

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Sebagai negara yang memiliki jumlah penduduk muslim terbesar dunia, instrumen keuangan syariah memegang peranan yang sangat penting bagi perkembangan ekosistem industri halal di Indonesia (2020:40), salah satunya adalah pembiayaan menggunakan sukuk. Sukuk merupakan efek syariah yang masuk dalam efek pendapatan tetap berbasis sekuritisasi aset dimana produk investasinya merupakan proses mengubah aset riil menjadi produk keuangan (sekuritas) dan memiliki jatuh tempo setelah penerbitannya. Karena merupakan sekuritisasi aset, maka aset yang jelas harus dijadikan sebagai dasar penerbitannya (*underlying asset*) (Abdalloh, 2019:95). Jadi keuntungan yang dihasilkan dari sukuk tidak berbasis bunga, tetapi merupakan konsekuensi dari kinerja aset dasar (Ledhem, 2022:142).

Sukuk telah menjadi sarana investasi yang memberikan peluang untuk menyediakan sumber daya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah (hukum Islam), dengan tujuan utama membantu mendorong pertumbuhan ekonomi global negara-negara dan meningkatkan kesejahteraan masyarakat. Pasar sukuk telah berkembang pesat menjadi salah satu instrumen alternatif yang cepat tumbuh dan menjadi alat penting dalam pasar modal, digunakan secara luas oleh pemerintah, lembaga pemerintah, perusahaan, dan lainnya di seluruh dunia. Keuangan Islam telah mengambil dimensi global dalam penyebarannya, yang menarik minat investor keuangan dan investasi internasional besar yang bersaing untuk mendapatkan akses ke pembiayaan dan investasi yang memenuhi prinsip-



prinsip syariah, termasuk melalui investasi sukuk. Fenomena menjadi bukti nyata dari pertumbuhan yang cepat dan tersebar secara luas di seluruh dunia (IIFM, 2022:112).

Berdasarkan penelitian yang dilakukan (Boukhatem, 2022), sukuk merupakan instrumen berharga dalam sistem keuangan Islam karena beberapa alasan. Pertama, sukuk memfasilitasi pengaliran sumber daya untuk membiayai proyek ekonomi yang memadai. Selain itu, sukuk memungkinkan lembaga keuangan Islam untuk mencocokkan aset (investasi jangka panjang) dengan kewajiban (pinjaman jangka panjang). Kedua, sukuk memberikan kesempatan bagi investor kecil untuk berpartisipasi dalam keuangan Islam dan memperoleh keuntungan. Dengan demikian, sukuk memfasilitasi transfer kekayaan yang lebih merata di masyarakat, daripada terkonsentrasi di tangan beberapa individu atau kelompok kaya dalam masyarakat. Melalui perkembangan pasar sekunder yang lebih lanjut, sukuk juga dapat membantu lembaga keuangan Islam mengelola masalah likuiditas. Sukuk juga dapat menjadi alternatif bagi UMKM yang membutuhkan pembiayaan namun tidak memenuhi syarat untuk melakukan penawaran umum atau *Initial Public Offering* (IPO) di Bursa Efek Indonesia (BEI) karena persyaratan dan biayanya melampaui kemampuan sebagian besar UMKM (Ibrahim *et al.*, 2021:736).

Salah satu layanan digital yang berkembang untuk melakukan penawaran efek berbasis digital termasuk sukuk adalah *Securities Crowdfunding* (SCF) syariah, atau layanan urun dana yang menawarkan efek atau surat berharga. Layanan ini memungkinkan UMKM untuk mendapatkan pendanaan langsung dari investor melalui platform urun dana berbasis teknologi informasi. Proses ini



secara terbuka dan memenuhi prinsip-prinsip syariah (KNEKS, . Dalam beberapa tahun terakhir, platform layanan urun dana berbasis

syariah telah mengalami pertumbuhan pesat sebagai alternatif pendanaan yang menarik bagi perusahaan dan investor. Fenomena ini tercermin dari penghimpunan dana melalui *Securities Crowdfunding* (SCF) yang terus meningkat. Sampai saat ini, 494 pelaku UKM telah berhasil mengumpulkan total dana sebesar Rp1.043,81 miliar dari 168.068 pemodal melalui 16 *platform* SCF yang berbeda (Santosa, 2024). Keberadaan sukuk sebagai instrumen keuangan syariah menjadi semakin penting dalam ekosistem ini, memberikan peluang investasi yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Fenomena ini muncul seiring dengan peningkatan kesadaran dan permintaan terhadap produk keuangan yang tidak hanya menguntungkan secara finansial tetapi juga sesuai dengan nilai-nilai etika dan agama. Hal ini dapat dilihat dari indeks literasi keuangan syariah pada tahun 2023 mencapai 39,11%, sementara indeks inklusi keuangan syariah sebesar 12,88%. Angka ini menunjukkan bahwa pemahaman masyarakat mengenai produk dan layanan keuangan syariah mengalami peningkatan yang signifikan (Otoritas Jasa Keuangan, 2023:140). Di sisi lain, investor menghadapi tantangan untuk memahami bagaimana berbagai karakteristik sukuk, seperti tenor dan jenisnya, dapat mempengaruhi tingkat pengembalian investasi (ROI) mereka.

Prinsip pembagian keuntungan pada sukuk SCF didasarkan pada *nisbah* (persentase keuntungan) yang telah disepakati atau didasari jumlah kepemilikan modal. Bentuk pembagian yang umum digunakan adalah bagi hasil berdasarkan *nisbah* yang disepakati di awal. Keuntungan yang dibagihasilkan berasal dari bisnis yang menjadi dasar penerbitan sukuk, baik itu proyek tertentu atau bisnis penerbit secara umum. Misalnya, jika penerbit sukuk mengerjakan proyek an alat elektronik, keuntungan dibagi dari proyek tersebut. Namun, jika



sukuk diterbitkan untuk modal kerja, keuntungan dibagi dari keseluruhan bisnis penerbit. (KNEKS, 2022:240).

Salah satu rasio keuangan yang digunakan para pemodal dalam mengukur sebuah investasi adalah *Return on Investment* (ROI), yaitu ukuran kinerja yang digunakan untuk menilai efisiensi investasi atau membandingkan efisiensi beberapa investasi yang berbeda. ROI berupaya memperkirakan secara langsung jumlah bagi hasil dari investasi yang secara proporsional terkait dengan biaya investasinya (SHAFIQ, 2022b).

Di antara faktor yang memengaruhi nilai ROI adalah risiko investasi (SHAFIQ, 2022b). Dalam teori risiko dan imbal hasil, semakin besar potensi imbalan dari investasi, semakin besar pula risikonya (Ross *et al.*, 2016:408). Risiko yang melekat terkait investasi dan nilai imbal hasil sukuk ada dua, yaitu:

a. Risiko Investasi

Risiko investasi terjadi ketika investor yang memiliki sukuk harus menanggung kerugian yang dialami oleh perusahaan atau proyek yang mendasari sukuk tersebut. Pemegang sukuk juga menghadapi risiko gagal bayar jika penerbit tidak mampu mengembalikan modal akibat kerugian dalam usaha yang mendasari sukuk tersebut.

b. Risiko imbal hasil

Risiko ini muncul karena perubahan tingkat pengembalian yang diberikan oleh penerbit kepada pemegang sukuk. Bagian ini termasuk dalam risiko investasi karena tingkat imbal hasil tidak selalu konstan. Jika kinerja perusahaan membaik, imbal hasil bagi pemegang sukuk juga akan bertambah. Sebaliknya, jika kinerja perusahaan menurun, maka imbal hasil yang diterima pemegang sukuk juga akan berkurang (KNEKS, 2022:246).



