



# PENGEMBANGAN SUKUK NEGARA DI INDONESIA

Analisis Komprehensif dalam Menggali  
Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan  
Sukuk Negara Indonesia

**Nisful Laila**



Pengembangan  
**Sukuk Negara**  
di Indonesia



Analisis Komprehensif dalam Menggali  
Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan  
Sukuk Negara Indonesia

Nisful Laila



## PENGEMBANGAN SUKUK NEGARA DI INDONESIA

Analisis Komprehensif dalam Menggali Alternatif Solusi dan  
Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia

Nisful Laila

---

Editor	Bahtiar H. Suhesta
Proofreader	Muslich Anshori Ali Mufrodi
Desain sampul	Bahtiar H. Suhesta
Tata letak isi	Bahtiar H. Suhesta

Hak cipta dilindungi oleh undang-undang. Dilarang mengutip atau memperbanyak sebagian atau seluruh isi buku ini tanpa izin tertulis dari Penerbit.

218 + xii hlm; 15,5 x 23 cm

ISBN: .....

Cetakan pertama: Oktober 2019

Isi di luar tanggung jawab percetakan.



*Untuk:  
Ayahnda Usman (alm.) dan Ibunda Zaenah (almh.),  
atas cinta dan tauladannya.*

*Juga untuk:  
Fida dan Azalia, serta Febriliyan Samopa  
atas cinta tak bersyaratnya.*

# DAFTAR ISI

DAFTAR ISI.....	vi
Kata Pengantar.....	x
BAB 1 SUKUK: SEBUAH PENGANTAR.....	1
Apa itu <i>Sukuk</i> ?.....	2
Perkembangan <i>Sukuk</i> Dunia .....	4
Perkembangan <i>Sukuk</i> di Indonesia .....	8
Penelitian tentang <i>Sukuk</i> .....	18
BAB 2 SUKUK DAN INVESTASI DALAM ISLAM .....	21
Investasi dalam Islam.....	22
Saham Syariah.....	24
Reksadana Syariah .....	26
Obligasi Syariah ( <i>Sukuk</i> ) .....	28
Perbandingan <i>Sukuk</i> dan <i>Obligasi</i> .....	30
Jenis-jenis <i>Sukuk</i> .....	32
Sejarah dan Perkembangan <i>Sukuk</i> .....	34
Mekanisme Pembentukan dan Pengeluaran <i>Sukuk</i> .....	38
Jenis-Jenis Akad <i>Sukuk</i> .....	40
Hak Originator.....	44
Hak SPV ( <i>Special Purpose Vehicle</i> ) .....	48
Hak Investor <i>Sukuk</i> .....	50
Penentuan Keuntungan <i>Sukuk</i> .....	53
Risiko <i>Sukuk</i> .....	55

Kegunaan Produk <i>Sukuk</i> .....	58
Jenis <i>Sukuk</i> Menurut <i>Sukuk Issuer</i> .....	66
Legalitas Syariah <i>Sukuk</i> .....	72
<b>BAB 3 SELUK-BELUK SUKUK NEGARA</b> .....	81
Definisi dan Arti Penting Diterbitkannya <i>Sukuk</i> Negara.....	82
Perbedaan <i>Sukuk</i> Negara dengan Surat Utang Negara .....	84
Struktur <i>Sukuk</i> Negara.....	86
Metode Penerbitan <i>Sukuk</i> Negara .....	94
Distribusi dan Aplikasi Kegunaan <i>Sukuk</i> Negara.....	98
Implikasi Produk <i>Sukuk</i> .....	102
Aspek Perpajakan dalam <i>Sukuk</i> Negara .....	105
Ilustrasi Aplikasi <i>Sukuk</i> Ritel .....	111
Ilustrasi Aplikasi <i>Sukuk</i> Tabungan.....	117
<b>BAB 4 PENELITIAN SUKUK NEGARA</b> .....	121
Kerangka Konseptual Penelitian.....	122
Penelitian Terdahulu.....	128
Metode Penelitian.....	136
<b>BAB 5 PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN</b> .....	145
Konstruksi Model.....	146
Hasil Penelitian.....	161
Klaster Masalah .....	167
Klaster Solusi.....	177
Klaster Strategi.....	184
Pembahasan Hasil Penelitian.....	191
Limitasi Penelitian.....	198
Simpulan dan Saran .....	199

- 
- 
- Daftar Isi

DAFTAR PUSTAKA .....	203
CURRICULUM VITAE .....	211
Foto Penelitian .....	213







# Kata Pengantar

*A*

*lhamdulillahi rabbil 'alamiin.*

Puji syukur kami panjatkan ke hadirat Allah *Subhaanahu Wata'ala*, Tuhan Semesta Alam, yang telah memberikan karunia yang tiada terkira kepada kita semua, khususnya kepada kami penulis, sehingga buku berjudul **“Pengembangan Sukuk Negara di Indonesia: Analisis Komprehensif dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia”** ini bisa kami selesaikan.

*Shalawat* dan salam semoga selalu dilimpahkan kepada junjungan kita, sebaik-baik manusia yang pernah dilahirkan di atas muka bumi, Nabi akhir zaman, Baginda Rasulullah *Shallallahu 'Alaihi Wasallam*. Karena berkat jasa beliau, maka kita semua bisa mengikuti risalah beliau, melaksanakan sunah-sunah beliau, dan kelak semoga dikumpulkan bersama beliau *Shallallahu 'Alaihi Wasallam* di surga-Nya. *Aamiin*.

Majelis Ulama Indonesia (MUI) melalui Dewan Syariah Nasional (DSN) telah menerbitkan Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah yang menjadi landasan bagi penerbitan surat berharga syariah di Indonesia. Berarti tak kurang sudah berselang 16 tahun yang lalu. Pemerintah Indonesia sendiri mulai menerbitkan Sukuk Negara pada tahun 2008 setelah terbit Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Hingga Oktober

2017, pemerintah tercatat telah menerbitkan Sukuk dengan beragam akad sejumlah Rp745,8 Triliun.

Perkembangan Sukuk Negara Indonesia cukup memberikan harapan sebagai alternatif potensial sumber pendanaan negara. Bagaimanapun, Sukuk memiliki sejumlah keistimewaan, di antaranya: dapat diperjualbelikan, dapat ditawarkan kepada siapa saja investor nasional maupun global, dan aman karena dijamin dengan *underlying asset* yang riil.



Namun demikian, pertumbuhan Sukuk Negara Indonesia masih terbilang relatif kecil. Secara global pun, dari 29 negara yang menerbitkan Sukuk pada 2017, Indonesia masih berada pada urutan ke-4 dengan porsi 8,1% di bawah Malaysia (55%), Saudi Arabia (14%), dan United Arab Emirates (9%).

Sudah banyak kajian dilakukan terhadap Sukuk. Demikian juga riset tentang instrumen syariah ini yang dimuat jurnal nasional maupun internasional. Namun, dari sejumlah kajian dan riset tersebut, belum tampak ada yang meneliti secara mendalam dan komprehensif mengapa pertumbuhan Sukuk di Indonesia, khususnya Sukuk Negara, relatif kecil dibandingkan Sukuk di negara lain, utamanya berpenduduk mayoritas muslim. Padahal tidak diragukan lagi, peranan Sukuk bagi perekonomian negara sangat besar.

Itulah yang kemudian kami coba upayakan. Kami melakukan penelitian terhadap Sukuk Negara secara komprehensif untuk mengetahui kendala dan masalah yang dihadapi serta mencari solusi dan strategi terbaik dalam pengembangan Sukuk Negara Indonesia ke depan.

Buku di hadapan Anda ini adalah hasil penelitian tersebut. Semoga hasil penelitian ini dapat menjadi masukan dan bahan pertimbangan bagi pemerintah untuk meningkatkan porsi Sukuk Negara sebagai sumber dana pembangunan. Bagi regulator, penelitian ini bisa menjadi informasi penting dalam menyusun dan menerapkan regulasi yang berpihak pada pengembangan industri keuangan syariah, khususnya pengembangan Sukuk Negara di Indonesia.

Demikian juga hasil penelitian ini diharapkan dapat menambah wawasan kepada para akademisi terkait kajian pengembangan Sukuk Negara di Indonesia dan informasi kepada para investor, praktisi, dan pihak-pihak lainnya yang berkecimpung dalam industri keuangan syariah, khususnya Sukuk Negara di Indonesia.

Tidak lupa, kami sampaikan ucapan beribu terima kasih kepada Prof. Muslich Anshori dan Prof. Ali Mufrodi atas kesempatan diskusi serta sumbang-sih saran dan pendapatnya kepada penulis dalam penyusunan buku ini. Semoga Allah Ta'ala mencatatnya sebagai amal shalih. *Aamin.*

Terakhir, besar harapan kami, upaya kecil yang telah kami lakukan ini bermanfaat bagi kita sekalian, utamanya dalam mendorong perkembangan Sukuk Negara khususnya dan industri keuangan syariah umumnya di Indonesia.

*Billahit taufiq wal hidayah,*

*Wassalaamu 'alaikum WWW.*

Nisful Laila

# SUKUK: SEBUAH PENGANTAR

# 1



Pembangunan MRT di Jakarta memanfaatkan dana Sukuk Negara.  
Sumber: infokita.net



## Apa itu Sukuk?

**S**ukuk dewasa ini sudah digunakan di banyak negara sebagai salah satu instrumen keuangan. Secara bahasa, Sukuk diterjemahkan dari bahasa Arab *sakk* (tunggal) atau *Sukuk* (jamak) yang berarti dokumen. Sementara menurut Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution (AAOIFI), Sukuk diartikan sebagai sertifikat yang mempresentasikan bukti bagian kepemilikan yang tak terbagi atas suatu aset berwujud, nilai manfaat, jasa, atau kepemilikan aset suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Berbeda dengan instrumen keuangan pada umumnya, Sukuk memenuhi prinsip-prinsip syariah, yang berarti Sukuk tidak memiliki hal-hal yang dilarang dalam hukum Islam seperti: *riba* (bunga), *gharar* (ketidakpastian), *maysir* (spekulasi), dan unsur haram. Di samping itu, Sukuk harus memenuhi akad-akad sesuai transaksi syariah dan berbasis aset riil. Larangan akan *riba* semua jelas disebutkan dalam Firman Allah surat Ali-Imran: 130,

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا لَا تَأْكُلُوا الرِّبَا أَضْعَافًا مُضَاعَفَةً ۖ وَاتَّقُوا اللَّهَ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

*Yā ayyuhal-lazīna āmanū lā ta'kulur-ribā aḍ'āfam muḍā'afah, wattaqullāha la'allakum tuflihūn.*

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan Riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.” (Q.S. Ali-Imran: 130)

Beberapa negara dengan ini telah menjadi *regular issuer* dari Sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni



“  
*Sukuk adalah sertifikat yang mempresentasikan bukti bagian kepemilikan yang tak terbagi atas suatu aset berwujud, nilai manfaat, jasa, atau kepemilikan aset suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu.*

~AAOIFI

Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan Saudi Arabia. Penerbitan *sovereign Sukuk* tersebut ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, seperti pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol (Rusydia, 2009). Selain itu, Sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*, yaitu dengan menggunakan Sukuk jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) yang juga dapat digunakan sebagai instrumen pasar uang (Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, 2008).

Keistimewaan Sukuk terletak pada sifatnya yang dapat diperjual belikan, dapat diperingkat, dan memiliki fleksibilitas hukum. Keistimewaan lain Sukuk adalah dapat ditawarkan kepada investor baik nasional maupun global dengan akad yang disesuaikan dengan kebutuhan serta dengan pengenaan pajak yang berbeda-beda (Huda, 2008). Sukuk juga diyakini sebagai instrumen keuangan yang lebih aman karena disyaratkan untuk memiliki *underlying asset* yang riil.





## Perkembangan Sukuk Dunia



Sukuk pertama kali diterbitkan pada tahun 2001 oleh Bahrain Monetary Agency (BMA). Selanjutnya pada tahun 2002 Pemerintah Malaysia turut serta menerbitkan Sukuk. Pada tahun yang sama Sukuk korporasi diterbitkan di Indonesia. Setahun kemudian beberapa negara seperti Arab Saudi, Bahrain, Qatar, United Arab Emirates (UAE), United of Kingdom (UK), Jerman, dan Pakistan menerbitkan *sovereign Sukuk* atau Sukuk pemerintah.

Penyebaran Sukuk ini relatif cepat karena Sukuk dikenal memiliki keistimewaan sebagai instrumen keuangan yang selaras dengan hukum Islam (syariah). Sementara pada masa tersebut bank-bank syariah memiliki kesulitan dalam menempatkan dananya, karena instrumen keuangan yang ada sebagian besar mengandung unsur bunga/riba yang karenanya tidak bisa digunakan oleh institusi keuangan Islam.

Semenjak krisis keuangan global tahun 2008, pertumbuhan perekonomian global menunjukkan *recovery material* meskipun masih terbilang rendah dan *fragile*. Perekonomian negara di kawasan Eropa, Amerika, Cina, dan Jepang juga masih menunjukkan pertumbuhan yang melambat (Alamsyah, 2014). Melambatnya pertumbuhan ini meningkatkan kekhawatiran sekaligus tantangan, terutama bagi industri keuangan Islam untuk terus meningkatkan pertumbuhannya. Sistem keuangan Islam yang dianggap relatif lebih stabil, dan berbasis sektor riil mampu memberikan rasa aman karena diyakini memiliki daya tahan yang lebih tinggi terhadap krisis, sebagaimana





“  
*Penyebaran Sukuk  
relatif cepat karena dikenal memiliki  
keistimewaan sebagai instrumen  
keuangan yang selaras dengan hukum  
Islam (syariah).*



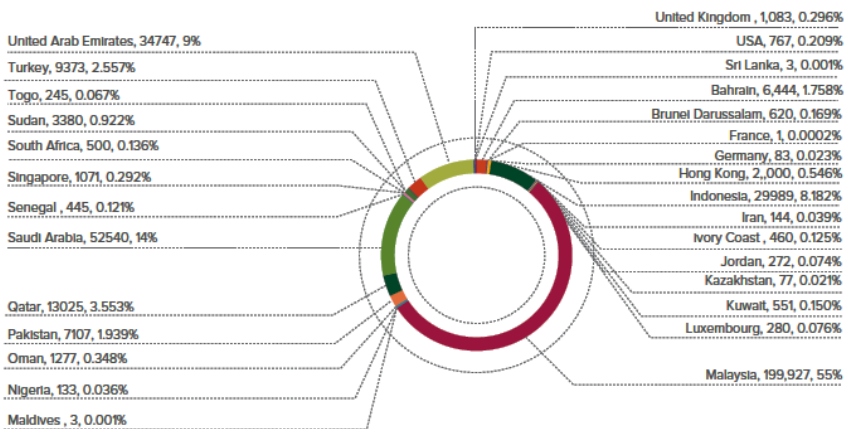
ditunjukkan dalam krisis keuangan global di tahun 1997 dan 2008.

Pasar keuangan Islam hingga akhir tahun 2016 menunjukkan perkembangan yang cukup baik. Perkembangan ini dipicu oleh perkembangan Sukuk sebagai instrumen keuangan syariah yang relatif baru. Sukuk mulai banyak diterbitkan dalam berbagai mata uang guna menjangkau investor secara lebih luas. Sukuk juga mulai banyak digunakan untuk membiayai proyek-proyek pemerintah di berbagai negara. Dalam rangka mendorong pengembangan Sukuk dan pasar Sukuk (*Sukuk market*), beberapa negara bersedia mengubah undang-undang dan sistem perpajakan mereka.

Laporan International Islamic Financial Market (IIFM) menyebutkan bahwa penerbitan Sukuk global dari Januari 2001 sampai dengan Desember 2016 mencapai US\$181.725 millions dengan sebaran *issuances* di 22 negara meliputi negara-negara di Asia, Timur Tengah dan GCC (Gulf Cooperation Council), Afrika, serta Eropa. Issuance Sukuk terbesar masih didominasi oleh negara-negara Timur Tengah dan GCC sebesar US\$109.203 millions atau 60% dari total *issuances* (IIFM, 2017).

Perkembangan Sukuk secara global menunjukkan semakin banyak negara yang turut menerbitkan Sukuk. Terhitung sejak 2001 hingga Desember 2016, telah tercatat 29 negara yang menerbitkan Sukuk global yang sebagian besarnya adalah negara-negara dengan populasi muslim yang mayoritas, sebagaimana yang tercantum dalam Gambar 1.1. Dominasi negara penerbit Sukuk masih diraih oleh Malaysia sebesar 55%, dilanjutkan dengan Saudi Arabia dan United Arab Emirates (UAE) yang memiliki 14% dan 9% penerbitan Sukuk dari Sukuk global yang ada. Baru pada urutan ke-4 Indonesia mencapai 8,1% yang diikuti oleh Qatar, Turki, dan Sudan.

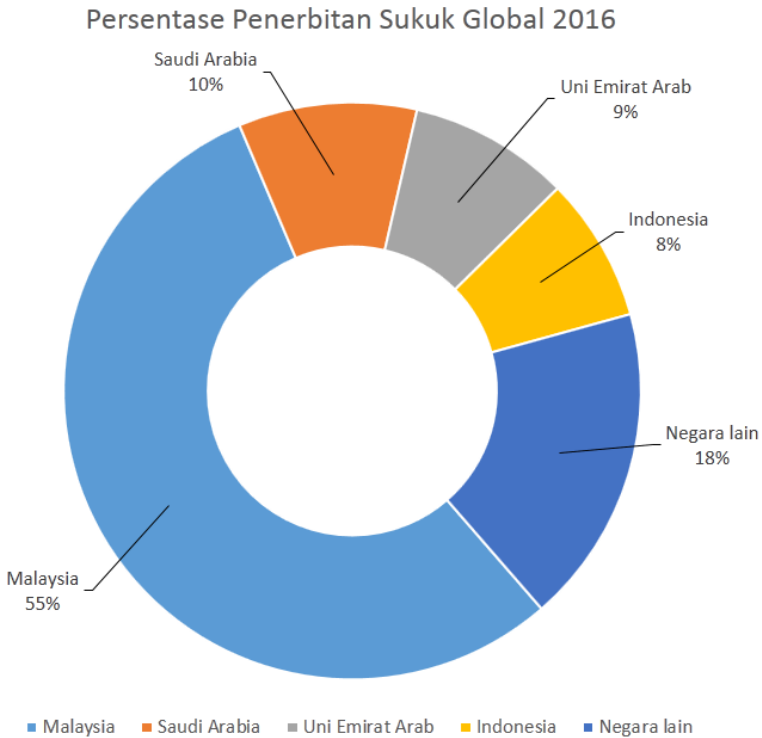
**CHART 6G : COUNTRY WISE BREAKDOWN OF GLOBAL SUKUK OUTSTANDING AS OF 31ST DEC EMBER 2016 (DOMESTIC & INTERNATIONAL) ALL TENORS, ALL CURRENCIES IN USD MILLIONS**



Source: IIFM Sukuk database

Gambar 1.1.  
Rincian Negara Penerbit Sukuk Global  
Sumber: IIFM Sukuk database

Sementara itu, penerbitan Sukuk dalam mata uang Yuan Cina, Lira Turki, dan Dollar Singapura, serta Pounsterling Inggris merupakan perkembangan baru yang membawa optimisme akan semakin berkembangnya Sukuk di kemudian hari.



Gambar 1.2.  
Perbandingan Penerbitan Sukuk Global  
Sumber: Penulis (diolah)





## Perkembangan Sukuk di Indonesia

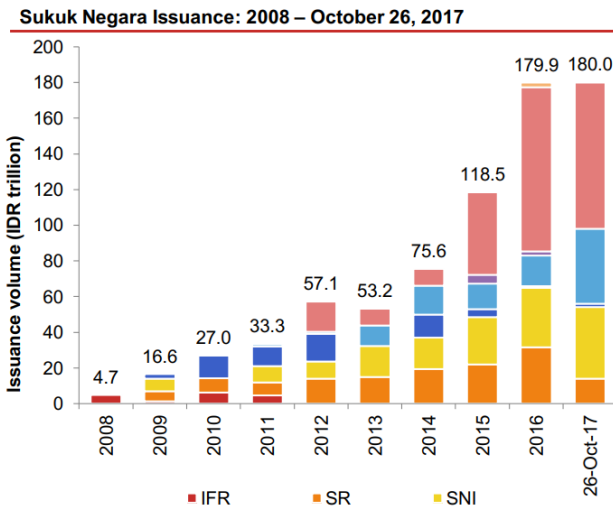
Indonesia sebagai negara dengan penduduk muslim terbesar di dunia memiliki catatan penerbitan Sukuk yang menggembirakan. Diawali dengan fatwa Dewan Syariah Nasional, Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, Sukuk pertama kali diterbitkan oleh PT. Indosat guna membiayai ekspansi bisnisnya. Selanjutnya istilah Sukuk yang merujuk pada istilah obligasi syariah mulai dikenal sejak tahun 2006 ketika Badan Pengawas Pasar Modal – Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK) menerbitkan Peraturan Bapepam LK nomor IX.A.13 tentang penerbitan surat berharga syariah. Di tahun 2008 perkembangan Sukuk semakin meningkat ketika pemerintah Indonesia melalui Menteri Keuangan mengambil bagian dengan menerbitkan Sukuk Negara berupa Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Dalam perkembangannya Sukuk Negara menggunakan berbagai produk dengan akad yang berbeda-beda sesuai dengan peruntukan SBSN tersebut. *Ijarah Fixed Rate (IFR)* adalah jenis Sukuk yang menggunakan akad sewa dengan tarif sewa yang tetap. Sedangkan *Sukuk Ritel (SR)* diterbitkan setahun setelah IFR, atau tahun 2009, dengan menggunakan skema yang sama dengan IFR dan ditujukan untuk menjangkau investor individu di Indonesia. Sedangkan *Sukuk Nasional Indonesia (SNI)* ditujukan untuk investor asing. Di tahun yang sama, penerbitan SR ini diikuti dengan penerbitan *Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)*, yang tidak diperdagangkan, namun sebagai *private placement* dalam pengelolaan dana haji. Tahun 2011 pemerintah menerbitkan *Sukuk Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S)* atau

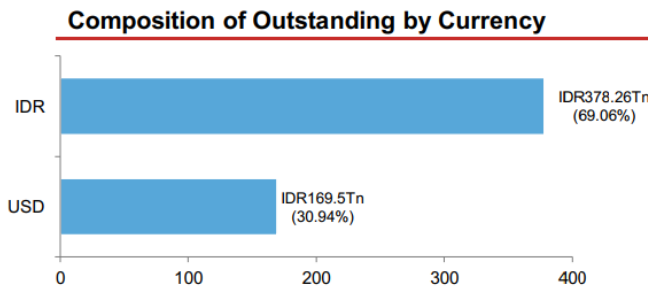
yang dikenal sebagai *Islamic T-Bills*. Selanjutnya produk Sukuk semakin variatif dengan diterbitkannya *Project Based Sukuk* (PBS) di tahun 2012. Perkembangan Sukuk Negara ditunjukkan dalam Gambar 1.3.

