 43-68 (2015)

Amir A. *Pengaruh SBI, kurs, IHSG, ROA, dan leg 1 harga obligasi terhadap harga obligasi konvensional dan syariah*. (tesis) Jakarta(ID): Universitas Indonesia (2007)

Armadiyanti P. *Peluang dan tantangan perkembangan obligasi syariah (sukuk) di Indonesia*. Jurnal Mahasiswa Teknologi Pendidikan. **2(1)**: 1-20 (2013)

Awaludin T. *Faktor yang memengaruhi bank umum syariah dalam memutuskan menerbitkan sukuk*. [tesis]. Bogor(ID): Institut Pertanian Bogor (2016)

Beck T, Kunt AD, Merrouche O. *Islamic vs. conventional banking: Business model, efficiency and stability*. Journal of Banking & Finance. ***37*(2)**, 433-447 (2013)

Chernykh L, Theodossiou AK. *Determinants of bank long-term lending behavior: Evidence from Russia.* Multinational Finance Journal. ***15*(3/4)**, 193-216 (2011)

Diaw A, Bacha OI, Lahsasna A. *Incentive-compatible sukuk musharakah for provate sector funding*. International Journal of Islamic Finance, **4(1)**: 39-80 (2013)

Elshazly MR, Tripathy P. *Sukuk structures, profiles and risks*. Paper of Columbia College, 1-18 (2013)

Gauthier C, He Z, Souissi M. *Understanding systemic risk: the trade-offs between capital, short-term funding and liquid asset holdings* (**No. 2010, 29**). Bank of Canada Working Paper (2010)

Hassan MK. *The X-efficiency in Islamic banks*. Islamic economic studies. ***13*(2)**, 49-78 (2006)

Idroes FN. *Manajemen Risiko Perbankan: Pemahaman Pendekatan 3 Pilar Kesepakatan Basel II.* Jakarta(ID): Rajawali Pers (2011)

Jiwandaru B, Taufiqurrahman MR. *Analisis komparatif biaya hutang sukuk dan obligasi perusahaan*. Jurnal Islamic Finance & Business Review. **5(2)**: 101-109 (2010)

Jung H, Kim D. *Bank funding structure and lending under liquidity shocks: Evidence from Korea*. Pacific-Basin Finance Journal. **33**, 62-80 (2015)

Kasmir. *Dasar-Dasar Perbankan*. Jakarta(ID): Rajawali Pers (2003)

Nanaeva Z, Mammadov R. *Thougts on sukuk and the risk of default*. Islamic Finance News. **7(28)**: 14-15 (2010)

Reuters T, Standard D. *State of the global Islamic economy 2014-2015 report*. ***May****,* available at: http://halalfocus. net/wp-content/uploads/2015/01/SGIE-Report-2014. pdf. (2014)

Pramono MIS, Setiawan AA. *Obligasi syariah (sukuk) untuk pembiayaan infrastuktur: tantangan dan inisiatif strategi*. Makalah Seminar dan Kolokium Perkembangan Sistem Keuangan Syariah. Jakarta(ID): SEBI Research Center (2006)

Saaty TL. *Theory and Applications of the Analytic Network Process: Decision Making* *with Benefits, Opportunities, Costs and Risks.* Pittsburgh(US): RWS Publications (2005)

Saeed A, Salah O. *Development of sukuk: pragmatic and idealist approaches ti sukuk structures*. Journal of International Banking Law and Regulation. **1(1)**: 41-52 (2013)

Said A. *Does the use of sukuk (islamic bonds) impact islamic banks performances? a case study of relative performance during 2007-2009*. Middle Eastern Finance and Economics. **(12)**: 65-76 (2011)

Sallama NI. *Pengaruh penerbitan obligasi subordinasi terhadap pembiayaan dan kinerja bank syariah (studi kasus Bank Muamalat Indonesia)*. (tesis) Jakarta(ID): Universitas Indonesia (2005)

Sapulete AM, Manurung AH. *Pengaruh penerbitan obligasi subordinasi dan rasio keuangan terhadap profitabilitas bank*. Journal of Capital Market and Banking*.* **2(1)**: 80-101 (2014)

Saunders M, Lewis P, Thornhill A. *Research Methods For Business Students*. Ed ke-5. England(UK): Pearson Education Limited (2009)

Sekaran U. *Research method for business: a skill building approach*. Journal of Education for Business. **68(5)**: 316-317 (2003)

Septiana T. *Dampak penerbitan obligasi subordinasi terhadap struktur modal PT Bank DKI*. [tesis] Jakarta(ID): Universitas Indonesia (2010)

Sudarsono H. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. *Deskripsi dan Ilustrasi.* Yogyakarta(ID): EKONISIA (2008)

Syafrida I, Indianik A. *Faktor perlambatan pertumbuhan bank syariah dan upaya penanganannya.* Jurnal Ekonomi dan Bisnis. Politeknik Negeri Jakarta. **14(1) (**2016)

Tariq AA, Dar H. *Risks of sukuk structures: implication for resource mobilization*. Thunderbird International Business Review. **49(2)**: 203-223 (2007)

Wahid NA. *Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*. Yogyakarta(ID): Ar-Ruzz Media (2010)

Wicaksana MZA, Permatasari I. *Peluang dan tantangan obligasi syariah di Indonesia: sebuah tinjauan konseptual*. Jurnal Mahasiswa Teknologi Pendidikan. **2(3)**: 1-15 (2014)

Zein MZM, Sakat AA, Ahmad NA, Nor MRM, Bhari A, Ishak S, Jamain MS. *The effectiveness of sukuk in islamic finance market*. Australian Journal of Basic and Applied Sciences. **5(12)**: 472-478 (2011)