Tenor sukuk, yaitu jangka waktu investasi atau masa berlaku sukuk (SHAFIQ, 2022a), merupakan salah satu faktor penting yang memengaruhi risiko investasi. Tenor sukuk yang panjang membuatnya lebih sensitif terhadap perubahan suku bunga dan inflasi, yang dapat memengaruhi kelancaran proyek. Selain itu, panjang atau pendeknya tenor memengaruhi kemampuan proyek untuk mencapai tujuannya. Menurut teori risiko dan imbal hasil, semakin panjang tenor sukuk, semakin tinggi imbal hasil yang dihasilkan, namun risiko yang dihadapi juga meningkat, sehingga diharapkan imbal hasil lebih tinggi.

Hasil penelitian dari (Saad & Mohamad, 2012:3116) menunjukkan bahwa tenor sukuk berkorelasi positif dengan imbal hasil. Hasil penelitian tersebut mendukung teori risiko dan imbal hasil di mana investasi jangka panjang menghasilkan imbal hasil lebih tinggi. Hasil serupa juga didapatkan oleh (Ariff *et al.*, 2017) yang menelaah perbedaan imbal hasil antara sukuk dan obligasi di Malaysia. Mereka menjelaskan bahwa semakin lama tenornya, semakin besar perbedaan imbal hasilnya. (Putri, 2023) dalam penelitiannya menemukan bahwa umur sukuk memengaruhi *yield* sukuk korporasi pada tahun 2021, memperlihatkan bahwa imbal hasil sukuk dipengaruhi secara signifikan oleh tenor sukuk.

Faktor lain yang memengaruhi risiko investasi adalah jenis sukuk. Sukuk *mudharabah* dan *musyarakah* rentan terhadap perubahan global atau kebijakan pemerintah. Perubahan kebijakan ekonomi dapat memengaruhi kelangsungan proyek yang menjadi dasar sukuk. Pada sukuk *mudharabah*, risiko lain dapat timbul dari kegagalan proyek, masalah manajemen, atau lainnya. Sedangkan sukuk *musyarakah*, karena kemitraan ekuitasnya, dapat menghadapi risiko tidak s dari konflik antara mitra, keputusan manajemen, atau masalah dalam



proyek. Jenis sukuk memengaruhi tingkat imbal hasil sesuai dengan risiko yang dibawa masing-masing jenisnya.

Hasil penelitian oleh (Saad & Mohamad, 2012) menunjukkan bahwa jenis sukuk, tenor, dan peringkat memiliki hubungan positif yang signifikan dengan imbal hasil sukuk. Temuan serupa juga ditemukan dalam penelitian oleh (Muhamed *et al.*, 2022) yang menegaskan pengaruh positif jenis sukuk terhadap imbal hasilnya.

Salah satu perusahaan yang menawarkan layanan urun dana syariah adalah SHAFIQ, sebuah platform SCF yang beroperasi berdasarkan prinsip syariah dan menggunakan teknologi informasi untuk penawaran efek. SHAFIQ telah mendapatkan izin dari OJK sebagai penyelenggara SCF sesuai Surat Keputusan Nomor KEP-37/D.04/2021 pada 19 Agustus 2021. Selain itu, kegiatan usaha SHAFIQ juga diawasi oleh DSN-MUI dengan Surat Rekomendasi Nomor U-097/DSN-MUI/III/2021, memastikan bahwa operasionalnya sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis perbedaan ROI berdasarkan tenor dan jenis sukuk dalam konteks platform layanan urun dana syariah. Pemahaman yang lebih mendalam mengenai hubungan ini sangat penting bagi investor untuk membuat keputusan yang lebih informasional serta dapat mengelola risiko-risiko yang terkait dengan investasi sukuk di platform SCF dan bagi pengelola platform untuk merancang produk yang lebih kompetitif dan sesuai dengan kebutuhan pasar.



1.2 Rumusan Masalah

Berlandaskan latar belakang yang sudah dijelaskan sebelumnya, maka rumusan masalah dalam penelitian ini adalah sebagai berikut:

- Bagaimana perbedaan *Return on Investment* yang dihasilkan dari perusahaan yang menerbitkan sukuk dengan menggunakan tenor sukuk?
- Bagaimana perbedaan *Return on Investment* yang dihasilkan dari perusahaan yang menerbitkan sukuk dengan menggunakan jenis sukuk?

1.3 Tujuan Penelitian

Tujuan penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui perbedaan *Return on Investment* yang dihasilkan perusahaan dilihat dari tenor sukuk yang diterbitkan.
2. Untuk mengetahui perbedaan *Return on Investment* yang dihasilkan perusahaan dilihat dari jenis sukuk yang diterbitkan.

1.4 Kegunaan Penelitian

Hasil positif yang diharapkan dari penelitian ini:

1. Secara praktis, penelitian ini dapat menjadi bahan pertimbangan bagi perusahaan untuk menggunakan sukuk sebagai instrumen pembiayaan dan bagi para investor sebagai bahan pertimbangan untuk menginvestasikan kelebihan dana dalam instrumen investasi syariah berupa sukuk.
2. Sebagai syarat menyelesaikan tugas akhir dalam pendidikan strata satu di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Hasanuddin.



3. Sebagai bahan referensi bagi peneliti selanjutnya yang ingin memperdalam penelitian terkait sukuk korporasi yang terbit di layanan urun dana syariah (*securities crowdfunding syariah*).

1.5 Ruang Lingkup Penelitian

Penelitian ini akan berfokus pada SHAFIQ selaku pemberi layanan urun dana syariah dengan menganalisis realisasi *Return of Investment* dari sukuk-sukuk yang terbit dan telah menyelesaikan proyek serta telah memberikan imbal hasil pada tahun 2022 sampai 2024.

1.6 Definisi Istilah dan *Glossarium*

Dalam setiap penelitian ilmiah, terutama yang melibatkan konsep-konsep khusus dan terminologi teknis, penting untuk memberikan definisi yang jelas dan akurat terhadap istilah-istilah yang digunakan. Bab ini berfungsi sebagai panduan bagi pembaca untuk memahami terminologi spesifik yang akan sering muncul dalam penelitian ini, sehingga memudahkan pembaca untuk mengikuti alur pemikiran dan analisis yang disajikan.

1.6.1 Aset Sukuk

Menurut DSN-MUI (2020:5), "Aset Sukuk (*Ushul al-Shukuk*) adalah Aset yang menjadi dasar penerbitan Sukuk yang terdiri atas aset berwujud (*al-a'yan*), nilai manfaat atas aset berwujud (*manafi' al-a'yan*), jasa (*al-khadamat*), aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*) dan/atau aset kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath istitsmar khashsh*)".