### Consistent Growth in Sukuk Negara Issuance

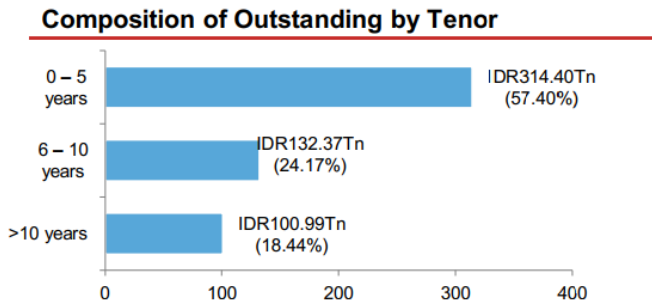
- Total issuance of Sukuk Negara = IDR 745.8 trillion (from 2008 to October 26, 2017)
- Total outstanding of Sukuk Negara = IDR 547.8 trillion (as of October 26, 2017)
- Denomination = IDR and USD
- Issuance method = auction, book building, and private placement



(a) Sukuk Negara berdasar Issuance



(b) Komposisi Outstanding Sukuk Negara berdasar Currency



(c) Komposisi Outstanding Sukuk Negara berdasarkan Tenor

Gambar 1.3.  
Perkembangan Sukuk Negara  
Sumber: Kemenkeu, Oktober 2017 (diolah)

Sejak tahun 2017 Kementerian Keuangan Republik Indonesia mulai mengenalkan adanya ide *green Sukuk*. Sukuk ini merupakan adaptasi dari adanya *green bond* yang sudah ada sebelumnya. Green Sukuk dimaksudkan untuk membiayai proyek-proyek yang ramah lingkungan, untuk mengurangi efek *global warming*, termasuk proyek-proyek yang bertujuan mengurangi emisi karbon (*green infrastructure*), seperti pembangunan proyek pembangkit listrik dengan memanfaatkan energi terbarukan, seperti tenaga angin, tenaga surya, dan tenaga panas bumi. Juga termasuk proyek pembangunan sistem transportasi massal untuk para komuter.

Berbeda dengan Sukuk Negara, Sukuk Korporasi meskipun menunjukkan tren perkembangan yang meningkat, tetapi tingkat pertumbuhannya tidak sebesar perkembangan Sukuk Negara. Sukuk Korporasi merupakan Sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan swasta. Sukuk diyakini memiliki kelebihan terkait luasnya investor yang bisa dijangkau, jika dibandingkan dengan obligasi yang biasa diterbitkan oleh perusahaan swasta.

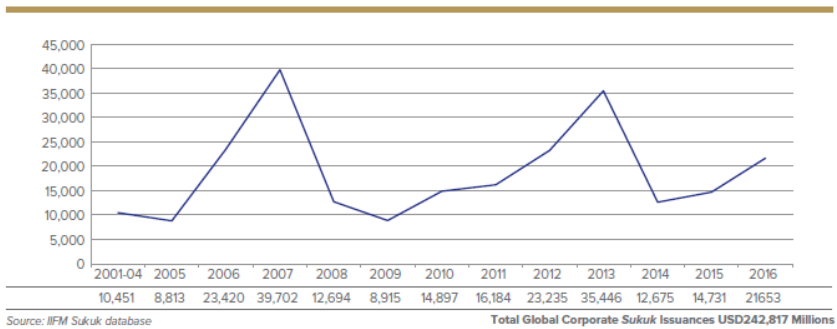
Hal ini dikarenakan Sukuk bisa dibeli oleh semua kalangan baik institusi keuangan Islam maupun konvensional, sementara obligasi hanya bisa dibeli oleh institusi keuangan konvensional saja. Di Indonesia saat ini terdapat 32 perusahaan swasta yang menerbitkan Sukuk korporasi dengan bidang usaha yang bervariasi, mulai bidang perbankan, *multifinance*, telekomunikasi, konstruksi, hingga *consumer goods*.



Gambar 1.4.  
Apa Green Sukuk Itu?  
Sumber: [www.sukuk.com](http://www.sukuk.com)

Seperti yang bisa dilihat, emisi Sukuk Korporasi mencapai puncaknya pada tahun 2007 dan 2013 dan turun hampir 30% dan 40% pada tahun 2008 dan 2014. Namun terlihat bahwa emisi sektor korporasi telah stabil pada tahun 2015 dan sedikit meningkat trennya pada 2016. Hal ini menunjukkan adanya harapan bahwa sektor korporasi akan menjadi penerbit utama Sukuk, setidaknya di yurisdiksi Islam yang mapan. Perkembangan Sukuk korporasi ditunjukkan dalam Gambar 1.5.

CHART 3B : GLOBAL CORPORATE SUKUK ISSUANCES (JAN 2001 - DEC 2016) - ALL TENOR, ALL CURRENCIES, IN USD MILLIONS



Gambar 1.5.  
Perkembangan Sukuk Korporasi di Indonesia  
Sumber: IIFM Sukuk database

Dari uraian di atas jelas tergambar bahwa Indonesia dengan populasi muslim terbesar di dunia hanya menempati urutan keempat dengan persentase penerbitan Sukuk (8,1%) yang jauh tertinggal dari Malaysia (55,0%). Hal ini menimbulkan pertanyaan, mengapa perkembangan Sukuk di Indonesia tidak bisa lebih pesat lagi sebagaimana yang terjadi di negara tetangga Malaysia?





“

*Sukuk memiliki kelebihan terkait luasnya investor yang bisa dijangkau dibandingkan dengan obligasi. Sukuk bisa dibeli oleh semua kalangan, baik institusi keuangan Islam maupun konvensional. Obligasi hanya bisa dibeli institusi konvensional.*



Sukuk Negara sangat diminati investor, dimana sejak pertama kali diluncurkan, Sukuk Negara mencatat rekor calon investor yang jauh di atas jumlah Sukuk yang akan diterbitkan oleh pemerintah. Hal ini berarti masyarakat melihat Sukuk Negara sebagai alternatif investasi yang menguntungkan, sementara risiko yang terkandung dalam Sukuk Negara bisa dikatakan *zero*. Hal ini dikarenakan Sukuk Negara diterbitkan oleh pemerintah Indonesia, dan dijamin penuh oleh pemerintah, maka Sukuk Negara tergolong instrumen keuangan yang bebas risiko (*risk free investment*).

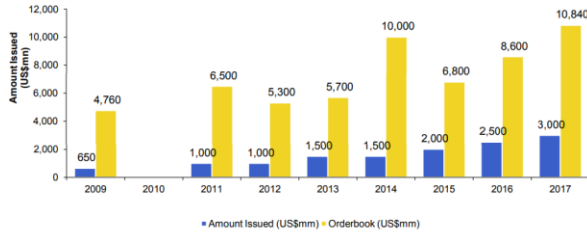
Data besarnya antusiasme investor dibandingkan dengan jumlah Sukuk global yang diterbitkan pemerintah dapat dilihat pada Gambar 1.6.

Sementara itu, dari sisi manfaat, apabila pemerintah bisa meningkatkan emisi Sukuk Negara, maka akan memberikan keuntungan bagi masyarakat Indonesia karena beberapa alasan sebagai berikut:

## Rol Committed as Frequent Issuer in International Market

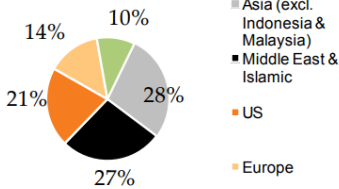
Demonstrates the ROI's commitment to enhance its Islamic finance credentials and to continue setting liquid and on-the-run benchmarks in the global Sukuk arena.

Issuance and Demand Amount of Indonesia US Dollar Global Sukuk

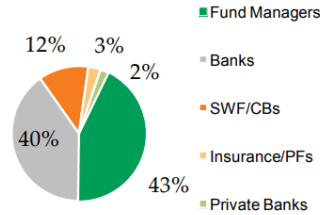


### SNI0322 due 2022

#### Distribution by Geography

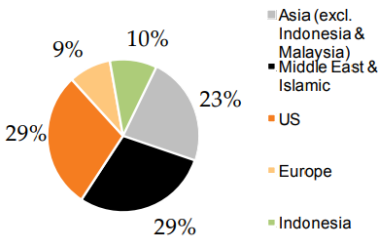


#### Distribution by Investor Type

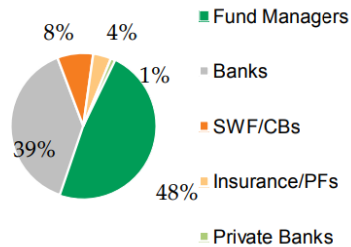


### SNI0327 due 2027

#### Distribution by Geography



#### Distribution by Investor Type



Gambar 1.6.

Penerbitan Sukuk dan permintaan akan Sukuk Global Republic of Indonesia (RoI)

Sumber: Kementerian Keuangan 2017 (diolah)

1. Bertambahnya sumber dana alternatif dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN)
2. Menurunnya porsi sumber dana dari penerbitan obligasi ataupun hutang dalam negeri lainnya yang relatif membebani keuangan negara karena berdasar bunga yang dibayarkan secara tetap
3. Meningkatkan kemandirian bangsa, karena dana pembangunan dapat dipenuhi dari sumber dalam negeri berupa dana penyertaan, dan bukan lagi dari hutang luar negeri yang memiliki risiko politik
4. Peningkatan Sukuk Negara akan mendorong pertumbuhan keuangan Islam secara menyeluruh, karena dapat menjadi *benchmark* dalam investasi pada instrumen keuangan syariah, juga mampu meningkatkan likuiditas lembaga keuangan syariah.
5. Meningkatnya keberkahan yang didapat bangsa Indonesia karena menggunakan sumber dana yang bebas riba, sebagaimana firman Allah dalam Al-Qur'an Surat al-A'raf: 96, yang artinya: *"Dan jika penduduk negeri beriman dan bertaqwa (kepada Allah), sesungguhnya Kami (Allah) bukakan kepada mereka (pintu-pintu) berkah dari langit dan bumi, tetapi mereka mendustakan (ayat-ayat Kami), maka Kami siksa mereka lantaran apa yang telah mereka kerjakan."*

Hingga akhir tahun 2017, penerbitan Sukuk Negara sebagai sumber dana pembangunan nasional mengalami peningkatan yang signifikan dari Rp11,0 Triliun di tahun 2013, meningkat menjadi Rp16,7 Triliun di tahun 2017. Namun demikian, jika dibandingkan dengan besarnya APBN, Emisi Sukuk Negara masih sangat kecil, sekitar 0,8% saja.



Apabila pemerintah bisa meningkatkan emisi Sukuk Negara, maka ini akan memberikan keuntungan bagi masyarakat Indonesia karena akan meningkatkan kemandirian bangsa; dana pembangunan dapat dipenuhi dari sumber dalam negeri berupa dana penyertaan dan bukan lagi dari **hutang luar negeri** yang memiliki risiko politik.



Sebagai ilustrasi kecilnya peran Sukuk Negara dalam membiayai pembangunan negara, terutama pembangunan infrastruktur dapat dilihat dalam Tabel 1.1. berikut ini.

Tabel 1.1.  
Alokasi APBN untuk Infrastruktur dan Peran Sukuk Negara (Triliun Rupiah)

Tahun	Alokasi dalam APBN	Belanja APBN	Emisi Sukuk Negara
2013	184,4	1.683,0	11,0
2014	206,6	1.764,6	11,0
2015	290,3	2.019,8	14,4
2016	317,0	2.083,0	15,2
2017	346,6	2.070,5	16,7

Sumber: Kementerian Keuangan (2017)

Di lain pihak, hutang Indonesia di tahun 2017 mencapai Rp3.600 Triliun. Apabila Sukuk Negara ditingkatkan emisinya, maka negara akan sangat terbantu. Bisa dikatakan bahwa penerbitan Sukuk adalah bentuk kemandirian keuangan negara, karena masyarakat Indonesia yang membeli Sukuk Negara, terutama Sukuk ritel, merupakan bentuk partisipasi langsung masyarakat pada pembangunan nasional.

Penerbitan Sukuk Negara dengan demikian juga bisa dikatakan sebagai bentuk gotong-royong masyarakat Indonesia untuk turut serta dalam membiayai proyek-proyek negara. Jika dibandingkan dengan upaya pemerintah mendapatkan sumber dana dari hutang kepada pihak ketiga, yang tentunya sarat dengan kepentingan politik negara-negara donor, maka pengembangan Sukuk Negara menjadi alternatif sumber pendanaan yang sangat potensial dan strategis bagi keberlangsungan pembangunan nasional.





## Penelitian tentang Sukuk

Berbagai kajian tentang Sukuk telah dilakukan, di antaranya oleh Hafiduddin (2007) yang meneliti tentang kemungkinan penggunaan Sukuk untuk pembiayaan di bidang pertanian. Ascarya (2009) juga menulis tentang perbandingan perkembangan Sukuk di Malaysia dan Indonesia. Di lain pihak, Rusydiana (2010) juga telah meneliti tentang persoalan seputar Sukuk korporasi di Indonesia. Sedangkan Musari (2012) meneliti tentang Sukuk Negara dan kesejahteraan suatu bangsa.

Beberapa jurnal internasional juga memuat hasil-hasil riset tentang Sukuk, di antaranya penelitian tentang risiko keuangan dari Sukuk yang diteliti oleh Arsalan (2004), dilanjutkan dengan penelitian tentang implikasi keuangan dari Sukuk terhadap pasar modal Islam oleh Nazar (2011). Peran Sukuk terhadap pasar modal Islam juga ditulis akademisi dari Iran, Karimzadeh (2012), sementara perbedaan harga Sukuk dan obligasi yang dikaitkan dengan *debt market* diteliti oleh Safari, et. al. (2013).



Meskipun sudah banyak riset atau penelitian tentang Sukuk, namun belum ada yang mendalam dan komprehensif untuk menjawab mengapa Sukuk di Indonesia, khususnya Sukuk Negara, memiliki pertumbuhan yang relatif kecil dibandingkan Sukuk di negara dengan penduduk mayoritas muslim lainnya. Mengingat besarnya peran Sukuk dalam perekonomian suatu negara, maka sangat penting untuk dilakukan riset dimaksud.



“  
Sudah banyak  
penelitian tentang Sukuk,  
namun belum ada yang dilakukan  
secara mendalam dan komprehensif  
untuk menjawab mengapa Sukuk di  
Indonesia memiliki pertumbuhan  
relatif kecil dibandingkan  
negara lain.



Beberapa permasalahan pokok yang perlu dijawab melalui riset ini adalah: apa saja masalah-masalah yang dihadapi pemerintah Indonesia dalam pengembangan Sukuk Negara? Dari sini perlu dicari alternatif-alternatif solusi untuk mengatasi permasalahan pengembangan Sukuk Negara tersebut, di samping perumusan strategi yang harus dilaksanakan. Dan tak lupa, hal-hal apa sajakah yang paling berpengaruh dalam pengembangan Sukuk Negara di Indonesia.

Dengan penelitian ini dapat diketahui masalah-masalah yang dihadapi pemerintah Indonesia dan hal-hal yang paling berpengaruh dalam pengembangan Sukuk Negara. Di samping itu, penelitian ini juga menghasilkan rumusan alternatif solusi dari masalah-masalah pengembangan Sukuk Negara di Indonesia selama ini. Dari sini bisa digali strategi-strategi apa yang harus diterapkan dalam pengembangan Sukuk Negara ke depan.

Bagi pemerintah, hasil penelitian ini diharapkan dapat dijadikan bahan pertimbangan pengambilan keputusan dan kebijakan



dalam upaya untuk meningkatkan porsi Sukuk Negara sebagai sumber dana pembangunan negara Indonesia (APBN). Demikian juga diharapkan hasil penelitian ini dapat menjadi informasi bagi regulator dalam menerapkan regulasi-regulasi yang memiliki pengaruh signifikan terhadap pengembangan industri keuangan syariah, khususnya Sukuk Negara di Indonesia.



Gambar 1.7.  
Pembangunan Jalan Tol Solo-Kertosono dibiayai dari Sukuk Ritel.  
Sumber: property.kompas.com

Dari kaca mata akademis diharapkan hasil penelitian ini dapat menambah wawasan tentang kajian pengembangan Sukuk Negara di Indonesia. Dan tentu saja, hasil penelitian ini merupakan informasi penting bagi para investor, praktisi, dan pihak-pihak lainnya yang berkecimpung dalam industri keuangan syariah, khususnya Sukuk Negara di Indonesia.





# SUKUK DAN INVESTASI DALAM ISLAM

## 2



Pembangunan rel kereta api *double-track* didanai dari Sukuk Negara Ritel.  
Sumber: [gardagajayana.blogspot.com](http://gardagajayana.blogspot.com)



## Investasi dalam Islam

Dalam berbagai literatur ekonomi, istilah investasi merujuk pada pengertian penundaan konsumsi saat ini untuk digunakan dalam produksi yang efisien selama periode tertentu (Jogiyanto, 1998:5). Sementara Sharpe (1995:1) menyatakan bahwa investasi berarti mengorbankan dolar sekarang untuk dolar yang lebih banyak di masa yang akan datang.

Dari definisi investasi tersebut, tersirat tiga unsur yang ada pada aktivitas investasi, yaitu: *pertama*, pengorbanan sumber daya; *kedua*, adanya ketidakpastian; dan *ketiga*, adanya hasil atau pengembalian yang diharapkan di masa yang akan datang. Itulah konsep dasar investasi.

Bagaimana dengan investasi dalam Islam?

Menurut Achsien (2000:6), "Investasi Islami dapat dilakukan secara langsung maupun tidak langsung. Investasi yang langsung dilakukan secara individual untuk melakukan penempatan pada instrumen halal yang tersedia. Investasi tidak langsung adalah dengan memanfaatkan jasa intermediaries yang juga dituntut Islami." Sedangkan menurut Huda (2008:18), konsep investasi selain sebagai pengetahuan juga bernuansa spiritual karena menggunakan norma syariah, sekaligus merupakan hakikat dari sebuah ilmu dan amal. Oleh karenanya, investasi sangat dianjurkan bagi setiap muslim.

Islam sebagai agama yang mengatur segala aspek kehidupan, juga menyebutkan tentang investasi ini di dalam Al-Qur'an surat Al-Hasyr ayat 18 sebagai berikut:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا اتَّقُوا اللَّهَ وَلْتَنْظُرْ نَفْسٌ مَا قَدَّمَتْ لِغَدٍ وَاتَّقُوا اللَّهَ ۚ إِنَّ اللَّهَ خَبِيرٌ بِمَا تَعْمَلُونَ

*Yā 'ayyuhā al-ladhīna 'āmanū attaqū Allāha waltanzur nafsun mā qaddamat lighadin wa attaqū Allāha 'inna Allāha khabīrun bimā ta`malūna*

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, bertakwalah kepada Allah dan hendaknya setiap diri memperhatikan apa yang telah diperbuatnya untuk hari esok (akhirat); dan bertakwalah kepada Allah, sesungguhnya Allah Maha Mengetahui apa yang kamu kerjakan.”

Dari ayat di atas dapat ditarik kesimpulan agar manusia menghitung dan berintrospeksi diri sebelum diintrospeksi. Ayat tersebut juga menganjurkan agar manusia melihat apa yang telah disimpan (*invest*) untuk diri mereka dari amal saleh sebagai bekal menuju hari perhitungan amal pada hari Kiamat untuk keselamatan mereka di depan Allah SWT.


Terdapat berbagai instrumen investasi di pasar modal yang dikategorikan tidak melanggar aturan syariah. Beberapa di antaranya (Huda, 2008):

1. Saham Syariah
2. Reksadana Syariah
3. Obligasi Syariah (*Sukuk*)



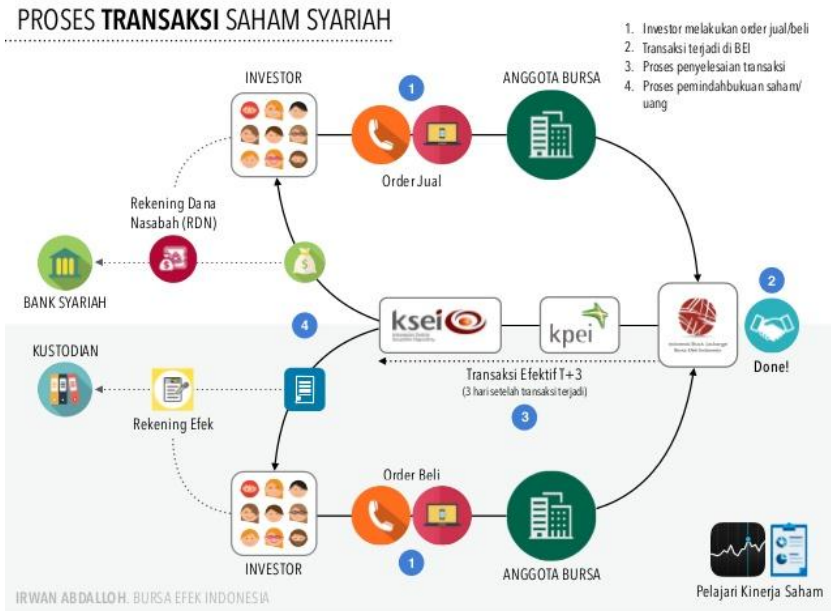


## Saham Syariah

aham merupakan bukti kepemilikan atas sebuah perusahaan yang melakukan penawaran umum atas sahamnya (*go public*). Saham juga diartikan sebagai bukti penyertaan modal bagi pemegangnya pada suatu Perseroan Terbatas. Saham dinyatakan dalam nominal tertentu, tergantung yang tercantum dalam saham tersebut.

Keuntungan yang bisa didapat pemegang saham berupa *dividen* dan *capital gain*. Dividen adalah laba perusahaan yang dibagikan kepada pemegang saham sesuai dengan hasil keputusan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Sedangkan *capital gain* adalah potensi keuntungan yang bisa dinikmati pemegang saham jika melakukan penjualan saham dimana harga saham mengalami kenaikan dibandingkan dengan harga belinya.

Suatu saham dinyatakan sebagai saham syariah jika memenuhi ketentuan Peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, khususnya ayat 1.a.3, yang menyatakan bahwa Efek Syariah adalah Efek sebagaimana dimaksud dalam Undang-Undang Pasar Modal dan peraturan pelaksanaannya yang akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan penerbitannya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal. Dalam peraturan yang sama, khususnya ayat 1.a.2 dijelaskan juga pengertian dari prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, yaitu prinsip-prinsip hukum Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa DSN-MUI.



Gambar 2.1.  
 Proses Transaksi Saham Syariah  
 Sumber: slideshare.net

Untuk memudahkan investor dalam memilih saham / efek syariah, investor bisa merujuk pada *Jakarta Islamic Index (JII)*, yang merupakan kumpulan 30 saham yang memenuhi prinsip-prinsip syariah. Kewenangan untuk memasukkan saham ke dalam JII dimiliki oleh Bapepam-LM dan DSN-MUI. Hal-hal yang dipertimbangkan dalam pemilihan saham tersebut adalah terkait apakah produk dari emiten saham tersebut melanggar syariah atau tidak, juga terkait apakah emiten mendanai operasional perusahaannya dengan sumber dana yang berbasis bunga atau tidak.





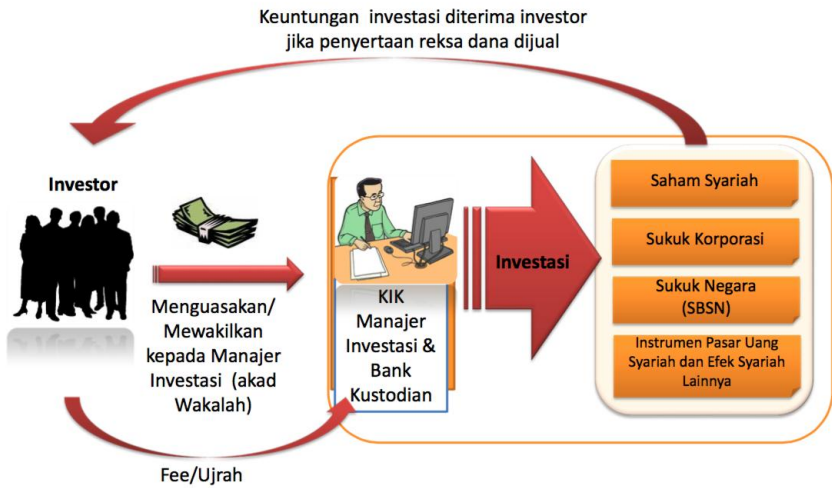
## Reksadana Syariah

**R**eksadana menurut Undang-undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 adalah wadah yang digunakan untuk menghimpun dana masyarakat pemodal untuk diinvestasikan oleh Manajer Investasi dalam portofolio efek. Instrumen investasi bisa berupa saham, obligasi, deposito berjangka, atau instrumen pasar uang. Reksadana sangat bermanfaat bagi masyarakat, terutama yang memiliki dana terbatas dan yang memiliki pengetahuan terbatas mengenai investasi. Hal ini dikarenakan dana masyarakat akan dikumpulkan (*pooling fund*) oleh Manajer Investasi (*fund manager*), sehingga meski modal investasi relatif kecil, masyarakat masih punya kesempatan untuk berinvestasi di pasar modal atau pasar uang, yang biasanya membutuhkan modal yang besar.

Reksadana juga disukai oleh mereka yang tidak memiliki latar belakang ilmu ekonomi atau ilmu investasi. Manajer investasi yang ahli dan berpengalaman akan menjadi jembatan bagi investor untuk membuat keputusan ke mana sebaiknya dana investor diinvestasikan. Selain itu, reksadana biasanya juga diminati terkait rendahnya risiko yang ada dalam portofolio reksadana. Hal ini dikarenakan manajer investasi sudah mengukur risiko atas investasinya sehingga risiko reksadana biasanya lebih rendah dari risiko investasi di saham saja, atau risiko investasi di salah satu surat berharga lainnya.

Berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) No. 20/DSN-MUI/IX/2000, Reksadana Syariah adalah reksadana yang beroperasi menurut ketentuan

dan prinsip syariah Islam, baik dalam akad antara pemodal sebagai *rabbul maal* maupun dalam akad antara manajer investasi dengan pengguna investasi. Hal ini berarti instrumen keuangan yang dipilih untuk membentuk portofolio reksadana adalah harus instrumen keuangan syariah yang bebas *riba*, *gharar*, dan *maysir*, serta hal-hal lain yang dilarang syariat Islam.



Gambar 2.2.  
Proses Transaksi Reksadana Syariah  
Sumber: namla.id

Penghasilan investasi yang dapat diterima dalam reksadana syariah adalah *dividen*, *right*, dan *capital gain*, apabila berinvestasi dalam saham. Untuk instrumen investasi obligasi syariah (Sukuk), bagi hasil yang diterima secara periodik yang berasal dari laba emiten, sedangkan dari deposito dapat berupa bagi hasil yang diterima dari bank-bank syariah.





## Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Berdasarkan *Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI)*, Sukuk adalah sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap aset yang *tangible*, manfaat dan jasa, atau kepemilikan dari aset dari suatu proyek atau aktivitas investasi khusus. Meskipun Sukuk seringkali disamakan dengan obligasi syariah, namun sejatinya sifat Sukuk jauh dari obligasi itu sendiri.

Diterbitkannya Sukuk pertama kali pada bulan Juni 2001 oleh Bahrain Monetary Agency (BMA), yang berupa Sukuk salam jangka pendek (91 hari), disambut baik oleh pelaku pasar dan menghapus kesan bahwa Sukuk berbeda dengan instrumen keuangan Islam lainnya yang selama ini dianggap tidak likuid dan kurang berkualitas.

Sukuk berasal dari bahasa Arab “sakk” (tunggal) dan “Sukuk” (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat (*note*). Penggunaan kata tersebut dapat ditelusuri pada literatur Islam klasik, terutama pada aktivitas perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan bersamaan dengan kata *hawalah* (transfer/pengiriman uang) dan *mudharabah* (aktivitas bisnis persekutuan). Sejumlah penulis sejarah perdagangan Islam dari Barat menyimpulkan bahwa kata-kata “Sakk” merupakan kata dari suara latin “Cheque” atau “Check” yang biasa dikenal dalam perbankan modern. Dalam pengertian praktis, Sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah Sukuk mewakili kepentingan, baik penuh maupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan aset (Hakim, 2005).



“  
*Sukuk berasal dari bahasa Arab “sakk” (tunggal) dan “Sukuk” (jamak) yang berarti mirip dengan sertifikat (note); bukti (claim) kepemilikan. Sukuk mewakili kepentingan, baik penuh maupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan asset (Hakim, 2005).*



Dalam Peraturan Nomor IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah, Sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: *pertama*, kepemilikan aset berwujud tertentu; *kedua*, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau *ketiga*, kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Di Indonesia, pada awalnya penggunaan istilah Sukuk hanya populer di kalangan akademisi. Sukuk lebih dikenal dengan istilah *Obligasi Syariah*. Tapi, sejak keluar peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM) No. IX.A.13 mengenai Penerbitan Efek Syariah dan ditetapkannya UU No. 19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, istilah Sukuk tersebut menjadi lebih sering digunakan. Bagaimanapun, Sukuk itu berbeda dengan Obligasi.





## Perbandingan Sukuk dan Obligasi

Perbandingan Sukuk dan Obligasi dijelaskan dalam Tabel 2.1. Hal yang paling membedakan keduanya adalah *kesesuaiannya dengan syariah*, baik *akad-nya* maupun penggunaan dananya, di samping keharusan adanya *underlying asset*. Dalam obligasi, kedua hal tersebut tidak perlu ada, dikarenakan secara definisi Sukuk adalah bukti kepemilikan atas suatu aset, sedangkan obligasi adalah *surat hutang*.

Tabel 2.1.  
Perbandingan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
<b>Penerbit</b>	Pemerintah dan korporasi	Pemerintah dan korporasi
<b>Sifat instrumen</b>	Sertifikat kepemilikan / penyertaan atas suatu aset / investasi	Instrumen pengakuan utang ( <i>surat hutang</i> )
<b>Penghasilan</b>	Imbalan / bagi hasil / <i>margin</i>	<i>Bunga / kupon / capital gain</i>
<b>Jangka waktu</b>	Pendek – menengah	Menengah - panjang
<b>Underlying</b>	Perlu	Tidak perlu
<b>Price</b>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
<b>Jenis investor</b>	Syariah dan konvensional	Konvensional
<b>Pihak yang terkait</b>	Obligor, SPV, investor, trustee	Obligor/ issuer, investor
<b>Penggunaan dana</b>	<i>Harus sesuai syariah</i>	Bebas

Sumber: Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah

Perbedaan mendasar keduanya tersebut adalah jika obligasi merupakan *surat hutang*, maka Sukuk tidak berbasis hutang. Ia merupakan *sertifikat kepemilikan* atau *penyertaan* (modal) atas suatu aset yang diperoleh melalui transaksi *jual beli*. Dari basis ini, pemilik obligasi akan menerima penghasilan dalam bentuk *bunga* atas hutang, sementara pemilik Sukuk akan menerima bagi hasil / *margin*.

Obligasi yang berbasis hutang tidak memerlukan *underlying*, misalnya dalam bentuk aset. Namun Sukuk memerlukan *underlying asset*, yakni aset yang dijadikan sebagai obyek atau dasar transaksi dalam kaitannya dengan penerbitan Sukuk. Aset ini bisa berupa barang berwujud seperti tanah, bangunan, berbagai jenis proyek pembangunan, atau aset tidak berwujud seperti jasa, hak manfaat atas tanah, bangunan, atau peralatan.

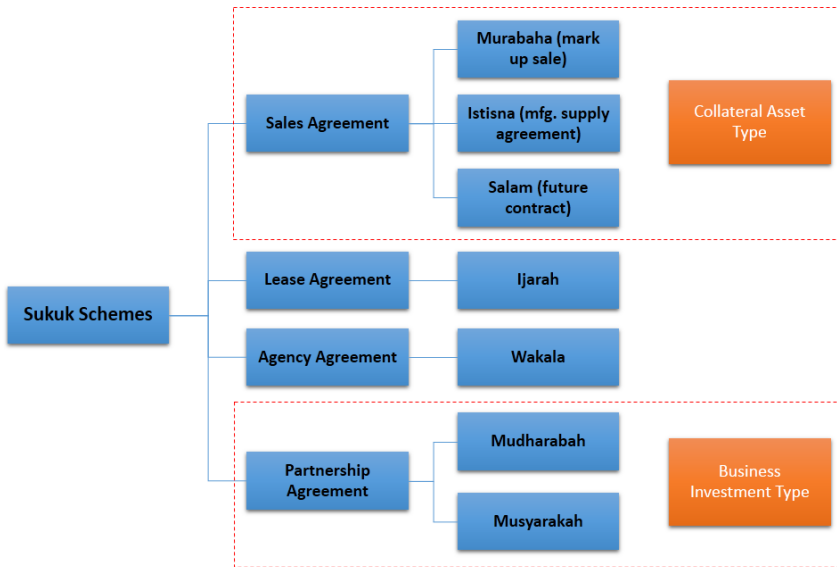
Lebih dari itu, perbedaan paling signifikan di antara keduanya adalah bahwa Sukuk harus *memenuhi kaidah-kaidah syariah*, sedangkan obligasi tidak. Dengan demikian, maka penggunaan dana yang didapatkan dari hasil penerbitan Sukuk dan obligasi sangat berbeda. Pada Sukuk, dana yang berhasil dikumpulkan hanya boleh dimanfaatkan pada hal-hal yang *halal* dan tidak bertentangan dengan syariah. Sementara penggunaan dana obligasi tidak ada ikatan ketentuan sebagaimana Sukuk.





## Jenis-jenis Sukuk

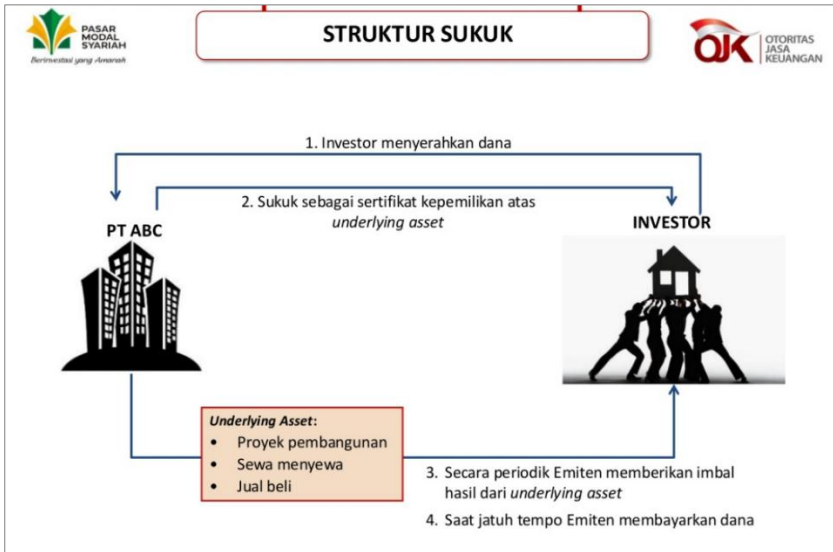
Beberapa jenis (skema) Sukuk telah diterbitkan baik oleh pemerintah maupun oleh perusahaan swasta. Dari segi fungsi dan akadnya, Sukuk dapat dibedakan jenisnya sebagaimana dijelaskan dalam Gambar 2.3. tentang Jenis-jenis Sukuk.



Gambar 2.3.  
Jenis-jenis Sukuk  
Sumber: penulis (diolah)

Secara umum, Sukuk dibedakan dalam dua jenis, yaitu tipe Sukuk sebagai *collateral assets* maupun Sukuk sebagai *business investment*. Sebagai collateral asset atau aset jaminan, Sukuk biasanya dirancang dalam skema perjanjian jual beli dengan menggunakan akad *Murabahah* (jual beli umum), *Istisna* (jual beli

dengan pemesanan terlebih dahulu), dan *Salam* (jual beli dengan pemesanan terlebih dahulu dan pembayaran lunas dilakukan di awal akad), atau skema perjanjian sewa dengan akad *Ijarah* (sewa atas suatu aset).




Gambar 2.4.  
Struktur Sukuk  
Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

Sedangkan Sukuk sebagai *business investment* atau investasi bisnis dapat menggunakan *akad Mudharabah* (partnership dimana satu pihak menyetorkan modal dana 100%, pihak yang lain memberikan skill 100%) atau *Musyarakah* (masing-masing pihak menyetorkan sejumlah modal dana dan/atau skill dalam persentase yang disepakati). Di luar dua skema besar tersebut, Sukuk juga bisa digunakan dengan skema *Agency Agreement* atau perjanjian keagenan dengan akad *Wakalah* (mewakulkan).





## Sejarah dan Perkembangan Sukuk

ukuk yang berhubungan dengan jual beli sudah ada sejak zaman Rasulullah SAW. Tetapi, pada saat itu Sukuk masih dianggap negatif dikarenakan sangat dekat dengan *riba*, sehingga Rasulullah mengingatkan umat Islam untuk meninggalkannya. Sukuk kemudian muncul pada awal kekhalifahan Islam dan berkembang dengan sangat luas pada waktu itu.

Perniagaan yang timbul di dunia Barat tentang transfer hak finansial, khususnya di Inggris pada pertengahan abad ke-18, memungkinkan seorang pedagang menggunakan suatu *sakk* atau *cheque* yang didasarkan pada suatu jaminan pembayaran yang ditransfer antara pihak yang mewakili pembayaran yang terjadi pada transaksi perniagaan jangka panjang.

Fernand Braudel, seorang Sarjana sosio-ekonomi dari Renaissance, menjelaskan bahwa pedagang Yahudi dari negara Muslim mentransfer *sakk* ke dalam bahasa Eropa secara langsung menjadi kata *cheque*, sehingga terjadi perubahan bentuk dan cara pelaksanaan. Selain itu, Braudel juga mengingatkan bahwa konsep dari cheque tersebut adalah sama dengan *aset real* yang bisa diambil sewaktu-waktu.

Di zaman modern seperti sekarang, Sukuk merupakan produk yang lahir dari sejarah untuk masa yang panjang, dimulai dari munculnya ide tentang *securities* utang Islam dan obligasi yang berkembang di sektor keuangan. Sukuk tidak bisa terlepas dari perkembangan lembaga keuangan konvensional, misalnya *bonds*, *equity*, dan surat utang lainnya. Khususnya di Malaysia, sejarah perkembangan produk securities Islam dimulai pada

awal tahun 1990. Pada tahun 1997 terjadi krisis ekonomi yang melanda ASEAN dan pada waktu itu pasaran bonds sangat diminati oleh pemodal. Krisis pada waktu itu menyebabkan Malaysia menghadapi hambatan untuk meningkatkan pasaran bonds dan equity untuk menyeimbangkan perkembangan yang tidak kondusif pada pasar modal.

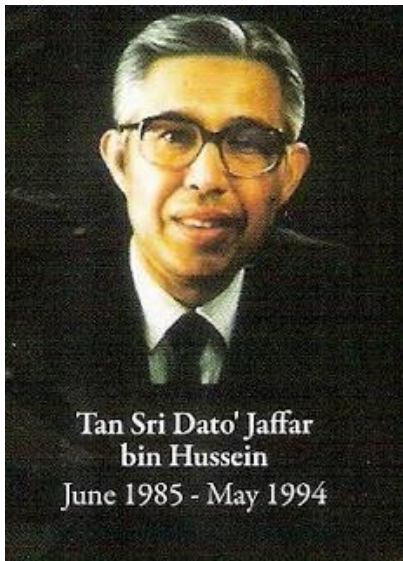


Menurut Ghazali (1990:37), ide *securities* Islam telah dimulai sejak Tan Sri Jaafar Hussein menjabat sebagai Gabenor Bank Negara Malaysia. Beliau mengatakan, “*Apabila sudah ada langkah pertama, maka akan ada langkah berikutnya seperti bay’ al-dayn, al-murabahah, sewaan, dan lainnya.*” Pada tahun 1990, beliau mencadangkan utang kepada Bank Islam Malaysia Berhad (BIMB) setelah ditetapkan undang-undang pada tahun 1983 tentang *Securities Commission Act*, kemudian pada tahun 1993 tentang *Securities Trading System (SSTS)*.

Untuk mengembangkan pasar bonds dan equity agar lebih maju dan dapat diterima di dunia perdagangan, *Islamic money market* memiliki peluang yang sangat besar di Malaysia. Bentuk *Islamic Bonds* di Malaysia bermacam-macam yang telah dipasarkan dan mempunyai bentuk yang sama. Jenis *bonds* dan *debt certificates* yang diperdagangkan di Malaysia adalah:

- a) Islamic coupon bonds
- b) Mudharabah Notes Issuance Facility (MuNif)
- c) Islamic Zero Coupon Bonds
- d) Khazanah Islamic Benchmark Bonds
- e) Al-Bay’ Bithaman Ajil Islamic debt securities (ABBA)

- f) Islamic Convertible Bonds (ICOB)
- g) Mudharabah Cagamas Bonds (MCB)



Gambar 2.5.  
Tan Sri Jaffar bin Hussein  
Sumber: piphijau.com

“  
*Apabila sudah ada langkah pertama, maka akan ada langkah berikutnya seperti bay' al-dayn, al-murabahah, sewaan, dan lainnya.*

*~Jaffar Hussein*

Pada tahun 1992, The Rating Agency of Malaysia (RAM) dan Malaysian Rating Agency Corporation (MRAC), keduanya memasarkan bentuk Islamic Private Debt Securities (IPDS) yang menggunakan dasar *bay' al-'inah* dan *bay' al-dayn*. Bentuk kedua akad ini adalah kontrak Islamic bonds di Malaysia.

Pada tahun 1990, Pusat Depositori Malaysia, Sdn. Bhd. (Malaysian Central Depository, Sdn. Bhd.) dibentuk untuk mengelola dan melaksanakan Sistem Depositori Pusat (Central Depository System-CDS). Pada tahun 1990, Rating Agency



Malaysia (RAM) diresmikan untuk memberikan pinjaman kepada sekuriti swasta dan meningkatkan pasar sekuriti.

Pada tahun 1993, Suruhanjaya Sekuriti diresmikan untuk memberikan dan mengawasi pertimbangan syara' untuk produk syariah. Kemudian tahun 1995, *call warrant* diperdagangkan di Bursa Saham Kuala Lumpur (BSKL) dan mulai aktivitas kegiatan pasar modal di Bursa Kuala Lumpur Options and Financial Future Exchange (KLOFI-E).

Pada tanggal 5 September 1996 mulai tumbuh agen Malaysian Rating Corporation. Selanjutnya pada tahun 1998 dimulai indeks baru dalam pasar saham dari investor lokal ke investor asing untuk menumbuhkan minat menanam saham yang berprinsip syariah. Hal ini bertujuan untuk meningkatkan prestise BSKL.

Pada tahun 2001, Kerajaan Bahrain menggunakan Sukuk pertama dengan konsep ijarah. Konsep ini berkembang dengan sangat pesat dalam 3 tahun dan menjadi produk unggulan dalam pasar modal Islam. Dengan adanya hal tersebut, Malaysia merenovasi Islamic bonds menjadi Sukuk. Sukuk dikembangkan Kerajaan Malaysia pada 3 Juli 2002 dengan menerbitkan sertifikat utang (*trust certificates*) Malaysia Global Sukuk dengan jatuh tempo 5 tahun (2007).





## Mekanisme Pembentukan dan Pengeluaran Sukuk

Tahapan awal dari pengeluaran Sukuk adalah keberadaan aset pada *balance sheet*, lembaga pembiayaan, badan korporat, dan *authority moneter*. Kemudian tahapan berikutnya adalah mengidentifikasi kebenaran dan kesesuaian aset, mempersiapkan landasan teoritis pengeluaran Sukuk yang sesuai dengan konsep syariah, mengenal risiko manajemen dan jaminan bagi para investor maupun ahli waris.

Kemudian penentuan *Special Purpose Vehicle* (SPV) yang bertugas mengelola aset, baik dari segi fisik maupun hak pemanfaatannya yang bisa dijadikan sebagai jaminan penerbitan Sukuk. Karena SPV akan bertugas untuk mewakili investor dalam bernegosiasi dengan pemerintah apabila terjadi *dispute* atau *default*.

Tugas utama dari SPV adalah melakukan sekuritisasi aset, pengeluaran sertifikat Sukuk dengan kontrak sesuai kesepakatan, penjualan Sukuk kepada investor, penentuan keuntungan, penebusan Sukuk pada masa jatuh tempo, dan sebagai lembaga penjamin Sukuk sesuai dengan kontrak yang disepakati. Selain itu SPV juga sebagai mediator *share* bagi investor maupun originator. Biasanya ketika SPV mengelola aset yang menjadi hak milik bersama bagi investor, ia mengeluarkan sertifikat Sukuk yang dipasarkan ke investor untuk memperoleh keuntungan.

“

*SPV bertugas mengelola aset, baik dari segi fisik maupun hak pemanfaatannya yang bisa dijadikan sebagai jaminan penerbitan Sukuk.*

”

Dalam pembentukan Sukuk terdapat tiga pihak yang terlibat, yaitu: ahli waris atau originator sebagai pemilik sah aset, Special Purpose Vehicle (SPV) sebagai badan terpercaya yang berhak mengeluarkan sertifikat Sukuk, dan investor atau *Sukuk holders* yang menanamkan modal Sukuk.

Sekumpulan aset akan dipilih oleh ahli waris untuk dijual kepada SPV, dengan tujuan aset ini di kemudian hari disewakan kembali oleh ahli waris (menggunakan *Sukuk Ijarah*), dengan nilai sewa yang sudah disepakati dan jangka waktu tertentu yang nantinya akan dibeli oleh ahli waris dengan harga yang sama. Kemudian SPV mengamankan aset dengan menggunakan Sukuk Ijarah untuk dijual kepada investor dan aset tersebut menjadi milik bersama investor dengan kesepakatan tidak dibagikan, tetapi memberikan kepercayaan kepada SPV untuk disewakan. Hasil sewa yang disepakati akan dibagikan kepada investor sesuai dengan penyertaan modal masing-masing investor.

Pada saat Sukuk sudah jatuh tempo, *flow of rents* dihentikan dan aset bersama yang dimiliki investor dijual oleh SPV kepada ahli waris di mana harga jual yang dibayar kepada masing-masing investor sesuai dengan penyertaan modal awalnya. (Ali, 2005:30).

”



## Jenis-Jenis Akad Sukuk

*M*erujuk pada fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah, akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Obligasi Syariah antara lain: *Mudharabah (Muqaradah) / Qiradh, Musyarakah, Murabahah, Salam, Istisna, dan Ijarah* (DSN, 2006).