1.6.2 Efek

Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Efek yang SHAFIQ tawarkan di layanan urun dana adalah saham syariah dan sukuk.

1.6.3 Penerbit

Penerbit adalah badan usaha Indonesia baik berbentuk badan hukum maupun badan usaha lainnya yang menerbitkan efek melalui layanan urun dana.

1.6.4 Pemodal

Pemodal adalah pihak yang melakukan pembelian efek Penerbit melalui layanan urun dana.

1.6.5 Sukuk

Sebuah istilah Arab untuk sertifikat keuangan. Sukuk didefinisikan sebagai "Sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili saham yang tidak terbagi dalam kepemilikan aset berwujud, produk dan layanan atau (dalam kepemilikan) aset proyek tertentu atau aktivitas investasi khusus" (IIFM, 2022:201).

Di dalam standar (AAOIFI, 2023:468), sukuk ditetapkan sebagai sukuk investasi untuk membedakannya dari saham dan obligasi. Sukuk Investasi adalah sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian yang tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud, barang dan jasa atau (dalam kepemilikan) aset proyek

atau aktivitas investasi khusus, namun hal ini berlaku setelah penerimaan



nilai sukuk, penutupan pemesanan dan penggunaan dana yang diterima untuk tujuan penerbitan sukuk.

Hampir sama dengan standar AAOIFI, (2020:5) memberi pengertian sukuk merupakan surat berharga syariah (efek syariah) dalam bentuk sertifikat atau bukti kepemilikan. Surat ini memiliki nilai yang sama dan mewakili bagian kepemilikan yang tidak dapat dibatasi (*musya'*) atas aset yang menjadi dasarnya (*ushul al-shukuk*) setelah dana sukuk diterima, pemesanan ditutup, dan penggunaan dana dimulai sesuai peruntukannya.

1.6.6 Tenor Sukuk

Tenor sukuk mengacu pada periode investasi atau masa berlaku sukuk. Ketika periode tersebut berakhir, sukuk akan jatuh tempo, yang berarti dana dari pemodal akan dikembalikan sepenuhnya oleh penerbit. Batas maksimum tenor sukuk di SCF adalah dua tahun (SHAFIQ, 2022).

1.7 Sistematika Penulisan

Pembahasan yang teratur akan memudahkan pembaca dalam memahami sebuah karya ilmiah. Dengan pendekatan sistematis, pembaca dapat mengikuti urutan dan rincian yang terperinci dalam studi tersebut. Skripsi ini terdiri dari limabab yang saling terkait dan memiliki susunan yang teratur. Berikut ini adalah struktur pembahasannya:

BAB I PENDAHULUAN

Bab ini mencakup informasi mengenai konteks penelitian, perumusan masalah, tujuan penelitian, manfaat penelitian, batasan penelitian, definisi istilah, dan sistematika penulisan.



BAB II TINJAUAN PUSTAKA

Bab ini membahas teori-teori yang digunakan sebagai dasar untuk menganalisis masalah utama yang telah diajukan, serta merangkai kerangka pemikiran dan hipotesis penelitian.

BAB III METODE PENELITIAN

Bab ini akan mengulas secara rinci langkah-langkah penulisan, seperti kerangka berpikir, pendekatan penelitian, populasi dan sampel, jenis dan sumber data, teknik analisis data, serta metode analisis data.

BAB IV HASIL PENELITIAN

Bab ini akan memaparkan hasil dari analisis data yang telah diperoleh dari penelitian.

BAB V PENUTUP

Bab ini merupakan bagian akhir dari penelitian yang telah dilakukan, di mana penulis menyajikan kesimpulan yang dirangkum dari hasil analisis data dan pembahasan pada bab-bab sebelumnya.



BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

Tinjauan pustaka adalah bagian penting dalam sebuah proposal penelitian yang bertujuan untuk memberikan landasan teoritis dan pemahaman menyeluruh mengenai topik yang diteliti. Pada bab ini, kita akan menguraikan berbagai konsep, teori, dan studi sebelumnya yang relevan dengan penelitian ini. Tinjauan pustaka ini disusun untuk mendukung kerangka penelitian dan membantu dalam merumuskan hipotesis yang akan diuji.

2.1 Teori Risiko dan Imbal Hasil (*Risk and Return Theory*)

Risiko adalah jumlah keraguan yang akan dipertimbangkan oleh investor dalam melihat kemungkinan imbal hasil yang diharapkan dari investasi mereka (Elbachi & Benlamlih, 2020:2). Dalam Riawan *et al.*, (2024:138), keputusan investasi berhubungan dengan aset yang akan diinvestasikan oleh perusahaan atau investor. Sementara itu, investor berinvestasi untuk mengharapkan hasil semaksimal mungkin dan meminimalkan risiko. Semakin besar potensi imbalan dari investasi, semakin besar pula risikonya (Ross *et al.*, 2016:408).

Risiko sistematis, atau yang tidak dapat didiversifikasi, dan risiko tidak sistematis membentuk risiko portofolio total (Modigliani & Pogue, 1973:16). Sifat alami dari risiko sekuritas bisa dipahami dengan lebih baik dengan membagi pengembalian sekuritas menjadi dua bagian: satu dependen (yaitu berkorelasi a), dan yang kedua independen (yaitu tidak berkorelasi) dengan alian pasar. Komponen yang pertama biasa disebut pengembalian



“sistematis”, sedangkan komponen kedua disebut sebagai pengembalian “tidak sistematis” (Modigliani & Pogue, 1973:17).

Risiko tidak sistematis adalah risiko yang spesifik untuk suatu perusahaan atau industri misalnya inefisiensi manajemen, model bisnis yang cacat, masalah likuiditas, perubahan peraturan, atau pemogokan pekerja. Hasil penelitian dari (Modigliani & Pogue, 1973:16; The Royal Swedish Academy of Sciences, 1990) bahwa risiko ini bisa secara signifikan dihilangkan dengan melakukan diversifikasi portofolio investasi. Hal yang sama dikatakan (Ross *et al.*, 2016:415) di dalam bukunya, “*highly diversified portfolios will tend to have almost no unsystematic risk.*”, menggunakan manajemen risiko berpengaruh secara signifikan terhadap keputusan investasi seseorang. Manajemen risiko tidak sistematis diukur dengan langkah-langkah diversifikasi, menilai investasi dengan cermat, rencana tindakan pencegahan risiko, dan memperhatikan jejak historis yang dapat mendorong keputusan Investasi seseorang (Riawan *et al.*, 2024:145).

Risiko sistematis adalah risiko yang terkait dengan pasar secara keseluruhan, yang sering dikenal sebagai risiko pasar. Risiko sistematis diciptakan oleh kondisi pasar yang luas dan mengacu pada risiko portofolio investasi yang tidak bergantung pada aset individual, seperti perubahan suku bunga, resesi, atau inflasi (Chen, 2023). Risiko sistematis suatu sekuritas adalah bagian dari risiko total (deviasi standar pengembalian), risiko ini tidak dapat dihilangkan dengan menempatkannya dalam portofolio yang terdiversifikasi dengan baik (Modigliani & Pogue, 1973:17).

2.1.1 Pandangan Islam Terkait Risiko dan Imbal Hasil



i dalam Islam terdapat kaidah fikih muamalah yaitu *Al kharaj bi al-daman* arti kita harus siap menanggung rugi jika melakukan usaha atau investasi

dan kaidah *al-ghurmu bi al-ghurmi* yang risiko itu sejalan dengan keuntungan. Kedua kaidah ini menunjukkan bahwa Islam mengenal konsep kerugian sebagai risiko investasi sehingga investor harus melakukan tindakan yang tepat untuk mengurangi risiko tersebut (Abdalloh, 2019:76).

2.1.2 Risiko yang Dihasilkan dari Aktivitas Investasi di *Securities Crowdfunding* Syariah

Investasi adalah aktivitas dengan risiko tinggi di mana pemodal berpotensi mendapatkan keuntungan, tetapi juga berisiko menanggung kerugian sebagian atau seluruh nilai investasi yang dipilihnya. Beberapa risiko yang terkait dengan aktivitas investasi di SHAFIQ meliputi:

a. Risiko Usaha

Risiko usaha adalah hasil dari aktivitas bisnis yang menunjukkan kerugian dan masalah dalam jangka waktu tertentu karena pencapaian bisnis tidak sesuai dengan proyeksi awal yang tercantum dalam proposal atau prospektus bisnis. Beberapa risiko tersebut termasuk risiko kecelakaan dalam penyelesaian proyek, risiko pembengkakan biaya, risiko penurunan mutu, risiko persaingan usaha, risiko kegagalan pembayaran oleh pelanggan, risiko kegagalan dari pemasok, dan risiko kebangkrutan.

b. Risiko Investasi

Kemungkinan penurunan rasio pendapatan terhadap kerugian dari aktivitas investasi investor dikenal sebagai risiko investasi. Dengan kata lain, hasil investasi yang diantisipasi tidak sesuai dengan perkiraan atau mengakibatkan kerugian.

Dalam konteks ini, risiko investasi berbanding lurus dengan imbal hasilnya. Semakin tinggi potensi keuntungan investasi, semakin tinggi pula



risikonya. Sebaliknya, jika potensi keuntungan rendah, umumnya risikonya juga rendah.

c. Risiko Likuiditas

Risiko likuiditas pada surat utang, atau sukuk, muncul ketika sukuk yang ditawarkan kepada publik kekurangan likuiditas. Hal ini disebabkan oleh fakta bahwa sukuk harus disimpan hingga jatuh tempo dan tidak dapat ditukarkan di pasar sekunder.

d. Risiko Kegagalan Elektronik

Kegagalan dalam mempersiapkan, mengumpulkan, memproses, menganalisis, menyimpan, menampilkan, mengumumkan, mengkomunikasikan, dan/atau mendistribusikan informasi elektronik merupakan salah satu risiko yang terkait dengan sistem elektronik.

e. Risiko Gagal Bayar Atas Efek Bersifat Sukuk

Risiko gagal bayar atas efek bersifat sukuk diantaranya adalah sebagai berikut:

- Risiko bahwa penerbit tidak dapat memberikan imbal hasil sesuai dengan proyeksi yang tercantum dalam prospektus karena penurunan profit dari pengelolaan proyek atau usaha;
- Risiko keterlambatan pembayaran imbal hasil atau modal investasi akibat keterlambatan pembayaran dari pihak *payor/buyer/bouwheer*;
- Risiko gagal bayar yang disebabkan oleh ketidakmampuan penerbit untuk menyelesaikan proyek dan, sebagai akibatnya, tidak dapat membayar pokok dan/atau imbal hasil secara tepat waktu, atau untuk memenuhi ketentuan-ketentuan lain dalam perjanjian;



- Risiko gagal bayar akibat wanprestasi.

2.2 Prinsip-Prinsip Utama dalam Keuangan Islam

Ada banyak prinsip-prinsip yang mendefinisikan keuangan Islam, namun ada prinsip pokok yang membedakan keuangan Islam dengan keuangan konvensional. Prinsip-prinsip ini melibatkan larangan terhadap *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian), *maysir* (spekulasi), dan larangan terhadap investasi dalam sektor-sektor yang dianggap haram menurut hukum Islam.

Kata *riba* dalam bahasa Arab berarti "bertambah". Oleh karena itu, segala sesuatu yang bertambah disebut sebagai *riba*. *Riba* dapat berarti salah satu dari dua hal: debitur dibebani lebih banyak (*riba dayn*) atau suatu takaran yang ditambahkan ketika menukar enam komoditas (emas, perak, gandum, sya'ir, kurma, dan garam) dengan jenis yang sama, atau kedua-duanya (*riba ba'i*: menukar emas dengan perak dan makanan dengan makanan dengan cara yang tidak tunai).

Gharar dalam bahasa Arab berarti "risiko", "penipuan", dan "menjerumuskan diri sendiri atau harta benda ke dalam kehancuran". Para ahli fikih mendefinisikan *gharar* sebagai jual beli yang pada akhirnya tidak jelas, meskipun ada juga yang mendefinisikannya sebagai jual beli yang implikasinya berada di antara ada dan tidak ada (Tarmizi, 2021: 250). Berbeda dengan *riba*, *gharar* ada yang dapat ditoleransi karena ketidakpastian adalah bagian yang tak terpisahkan dalam bisnis. *Maysir* secara bahasa dapat diartikan sebagai untung-untungan, manipulasi, atau penipuan. Secara sederhana, *maysir* adalah judi yang berbentuk permainan (Abdalloh, 2019:33). Sebagian ulama klasik menjelaskan

adalah segala bentuk permainan yang melalaikan dari shalat dan at Allah (Tarmizi, 2021:251).



2.3 Hukum Islam dan Ekonomi Islam

Terdapat dua mazhab utama dalam hukum Islam mengenai keuangan kontemporer, yang keduanya tidak dapat menjawab semua masalah yang muncul secara memadai. Pendekatan pertama, yaitu hukum Islam atau *fiqh*, berusaha mengevaluasi perilaku modern dengan menggunakan terminologi dan aturan hukum klasik. Hukum klasik berasal dari nasihat para ulama kepada individu-individu tentang kejadian-kejadian spesifik dalam kehidupan mereka, dan oleh karena itu secara otomatis berfokus pada aspek-aspek khusus dan mikro (Vogel & Hayes, 2019:45).

Pendekatan kedua terhadap keuangan Islam adalah pendekatan ekonomi Islam, yang merupakan disiplin baru yang berusaha mengembangkan ekonomi alternatif yang didasarkan pada ajaran Islam, yang menghasilkan manfaat ekonomi yang lebih baik, bahkan jika dinilai oleh ekonom non-Islam. Ekonomi Islam mampu mengembangkan teori dan pengamatan yang memiliki keterkaitan yang kuat dengan penalaran, prinsip, aturan, dan keputusan hukum khusus. Hal ini memberikan bimbingan dan kepercayaan kepada para ahli hukum dalam upaya mereka untuk menafsir ulang sumber-sumber klasik (Vogel & Hayes, 2019:45–46).