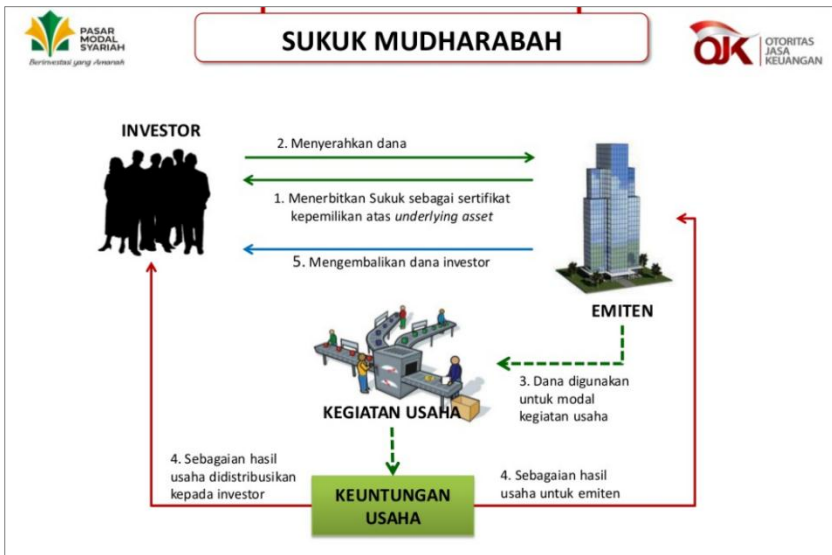
### **Akad Mudharabah atau Muqaradah (Trust Financing, Trust Investment)**

*Mudharabah* adalah perjanjian kerja sama usaha antara dua pihak dengan pihak pertama menyediakan modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola. Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah *Mudharabah* disebutkan bahwa Obligasi Syariah *Mudharabah* adalah Obligasi Syariah yang berdasarkan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 7/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan *Mudharabah*.

### **Akad Ijarah (Operational Lease)**

*Ijarah* adalah sebuah kontrak yang didasarkan pada adanya pihak yang membeli dan menyewa peralatan yang dibutuhkan klien dengan uang sewa tertentu. Pemegang Surat Berharga *Ijarah* sebagai pemilik yang bertanggung jawab penuh untuk segala sesuatu yang terjadi pada milik mereka. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah* disebutkan bahwa Obligasi Syariah

Ijarah adalah Obligasi Syariah berdasarkan akad ijarah, yaitu akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa (*ujrah*), tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri. Ditambah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 09/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Ijarah.



Gambar 2.6.  
Sukuk Mudharabah  
Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

### **Akad Musyarakah (Partnership, Project Financing Participation)**

*Surat Berharga Musyarakah* dibuat berdasarkan kontrak musyarakah yang hampir menyerupai Surat Berharga Mudharabah. Perbedaan utamanya adalah pihak perantara akan menjadi pasangan dari grup pemilik yang menjadi pemegang obligasi Musyarakah di dalam suatu perusahaan gabungan,

yang pada mudharabah, sumber modal hanya berasal dari satu pihak. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 08/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan Musyarakah disebutkan bahwa pembiayaan Musyarakah yaitu pembiayaan berdasarkan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, yang masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan risiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan.



Gambar 2.7.  
Sukuk Ijarah  
Sumber: [www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id)

### Akad Salam (In-Front Payment Sale)

*Salam* adalah penjualan suatu komoditi, yang telah ditentukan kualitas dan kuantitasnya yang akan diberikan kepada pembeli pada waktu yang telah ditentukan di masa depan pada harga sekarang. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Salam disebutkan bahwa jual

beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu disebut dengan *Salam*.

### **Akad Istisna (Purchase by Order or Manufacture)**

*Istisna* adalah suatu kontrak yang digunakan untuk menjual barang manufaktur dengan usaha yang dilakukan penjual dalam menyediakan barang tersebut dari material, deskripsi, dan harga tertentu. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 06/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Istisna disebutkan bahwa jual beli *Istisna* yaitu akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli, *mustashni*) dan penjual (pembuat, *shani*).


### **Akad Murabahah (Deferred Payment Sale)**

*Murabahah* adalah jual beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 04/DSN-MUI/IV/2000 tentang Murabahah disebutkan bahwa pihak pertama membeli barang yang diperlukan nasabah atas nama pihak pertama sendiri, dan pembelian ini harus sah dan bebas riba. Kemudian nasabah membayar harga barang yang telah disepakati tersebut pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati.





## Hak Originator

 riginator adalah institusi, badan negara, koperasi, ataupun perseorangan yang bertujuan meningkatkan modal peningkatan proyek baik untuk kepentingan umum atau kepentingan bisnis, dengan menggunakan produk Sukuk sebagai alat infrastruktur memperoleh modal. Originator berbentuk *owners* atau *underlying assets* yang mana asetnya digunakan *mahallul 'aqdi* (objek akad) bagi pembentukan kontrak Sukuk.

Originator adalah pihak yang terkait langsung dalam pembentukan sebuah akad, karena mempunyai hak-hak tertentu dalam proses akad selama akad tersebut berlangsung (*tenure*) dan dengan hak yang dimaksud originator agar dapat memperoleh manfaat. Hak-hak originator adalah hak atas *underlying assets*, hak keuntungan dan kerugian (*profit loss sharing*), dan hak biaya pemeliharaan *underlying assets*.

### Hak atas Underlying Assets

Aset yang berbentuk *tangible assets* dan *financial assets* adalah hak untuk mengambil untung (*beneficiary right*) bagi originator. Berkaitan dengan akad Sukuk, originator dapat menggunakan asetnya (*tangible assets*) dalam bentuk jualan langsung (*bay' mutlaqah*), menyewakan (*ijarah*), atau menjadikan jaminan agar memperoleh modal. Originator dapat bertindak bebas dalam memanfaatkan aset agar memperoleh keuntungan, baik menjual (*bay'*), menyewakan (*ijarah*), atau menjadikan aset sebagai jaminan atas utang tersebut (*rahn*). Penjualan, penyewaan, atau



menjadikan aset sebagai jaminan kontrak tujuannya tidak melepaskan aset secara mutlak, tetapi menjadikan aset yang awalnya kurang laku menjadi laku. Dengan menggunakan sebagai jaminan, originator akan memperoleh modal secara tunai untuk membiayai proyek.

## Hak atas Keuntungan dan Kerugian (Profit Loss Sharing)

Islam dalam kontrak sebuah bisnis menyediakan konsep dalam tiga asas, yaitu: modal, usaha, dan risiko. Ketiga asas tersebut dapat menjadikan kontrak bisnis terhindar dari praktik *riba*, *gharar*, dan hal-hal lain yang bertentangan dengan syariat Islam. Sesuai dengan praktik Sukuk yang ada, modal bagi originator adalah *underlying assets*. Risiko yang dihadapi originator adalah kerugian dan keuntungan.

### Kerugian

Underlying assets dari sertifikat Sukuk menghadapi risiko yang kritis, terutama dalam *hilangnya aset*. Risiko ini terkait dengan kehilangan barang aset dan *reduction of asset value*. Hal ini biasanya berkaitan dengan aset ijarah yang terdiri dari tanah, gedung, dan bentuk *intangible assets* lainnya yang disebabkan karena kebakaran atau bencana alam. Dalam prinsip syariah, pemeliharaan aset Sukuk harus mendapat jaminan dari SPV sehingga aset Sukuk tersebut terpelihara.

Di samping itu, risiko kerugian juga mungkin terjadi ketika mengalami *kegagalan membeli kembali*. Kegagalan ini terdapat dua bentuk, yaitu gagal membeli kembali asetnya yang dijadikan sebagai jaminan bagi pengeluaran Sukuk, karena originator dalam keadaan bangkrut, atau originator tidak mampu membeli asetnya dalam jangka waktu yang ditentukan sesuai dengan perjanjian kontrak.

“  
Risiko kerugian adalah  
kehilangan aset, yaitu kehilangan  
barang aset dan *reduction of asset value*,  
risiko kegagalan membeli aset, serta  
kegagalan SPV dalam melaksanakan  
kewajibannya.



Originator juga menghadapi risiko kerugian jika underlying tidak boleh dikontrakkan. Dalam risiko ini, aset yang dijadikan sebagai jaminan Sukuk tidak dapat dijual, disewakan, atau dijadikan sebagai jaminan dalam kontrak lainnya, meskipun aset tersebut dalam pengawasannya.

SPV sebagai lembaga *guarantor* dapat menderita kerugian ketika ia menemui kegagalan melaksanakan kewajiban. Hal ini akan menjadi risiko bagi originator dan investor juga dalam pengembalian aset dan pembayaran *coupon* (*clearing house*) sesuai dengan kontrak perjanjian.

### **Keuntungan**

Selain kerugian, originator yang berhubungan dengan kontrak Sukuk juga akan memperoleh keuntungan berupa mendapatkan modal baru dan juga dapat meningkatkan usaha baru.

Tujuan originator dalam membuat kontrak Sukuk adalah untuk mendapatkan modal baru, baik bagi dirinya, bayar utang, mengalihkan utang, maupun untuk meningkatkan usaha baru.

Dalam hal keuntungan meningkatkan usaha baru dapat dilaksanakan dengan memperluas jenis usaha atau membeli barang modal untuk meningkatkan produksi bisnis.

### **Hak terhadap Biaya Pemeliharaan Underlying Assets**

Originator merupakan pemilik sah aset asal (underlying assets). Selain itu, originator juga sebagai penyewa aset dari SPV sebagai wakil dari investor. Hubungan ini tentunya mendapatkan risiko bagi aset dan biaya pemeliharaan underlying assets.

Sesuai dengan kontrak jual beli dari originator kepada SPV dan dari SPV kepada investor, sesungguhnya investor adalah sebagai pemilik aset selama kontrak berlangsung. Originator bertindak sebagai penyewa. Menurut pandangan mazhab Hanafi, investor berhak atas biaya perbaikan jika aset terjadi kecacatan selama kontrak berlangsung. Originator sebagai penyewa, maka berhak atas kebersihan yang membuat aset tampak baik dan layak.





## Hak SPV (*Special Purpose Vehicle*)

*S*pecial Purpose Vehicle (SPV) juga dikenal sebagai *Special Purpose Entity* (SPE) atau disebut dengan *Special Purpose Company* (SPC). Ia merupakan lembaga yang dibentuk dengan tujuan sebagai mediator antara originator dengan investor dalam hal transfer aset dan risiko yang timbul atas sewa, untung, jaminan aset (Gary Gorton and Nicholas S. Souleles, 2007).

Tujuan pembentukan SPV adalah untuk meminimalisir risiko yang dihadapi investor dan penerbit. Risiko akan dipindahkan ke pihak ketiga, yaitu *Special Purpose Vehicle* (SPV), sehingga kerugian hanya ditanggung oleh SPV. Penerbit dan pemodal tidak akan kehilangan modal mereka, karena mereka mendapat perlindungan undang-undang atas aset yang dijadikan sebagai objek Sukuk.

Konsep SPV pada dasarnya berhubungan dengan tawaran pengamanan aset yang memiliki kualitas tinggi yang dibentuk dengan tujuan mengawal investor dari risiko kerugian yang berhubungan dengan originator. Sehingga SPV berfungsi sebagai penerbit sertifikat Sukuk, pemegang aset atas dasar kepercayaan dari sertifikat holders, dan bertindak sebagai firma (Gary Gorton et. al., 2005:2).

SPV banyak digunakan di berbagai negara. Di Amerika Serikat misalnya, SPV berperan sebagai pasar sekunder dalam pembayaran angsuran terhadap modal dan investor dalam kontrak pegadaian. Di Argentina, SPV bertindak sebagai institusi yang legal terhadap aktivitas Mutual Funds (MFs),

kepercayaan, dan koperasi. Tujuan untuk mentransfer kepemilikan kepada pihak lain dengan tujuan memelihara aset. Secara sederhana SPV memperoleh hak, yaitu hak mendapatkan tunai dan hak mendapatkan untung.



Gambar 2.8.  
Ilustrasi Peran SPV dalam Penerbitan Sukuk  
Sumber: [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)





## Hak Investor Sukuk

Investor Sukuk mempunyai tiga dasar hak, yaitu hak mendapat pengembalian, hak mendapatkan tunai, dan hak mendapatkan jaminan aset.

### Mendapatkan Pengembalian (*Return*)

Dalam tulisannya *Invesment Behaviour and Price Control*, Muhammad Lawal Ahmad Bashar (1997:35) mengemukakan bahwa investor bertindak rasional. Ia akan melakukan investasi jika ia yakin keamanan modalnya (*safety of capital*), mempunyai harapan akan memperoleh pengembalian (*return*), dan manajemen yang mudah. Jika ketiga hal ini meyakinkan investor, maka investasi pun dilakukan.

Keamanan terhadap modal (*safety of capital*) merupakan jaminan modal yang ditanamkan dalam sejumlah jangka waktu tertentu dan dapat memperoleh pengembalian konstan. Maka, perlu dipertimbangkan inflasi dalam jangka waktu investasi, kebijakan ekonomi negara, biaya pengurusan, dan *moral hazard*. Harapan memperoleh keuntungan dalam melakukan investasi pada suatu entitas berbanding dengan keuntungan yang ada dalam pasar, misal keuntungan melebihi kadar. Manajemen yang mudah akan mendorong investor melakukan investasi karena akan menghemat waktu dan biaya pengurusan yang memberikan pengaruh pada biaya modal yang rendah dan keuntungan yang tinggi.

Keuntungan kadar berubah adalah investor mendapatkan keuntungan mengikut perubahan harga pasaran. Jika harga

pasaran berubah, maka perubahan juga terjadi pada kadar keuntungan. Dalam kontrak Sukuk Ijarah, perubahan kadar sewa berlaku setiap enam bulan (*semi annually*) dimana SPV melakukan tinjauan tentang kadar sewa pada setiap enam bulan sekali, hingga Sukuk mencapai waktu yang telah ditetapkan.

“  
*Investor akan melakukan  
 investasi jika ia yakin keamanan  
 modalnya (safety of capital), mempunyai  
 harapan akan memperoleh  
 pengembalian (return), dan manajemen  
 yang mudah.*



### **Mendapatkan Kucuran Uang Tunai (*Liquidity*)**

Likuiditas mempunyai tujuan untuk memberikan kemudahan menukarkan suatu aset dengan sesuatu lainnya, yaitu *cash*. Disebut juga dengan *liquid assets*, yaitu aset yang dipegang dalam bentuk tunai atau dapat diinvestasikan ke dalam instrumen yang dapat diubah dengan cepat dalam bentuk tunai, seperti deposit, investasi jangka pendek, dan *overnight money* (Yahia Abdul-Rahman, 1994:1).

Likuiditas dapat diartikan “memiliki uang tunai” atau memiliki aset yang dapat ditukar kepada uang tunai atau disebut dengan pencairan aset. Untuk memperoleh cairan yang tinggi, aset seharusnya bisa ditukar ke dalam uang tunai pada harga pasaran yang sederhana dan layak, mudah dan cepat, tanpa

mengalami perubahan harga yang besar, yang disebut dengan *likuiditas* (Jamil Hashim, 1995:200).

Dalam kontrak Sukuk, likuiditas terdapat pasar sekunder yang dapat melakukan transaksi perniagaan sertifikasi sebagai *liquidity management*. Investor melakukan investasi pada lembaga yang memberikan kemudahan para pemodal untuk masuk dan keluar atau membatalkan investasi sebelum jangka waktu berakhir. Peluang dalam melakukan pencairan lebih cepat dari jangka masa investasi yang ditetapkan disebut dengan likuiditas.

## Mendapatkan Jaminan Aset

Aset merupakan segala yang dimiliki oleh syarikat dalam bentuk tunai, investasi, uang, bahan mentah, dan inventaris yang disebut aset tetap, serta paten dan *muhibah* yang disebut dengan *aset tak kentara* (Shamsudin Ismail, 1992:717).

Berhubungan dengan aset dalam kontrak Sukuk, investor tidak mengurus aset tetapi aset disewakan kembali kepada originator sehingga originator bertanggung jawab atas pemeliharaan aset tersebut. Investor sebagai pemilik sah *pool assets* (aset yang tidak dibagikan kepada pemilik), namun investor mempunyai hak penuh aset tersebut.

Selama kontrak tersebut berlangsung sebelum terjadi penebusan (*redeemable*), maka hak-hak investor masih penuh. Karena, investor perlu memberikan perlindungan pada aset atas kemungkinan kehilangan dan kerusakan. Perlindungan aset dapat dilakukan dengan cara meletakkan aset di bawah jaminan asuransi, maka *cost assurance* selama kontrak berlangsung menjadi tanggung jawab pemilik modal.





## Penentuan Keuntungan Sukuk

**S**ukuk merupakan bentuk sertifikat penyertaan modal yang menetapkan hak sejumlah dana yang diinvestasikan pada institusi keuangan tertentu dan memiliki aturan yang disepakati. Dalam pasar modal, terdapat tiga bentuk sertifikat pengelolaan modal, yaitu sertifikat yang memiliki keuntungan berlebih, sertifikat berhadiah, dan sertifikat pengelolaan modal dalam bentuk kerja sama investasi.

Sebagai salah satu produk pembiayaan, Sukuk termasuk ke dalam kategori yang ketiga, yaitu sertifikat pengelolaan modal dalam bentuk kerjasama investasi, dimana sertifikat investasi tidak hanya sebagai penghimpun modal, tetapi juga sebagai alat untuk mendapatkan keuntungan yang melibatkan originator, SPV, dan investor (*Sukuk holders*).

Sukuk sebagai sertifikat investasi, maka motivasi utama bagi orang-orang yang terlibat kontrak Sukuk adalah memperoleh keuntungan dari aktivitas kerjasama tersebut. Bentuk dan cara memperoleh keuntungan adalah:

- a) Originator memperoleh keuntungan, selain mendapatkan modal tunai (*cash*), ia juga akan mendapatkan keuntungan dari proyek yang dikerjakan dengan modal tunai yang diperoleh dari penssekuritan aset.
- b) SPV memperoleh keuntungan tergantung dari keadaan dimana ia berperan dalam pengeluaran sertifikat Sukuk, yaitu: jika ia berperan sebagai wakil originator dan pemodal,

maka keuntungannya berupa fee (*ujrah*); jika SPV berperan sebagai pembeli aset dari originator dan menjual kepada investor menggunakan kontrak *Murabahah*, maka SPV mendapat keuntungan dalam bentuk *mark-up*; jika SPV bertindak sebagai *mudarrib* dan originator sebagai *sahibul maal* dalam kontrak *Mudharabah* dan *Musyarakah*, maka SPV memperoleh keuntungan sesuai persentase yang disepakati.

- c) Investor sebagai peniaga yang menanamkan modal, maka keuntungan yang diperoleh berdasarkan kontrak Sukuk adalah jika berinvestasi dalam kontrak *Ijarah*, maka keuntungan yang diperoleh adalah sewa yang dibayar oleh originator dalam jangka waktu tertentu; jika menanamkan modalnya dalam kontrak *Istisna* dan *Salam*, maka keuntungan yang diperoleh adalah persentase keuntungan dari proyek yang dibiayai. Demikian juga jika investor menanamkan modal dalam kontrak *Mudharabah* dan *Musyarakah*.

Penetapan harga pasaran dilakukan dengan mengambil perbandingan keuntungan rata-rata yang diperoleh dari pemodal, karena ia menginvestasikan dananya dalam pasaran yang lain, seperti keuntungan dari *bonds*, *futures*, dan kadar faedah kredit. Penetapan keuntungan yang dilakukan di berbagai negara Islam pada umumnya berkisar 1,5 sampai 2,5 di atas LIBOR standard rates (Salahuddin Ahmed, 2007:301-329).





## Risiko Sukuk



Secara umum, risiko pada Sukuk mirip dengan risiko obligasi konvensional, karena keduanya merupakan instrumen pada pasar modal. Menurut *Chartered Financial Analyst* (2007), risiko-risiko yang dihadapi investor Sukuk sebagai berikut:

### **Risiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*)**

Risiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe Sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau benchmark konvensional lainnya membuat return pada Sukuk dipengaruhi suku bunga. Sedangkan pada akad *Mudharabah*, imbal hasil sangat bergantung pada kinerja perusahaan yang dapat naik dan turun.

### **Risiko Kredit (*Credit Risk*)**

Risiko kredit pada Sukuk Ijarah dihadapi oleh investor disebabkan kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa underlying asset. Kecenderungan default menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas hutang dengan imbal hasil/suku bunga lebih tinggi tidak diperbolehkan dalam hukum Islam. Risiko kredit pada Sukuk harus dinilai secara independen, khususnya jika pemberi pinjaman memiliki alternatif penggantian lain ketika underlying asset tidak dapat menutupi kerugian yang terjadi.

### **Risiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)**

Risiko nilai tukar dapat terjadi jika return atas pengelolaan underlying asset diberikan dalam mata uang asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas risiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar.

### **Risiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*)**

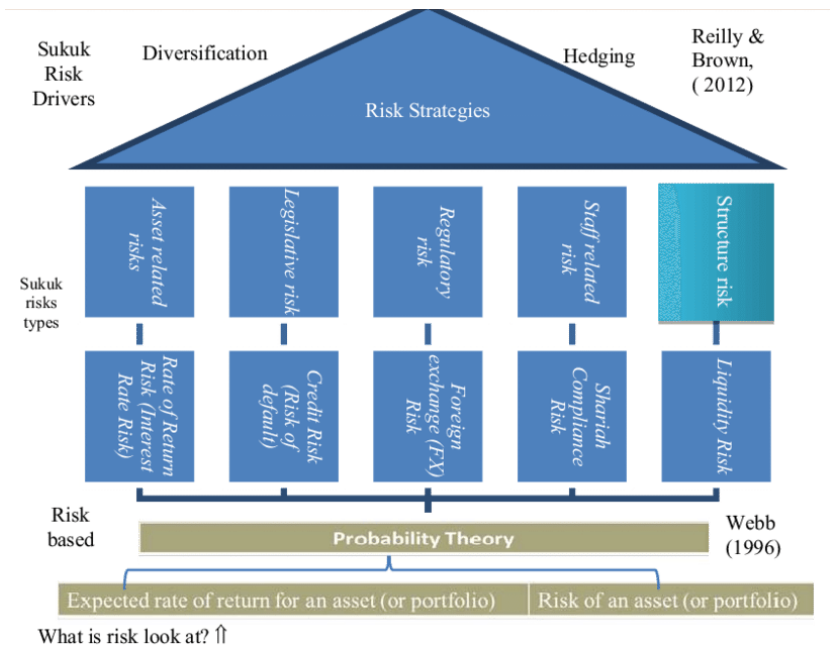
Risiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan Sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai underlying asset. Sukuk Ijarah paling rentan menghadapi risiko ini karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga di bawah harga pasar. Pengelolaan yang baik atas aset menjadi faktor penting dalam menghadapi risiko ini.

### **Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)**

Pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor Sukuk menghadapi risiko likuiditas. Kecenderungan membeli dan menahan (*buy and hold*) pada mayoritas investor Sukuk membuat mekanisme transfer kepemilikan Sukuk tidak efisien. Hal ini terjadi pula pada Sukuk *Salam*, dimana aset yang mewadahi kontrak merupakan komoditas pertanian, sehingga perdagangan pada sekuritas tersebut menimbulkan unsur spekulasi. *Zero Coupon Sukuk* seperti Sukuk *Istisna* dan *Murabahah* juga tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder karena mirip dengan jual beli hutang (*bai' ad-dayn*) yang dilarang oleh mayoritas ulama.

## Risiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur Sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah. Standarisasi dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada Sukuk dibuat dalam rangka melindungi investor muslim dari praktik-praktik yang melanggar prinsip-prinsip Islam.



Gambar 2.9.  
Risiko Mendasar Sukuk  
Sumber: Webb (1996), Reilly & Brown (2012)





## Kegunaan Produk Sukuk

**S**ukuk sebagai instrumen pembiayaan Islam merupakan produk yang sangat penting bagi produsen dan investor, baik negara maupun swasta. Bagi negara, Sukuk digunakan sebagai alat pembiayaan untuk keperluan memobilisasi modal, menjadi sarana untuk menumbuhkan partisipasi pihak swasta dalam membiayai proyek kepentingan publik, menjadi instrumen untuk menumbuhkan investasi dalam negeri maupun antar bangsa, serta mendorong desentralisasi fiskal.

Bagi pihak swasta, Sukuk sebagai alternatif pilihan investasi dan sumber pembiayaan serta instrumen kerjasama modal dalam pengembangan firma.

### **Instrumen Pembiayaan**

Ekonomi dan keuangan merupakan bagian terpenting hajat hidup orang banyak (*public*) baik negara maupun swasta. Pihak negara bertanggung jawab dalam hal penyediaan sarana dan infrastruktur ekonomi, menyiapkan undang-undang dan peraturan serta regulasi untuk mengatur keseimbangan kepentingan individu dan entitas yang terlibat. Dalam menyiapkan sarana dan infrastruktur ekonomi diperlukan adanya pertimbangan terhadap kemampuan meningkatkan efisiensi, transparansi, dan akuntabilitas pembiayaan sektor publik. Negara berfungsi memelihara infrastruktur dari kerusakan dan kehilangan fungsinya. Negara memiliki kewajiban membangun infrastruktur publik, seperti bangunan,

jalan, irigasi, rumah sakit, dan bangunan lainnya yang mendukung percepatan pembangunan.

Faktanya, meskipun negara meningkatkan pembayaran bea cukai atau membiayai pembangunan dengan melakukan pinjaman luar, ternyata kedua alternatif ini memberikan pengaruh kebaikan dan keburukan di waktu sekarang maupun di waktu yang akan datang. Di waktu sekarang yang berhubungan dengan urusan penyediaan pembangunan dan waktu yang akan datang berhubungan dengan pemeliharaan proyek terutama kemampuan manajemen sendiri, kelalaian staf dalam pengawasan, dan berbagai hambatan lainnya yang akan mengakibatkan proyek publik tidak dikelola secara sempurna, sedangkan dana pemeliharannya semakin bertambah. Pekerjaan seperti ini tentunya memerlukan dana dan manajemen yang profesional, aktivitas yang berkesinambungan, serta biaya pemeliharaan yang tidak rendah.

Untuk meminimalkan kegagalan, pakar ekonomi akhir-akhir ini menawarkan instrumen baru untuk memastikan ketersediaan sejumlah dana untuk kepentingan pembinaan dan pemeliharaan infrastruktur publik dengan melibatkan kerjasama pihak swasta dalam membiayai proyek pelayanan masyarakat yang menjadi tanggung jawab pemerintah. Instrumen tersebut dikenal dengan *Private Finance Initiative* (PFI) atau *Public Private Partnerships* (PPPs). Instrumen ini digunakan banyak negara dalam kerjasama antara sektor pemerintah dan swasta untuk meningkatkan keterlibatan sektor swasta pada aktivitas sektor pelayanan publik. Dalam mekanisme *Private Finance Initiative* (PFI), negara dapat menyerahkan aktivitas pelayanan publik kepada swasta dengan prosedur yang saling menguntungkan.

Sektor swasta menyediakan aset yang dapat digunakan bagi kepentingan klien dan sebagai imbal balik sektor swasta akan

menerima pembayaran dalam wujud beban biaya sewa yang setara dengan penggunaan waktu, mutu pelayanan yang diberikan, dan kadar kesanggupan yang dimiliki oleh masyarakat. Struktur dan bentuk penyewaan bayaran sewa bagi proyek, PFI akan menjamin pengembalian modal dan keuntungan sebagai pemegang konsesi, sehingga fasilitas dan aset PFI ditransfer kepada pemerintah pada saat kontrak sewa berakhir.

Ketersediaan infrastruktur dan instrumen baru dalam ekonomi dan keuangan, selain dapat mewujudkan kerjasama negara dan swasta, Sukuk berfungsi sebagai pertumbuhan sumber cukai negara. Kontrak yang melibatkan transaksi baru dan pertumbuhan kekayaan yang disebabkan karena pertumbuhan modal, maka diwajibkan membayar cukai.

Sukuk dapat memberikan fungsi untuk mendorong aliran modal antarbangsa untuk meningkatkan proyek-proyek negara dan firma. Akibatnya, penambahan sumber cukai dan aliran masuk modal antarbangsa dapat meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan mendorong mempercepat kesejahteraan masyarakat.

## **Pembiayaan Firma**

Firma merupakan institusi yang memiliki tujuan untuk mencari keuntungan (*profit minded*), yang bertindak rasional dalam mengambil keputusan investasi dan perlu mempertimbangkan dua asas, yaitu yang *pertama* firma mengambil berapa banyak modal yang akan diinvestasikan berbanding dengan biaya investasi dan manfaat dari masing-masing modal yang ditanamkan, *kedua* firma akan mempertimbangkan jenis investasi yang akan ditanamkan. Menurut Shamsudin Ismail (1992:730), pilihan investasi tersebut, yaitu investasi tetap bisnis, investasi residensial, dan investasi persediaan.



Sejumlah infrastruktur pembiayaan Islam sekarang ini berkembang dengan sangat pesat, baik pada peringkat antarbangsa maupun domestik. Pada peringkat antarbangsa berkembang institusi pembiayaan Islam, yaitu International Islamic Financial Market (IIFM), International Islamic Rating Agency (IIRA), Liquidity Management Centre (LMC), Islamic Research & Training Institute (IRTI), General Council for Islamic Banks and Financial Institutions (GCIBFI), Accounting & Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), dan International Financial Services Board (IFSB). Pada peringkat domestik berkembang institusi perbankan, takaful, gadai, pasaran uang interbank, equity fund, dan investasi Sukuk.

Sukuk merupakan salah satu alternatif pembiayaan firma yang terbaik dan mendatangkan kenyamanan bagi firma dibanding bentuk modal pinjaman. Pengeluaran Sukuk lebih gampang, karena banyak alternatif pilihan, baik dalam jenis kontrak maupun masa kontrak, mudah dalam pencairan, tidak ada beban bunga, serta dapat berkongsi risiko. Sukuk bermanfaat sebagai pembiayaan bagi pihak swasta karena dapat memberikan peluang bagi firma untuk memilih bentuk kontrak yang berbeda-beda.

## **Desentralisasi Fiskal**

Desentralisasi Fiskal adalah pemisahan yang tegas dan jelas dalam hal manajemen keuangan antara pemerintah pusat dan pemerintah daerah. Pemisahan tersebut terdapat pemasukan dan pengeluaran. Dalam hal pemasukan, daerah memiliki kuasa lebih besar dalam *tax policy*. Sedangkan dalam pengeluaran, daerah akan mendapat kuasa penuh dalam penggunaan dana publik dan pengalokasian sumber untuk kepentingan masyarakat. Konsep desentralisasi dikembangkan di berbagai

negara, baik negara yang maju, berkembang, atau negara yang menghadapi tantangan monopoli pemerintah pusat. Di barat, konsep desentralisasi berkembang efektif sebagai alat pemerintah dalam penyediaan infrastruktur publik dan pengaturan biaya pelayanan masyarakat (Bennet, 1990:19).

Menurut Kenneth Davey (1998) dan Abdul Ghafar Ismail (2006), sistem desentralisasi fiskal adalah untuk pemisahan fungsi kekuasaan baik sebagian maupun keseluruhan terhadap kepentingan pelayanan publik pemerintah pusat kepada kekuasaan pemerintah daerah, dapat meningkatkan efisiensi, transparansi, dan akuntabilitas pada pembiayaan sektor publik. Desentralisasi fiskal diartikan sebagai proses reformasi bidang politik, kelembagaan, dan sistem ekonomi yang dapat meningkatkan pelayanan sektor publik lebih baik.

“  
*Sukuk merupakan salah satu alternatif pembiayaan firma yang terbaik dan mendatangkan kenyamanan bagi firma dibanding bentuk modal pinjaman. Pengeluaran Sukuk lebih gampang, karena banyak alternatif pilihan, baik dalam jenis kontrak maupun masa kontrak, mudah dalam pencairan, tidak ada beban bunga, serta dapat berkongsi risiko.*



Desentralisasi fiskal adalah perpindahan tanggung jawab yang berhubungan dengan pendapatan dan perbelanjaan, eksplorasi sumber alam, dan pemanfaatan tanggung jawab. Konsep ini merupakan implikasi terhadap pertumbuhan hak finansial secara lokal yang memberlakukan empat dasar, yaitu hak atas perbelanjaan (*expenditure assignment*), hak atas pendapatan (*revenue assignment*), pembagian hasil intergovernmental, dan hak yang berbentuk utang (*debt/borrowing*).

Implikasi konsep desentralisasi fiskal terdapat bentuk negatif dan positif. Bentuk negatif bisa berlaku karena kekuasaan daerah yang besar dalam mengutip cukai dan menentukan arah dana publik. Apalagi bila ternyata respon daerah mengarah pada dua hal, yaitu semakin banyak jenis cukai/retribusi baru yang harus dibayar masyarakat daerah dan pengeluaran daerah yang semakin tidak terarah untuk kepentingan publik.

## **Instrumen Investasi**

Manusia bekerja untuk mencari uang yang akan dibelanjakan untuk dirinya sendiri dan keluarganya. Namun, terkadang terjadi ketidakseimbangan antara pendapatan dan pembelanjaan. Bahkan terkadang belanja lebih besar daripada pendapatan. Inilah yang menjadi ketidakseimbangan tabungan dalam jumlah yang positif dan negatif dari keseluruhan aliran pendapatan manusia. Ketika pendapatan melebihi belanja, lebihnya dapat digunakan untuk persiapan masa depan. Jika pendapatan lebih daripada belanja, maka orang akan menggunakan pendapatan sebagai simpanan. Tukar ganti antara belanja dan pendapatan yang lebih tinggi adalah inti dari investasi.

Investasi adalah penyerahan dana untuk suatu jangka waktu tertentu dan menyediakan kembalian kepada investor sebagai

ganjaran karena tempo yang terlibat, setelah diperhitungkan faktor tentang kadar inflasi dan risiko yang terlibat (Shamsudin Ismail, 1992:728). Individu yang membelanjakan melebihi pendapatan yang sekarang dan mampu untuk membayar balik lebih dari apa yang dipinjamnya disebut dengan investasi.

Adiwarman Karim (2001:21) menjelaskan bahwa investasi dalam Islam adalah membedakan antara uang (*money*) dan modal (*capital*). Dalam Islam, uang adalah *flow concept*, sedangkan dalam konvensional adalah *stock concept*. Dalam ekonomi, semakin uang berputar semakin baik tingkat pertumbuhan ekonomi. Dalam hal ini, Islam melarang terjadinya penimbunan uang sehingga mensyariatkan konsep *al-qard* dan sedekah yang dapat mempercepat peredaran uang. Dalam Islam tidak mengenal keperluan uang untuk spekulasi, karena hal tersebut tidak diperbolehkan. Keperluan uang hanya untuk transaksi dan *money demand for precautionary*.

Uang dalam Islam adalah sebagai barang publik, sedangkan dalam kapitalisme uang adalah barang pribadi dan malah menjadikan modal sebagai objek zakat agar modal diproduktifkan dengan baik dengan konsep *Musyarakah*, *Mudharabah*, ataupun *Qard*. Investasi hanya dapat dilakukan pada jenis aktivitas yang tidak bertentangan dengan syariat Islam dan service yang dapat merusak moral dan mudharat pada kehidupan.

Instrumen investasi dalam Islam adalah akad kerjasama (*partnership contracts*), akad pertukaran atau *aqad mu'awadat* (*exchange contracts*) dan financial assets yang semua itu memberikan kemudahan dan terhindar dari investasi yang dilarang.

Investor terdiri dari negara, firma, atau individu, jika ingin memilih investasi tentu memerlukan modal. Modal diperlukan

dari tiga sumber, yaitu sumber dalam negeri seperti modal sendiri dan keuntungan, sumber luar negeri dalam bentuk pinjaman, dan sumber kerja sama modal dalam bentuk sertifikat Sukuk. Ketiga sumber dana tersebut mendatangkan manfaat bagi investor baik dari segi positif maupun negatif.

Investor yang menggunakan modal dengan bentuk pinjaman akan mempertimbangkan kemungkinan yang akan terjadi, yaitu mulai dari kesanggupan membayar modal, perolehan keuntungan, hingga risiko yang akan dihadapi. Karena investasi dianggap seimbang jika keuntungan yang diperkirakan sama dengan keuntungan yang didapatkan setelah pengeluaran biaya modal.

Dari sisi risiko, investor mempertimbangkan risiko investasi yang dihadapi dengan kadar keuntungan yang didapatkan, karena semakin tinggi keuntungan, maka akan semakin tinggi pula risikonya. Investasi dengan menggunakan Sukuk, terutama Sukuk Mudharabah dan Musyarakah, investor tidak memasukkan modal dalam perkiraannya karena didasarkan pada keuntungan akhir.





## Jenis Sukuk Menurut Sukuk Issuer

**B**erdasarkan lembaga yang menerbitkannya, Sukuk dibagi dua jenis. Pertama, Sukuk korporasi (*corporate Sukuk*) atau disebut juga *Sukuk swasta*. Sukuk jenis ini merupakan Sukuk yang diterbitkan oleh swasta yang ditujukan untuk mendapatkan pendanaan guna membiayai suatu proyek tertentu.

Di Indonesia Sukuk yang terbit pertama kali adalah Sukuk korporasi yang diterbitkan oleh Indosat di tahun 2002. Sampai dengan tahun 2014, emiten yang telah menerbitkan Sukuk korporasi mencapai 32 emiten dari berbagai macam jenis industri (Tabel 2.2).

Tabel 2.2  
Daftar Emiten Sukuk Korporasi

No.	Kode / Deskripsi	Kode / Nama Emiten
1	<b>ADHISM1CN1</b> SUKUK MUDHARABAH BERKELANJUTAN I ADHI THP I TH2012	<b>ADHI1</b> Adhi Karya (Persero) Tbk, PT
2	<b>ADHISM1CN2</b> SUKUK MUDHARABAH BKLJT I ADHI TAHAP II TAHUN 2013	<b>ADHI1</b> Adhi Karya (Persero) Tbk, PT
3	<b>ADMFSM1ACN2</b> SUK. MDRBH BKL I ADIRA FINANCE THP II TH 2014 SR A	<b>ADMF1</b> Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT
4	<b>ADMFSM1BCN2</b> SUK. MDRBH BKL I ADIRA FINANCE THP II TH 2014 SR B	<b>ADMF1</b> Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT
5	<b>BBMISMSB1CN1</b> SUKUK SUB MDRBH BKLJT I THP I BANK MUAMALAT TH2012	<b>BBMI1</b> Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk, PT
6	<b>BBMISMSB1CN2</b>	<b>BBMI1</b>

No.	Kode / Deskripsi	Kode / Nama Emiten
	SUKUK SUB MDRBH BKLI I THP II BANK MUAMALAT TH2013	Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk, PT
7	<b>PPLN08C</b> OBLIGASI SYARIAH IJARAH PLN I TAHUN 2006	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
8	<b>SIAGII02</b> SUKUK IJARAH ANEKA GAS INDUSTRI II TAHUN 2012	<b>AGII1</b> Aneka Gas Industri, PT
9	<b>SIAISA01</b> SUKUK IJARAH TPS FOOD I TAHUN 2013	<b>AISA1</b> Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, PT
10	<b>SIISAT01ACN1</b> SUKUK IJARAH BKLI I INDOSAT THP I TH 2014 SERI A	<b>ISAT1</b> Indosat Tbk, PT
11	<b>SIISAT01BCN1</b> SUKUK IJARAH BKLI I INDOSAT THP I TH 2014 SERI B	<b>ISAT1</b> Indosat Tbk, PT
12	<b>SIISAT01CCN1</b> SUKUK IJARAH BKLI I INDOSAT THP I TH 2014 SERI C	<b>ISAT1</b> Indosat Tbk, PT
13	<b>SIISAT05</b> SUKUK IJARAH INDOSAT V TAHUN 2012	<b>ISAT1</b> Indosat Tbk, PT
14	<b>SIKISAT04B</b> SUKUK IJARAH INDOSAT IV TH 2009 SERI B	<b>ISAT1</b> Indosat Tbk, PT
15	<b>SIKPPLN01</b> SUKUK IJARAH PLN II TAHUN 2007	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
16	<b>SIKPPLN03A</b> SUKUK IJARAH PLN IV TAHUN 2010 SERI A	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
17	<b>SIKPPLN03B</b> SUKUK IJARAH PLN IV TAHUN 2010 SERI B	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
18	<b>SIKPPLN04A</b> SUKUK IJARAH PLN V TAHUN 2010 SERI A	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
19	<b>SIKPPLN04B</b>	<b>PPLN1</b>

No.	Kode / Deskripsi	Kode / Nama Emiten
	SUKUK IJARAH PLN V TAHUN 2010 SERI B	Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
20	<b>SIKTPNIO1</b> SUKUK IJARAH TITAN PETROKIMIA NUSANTARA I TH 2010	<b>TPNI1</b> Lotte Chemical Titan Nusantara, PT
21	<b>SIPPLN01ACN2</b> SUKUK IJARAH BKLJT I PLN TAHAP II TH 2013 SERI A	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
22	<b>SIPPLN01BCN2</b> SUKUK IJARAH BKLJT I PLN TAHAP II TH 2013 SERI B	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
23	<b>SIPPLN01CN1</b> SUKUK IJARAH BKLJT I PLN TAHAP I TH 2013	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
24	<b>SISMRAO1CN1</b> SUKUK IJARAH BKLJT I SUMMARECON AGUNG THP I TH2013	<b>SMRA1</b> Summarecon Agung Tbk, PT
25	<b>SISMRAO1CN2</b> SUKUK IJARAH BKLJT I SUMMARECON AGUNG THPII TH2014	<b>SMRA1</b> Summarecon Agung Tbk, PT
26	<b>SISSMM01</b> SUKUK IJARAH SUMBERDAYA SEWATAMA I TAHUN 2012	<b>SSMM1</b> Sumberdaya Sewatama, PT
27	<b>SMADMF01BCN1</b> SUK. MDRBH BKLJT I ADIRA FINANCE THP I TH2013 SR B	<b>ADMF1</b> Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT
28	<b>SMADMF01CCN1</b> SUK. MDRBH BKLJT I ADIRA FINANCE THP I TH2013 SR C	<b>ADMF1</b> Adira Dinamika Multi Finance Tbk, PT
29	<b>SMBNII01CN1</b> SUKUK MUDHARABAH BKLJT I BANK BII THP I TAHUN 2014	<b>BNII1</b> Bank Internasional Indonesia Tbk, PT
30	<b>SMKBSBR01</b> SUKUK MUDHARABAH I BANK NAGARI TAHUN 2010	<b>BSBR1</b> Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat
31	<b>SMKBSSB01</b> SUKUK MUDHARABAH BANK SULSELBAR I TAHUN 2011	<b>BSSB1</b> Bank Pembangunan Daerah Sulawesi Selatan, PT

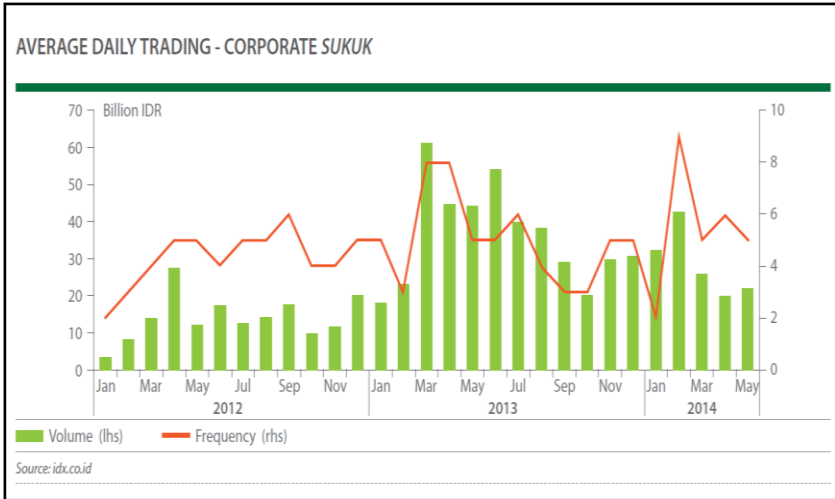


No.	Kode / Deskripsi	Kode / Nama Emiten
32	<b>SMKMYOR02</b> SUKUK MUDHARABAH II MAYORA INDAH TAHUN 2012	<b>MYOR1</b> Mayora Indah Tbk, PT
33	<b>SMBBSYO1</b> SUKUK MUDHARABAH BANK BNI SYARIAH I TAHUN 2015	<b>BBSY1</b> Bank BNI Syariah, PT
34	<b>SMBBSM01SB</b> SUKUK MUDHARABAH SUB BANK SYARIAH MANDIRI TH 2016	<b>BBSM1</b> Bank Syariah Mandiri, PT
35	<b>SMBNII01CN2</b> SUK MDRBH BKLJ I BANK MAYBANK INDONESIA THPII TH 2016	<b>BNII1</b> Bank Maybank Indonesia, PT
36	<b>SMPNMP01A</b> SUKUK MUDHARABAH I PT PNM (PERSERO) TH 2017 SERI A	<b>PNMP1</b> Permodalan Nasional Madani (Persero), PT
37	<b>SMBNII02CN1</b> SUK MDRB BKLJ II BANK MAYBANK INDONESIA THP 1 TH 17	<b>BNII1</b> Bank Maybank Indonesia, PT
38	<b>SIRNIP01</b> SUKUK IJARAH I RNI TAHUN 2017	<b>RNIP1</b> Ppen Rajawali Nusantara Indonesia, PT
39	<b>SISMRA01CN1</b> SUKUK IJARAH BKJLT II PLN THP II TAHUN 2017 SERI A	<b>PPLN1</b> Perusahaan Listrik Negara (Persero), PT
40	<b>SITINS01ACN1</b> SUKUK IJARAH BKLJT I TIMAH THP I TAHUN 2017 SERI A	<b>TINS1</b> Timah (Persero) Tbk, PT

Sumber: <http://www.ksei.co.id/services/registered-securities/Sukuk>

Adapun perkembangan perdagangannya di pasar sekunder menunjukkan aktivitas yang cukup progresif. Volume perdagangan harian Sukuk korporasi di tahun 2013 mencapai Rp36 Triliun. Meskipun tren volume transaksi menunjukkan peningkatan, namun secara frekuensi rata-rata transaksi per hari relatif sama. Hingga pertengahan tahun 2014 volume transaksi harian mengalami penurunan yang diakibatkan oleh sedikitnya penerbitan Sukuk pada tahun tersebut, sementara transaksi

harian secara rata-rata masih sama dengan tahun sebelumnya. Perkembangan Perdagangan Sukuk Korporasi ditunjukkan dalam Gambar 2.10 di bawah ini.