Mukhlisin *et al.*, (2022:334) menyebutkan untuk pengembangan ekonomi Islam, sumber hukum utama Islam yaitu Al-Qur'an dan Sunnah harus menjadi acuan. Bersamaan dengan sumber hukum utama, *ushul al-fiqh* (teori hukum Islam) juga digunakan. Hal ini membantu dalam menanggapi isu-isu kontemporer dengan mengacu pada metode yang dijelaskan dalam *al-Risalah* Imam al-Syafi'i yang terdiri dari *ijma'* (konsensus), *qiyas* (analogi deduktif), *istishab* (anggapan kesinambungan), *maslahah mursalah* (kepentingan umum), dan *sadd al-dzari'ah*

› jalan menuju kejahatan) untuk menghasilkan keputusan hukum dan an hukum.



2.3.1 Konsep Kontrak dan Perdagangan dalam Al-Qur'an dan Sunnah

Dalam hukum kontrak syariah terdapat asas-asas perjanjian yang melandasi penegakan dan pelaksanaannya, hal ini merupakan bagian dari penjagagaan hak-hak manusia yang dengannya akan tercapai maslahat di dalam kehidupan, diantaranya yaitu:

- a. Asas tauhid. Segala tindak perilaku kita diawasi oleh Allah ﷻ, (Qs. Al-Hadid: 57), konsekuensi dari asas ini adalah manusia tidak akan berbuat seenaknya karena segala perbuatan akan mendapatkan balasan dari Allah (Qs. Al-Zalzalah: 8) (Hulaify, 2019:49).
- b. Asas kebolehan. Dalam melakukan muamalah, terdapat kaidah *fiqhiyah* yang berbunyi "Hukum asal setiap muamalah *mubah/boleh*" hal ini telah dinukil oleh para ulama dari masa ke masa. Diantaranya:
 - Al-Imam Syafi'i (wafat: 204H) berkata, "*Allah telah menghalalkan setiap jual beli, apabila tidak ada larangan dari Rasulullah ﷺ*."
 - Ibnu Amir Hajj Al-Hanafi (wafat: 879H) berkata, "*Hukum asal setiap jual-beli adalah halal.*"
 - Ibnu Ar-Ruhaybani Al-Hanbali (wafat: 1243H) berkata, "*Hukum asal setiap akad adalah boleh.*"
 - Muhammad bin Shalih Al-Utsaimin (wafat: 1421H) berkata, "*Selama dalam akad tidak terdapat unsur kezaliman, gharar dan riba maka akad tersebut sah.*"
 (Tarmizi, 2021:39–40)

Di antara dalil yang melandasi kaidah ini adalah sabda Nabi ﷺ, dari

hadits riwayat al-Bazar dan at-Thabrani yang artinya:

Apapun yang dihalalkan Allah adalah halal, dan apapun yang diharamkan Allah adalah haram, dan apapun yang didiamkan adalah



dimaafkan. Maka terimalah dari Allah pemaaf-Nya. Sungguh Allah itu tidak melupakan sesuatupun”.

Dan juga hadits riwayat Daruquthni, dihasankan oleh an-Nawawi yang artinya:

“Sesungguhnya Allah telah mewajibkan beberapa kewajiban, maka jangan kamu sia-siakan dia dan Allah telah memberikan beberapa batas, maka janganlah kamu langgar dia, dan Allah telah mengharamkan sesuatu maka janganlah kamu pertengkarkan dia, dan Allah telah mendingkan beberapa hal, maka janganlah kamu perbincangkan dia.” (Hulaify, 2019:49).

- c. Asas keadilan. Islam sangat menghargai kontrak atau akad yang terjadi antara manusia sebagaimana firman Allah, “Wahai orang-orang beriman! Penuhilah akad-akad itu.” (QS. Al-Maidah, 5: 1). Bentuk lain dari adilnya Islam adalah adanya hak *khiyar* majlis, yaitu:

“hak pelaku akad untuk membatalkan atau melanjutkan akad disebabkan alasan yang syar’i atau karena ada kesepakatan ketika akad.” (*al-Mausu’ah al-Fiqhiyyah*, 20/41 dalam (Baits, 2020:92).

- d. Asas kemaslahatan. Berdasarkan ayat-ayat Al Qur’an dan Hadits, al-Ghazali dan asy-Syatibi mendefinisikan tujuan hukum Islam sebagai realisasi kemaslahatan. *Maslahat* dimaksudkan untuk memenuhi dan melindungi lima kepentingan dasar manusia: agama, jiwa dan raga, akal, kehormatan diri dan keluarga, serta harta benda. (Ghazali, 1971 dalam (Hulaify, 2019:50).

Umat Islam bebas untuk membuat kontrak-kontrak baru selama kontrak-

kontrak tersebut tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip dan tujuan hukum

seperti demikian, hukum Islam yang mengatur transaksi ekonomi dapat

beradaptasi secara dinamis untuk memenuhi isu-isu baru dalam lingkungan



ekonomi modern, seperti beberapa jenis kontrak yang akan dieksplorasi pada layanan urun dana syariah.

2.4 Layanan Urun Dana Syariah (*Islamic Securities Crowdfunding*)

Securities Crowdfunding (SCF) syariah merupakan layanan digital yang diadakan oleh penyelenggara SCF syariah untuk membantu UMKM penerbit sebagai pihak yang memerlukan pembiayaan menawarkan atau menerbitkan efek atau surat berharga kepada investor yang bersifat terbuka dan dijalankan mengikuti prinsip-prinsip syariah dan menjadi pasar modal yang diperuntukkan bagi UMKM (KNEKS, 2022:21).

Penyelenggara SCF syariah adalah layanan jasa keuangan di sektor pasar modal yang mengikuti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No.57/POJK.04/2020 tentang Penawaran Efek Melalui Layanan Urun Dana Berbasis Teknologi Informasi (*Securities Crowdfunding*). Regulasi ini merupakan perluasan dari POJK No.37/POJK.04/2018 tentang *Equity Crowdfunding* (ECF), sehingga menyediakan pilihan instrumen investasi yang lebih bervariasi (KNEKS, 2022:21).

2.4.1 Sukuk Dalam *Securities Crowdfunding* Syariah

Sukuk dapat disamakan dengan obligasi di negara-negara Barat. Namun, karena prinsip riba, sukuk tidak dapat menghasilkan tingkat bunga tetap dan selalu terhubung dengan aset riil yang menjadi dasar perjanjian transaksi. Hal ini merupakan konsekuensi dari larangan syariah untuk berinvestasi pada sesuatu yang tidak ada. Dalam hal ini, sukuk mirip dengan efek beragun aset di Barat,



fitur yang membuatnya cocok untuk mendukung proyek transaksi
 1 (Gatti, 2019:328).