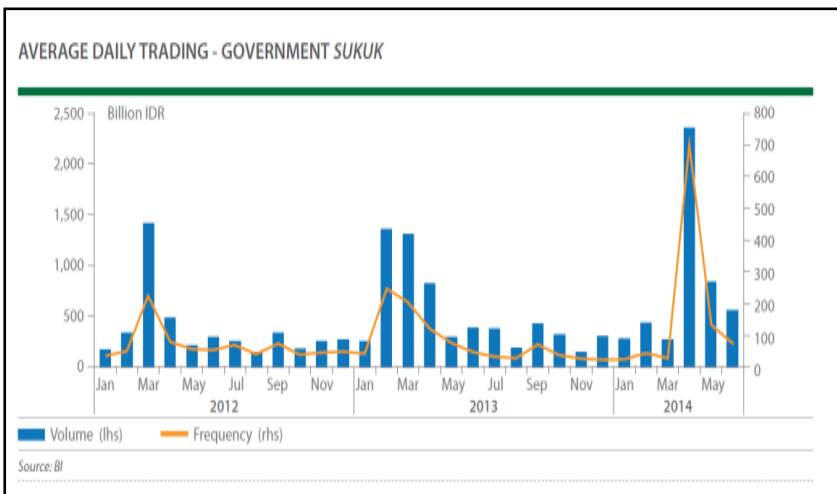


Gambar 2.10.  
Perdagangan Rata-rata Harian Sukuk Corporate

Sukuk jenis kedua adalah Sukuk Pemerintah (*Sovereign Sukuk*). Sebagaimana namanya, *Sovereign Sukuk* ini adalah Sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah dan karenanya juga dijamin oleh pemerintah. Di Indonesia, Sukuk ini bernama *Sukuk Negara* dan tergolong sebagai *Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)*. Sukuk ini dianggap *risk free* karena pembayaran imbalannya dijamin oleh Undang-undang (UU) No. 19 tahun 2008 dan UU APBN. Penerbitan Sukuk Negara ditujukan sebagai pemenuhan kebutuhan pemerintah akan dana guna membangun berbagai proyek konstruksi ataupun untuk keperluan pembangunan lainnya. Berdasarkan IIFM Sukuk Report tahun 2014, Sukuk Negara ini kepemilikannya didominasi oleh bank-bank konvensional dan perusahaan asuransi. Hal ini dikarenakan Sukuk Negara dianggap bebas risiko. Sementara Bank Islam

memiliki Sukuk dengan jumlah yang relatif rendah dan tetap stabil di bawah 10%.

Masih menurut IIFM Sukuk Report 2014, perkembangan perdagangan Sukuk Negara di pasar sekunder mencapai Rp509 Triliun di tahun 2013, dan menunjukkan peningkatan sebesar 40% dibandingkan dengan tahun 2012. Hingga pertengahan 2014 perdagangannya mencapai Rp555 Triliun, dimana peningkatan ini disebabkan oleh adanya penerbitan Sukuk Ritel di bulan Maret 2014. Sementara itu, rata-rata transaksi perdagangan harian juga mengalami peningkatan dari 69 transaksi perhari di tahun 2012, menjadi 75 transaksi perhari di tahun 2014. Gambar 2.11 menjelaskan secara lebih detail aktivitas perdagangan Sukuk di pasar sekunder yang menunjukkan pergerakan perdagangan harian yang fluktuatif sepanjang tahun 2012 hingga tahun 2014.



Gambar 2.11.  
Rata-rata Perdagangan Harian Sukuk Negara





## Legalitas Syariah Sukuk

Sukuk sebagai salah satu instrumen dalam sistem keuangan Islam diterbitkan karena adanya ketentuan al-Qur'an dan al-Sunnah yang melarang *riba*, *maysir*, *gharar*, bertransaksi dengan kegiatan atau produk haram, serta terbebas dari unsur *tadlis*. Larangan tersebut ditegaskan dalam beberapa ayat dalam al-Qur'an yang berbicara tentang larangan *riba*. Allah SWT menurunkan ayat mengenai *riba* dalam al-Qur'an secara bertahap, yaitu dalam surat al-Baqarah, surat Ali 'Imran, surat al-Nisa', dan surat al-Rum.

Pengharaman *riba* dalam al-Qur'an diturunkan Allah SWT sebagaimana Allah SWT mengharamkan minuman keras, yaitu tidak mengharamkan secara sekaligus tetapi berangsur-angsur. Hal ini dikarenakan masyarakat jahiliyah pada masa tersebut sudah sangat terbiasa dengan *khamr* maupun *riba*. Allah SWT dalam al-Qur'an surah al-Baqarah (2): 219 tentang keharaman *khamr* menyatakan bahwa *khamr* meskipun mengandung manfaat, tetapi *madarat*-nya lebih besar dan berbahaya daripada manfaat yang mungkin diperoleh. Demikian juga halnya dengan *riba*, yang mungkin ia mengandung manfaat tertentu pada sekelompok orang tertentu, tetapi secara makro, *madarat* dan bahaya *riba* lebih besar daripada manfaat yang ditimbulkannya.

Dalam sejumlah hadits Nabi juga dijelaskan tentang larangan akan *riba*. Jabir r.a. berkata bahwa Rasulullah SAW mengutuk orang yang menerima *riba*, orang yang membayarnya, orang yang mencatatnya, dan dua orang saksinya, kemudian beliau SAW bersabda, "*Mereka itu semuanya sama.*" (H.R. Muslim). Dari

Abdullah bin Mas'ud r.a. dari Nabi Muhammad SAW beliau bersabda: “Riba itu ada 73 pintu, yang paling ringan di antaranya ialah seperti orang yang menikahi ibunya dan riba yang paling berat ialah merampas kehormatan seorang Muslim.” Diriwayatkan oleh Ibnu Majah dengan ringkas dan Hakim yang sempurna dan disahihkan. Hadits lain tentang larangan riba juga ditunjukkan dari Abu Hurairah r.a., ia berkata: Rasulullah SAW bersabda: “Emas dengan emas yang sama jenisnya dan timbangannya. Perak dengan perak yang sama jenisnya dan timbangannya. Barangsiapa yang menambah atau minta tambah, itu adalah riba.” Diriwayatkan oleh Muslim.

Sementara itu, larangan terhadap kegiatan yang mengandung *maysir* dapat ditemukan pada Q.S. al-Maidah: 90:

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا إِنَّمَا الْخَمْرُ وَالْمَيْسِرُ وَالْأَنْصَابُ وَالْأَزْلَامُ رِجْسٌ مِّنْ عَمَلِ  
الشَّيْطَانِ فَاجْتَنِبُوهُ لَعَلَّكُمْ تُفْلِحُونَ

*yā-`ayyuhā lladhīna `āmanū `innamā l-khamru wa-l-maysiru wa-l-`ansābu wa-l `azlāmu rijsun min `amali sh-shayṭāni fa-jtanibūhu la`allakum tufliḥūn*

Artinya: “Hai orang-orang yang beriman, sesungguhnya (meminum) khamar, berjudi, (berkorban untuk) berhala, mengundi nasib dengan panah, adalah termasuk perbuatan syaitan. Maka jauhilah perbuatan-perbuatan itu agar kamu mendapat keberuntungan.” (Q.S. al-Maidah: 90)

Jika larangan *maysir* disebutkan dengan jelas dalam al-Qur'an, maka larangan *gharar* tidak disebutkan dengan jelas dalam al-Qur'an. *Gharar* adalah perilaku terlarang yang harus dihindari dalam setiap transaksi. Kata *gharar* dan derivasinya diulang 27 kali dalam al-Qur'an, akan tetapi al-Qur'an menggunakan untuk terminologi dalam teologi dan keagamaan (religius). Oleh

karena itu, para fuqaha tidak merujuk al-Qur'an dalam kaitannya dengan larangan gharar dalam transaksi. Bahkan kata gharar dalam al-Quran tidak pernah disebutkan dalam kaitannya dengan transaksi. Akan tetapi, penyebutan larangan transaksi secara batil dalam al-Qur'an (Q.S. al-Nisa' (4): 29), terkandung juga di dalamnya unsur gharar, karena para ulama memahami makna transaksi batil adalah transaksi dimana di dalamnya terdapat elemen-elemen riba, gambling (*qimar*), *zulm*, *bakhs* (ketidakadilan dalam praktik transaksi komersial), *hiyal* (tipu daya), gharar, ketidakjelasan, dan objek akad yang ilegal.

Sedangkan dalam hadits Rasulullah SAW terdapat banyak hadits yang menyatakan keharaman transaksi yang mengandung gharar. Kaharaman gharar dalam hadits ini merupakan suatu bentuk penjelasan khusus dari penjelasan al-Qur'an tentang larangan bertransaksi secara batil. Hadits Rasulullah SAW menjelaskan secara lebih terperinci keharaman transaksi yang mengandung unsur gharar, akan tetapi tidak sampai menyebutkan secara detil definisi dan skop serta ukuran gharar, sehingga para ulama fiqh dahulu pun juga tidak menjelaskan secara detil ukuran dan skop gharar. Yang Jelas terdapat banyak hadits Rasulullah SAW yang jelas melarangnya, ada yang langsung menyebutkan jenis transaksi tertentu dan terkadang tidak. Di antara hadits-hadits tersebut adalah sebagai berikut: "*Rasulullah SAW melarang jual beli gharar.*" (H.R. Muslim), "*Dilarang menjual ikan dalam laut, yang seperti itu gharar.*" (H.R. Ibn Hanbal), dari Abdullah bin Umar r.a., katanya: "*Rasulullah melarang jual beli habl al-habla seperti yang biasa dilakukan oleh orang-orang jahiliyyah.*" (H.R. al-Bukhari), dari Abdullah bin Umar r.a., katanya Rasulullah SAW bersabda: "*Janganlah kamu jual buah-buahan hingga nyata hasilnya, dan jangan kamu jual kurma basah dengan kurma kering.*" (H.R. al-Bukhari).

Untuk transaksi yang mengandung unsur batil (haram), sejumlah ayat seperti Q.S. al-Baqarah: 188, Q.S. al-Maa'idah: 38, Q.S. al-Israa': 81, Q.S. al-Muthaffifiin: 1-3, dan Q.S. an-Nisaa': 81 secara tegas melarang. Begitu pula Q.S. an-Nisaa': 29. Sedangkan untuk larangan *tadlis* tercermin pada Q.S. al-An'am: 152.

Literatur lain menunjukkan bahwa legalitas Sukuk bersumber utama dari Q.S. al-Baqarah: 282. Dewan fikih (*fiqh academy*) dari *Organization of the Islamic Conference* (OIC) dalam *The 4th Annual Plenary Session* February 1988 di Jeddah telah menyatakan bahwa syari'ah menuntut dokumentasi kontrak sebagaimana termuat dalam Q.S. al-Baqarah: 282. Suatu transaksi yang tidak dilakukan secara tunai (*cash*) harus diwakili oleh sebuah dokumentasi sebagai bukti transaksi yang menggambarkan adanya hak dan kewajiban antara kedua belah pihak yang bertransaksi. Dewan fikih OIC memutuskan bahwa: (1) pengumpulan aset dapat direpresentasikan dalam sebuah catatan tertulis (*written note*) atau surat berharga (*bond*); (2) surat berharga atau catatan ini dapat dijual pada harga pasar (*market price*) sepanjang komposisi dari masing-masing kelompok aset yang direpresentasikan dengan obligasi itu, meliputi mayoritas aset fisik dan hak finansial (*financial right*) dengan hanya minoritas yang menjadi uang tunai dan utang interpersonal.

Lebih jauh, Q.S. al-Baqarah: 282 sesungguhnya juga merupakan dasar pelaksanaan akuntansi Islam. Melalui ayat ini, Allah mengajarkan perlunya kegiatan tulis-menulis di setiap transaksi, khususnya pada transaksi yang dilakukan tidak secara tunai. Hamka dalam Tafsir Al-Azhar Juz 3 tentang ayat ini menunjukkan, setiap transaksi dalam berniaga harus ditulis secara baik dan benar. Hal demikian dapat menjadi informasi penting dalam aktivitas niaga di masa mendatang. Dengan adanya pencatatan setiap transaksi, semua pihak akan lebih mudah memberi pertanggungjawaban.

“  
*Syari'ah menuntut dokumentasi kontrak sebagaimana termuat dalam Q.S. al-Baqarah: 282. Suatu transaksi yang tidak dilakukan secara tunai (cash) harus diwakili oleh sebuah dokumentasi sebagai bukti transaksi yang menggambarkan adanya hak dan kewajiban antara kedua belah pihak yang bertransaksi.*



Instrumen akad dalam transaksi Sukuk Negara Ritel atau Surat Berharga Syariah Negara adalah *Sale and Lease Back (al-Bay' ma'al Isti'jar)*. Instrumen ini berdasar fatwa DSN MUI No. 71/DSN-MUI/VI/2008. Transaksi ini diawali dengan penjualan (*sale*) hak manfaat atas Barang Milik Negara (BMN) kepada investor yang melalui Perusahaan Penerbit SBSN (SPV). SPV menerbitkan Sukuk Negara Ritel kepada investor sebagai bukti kepemilikan hak manfaat atas barang yang diijarahkan (*underlying asset*) berupa BMN tadi. Kemudian investor melalui SPV menyewakan kembali (*lease back*) kepada pemerintah. Imbalan (kupon) yang diterima investor adalah dari bisnis lease atau sewa aset BMN kepada pemerintah. Dengan kata lain, sewa yang dibayarkan oleh pemerintah merupakan imbal hasil yang diterima oleh investor. Di akhir periode, Perusahaan Penerbit akan membeli kembali Sukuk Negara Ritel dan menjualnya kembali ke pemerintah.



Mekanisme akad *Sale and Lease Back* (*al-Bay' ma'al Isti'jar*) adalah sebagai berikut:

1. Akad yang digunakan adalah *Bay'* dan *Ijarah* yang dilaksanakan secara terpisah.
2. Dalam akad *Bay'*, pembeli boleh berjanji kepada penjual untuk menjual kembali kepadanya aset yang dibelinya sesuai dengan kesepakatan.
3. Akad *Ijarah* baru dapat dilakukan setelah terjadi jual beli atas aset yang akan dijadikan sebagai obyek *Ijarah*.
4. Obyek *Ijarah* adalah barang yang memiliki manfaat dan nilai ekonomis.
5. Rukun dan syarat *Ijarah* dalam fatwa *Sale and Lease Back* ini harus memperhatikan substansi ketentuan terkait dalam fatwa DSN-MUI Nomor: 09/DSN-MUI/IV/2000 tentang Pembiayaan *Ijarah*.
6. Hak dan kewajiban setiap pihak harus dijelaskan dalam akad.
7. Biaya-biaya yang timbul dalam pemeliharaan Obyek *Sale and Lease Back* diatur dalam akad.

Penerbitan Sukuk terlebih dahulu harus mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk meyakinkan investor bahwa Sukuk telah distruktur sesuai syariah. Pernyataan syariah compliance tersebut dalam konteks Indonesia diperoleh dari Dewan Syariah Nasional - MUI. Untuk itu, DSN MUI telah mengeluarkan 5 fatwa terkait dengan penerbitan Sukuk Negara, yaitu:

1. Fatwa Nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara
2. Fatwa Nomor 70/DSN-MUI/VI/2008 tentang Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
3. Fatwa Nomor 71/DSN-MUI/VI/2008 tentang *Sale and Lease Back*
4. Fatwa Nomor 72/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara *Ijarah Sale and Lease Back*.
5. Fatwa Nomor 95/DSN-MUI/VI/2014 tentang Surat Berharga Syariah Negara *Wakalah*

Sukuk Negara yang telah diterbitkan masing-masing memiliki akad dan karakteristik yang berbeda-beda seperti dijelaskan dalam Gambar 2.12. dimana terdapat enam macam Sukuk Negara terdiri dari Islamic Fixed Rate, Retail Sukuk, Sukuk Negara Indonesia, Islamic T-Bills, Project Based Sukuk, dan Hajj Fund Sukuk.

Sementara berdasarkan pada fatwa DSN MUI Nomor 95 Tahun 2014 terkait SBSN Wakalah, maka pada Agustus 2016 dan disusul November 2018 diterbitkan Sukuk Tabungan seri ST-001 dan ST-002. Sukuk Tabungan ini merupakan bentuk investasi individu dalam mata uang Rupiah berdasarkan prinsip syariah. Hanya saja berbeda dengan Sukuk jenis yang lain, Sukuk Tabungan ini diterbitkan tanpa warkat, tidak bisa diperdagangkan dan dialihkan, dan tidak bisa dicairkan sebelum jatuh tempo. Khusus ST-002, Sukuk Tabungan ini memiliki fasilitas *early redemption* (pelunasan lebih awal) tetapi hanya untuk sebagian pokok sebelum jatuh tempo dengan persyaratan tertentu.

THE DEVELOPMENT OF SUKUK ISSUANCE AND THE OUTSTANDING SUKUK

	IFR	SR	SNI	SPN-S	PBS	SDHI
<b>Series</b>	Islamic Fixed Rate	Retail Sukuk	Sukuk Negara Indonesia	Islamic T - Bills	Project Based Sukuk	Haji Fund Sukuk
<b>Aqad</b>		<i>Ijarah Sale &amp; Lease Back</i>			<i>Ijarah Asset to be Leased</i>	<i>Ijarah al-Khadamat</i>
<b>Underlying</b>		State Owned Assets			Government Project	Haji Services
<b>Coupon Rate</b>						
<b>Tradability</b>			Tradable			Non-Tradable
<b>Issuance Methods</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bookbuilding</li> <li>• Auction</li> </ul>	Bookbuilding	Bookbuilding	Auction	Auction	Private Placement
<b>Characteristics</b>	IDR Sukuk for wholesale investors. Mid to long term tenors, semi annual coupon	IDR Sukuk for retail Indonesian investors, monthly coupon payment	USD denominated Sukuk, issued in international market, semi annual coupon	IDR Sukuk, mature in 6 months, discounted basis	IDR Sukuk, mid to long term tenors, semi annual coupon	Private placement, short term, monthly coupon

Gambar 2.12. Perkembangan Penerbitan Sukuk Negara dan Sukuk Negara yang Beredar



*Penerbitan Sukuk  
terlebih dahulu harus mendapatkan  
pernyataan kesesuaian prinsip syariah  
(syariah compliance endorsement) untuk  
meyakinkan investor bahwa Sukuk telah  
distruktur sesuai syariah. Pernyataan  
syariah compliance tersebut dalam  
konteks Indonesia diperoleh dari Dewan  
Syariah Nasional – MUI.*



Sukuk Tabungan seri ST-002 memiliki imbalan mengambang dengan imbalan minimal (*floating with floor*) sebesar 8,30% mengacu pada BI 7 Days Reserve Repo Rate (BI 7DRRR). Mengambang artinya besaran kupon Sukuk Tabungan akan disesuaikan dengan perubahan BI 7 Days Reserve Repo Rate setiap tiga bulan sekali. Sedangkan Imbalan Minimal artinya tingkat imbalan pertama yang ditetapkan akan menjadi imbalan minimal yang berlaku sampai dengan jatuh tempo Sukuk Tabungan.



# SELUK-BELUK SUKUK NEGARA

## 3



Pembangunan tol Ngawi – Kertosono didanai dari Sukuk Negara Ritel.  
Sumber: [jtmadiun.com](http://jtmadiun.com)



## Definisi dan Arti Penting Diterbitkannya Sukuk Negara

Menurut Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan Negara Republik Indonesia, *Sukuk Negara* diterbitkan di Indonesia pada tahun 2008 berdasarkan Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Sukuk Negara adalah Surat Berharga Syariah Negara yang diterbitkan berdasar prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang Rupiah maupun Valuta Asing.

Menurut Hadiningdyah (2014), terdapat beberapa arti penting Sukuk Negara.

*Pertama*, Sukuk Negara sebagai *diversified funding sources*, yang berarti bahwa Sukuk memberikan alternatif sumber dana bagi pemerintah. Jika sumber dana selama ini lebih banyak berasal dari hutang, maka kini pemerintah bisa mendapatkan sumber dana dari masyarakat investor tapi *tidak berbasis hutang* dan yang *comply* dengan syariah.

*Kedua*, Sukuk Negara sebagai alat dalam manajemen likuiditas. Dengan diterbitkannya Sukuk Negara, bank-bank Islam memiliki keleluasaan untuk memilih instrumen keuangan untuk memaintain likuiditasnya.

*Ketiga*, Sukuk Negara juga sangat bermanfaat dalam memberikan pilihan (*choices*) bagi masyarakat investor untuk



mendapatkan produk investasi yang aman dan sesuai dengan syariah.

*Keempat*, Sukuk Negara bermanfaat dalam hal dapat membiayai proyek-proyek infrastruktur yang sedang dikerjakan oleh pemerintah.

Sebagai wujud dari Sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah, Sukuk Negara memiliki beberapa karakteristik.

*Pertama*, Sukuk Negara adalah instrumen keuangan yang sudah dikaji secara mendalam dan dari DSN MUI telah mendapatkan predikat sesuai dengan syariah.

*Kedua*, Sukuk Negara juga memiliki sifat *tradable* dan *non-tradable*, tergantung jenis akad serta *term and conditions* Sukuk tersebut.

*Ketiga*, pembayaran imbalan Sukuk Negara dijamin oleh Undang-Undang dan dapat dilakukan per semester atau secara bulanan.


*Keempat*, Sukuk Negara juga memungkinkan untuk dijual pada harga par, premium, atau diskon serta pada saat jatuh tempo pelunasan dibayarkan secara penuh.

*Kelima*, Sukuk Negara dapat diterbitkan dalam Rupiah atau dalam mata uang asing.





## Perbedaan Sukuk Negara dengan Surat Utang Negara

ukuk Negara dan Surat Utang Negara (SUN) merupakan bagian dari Surat Berharga Negara (SBN). Tetapi kedua surat berharga tersebut memiliki perbedaan yang signifikan, yaitu:

1. Sukuk Negara merupakan Surat Berharga Negara yang diterbitkan sesuai dengan prinsip-prinsip syariah serta keikutsertaan bukti kepemilikan atas aset SBSN, sedangkan SUN merupakan surat berharga yang diterbitkan sesuai dengan prinsip konvensional.
2. Sukuk Negara yang diterbitkan memerlukan *underlying asset* sebagai dasar untuk penerbitan Sukuk, sedangkan SUN tidak memerlukan *underlying asset* dalam penerbitannya.
3. Penerbitan Sukuk Negara memerlukan fatwa/opini syariah untuk menjamin Sukuk yang sesuai dengan prinsip syariah, sedangkan SUN tidak memerlukan opini/fatwa.
4. Sukuk Negara dan SUN diterbitkan dengan tujuan sebagai sumber pembiayaan APBN, tetapi Sukuk Negara diterbitkan secara khusus hanya untuk membiayai pembangunan proyek pemerintah (*earmarked*).





5. Sukuk Negara memperoleh keuntungan berupa imbalan, bagi hasil, *margin*, dan *capital gain*, sedangkan SUN memperoleh keuntungan berupa *bunga* dan *capital gain*.
6. Sukuk Negara memiliki dasar hukum Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, sedangkan SUN memiliki dasar hukum Undang-Undang Nomor 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara.