Sukuk yang diterbitkan SCF Syariah mempunyai ciri-ciri yang berbeda dari diterbitkan di Bursa Efek Indonesia (BEI), beberapa perbedaan utamanya yaitu:

- a. Nilai penerbitan sukuk SCF syariah relatif rendah, yaitu maksimal Rp10 miliar, dibandingkan dengan sukuk yang diterbitkan melalui Penawaran Umum yang bisa mencapai puluhan triliun, maka sukuk SCF syariah sering disebut sebagai sukuk mini.
- b. Sukuk dalam SCF syariah tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder, namun sukuk dalam penawaran umum dapat diperdagangkan setiap hari (perdagangan sekunder).
- c. UMKM adalah penerbit sukuk dalam SCF Syariah, sedangkan pemerintah, BUMN, anak perusahaan BUMN, pemerintah daerah (Pemda), BUMD, perusahaan, dan perusahaan besar adalah penerbit sukuk dalam penawaran umum, asalkan penerbitannya memiliki nilai yang signifikan. Meskipun UMKM diizinkan untuk melakukan penawaran umum di BEI berdasarkan POJK No.53/POJK.04/2017, persyaratannya jauh lebih rumit dibandingkan dengan SCF Syariah. (KNEKS, 2022:148).

Sukuk yang diterbitkan melalui SHAFIQ menggunakan akad *musyarakah* atau *mudharabah*, yang berlandaskan prinsip bagi hasil (*profit-loss sharing*). Dalam skema ini, *shahibul maal* (pemodal) berperan sebagai penyedia modal, sementara penerbit bertindak sebagai pengelola dana. Karena bukan merupakan bentuk pemberian utang, modal pokok tidak dapat dijamin untuk kembali secara pasti, sesuai dengan prinsip syariah. Oleh karena itu, baik pemodal maupun

SHAFIQ harus bersama-sama menanggung risiko terkait proyek atau bisnis yang menjadi dasar penerbitan sukuk (SHAFIQ, n.d.).



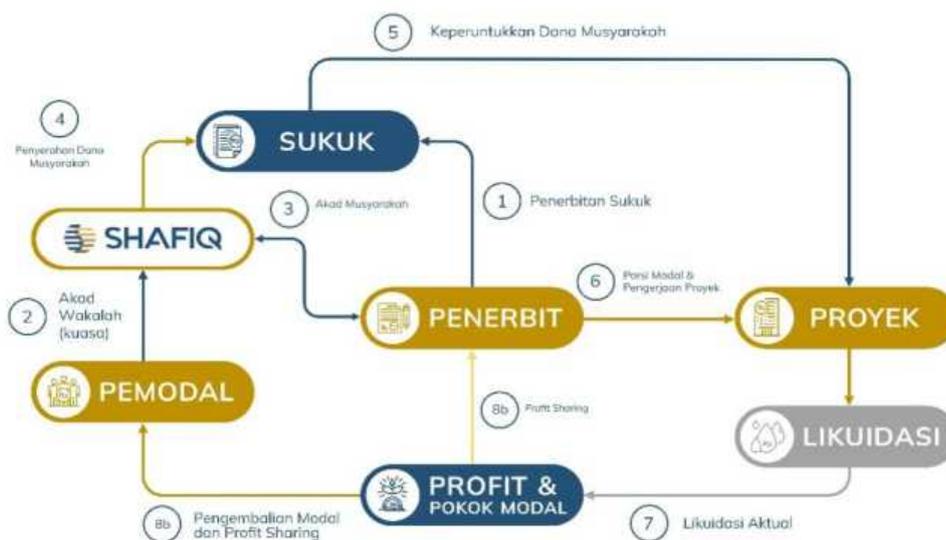
2.4.2 Jenis-Jenis Sukuk Berdasarkan Akad Dalam *Securities Crowdfunding (SCF) Syariah* di SHAFIQ

Istilah "struktur sukuk" mengacu pada bentuk atau jenis kontrak yang digunakan dalam penerbitan sukuk, yang diklasifikasikan menurut imbal hasil atau rencana pembayaran yang diberikan (Muzalifah & Yulia, 2020:472; Salsabilah *et al.*, 2021:119).

Berdasarkan akadnya, sukuk di SHAFIQ terbagi menjadi dua, yaitu:

a. Sukuk *Musyarakah*

Sukuk *musyarakah* adalah bentuk sukuk dimana pemegang sukuk dan penerbit bekerja sama dalam suatu usaha tertentu dengan menyediakan dana/modal. Keuntungan dibagi berdasarkan *nisbah* yang disepakati, sedangkan kerugian ditanggung berdasarkan jumlah modal yang dikontribusikan. (KNEKS, 2022:153).



Gambar 2.1 Skema sukuk *musyarakah*
Sumber: SHAFIQ



Penjelasan skema sukuk *musyarakah*:

1. Penerbit menerbitkan sukuk *musyarakah* dan ditawarkan kepada para calon Pemodal melalui *platform* SHAFIQ.
2. Akad *wakalah* (kuasa) antara Pemodal dengan SHAFIQ.
3. Setelah pendanaan dari para Pemodal berhasil terpenuhi, dilakukan akad *musyarakah* antara SHAFIQ selaku wakil Pemodal dengan Penerbit.
4. Dana milik Pemodal diserahkan kepada Penerbit.
5. Dana yang diperoleh dari penerbitan Sukuk digunakan Penerbit untuk mengerjakan proyek.
6. Penerbit selaku *syarik* turut menyetorkan dana miliknya sebagai modal ke dalam proyek dan Penerbit selaku mitra aktif melakukan pengerjaan proyek yang menjadi dasar dari penerbitan sukuk.
7. Setelah dilakukan likuidasi aktual, seluruh modal serta keuntungan proyek tersebut akan didistribusikan kepada para Pemodal dan Penerbit pada saat proyek berakhir berdasarkan nisbah pembagian keuntungan yang telah disepakati.
8. Pengembalian modal & *profit sharing*:
 - a. Pengembalian modal dan profit sharing kepada Pemodal selaku mitra pasif.
 - b. Pengembalian modal dan profit sharing kepada Penerbit selaku mitra aktif

Poin 8 dilakukan hingga jatuh tempo sukuk berakhir.

b. Sukuk *Mudharabah*

Sukuk *mudharabah* menggunakan kontrak *mudharabah*, yang merupakan jenis kemitraan komersial di mana manajer (*mudharib*)



mengelola perusahaan dan pendapatannya dibagi sesuai dengan rasio yang telah ditentukan. Pemilik modal, atau *shahibul mal*, menyediakan semua modal yang diperlukan (KNEKS, 2022:154).



Gambar 2.2 Skema sukuk *mudharabah*
Sumber: SHAFIQ

Penjelasan skema sukuk *mudharabah*:

1. Penerbit menerbitkan sukuk *mudharabah* dan ditawarkan kepada para calon Pemodal melalui *platform* SHAFIQ.
2. Akad *wakalah* (kuasa) antara Pemodal dengan SHAFIQ.
3. Setelah pendanaan dari para Pemodal berhasil terpenuhi, kemudian dilakukan akad *mudharabah* antara SHAFIQ (Wakil Pemodal) dengan Penerbit.
4. Dana milik Pemodal diserahkan kepada Penerbit.
5. Dana yang diperoleh dari penerbitan Sukuk akan digunakan Penerbit untuk mengerjakan suatu proyek.
6. Penerbit sebagai Pengelola (*mudharib*) akan melakukan kegiatan pengerjaan proyek yang menjadi dasar dari penerbitan sukuk.