*Penerbitan Sukuk Negara  
memerlukan fatwa/opini syariah  
untuk menjamin Sukuk yang sesuai  
dengan prinsip syariah, sedangkan  
SUN tidak memerlukan  
opini/fatwa.*





## Struktur Sukuk Negara

*S*ukuk Negara memiliki struktur yang didesain secara khusus untuk memenuhi ekspektasi investor maupun Negara sebagai *issuer*. Beberapa faktor yang menjadi bahan pertimbangan dalam menentukan struktur Sukuk Negara meliputi beberapa hal.

*Pertama*, dari perspektif Issuer, Sukuk Negara dipastikan agar memenuhi ketentuan yang ada dalam hukum positif Negara Indonesia, di samping juga harus memenuhi ketentuan-ketentuan yang ada.

*Kedua*, Sukuk Negara juga didesain agar tidak terlalu rumit untuk dimengerti dan dilengkapi dengan dokumen-dokumen transaksi yang dibutuhkan.

*Ketiga*, sebagai sebuah produk yang berbasis hukum Islam, maka Sukuk Negara harus pula memiliki underlying assets, untuk memastikan bahwa instrumen Sukuk tidak lahir atas dasar spekulasi.

*Keempat*, Sukuk Negara didesain untuk mampu memenuhi fungsi dari Sukuk itu sendiri, misalnya sebagai sumber dana untuk membangun infrastruktur tertentu.

Sedangkan dari perspektif investor, faktor-faktor yang dijadikan pertimbangan dalam menyusun Sukuk Negara meliputi beberapa hal. Misalnya faktor *tenor*, *return*, *tradability*, *locally and globally accepted* serta *risk appetite*. Hal ini berarti Sukuk Negara didesain dengan tenor tertentu, apakah jangka pendek atau jangka panjang, juga diusahakan memberikan return tertentu,

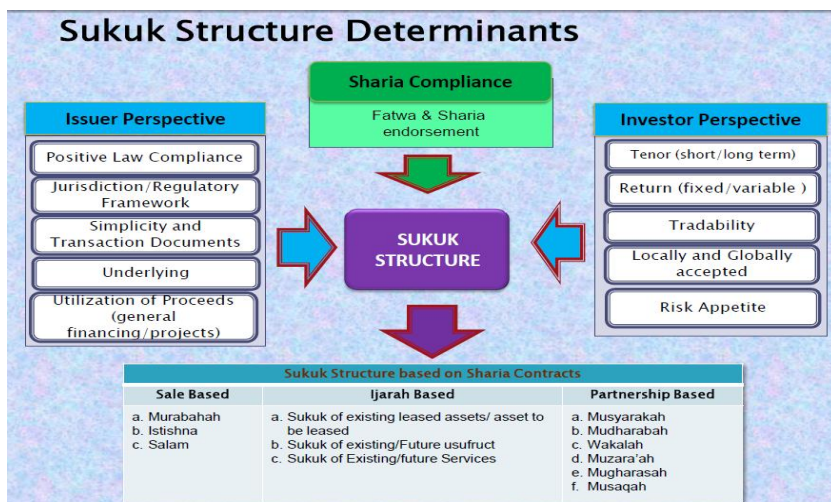
sesuai dengan preferensi investor. Di samping faktor tersebut, yang menjadi bahan pertimbangan adalah apakah Sukuk Negara dapat diperjualbelikan di pasar uang dalam negeri maupun luar negeri. Dengan demikian, investor akan memiliki keleluasaan memperjualbelikan Sukuk yang dimilikinya sehingga kemungkinan akan mendapatkan gain jika harga jual lebih tinggi dari harga beli Sukuk tersebut.

“  
*Sebagai sebuah produk  
yang berbasis hukum Islam, maka  
Sukuk Negara harus memiliki underlying  
assets, untuk memastikan instrumen  
Sukuk tidak lahir  
atas dasar spekulasi.*



Faktor terakhir dari perspektif investor adalah selera investor akan risiko dari Sukuk Negara tersebut. Artinya, Sukuk Negara didesain memiliki risiko keuangan yang sesuai dengan target market investor Sukuk Negara tersebut. Bagi investor yang termasuk dalam kategori *risk seaker*, maka Sukuk yang akan diterbitkan haruslah Sukuk yang menawarkan tingkat return yang cukup tinggi, karena adanya adagium *high risk high return*. Sebaliknya jika yang menjadi targeted investor adalah yang masuk dalam golongan *risk aversion*, maka Sukuk perlu didesain menawarkan risiko yang rendah dengan tingkat pengembalian yang relatif rendah juga.

Secara lebih lengkap faktor-faktor penentu struktur Sukuk Negara ditunjukkan dalam Gambar 3.1.



Gambar 3.1.  
Faktor-Faktor Penentu Struktur Sukuk Negara  
Sumber: Hardiningdyah, 2014

Terdapat beberapa akad yang mendasari penerbitan Sukuk Negara. Penentuan akad Sukuk Negara disesuaikan dengan peruntukan Sukuk Negara tersebut. Beberapa contoh penggunaan Sukuk Negara di tahun 2013 sampai tahun 2017 (Suminto, 2017) sebagaimana dijelaskan dalam Gambar 3.2 dan Gambar 3.3 berikut ini.

### Financing Infrastructure Project Through Sukuk Negara



Gambar 3.2.  
Proyek-proyek yang dibiayai Sukuk Negara tahun 2013 – 2015  
Sumber: Suminto (2017)

### Financing Infrastructure Project Through Sukuk Negara



Gambar 3.3.  
Proyek-proyek yang dibiayai Sukuk Negara tahun 2015 - 2017  
Sumber: Suminto (2017)

Sebagian proyek-proyek tersebut dibiayai dengan akad Ijarah (*Sale and Lease Back*). Skema Akad ini dijelaskan sebagai berikut:

### **I. Penerbit Sukuk Negara (*Issuance*):**

- 1a) Menjual aset milik pemerintah dari Ministry of Finance (MoF) Government of Indonesia (GoI) kepada SPV sebagai underlying assets Sukuk
- 1b) SPV menerbitkan Sukuk. Sukuk menunjukkan bagian saham dari Investor atas aset milik pemerintah
- 1c) Dana diproses untuk diserahkan ke Pemerintah dari Investor melalui SPV
- 1d) Dana diteruskan oleh SPV ke Pemerintah

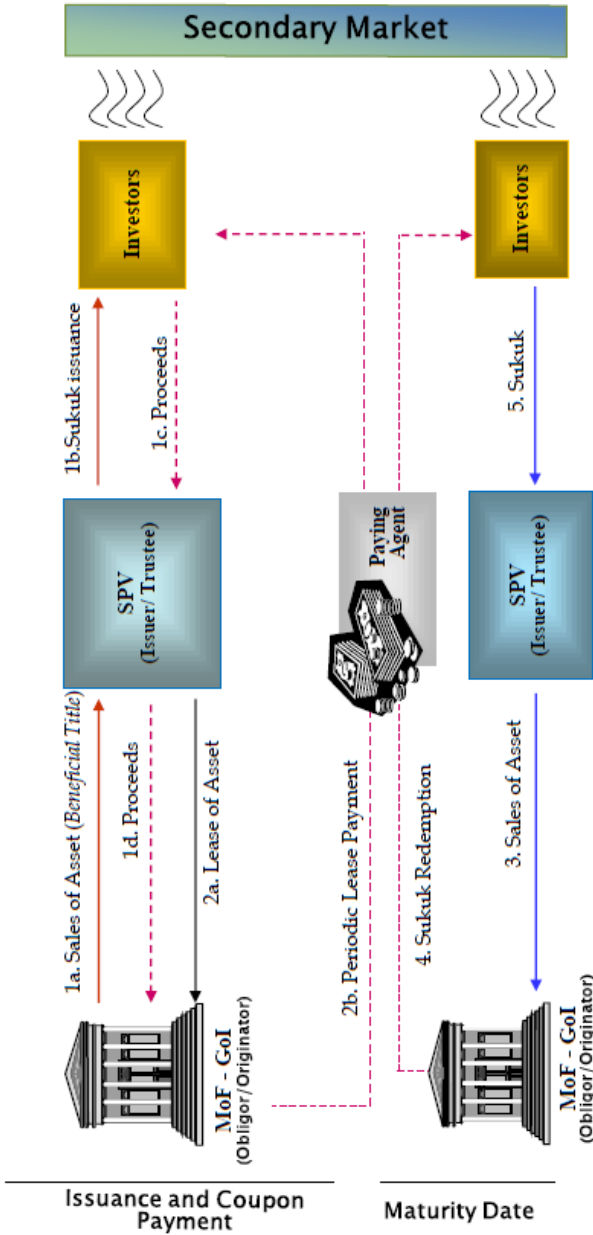
### **II. Pembayaran *coupon*:**

- 2a) Penyewaan aset oleh pemerintah untuk digunakan dalam aktivitas operasional sehari-hari
- 2b) Pembayaran sewa secara periodik atas aset oleh pemerintah sebagai *lessee* (*Musta'jir*) kepada investor sebagai *lessor* (*Mu'jir*) melalui agen pembayaran.

### **III. Masa Jatuh Tempo**

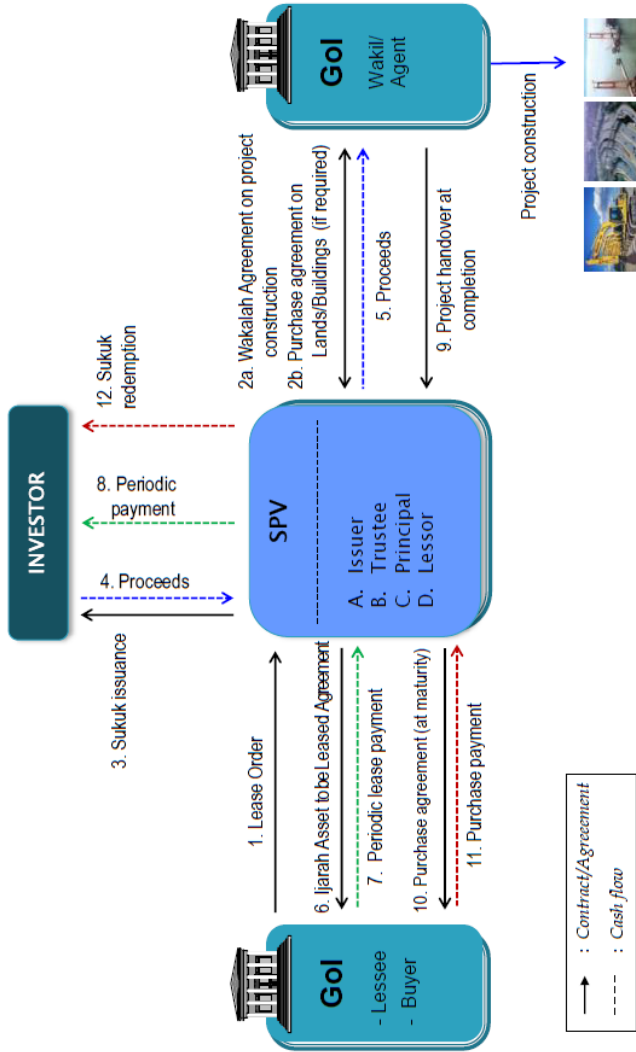
- 3a) Pembelian aset oleh pemerintah dari investor melalui SPV (*Bai'*)
- 3b) Pembayaran pembelian aset oleh pemerintah kepada investor melalui agen pembayaran
- 3c) Sukuk jatuh tempo

Skema Sukuk Negara dengan akad Ijarah dijelaskan dalam Gambar 3.4.



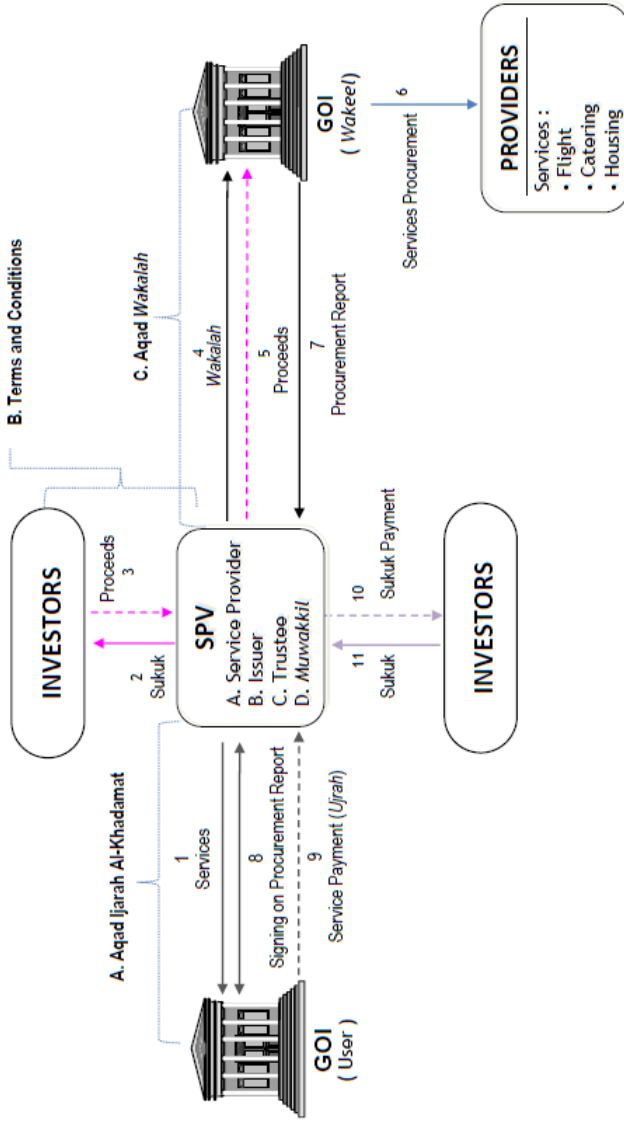
Gambar 3.4.  
Skema Sukuk dengan Akad Ijarah – Sale and Lease Back  
Sumber: Hardiningsyah, 2014

Di samping Skema Ijarah tersebut di atas, terdapat juga Sukuk Negara dengan akad *Ijarah - Asset to be Leased* dan Struktur akad *Ijarah - Al-Khadamat*. Skema detil kedua akad tersebut dijelaskan dalam Gambar 3.5. dan Gambar 3.6.



Gambar 3.5.  
 Skema Sukuk dengan Akad Ijarah – Asset to be Leased  
 Sumber: Hardiningtyah, 2014





Gambar 3.6.  
Skema Sukuk dengan Akad Ijarah Al-Khadamat  
Sumber: Hardinngiyah, 2014





## Metode Penerbitan Sukuk Negara

*D*alam penerbitan Sukuk Negara terdapat 3 metode, yaitu *bookbuilding*, penempatan langsung (*private placement*), dan lelang (*auction*).

### **Bookbuilding**

*Bookbuilding* adalah metode dimana investor menawarkan pembelian atas surat berharga yang ditawarkan dalam bentuk jumlah dan harga (*yield*) penawaran pembelian serta dicatat dalam *book order* oleh *investment bank* yang berwenang sebagai *bookrunner*. Sesuai dengan PMK Nomor 199/PMK.08/2012 tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN dengan cara *bookbuilding* di Pasar Perdana Dalam Negeri, *bookbuilding* adalah kegiatan menjual SBSN ke pihak lain melalui agen penjual, yang mana agen penjual mengumpulkan pesanan pembelian dalam proses penawaran.

Pemerintah membentuk Panitia Pengadaan untuk melakukan seleksi kepada Agen Penjual. Yang menjadi Agen Penjual adalah bank atau perusahaan efek. Cara untuk bisa menjadi Agen Penjual adalah dengan mengajukan proposal dan dokumen pendukung yang sesuai dengan kriteria dan syarat yang ditentukan oleh Panitia Pengadaan. Agen Penjual yang lulus seleksi melakukan perjanjian kerja sesuai dengan kewajibannya sebagai Agen Penjual.



*Bookbuilding adalah kegiatan menjual SBSN ke pihak lain melalui agen penjual, yang mengumpulkan pesanan pembelian dalam proses penawaran.*



## **Private Placement**

*Private placement* adalah metode dimana penerbitan dan penjualan surat berharga dilakukan penerbit kepada pihak tertentu sesuai dengan syarat (*terms & conditions*) yang disepakati bersama. Berdasarkan PMK Nomor 239/PMK.08/2012 tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN dengan Cara Penempatan Langsung (*private placement*), *private placement* merupakan metode penerbitan dan penjualan SBSN oleh Pemerintah kepada pihak (WNI/WNA, perusahaan, usaha bersama, asosiasi, Bank Indonesia, Lembaga Penjamin Simpanan) sesuai dengan syarat yang ditentukan.

Pembeli SBSN melakukan penawaran pembelian kepada Menteri Keuangan, Direktur Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko dengan nilai nominal, jenis mata uang, SBSN, harga, dan imbalan. Hasil penawaran berupa pembahasan sesuai dengan syarat SBSN yang diterbitkan dan penolakan penawaran.

Penolakan penawaran dilakukan atas dasar tidak terpenuhinya *private placement*, pembiayaan APBN terpenuhi, dan kondisi

pasar. Private placement adalah jumlah penawaran pembelian dan pihak yang membeli SBSN. Jumlah minimal penawaran pembelian SBSN untuk private placement adalah Rp250.000.000.000,-

## Lelang

*Lelang (auction)* adalah metode yang mana dalam penerbitan dan penjualannya diikuti peserta lelang dengan cara melakukan penawaran pembelian yang kompetitif dan non-kompetitif dalam waktu yang telah ditentukan. Berdasarkan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 05/KMK.08/2012 tentang Definisi Lelang SBSN dan Lelang SBSN Tambahan, Lelang SBSN adalah penjualan SBSN yang diikuti Peserta Lelang SBSN, Bank Indonesia, dan Lembaga Penjamin Simpanan (LPS) untuk lelang SBSN jangka pendek dan jangka panjang, dengan cara mengajukan penawaran pembelian kompetitif dan non kompetitif sesuai dengan waktu yang telah ditentukan oleh agen yang melaksanakan lelang SBSN. Lelang SBSN tambahan (*green shoe option*) adalah penjualan SBSN di pasar perdana dengan cara lelang dilaksanakan satu hari kerja setelah tanggal pelaksanaan lelang SBSN.

Tujuan dan manfaat dengan cara lelang bagi regularity adalah memberikan fleksibilitas bagi program penerbitan SBSN melalui *regular issuance* dan pembentukan *benchmark series*. Bagi efisiensi dan transparansi adalah mengurangi biaya penerbitan, mengurangi waktu dan proses administratif penerbitan SBSN, serta meningkatkan transparansi proses penerbitan SBSN. Bagi pengembangan Pasar Sekunder SBSN adalah meningkatkan efisiensi dan transparansi harga SBSN serta memberikan kepastian bagi investor. Dan bagi insentif bagi Peserta Lelang adalah *trading, fee-based income, dan branding*.



*Lelang (auction) adalah metode yang mana dalam penerbitan dan penjualannya diikuti peserta lelang dengan cara melakukan penawaran pembelian yang kompetitif dan non-kompetitif dalam waktu yang telah ditentukan.*



Penawaran pembelian dilakukan dengan penawaran pembelian kompetitif dan non-kompetitif. Penawaran pembelian kompetitif (*competitive bidding*) merupakan penawaran pembelian dengan menggunakan volume dan imbal bagi hasil yang diinginkan (jika lelang SBSN dengan pembayaran imbalan tetap atau diskonto) atau dengan volume dan harga yang diinginkan (lelang SBSN dengan pembayaran imbalan mengambang). Penawaran pembelian non-kompetitif (*non-competitive bidding*) adalah penawaran pembelian dengan volume tanpa imbal hasil (jika pembayaran imbalan tetap atau diskonto) atau dengan volume tanpa harga (lelang dengan pembayaran imbalan mengambang).

Pemerintah dapat melaksanakan lelang SBSN tambahan. Lelang tambahan bertujuan untuk pemenuhan kebutuhan APBN, pembentukan harga, dan pembentukan seri benchmark.



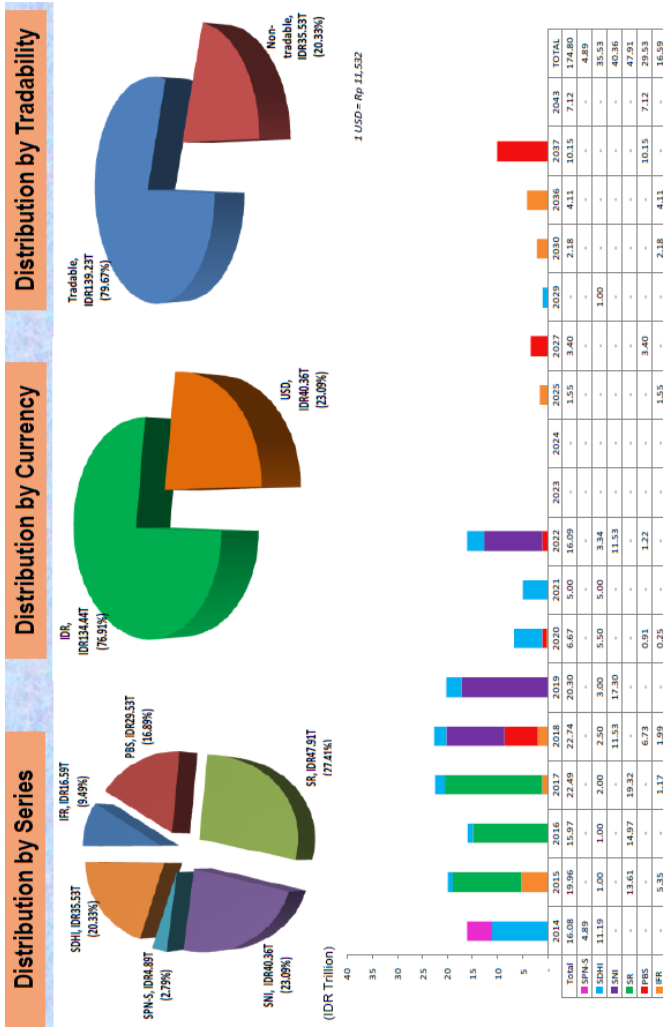


## Distribusi dan Aplikasi Kegunaan Sukuk Negara

Sukuk Negara diterbitkan dalam dua mata uang, Rupiah dan US Dollar. Hingga Bulan Mei 2014, sebanyak 77% Sukuk Negara diterbitkan dalam Rupiah, sedangkan 23% dalam US Dollar. Sedangkan ditinjau dari Seri penerbitannya, Sukuk Negara didominasi oleh Sukuk Ritel (SR) sebesar Rp48 Triliun atau 27% dari total penerbitan Sukuk Negara, diikuti dengan SNI sebesar Rp40 Triliun, dan yang paling kecil porsinya adalah SPN-S sebesar Rp5 Triliun atau 3% dari total penerbitan Sukuk Negara.

Ditinjau dari sifat *tradeability*-nya, sebagian besar Sukuk Negara merupakan Sukuk yang *tradable* atau bisa diperdagangkan sebesar 80% dan mencapai Rp141 Triliun. Sisanya merupakan Sukuk yang tidak bisa diperjualbelikan.

Gambaran distribusi Sukuk Negara secara rinci di jabarkan dalam Gambar 3.7.