7. Dilakukan likuidasi untuk menentukan bagian modal dan keuntungan yang dapat dibagihasilkan yang nantinya modal serta keuntungan proyek tersebut akan didistribusikan kepada para pemegang sukuk dan Penerbit pada saat proyek masih berjalan atau diakhir berdasarkan periode pembagian keuntungan yang disepakati.
8. Pengembalian modal & *profit sharing*:
 - a. Pengembalian modal dan profit sharing kepada Pemodal.
 - b. Profit sharing kepada Penerbit sebagai Pengelola (*mudharib*).
 Poin 8 dilakukan hingga jatuh tempo Sukuk berakhir.

2.4.3 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi

Sering disebut obligasi syariah, sukuk adalah produk keuangan yang memiliki fitur-fitur seperti obligasi tanpa melanggar standar syariah di pasar modal. Berikut adalah beberapa perbedaan sukuk dan obligasi yang disajikan tabel 2.1 di bawah:

Tabel 2.1 Perbedaan sukuk dan obligasi

No	Aspek	Sukuk	Obligasi Konvensional
1	Aktivitas Bisnis Penerbit	Penerbit tidak perlu menjadi badan usaha syariah, tetapi jenis usaha, kegiatan, dan pengelolaan usahanya harus sesuai dengan prinsip syariah.	Tidak Dibatasi
2	Sifat Instrumen	Sertifikat yang menunjukkan kepemilikan atas suatu aset.	Instrumen pernyataan hutang
3	<i>Underlying Asset</i>	Diperlukan untuk menunjukkan kepemilikan atas barang dalam transaksi jual beli atau sewa, atau atas usaha/proyek dalam hal penyertaan modal.	Tidak Perlu



4	Jenis Transaksi	Jual-Beli, sewa dan penyertaan modal	Pinjaman
5	Penghasilan Investor	Biaya tambahan, biaya sewa, atau pembagian keuntungan sesuai dengan jenis akad yang digunakan.	Bunga, <i>Capital Gain</i>
6	Penggunaan Dana	Harus digunakan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah	Bebas
7	Jenis Investor	Konvensional dan Syariah	Konvensional

Sumber: KNEKS (2022:149)

2.5 Pengukuran Kinerja Investasi

Mengukur kinerja investasi sangat penting bagi investor untuk mengevaluasi keberhasilan investasi mereka dan membuat keputusan yang tepat. Salah satu metrik yang banyak digunakan untuk mengukur kinerja investasi adalah *Return on Investment* (ROI). ROI adalah metrik keuangan yang menghitung pengembalian investasi sebagai persentase dari biayanya. Ini adalah metrik yang banyak digunakan untuk mengevaluasi efisiensi investasi modal atau membandingkan efisiensi berbagai proyek investasi. Menurut Friedlob & Jr., (1996:5) ROI dapat dihitung dengan rumus berikut:

$$ROI = \frac{\textit{Profit}}{\textit{Investment}} \quad (1)$$

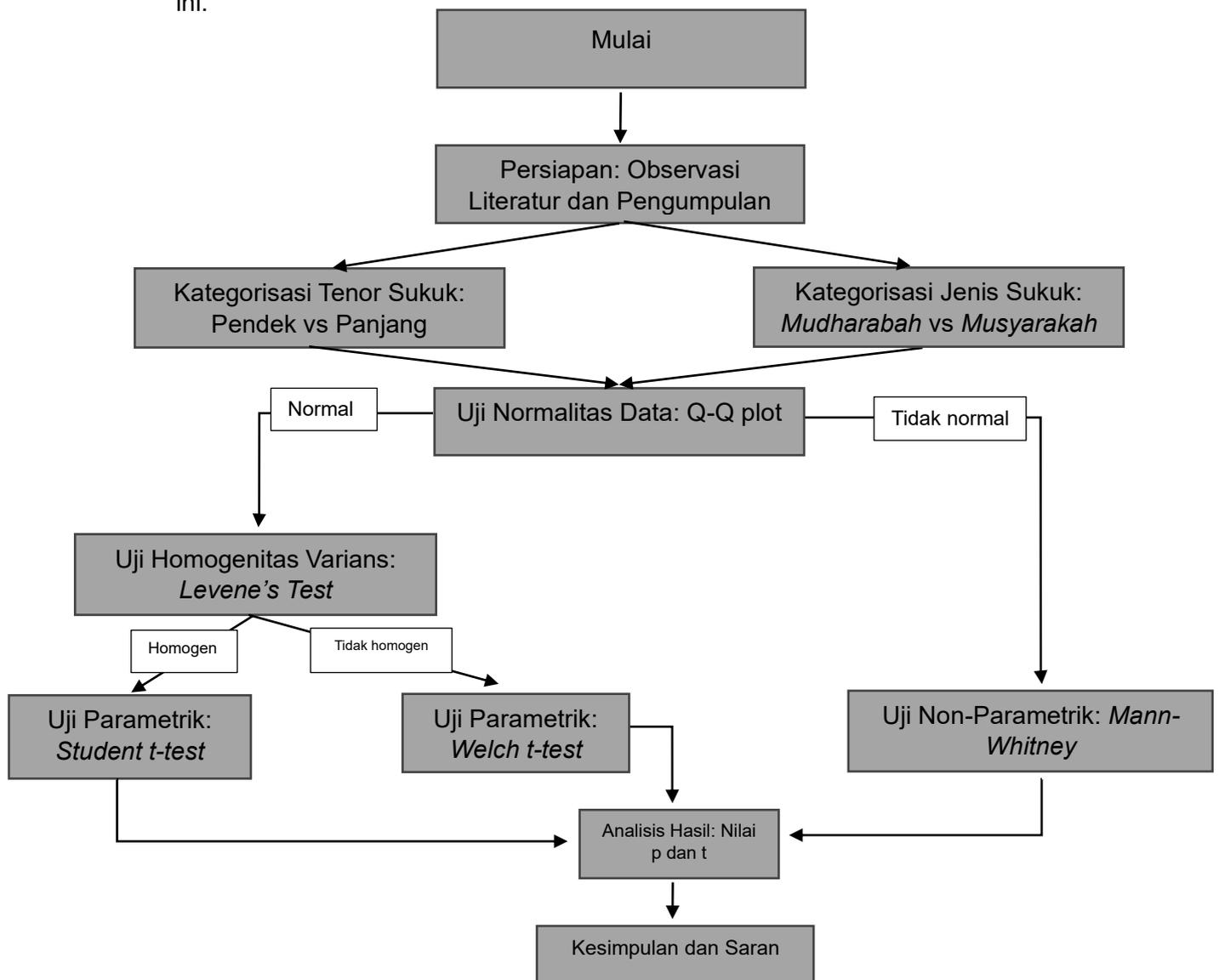
2.6 Kerangka Penelitian

Sukuk di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan SCF Syariah (*Securities Crowdfunding*) bukanlah hal yang sama, beberapa perbedaan di antaranya adalah perusahaan yang menerbitkan sukuk, tenor sukuk, nilai penerbitan, dan perbedaan perlakuan sukuk di pasar sekunder sehingga risiko dari kedua sukuk



mempunyai berbeda dan tidak bisa disamakan. Penelitian ini dilakukan menganalisa apakah ada perbedaan hasil *Return on Investment* (ROI) yang

dihasilkan oleh perusahaan yang menerbitkan sukuk dan telah berakhir proyeknya di *platform* SCF SHAFIQ sebagai pihak yang menengahi investor dan perusahaan penerbit sukuk jika dilihat dari tenor sukuk dan jenis sukuk. Gambar 2.4 berikut ini memberikan kerangka penelitian untuk pengembangan hipotesis pada penelitian ini.



Gambar 2.3 Kerangka Penelitian



2.7 Hipotesis Penelitian

Hipotesis penelitian adalah bagian penting dalam sebuah studi ilmiah, karena hipotesis merupakan pernyataan atau asumsi yang dibuat berdasarkan tinjauan literatur dan pengamatan awal, yang kemudian akan diuji kebenarannya melalui penelitian. Pada bab ini, kita akan merumuskan hipotesis-hipotesis yang menjadi fokus utama penelitian ini, berdasarkan kajian teoritis dan empiris yang telah dilakukan sebelumnya.

Penelitian ini bertujuan untuk menguji berbagai aspek dalam keuangan dan ekonomi Islam, serta layanan urun dana syariah, dalam konteks teori risiko dan imbal hasil. Hipotesis yang dirumuskan diharapkan dapat menjawab pertanyaan penelitian dan memberikan pemahaman yang lebih dalam mengenai topik yang diteliti.

2.7.1 Terdapat Perbedaan yang Signifikan dari ROI yang Dihasilkan Sukuk Tenor Jangka Pendek dan Panjang

Dalam Teori Risiko dan Imbal Hasil (*Risk and Return Theory*), risiko terbagi menjadi dua, yaitu risiko sistematis, yang dipengaruhi oleh faktor-faktor pasar seperti perubahan suku bunga dan inflasi, dan risiko tidak sistematis, yang terkait dengan faktor-faktor spesifik perusahaan atau proyek (Modigliani & Pogue, 1973:17).

Saad & Mohamad (2012:3116) meneliti tentang jenis, tenor, dan rating sukuk terhadap *yield* (tingkat pengembalian yang diantisipasi pada sukuk jika dipegang sampai tanggal jatuh tempo) dari 49 perusahaan yang tercatat di pasar bursa Malaysia mulai tahun 2005 – 2010. Hasil Regresi Multivariat menunjukkan

panjang tenor sukuk memiliki hubungan positif dengan imbal hasil. Hasil ini



mendukung teori keuangan dalam investasi yaitu *high risk high return*, investasi jangka panjang menghasilkan imbal hasil yang lebih tinggi.

Ariff *et al.* (2017) melakukan penelitian tentang perbedaan imbal hasil antara sukuk dan obligasi di Malaysia. Kesimpulan dari penelitian tersebut adalah semakin panjang tenor sukuk, maka semakin tinggi perbedaan imbal hasil dari kedua jenis sekuritas tersebut. Imbal hasil di pasar korporasi AAA jangka pendek dan menengah lebih rendah untuk sukuk dan lebih tinggi untuk sukuk jangka panjang (7 tahun ke atas). Putri (2023) dalam penelitiannya menjelaskan tentang pengaruh nilai sukuk, tenor sukuk, dan risiko sukuk terhadap *yield* sukuk korporasi pada tahun 2021 menunjukkan bahwa umur sukuk berpengaruh terhadap *yield* sukuk korporasi pada tahun 2021.

Dari hasil-hasil penelitian yang disajikan di atas, kesimpulan yang dapat diambil adalah bahwa secara umum, terdapat perbedaan ROI yang dihasilkan antar tenor sukuk. Berikut hipotesis yang akan diajukan:

Hipotesis 1: Terdapat perbedaan yang signifikan dari ROI yang dihasilkan sukuk tenor jangka pendek dan panjang.

2.7.2 Terdapat Perbedaan yang Signifikan dari ROI yang Dihasilkan Sukuk Jenis *Mudharabah* dan *Musyarakah*

Dalam teori risiko dan imbal hasil, jenis sukuk berpengaruh terhadap risiko sistematis dan tidak sistematis yang dihadapi investor seperti pada penelitian yang dilakukan oleh Alswaidan *et al.* (2017), yang mempublikasikan bahwa jenis sukuk berpengaruh signifikan terhadap profil risiko sukuk, termasuk risiko sistematis dan tidak sistematis, yang memengaruhi imbal hasil. Sukuk *mudharabah* dan sukuk



ah, misalnya, dapat terpengaruh oleh risiko sistematis jika proyek yang berada di sektor yang rentan terhadap perubahan ekonomi global atau

kebijakan pemerintah, yang dapat memengaruhi kelangsungan usaha yang mendasari sukuk. Risiko tidak sistematis pada sukuk *mudharabah* bisa timbul dari kegagalan proyek, masalah manajemen, atau masalah lainnya, sedangkan pada sukuk *musyarakah*, yang merupakan kemitraan ekuitas, risiko tidak sistematis bisa berasal dari konflik antara mitra, keputusan manajemen, atau masalah dalam proyek tertentu. Karena setiap jenis sukuk memiliki karakteristik yang berbeda, jenis sukuk akan memengaruhi tingkat pengembalian sesuai dengan risiko yang dibawa oleh masing-masing jenis sukuk.

Hasil regresi multivariat dari penelitian Saad & Mohamad (2012:3116) menunjukkan bahwa jenis sukuk, tenor dan peringkat memiliki hubungan positif dengan imbal hasil sukuk pada tingkat signifikan 1% dengan nilai t-value sebesar 7,164, 23,746 dan 10,259. Artinya, jenis sukuk dimana BBA (*Bai Bithaman Ajil*) yang berada di peringkat tertinggi (68% dari seluruh jenis sukuk yang terbit) menghasilkan imbal hasil yang tinggi dibandingkan dengan *murabahah* (peringkat terendah dengan persentase 5% dari seluruh jenis sukuk yang terbit). Hasil yang sama juga didapat dari penelitian Muhamed *et al.* (2022) yang meneliti tentang pengaruh jenis sukuk terhadap rating dan imbal hasil dari 150 sukuk (25 perusahaan untuk enam tahun pengamatan) jumlah sampel mulai tahun 2008 – 2013 menunjukkan bahwa jenis sukuk berpengaruh terhadap imbal hasil sukuk dengan arah yang positif.

Dari hasil-hasil penelitian yang disajikan di atas, kesimpulan yang dapat diambil adalah jenis sukuk yang berbeda menghasilkan imbal hasil yang berbeda sehingga jenis sukuk yang dipilih oleh investor dapat memengaruhi tingkat pengembalian investasi yang dihasilkan.

2: Terdapat perbedaan yang signifikan dari ROI yang dihasilkan sukuk *syarakah* dan *Mudharabah*.