Gambar 3.7.  
Distribusi Sukuk Negara  
Sumber: Direktorat Keuangan Islam, Kementerian Keuangan RI

Ditinjau dari sisi aplikasi kegunaannya, maka pada tahun 2013 Sukuk Negara sudah digunakan untuk pembiayaan proyek infrastruktur di Indonesia. Hingga tahun 2017 semakin meningkat besarnya dan digunakan untuk beberapa proyek yang dapat menunjang infrastruktur di Indonesia. Contohnya

pembangunan jalur kereta api, jalan, jembatan, terowongan dan lain-lain, seperti terlihat pada Tabel 3.1 di bawah ini.

*Ditinjau dari sifat tradeability-nya, sebagian besar Sukuk Negara merupakan Sukuk yang tradable atau bisa diperdagangkan sebesar 80% dan mencapai Rp141 Triliun. Sisanya merupakan Sukuk yang tidak bisa diperjualbelikan.*



Tabel 3.1.  
Aplikasi Kegunaan Sukuk Negara

Tahun	Besaran Biaya (Rp)	Tujuan Penggunaan
2013	800 Miliar	<ul style="list-style-type: none"><li>• Jalur kereta api ganda (Cirebon-Kroya di Jawa Tengah)</li></ul>
2014	1,57 Triliun	<ul style="list-style-type: none"><li>• Jalur kereta api (Cirebon-Kroya) dan (Manggarai-Bekasi)</li><li>• Revitalisasi dan pengembangan penginapan asrama haji</li></ul>
2015	7,13 Triliun	<ul style="list-style-type: none"><li>• Jalur kereta api (Cirebon-Kroya, Martapura-Baturaja) dan (Manggarai-Bekasi); peninggian jalur kereta api (Medan-Kualanamu)</li></ul>



Tahun	Besaran Biaya (Rp)	Tujuan Penggunaan
		<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jalan dan jembatan (Sumatera, Jawa, NTB, Kalimantan, Sulawesi, Maluku &amp; Papua)</li> <li>• Bangunan dan pengembangan fasilitas pemerintah pendidikan Islam</li> </ul>
2016	13,67 Triliun	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jalur kereta api (Jabodetabek, Jawa Timur, Jawa Tengah &amp; Sumatera)</li> <li>• Jalan, flyover, underpass, terowongan, pengembangan jembatan (Sumatera, Jawa, NTB, Kalimantan, Sulawesi, Maluku &amp; Papua)</li> <li>• Revitalisasi dan pengembangan penginapan asrami haji, kantor keagamaan, dan pengembangan fasilitas pendidikan Islam</li> </ul>
2017	16,76 Triliun	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jalur kereta api (Jabodetabek, Jawa Tengah, Jawa Timur, Sumatera&amp;Sulawesi)</li> <li>• Jalan, flyover/underpass/terowongan &amp; jembatan (Sumatera, Jawa, NTB, Kalimantan, Sulawesi, Maluku&amp;Papua)</li> <li>• Banjir dan kontrol lahan, pengolahan pembuangan utama dan garis pantai, pengelolaan bendungan, embung, dan wadiah air bangunan, pengelolaan garis pasokan air</li> <li>• Revitalisasi dan pengembangan penginapan asrami haji, kantor keagamaan, dan pengembangan fasilitas pendidikan Islam</li> </ul>

Sumber : Seminar IIFM dalam ISEF 2017





## Implikasi Produk Sukuk

Implikasi produk Sukuk di antaranya dalam pertumbuhan perkembangan pasar modal, terwujudnya pasar Sukuk sendiri, implikasi pengembangan institusi, yaitu SPV, industri pembiayaan, akunting, dan auditing, serta pengembangan zakat. Produk Sukuk dapat memberikan perkembangan dalam pertumbuhan modal insani, misal wujud kepakaran serta berkembangnya pelatihan-pelatihan.

### Pengembangan Pasar Modal

Sukuk adalah instrumen pembiayaan pasar modal yang mampu memberikan pengaruh besar bagi pertumbuhan pasar modal, baik untuk pasar domestik maupun untuk pasar global. Faktanya pasar modal dalam keuangan syariah adalah mekanisme yang natural, karena adanya keinginan umat Islam yang meletakkan aset yang memiliki prinsip syariah seperti perbankan, *takaful*, pegadaian, dan bentuk pasar modal lainnya. Penerapan prinsip syariah dalam pasar modal dapat dilakukan dengan cara penilaian atas instrumen pasar modal yang diterbitkan oleh perusahaan. Pakar fiqh berpendapat bahwa instrumen pasar modal dapat dikatakan syariah apabila kegiatan firma yang menerbitkan produk tidak berkaitan dengan hal-hal yang dilarang oleh syariat Islam, misal jasa keuangan yang mengandung riba, judi, alkohol, pornografi, dan produksi bahan yang dilarang oleh syara'.

Malaysia mengembangkan pasar modal syariah sejak awal tahun 1990 dan terus mengalami perkembangan yang sangat pesat hingga sekarang. Secara faktual, pasar modal menjadi keperluan transaksi pembiayaan bagi perkembangan dunia ekonomi modern, bahkan perekonomian modern tidak mungkin dapat berkembang tanpa adanya pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global yang baik.

Bangkitnya ekonomi Islam ini menjadi fenomena yang menggembirakan bagi umat Islam. Praktik kegiatan yang terjadi pada ekonomi konvensional, khususnya dalam pasar modal mengandung spekulasi dan ini menjadi hambatan bagi umat Islam untuk ikut serta dalam hal investasi, terutama dalam pasar modal meskipun berlabel syariah.

Perbedaan yang mendasar antara pasar modal konvensional dengan syariah adalah mekanisme transaksinya, sedangkan dalam nilai indeksinya terletak pada saham originator yang memenuhi prinsip dasar syariah. Sesungguhnya konsep pasar modal syariah dengan konvensional tidak berbeda jauh meskipun dalam pasar modal syariah disebutkan bahwa saham yang diperdagangkan harus berasal dari perusahaan yang bergerak dalam sektor yang memenuhi syariah dan terbebas dari riba serta menghindari spekulasi.

## Realitas Pasar Sukuk

Sukuk dalam periode terakhir ini berkembang di berbagai negara yang mayoritas berpenduduk muslim, seperti Bahrain yang mengeluarkan sertifikat Sukuk *domestic sovereign fixed-rate* Ijarah dan Salam Sukuk, kemudian diikuti oleh swasta dan negara lainnya. Pada umumnya Sukuk ini menggunakan kontrak Salam, Ijarah, Istisna cum-ijarah, dan Poled Portfolios.



*Pasar modal menjadi keperluan transaksi pembiayaan bagi perkembangan dunia ekonomi modern, bahkan perekonomian modern tidak mungkin dapat berkembang tanpa adanya pasar modal yang tangguh dan berdaya saing global yang baik.*



Ali Arsalan Tariq (2006:29) mengatakan bahwa dari pasar Sukuk diperkirakan mencapai 4 Miliar Dolar lebih yang tumbuh kadarnya lebih dari 90%. Perkiraan ini tidak termasuk dalam jumlah pengeluaran utang domestik Malaysia dan pengeluaran Sukuk Bahrain. Dengan jumlah pengeluaran Sukuk korporat yang terdaftar dalam jumlah besar, maka diperlukan pasar sekunder untuk masa yang akan datang untuk peningkatan perdagangan dan aktivitas Sukuk.

### **Pengembangan Institusi**

Implikasi Sukuk terhadap mekanisme pasar modal adalah pengembangan institusi seperti SPV, institusi kepercayaan (*Trustee*), akunting, auditing, institusi pengawasan syariah, dan institusi zakat. Institusi tersebut berhubungan dengan Sukuk dan akan memberikan pengaruh pada berbagai institusi.





## Aspek Perpajakan dalam Sukuk Negara

Terdapat beberapa aspek perpajakan dalam Sukuk Negara, yaitu Pajak atas Transaksi Aset SBSN, Pajak atas imbalan (*coupon*) dan keuntungan dalam transaksi Sukuk Negara di pasar sekunder (*capital gain*).

### Pajak atas Transaksi Aset SBSN

Pada awal proses penerbitan Sukuk Negara, pajak adalah hal yang terpenting dalam penerbitan Sukuk Negara karena dalam penerbitan Sukuk Negara mengacu pada struktur akad yang digunakan serta terdapat transaksi antara Pemerintah dengan Perusahaan Penerbit SBSN (SPV) atas Aset SBSN. Transaksi tersebut berupa penjualan BMN oleh Pemerintah kepada SPV, penyewaan BMN oleh Pemerintah dari SPV, dan pembelian kembali BMN oleh Pemerintah dari SPV.

Dalam penggunaan akad *Ijarah Sale and Lease Back*, misalnya menggunakan underlying asset berupa Barang Milik Negara (BMN) menimbulkan konsekuensi dari sisi perpajakan karena di dalamnya terdapat beberapa transaksi, contohnya jual beli BMN pada saat penerbitan, penyewaan BMN, dan pembelian kembali BMN saat jatuh tempo. Sesuai dengan ketentuan yang berlaku, transaksi tersebut menjadi obyek pajak yang dikenakan pajak baik Pajak Pertambahan Nilai (PPN) dan Pajak Penghasilan (PPh).

Jika Pemerintah mengenakan pajak atas transaksi BMN sebagai aset SBSN, maka Sukuk menjadi tidak menarik untuk diterbitkan karena tidak kompetitif dengan instrumen Surat Berharga konvensional.

Untuk mengatasi isu yang tidak sesuai, maka Pemerintah melakukan kebijakan netralis pajak untuk Sukuk Negara melalui Direktorat Jenderal Pajak dengan cara memberikan pengecualian pajak atas aset SBSN yang dilakukan Pemerintah dengan Perusahaan Penerbit SBSN (SPV) dalam proses penerbitan Sukuk Negara.

Kebijakan Pemerintah tentang pengecualian tersebut dilandasi dengan beberapa alasan, yaitu Pemerintah bukan merupakan Subyek Pajak karena tidak tergolong sebagai Pengusaha. Hal ini dijelaskan pada Pasal 1 huruf k Undang-Undang tentang Pajak Pertambahan Nilai (PPN) dan Pasal 4, Pasal 6 ayat 1, dan Pasal 27 ayat 2 Undang-Undang nomor 19 tahun 2008 tentang SBSN.

Kemudian alasan lainnya adalah Perusahaan Penerbit SBSN selaku SPV tidak tergolong sebagai Subyek Pajak baik PPN maupun PPh karena dibentuk berdasarkan peraturan perundang-undangan yang berlaku, dibiayai dana yang bersumber dari APBN, penerimaan lembaga dimasukkan ke APBN, pembukuannya diperiksa oleh aparat pengawasan fungsional negara.

Perusahaan Penerbit SBSN secara khusus didirikan oleh Pemerintah dalam penerbitan SBSN untuk menjalankan tugas pemerintahan, tidak memiliki karyawan, dan tidak memiliki hasil usaha, serta tidak mencari keuntungan.

## Pajak atas Imbalan (*Coupon*) dan Keuntungan dalam Transaksi Sukuk Negara di Pasar Sekunder (*Capital Gain*)

Keuntungan yang didapatkan investor yang memiliki SBSN baik yang bertenor pendek sampai dengan 12 bulan, menengah, dan panjang (lebih dari 12 bulan) didapatkan berupa imbalan atau diskonto yang dibayarkan secara periodik. Keuntungan yang didapatkan investor saat menjual SBSN sebelum jatuh tempo di pasar sekunder disebut dengan *capital gain*.

“

*Jika Pemerintah mengenakan pajak atas transaksi BMN sebagai aset SBSN, maka Sukuk menjadi tidak menarik untuk diterbitkan karena tidak kompetitif dengan instrumen Surat Berharga konvensional.*

”

Keuntungan yang berasal dari SBSN berlaku ketentuan perpajakan, yaitu:

*Pertama*, atas penghasilan yang diperoleh Wajib Pajak atas kepemilikan SBSN yang sesuai dengan syariah merupakan Obyek Pajak Penghasilan, berdasarkan peraturan Pemerintah Nomor 25 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan Kegiatan Usaha Berbasis Syariah.

*Kedua*, atas penghasilan yang diterima Wajib Pajak berdasarkan pemilikan SBSN yang mempunyai jangka waktu sampai 12 bulan atau lebih dari 12 bulan dikenai pemotongan Pajak Penghasilan yang bersifat *final* yang diatur dalam Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan atas Penghasilan Berupa Bunga Obligasi.

*Ketiga*, atas keuntungan yang diperoleh dari SBSN diperlakukan sama dengan perpajakan atas Surat Utang Negara (*mutatis mutandis*).

*Keempat*, atas tarif pajak keuntungan yang didapatkan dari Surat Utang Negara dibedakan antara SUN yang bertenor pendek dan panjang (di atas 12 bulan).

Berdasarkan masa jatuh temponya, SUN dibagi menjadi dua jenis, yaitu Surat Perbendaharaan Negara (SPN) yang merupakan SUN berjangka waktu paling lama 12 bulan dengan pembayaran bunga secara diskonto dan Obligasi Negara yang merupakan surat utang negara yang berjangka waktu lebih dari 12 bulan. Selisih yang lebih antara nilai nominal pada saat jatuh tempo dengan harga perolehan di Pasar Sekunder atau Pasar Perdana tidak termasuk Pajak Penghasilan yang dipotong. Besarnya tarif untuk Pajak Penghasilan berupa diskonto SPN adalah 20% dari diskonto SPN bagi Wajib Pajak dalam negeri dan Bentuk Usaha Tetap (BUT) dan 20% dari diskonto bagi Wajib Pajak penduduk atau penduduk luar negeri yang sesuai dengan ketentuan Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda (P3B).

Pengenaan Pajak Penghasilan diskonto SPN bersifat *final*, sehingga Wajib Pajak yang mendapatkan penghasilan diskonto SPN tidak menggabungkan dengan penghasilan lainnya dalam SPT Tahunan. Pengenaan final ini diartikan bahwa Pajak Penghasilan yang sudah dipotong tidak dapat dikreditkan.





*Penghasilan yang diperoleh Wajib Pajak atas kepemilikan SBSN yang sesuai dengan syariah merupakan Obyek Pajak Penghasilan berdasarkan PP Nomor 25 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan Kegiatan Usaha Berbasis Syariah.*



Bunga obligasi merupakan imbalan yang diterima pemegang obligasi dalam bentuk bunga atau diskonto. Besarnya Pajak Penghasilan untuk bunga obligasi dibagi menjadi bunga dari obligasi dengan kupon (*interest bearing debt*), diskonto dari obligasi dengan kupon, diskonto dari obligasi tanpa bunga (*non-interest bearing debt securities*), dan bunga atau diskonto dari obligasi yang diperoleh Wajib Pajak reksadana yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan.

Bunga dari obligasi dengan kupon (*interest bearing debt*) dikenakan Pajak Penghasilan sebesar 15% bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap, 20% dari jumlah bruto bunga sesuai masa kepemilikan (*holding period*) obligasi sesuai dengan tarif yang berdasarkan persetujuan Penghindaran Pajak Berganda bagi Wajib Pajak luar negeri selain bentuk usaha tetap. Kemudian diskonto dari obligasi dengan kupon dikenakan Pajak Penghasilan sebesar 15% bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap, 20% dari selisih harga jual dengan harga


perolehan obligasi yang tidak termasuk bunga berjalan (*accrued interest*) sesuai tarif berdasarkan persetujuan Penghindaran Pajak Berganda bagi Wajib Pajak luar negeri selain bentuk usaha tetap.

Besarnya Pajak Penghasilan atas diskonto dari obligasi tanpa bunga (*non-interest bearing debt securities*) sebesar 15% bagi Wajib Pajak dalam negeri dan bentuk usaha tetap, 20% dari selisih lebih harga jual di atas harga perolehan obligasi sesuai dengan tarif berdasarkan persetujuan Penghindaran Pajak Berganda bagi Wajib Pajak luar negeri selain bentuk usaha tetap. Tarif untuk Pajak Penghasilan bunga atau diskonto yang diperoleh Wajib Pajak reksadana yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan sebesar 0% untuk tahun 2009 sampai tahun 2010, 5% untuk tahun 2011 sampai tahun 2013 dan diperpanjang sampai tahun 2020, 15% untuk tahun 2014 dan selanjutnya yang ditunda pelaksanaannya sampai dengan tahun 2021.

Penundaan kenaikan tarif pajak penghasilan didasarkan pada Peraturan Pemerintah Nomor 100 Tahun 2013 tentang Perubahan Atas Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2009 tentang Pajak Penghasilan Atas Penghasilan Bunga Obligasi. Peraturan tersebut digunakan untuk memperpanjang pengenaan tarif sebesar 5% atas bunga atau diskonto yang diterima oleh reksadana sampai dengan tahun 2020, selain itu pemerintah juga mengubah tarif tertinggi menjadi 10% yang awalnya sebesar 15%.

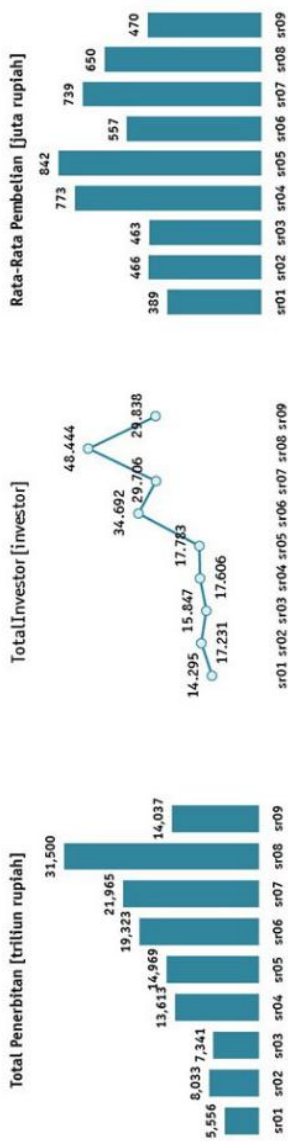


## Ilustrasi Aplikasi Sukuk Ritel

alah satu jenis Sukuk Negara yang populer di Indonesia adalah *Sukuk Ritel*. Sukuk Ritel sudah diterbitkan sejak tahun 2009 dan disebut sebagai Sukuk Ritel Seri 01 (SR 01). Hingga awal tahun 2018, pemerintah sudah menerbitkan Sukuk Ritel hingga seri yang ke-10. Dilihat dari total penerbitan, total investor, serta rata-rata pembelian, Sukuk Ritel telah mengalami kenaikan yang signifikan jika dibandingkan dengan awal penerbitannya di tahun 2009. Data lengkap tentang penerbitan Sukuk Ritel dijelaskan dalam Gambar 3.8.

Dari gambar tersebut dapat juga dilihat fluktuasi tingkat keuntungan yang ditawarkan oleh Sukuk Ritel, dimana kupon (imbal hasil) tertinggi ditawarkan oleh Sukuk Ritel seri pertama di tahun 2009 sebesar 12% dan kupon terendah sebesar 6% ditawarkan di tahun 2013. Sedangkan dari jumlah investor yang membeli Sukuk Ritel, tercatat tahun 2016 atau pada saat peluncuran Sukuk Ritel ke-8 mencapai jumlah investor 48.444 investor, yang berarti Sukuk Ritel sangat diminati masyarakat Indonesia.

Tingginya jumlah investor yang membeli Sukuk Ritel inilah yang menyebabkan Sukuk Negara dikatakan sebagai salah satu bentuk sukses dari *financial inclusive* yang didorong pemerintah guna menjangkau sumber dana yang lebih luas.



	SR-001	SR-002	SR-003	SR-004	SR-005	SR-006	SR-007	SR-008	SR-009
Masa Penawaran	30 Jan - 20 Feb 2009	25 Jan - 5 Feb 2010	7 - 18 Feb 2011	5 - 16 Maret 2012	8 - 22 Feb 2013	14 - 28 Feb 2014	23 Feb - 6 Mar 2015	19 Feb - 4 Mar 2016	27 Feb - 17 Mar 2017
Penerbitan	25 Feb 2009	10 Feb 2010	23 Feb 2011	21 Mar 2012	27 Feb 2013	5 Mar 2014	11 Mar 2015	10 Mar 2016	22 Mar 2017
Jatuh Tempo	25 Feb 2012	10 Feb 2013	23 Feb 2014	21 Sept 2015	27 Feb 2016	5 Mar 2017	11 Mar 2018	10 Mar 2019	10 Mar 2020
Tenor	3 tahun	3 tahun	3 tahun	3,5 tahun	3 tahun	3 tahun	3 tahun	3 tahun	3 tahun
Kupon	12.00%	8.70%	8.15%	6.25%	6.00%	8.75%	8.25%	8.30%	6.90%

Gambar 3.8  
Data dan statistik Sukuk Ritel 2009 – 2017  
Sumber: kementerian keuangan 2017



*Sukuk Ritel sudah diterbitkan sejak tahun 2009 dan disebut sebagai Sukuk Ritel Seri 01 (SR 01). Hingga awal tahun 2018, pemerintah sudah menerbitkan Sukuk Ritel hingga seri yang ke-10.*



Sukuk Ritel dibandingkan dengan produk investasi lain memiliki beberapa karakteristik.

*Pertama*, Sukuk Ritel tidak menggunakan bunga sebagai imbalan, tetapi berupa imbalan atau kupon yang dibayarkan setiap bulan. Jika akad yang mendasari Sukuk ini adalah akad Ijarah atau sewa, maka imbalan yang diterima berupa *fix-rate return*.

*Kedua*, adanya pasar sekunder yang memperjualbelikan Sukuk, sehingga investor mendapat potensi untuk menerima *gain* jika Sukuk yang dimiliki dijual sebelum jatuh tempo dan jika harga Sukuk pada saat penjualan tersebut lebih tinggi dibanding harga beli Sukuk.

*Ketiga*, adanya masa jatuh tempo. Meskipun Sukuk adalah bukti penyertaan seperti saham, namun akad Sukuk memiliki masa jatuh tempo. Itu sebabnya, Sukuk tidak bisa dikatakan sama dengan saham, sebagaimana Sukuk juga tidak bisa dikatakan hutang, karena secara definisi, Sukuk memang bukti penyertaan. Sukuk juga merupakan alat investasi yang aman karena

ditanggung pemerintah 100% dan juga cukup menguntungkan karena pajak final yang dikenakan atas return Sukuk hanya sebesar 15% final.

Perbandingan Sukuk Ritel dengan produk investasi lain dapat dilihat pada Tabel 3.2.

Tabel 3.2.  
Perbandingan Sukuk Ritel dengan produk investasi lain

	<b>Sukuk Ritel</b>	<b>ORI</b>	<b>Saham</b>	<b>Reksadana</b>	<b>Deposito</b>
<b>Return/ Imbalan</b>	Imbalan setiap bulan	Kupon setiap bulan	Deviden	Kenaikan Nilai Aktiva Bersih	Bunga
<b>Pasar sekunder dan potensi capital gain</b>	Ada	Ada	Ada	Ada	Tidak ada
<b>Masa Jatuh Tempo</b>	Ada	Ada	Tidak ada	Ada	Ada
<b>Jaminan Pemerintah</b>	Ada (100%)	Ada (100%)	Tidak ada	Tidak ada	Ada (maks. Rp2 Miliar)
<b>Pajak terhadap imbalan</b>	15% final	15% final	10% final atas deviden yang diterima	Khusus untuk investasi reksadana pada obligasi / Sukuk dikenakan pajak final 5% dari imbalan/ diskonto obligasi / Sukuk	10% final

Sumber: diolah oleh penulis



*Sukuk Ritel tidak menggunakan bunga sebagai imbalan, tetapi berupa imbalan atau kupon yang dibayarkan setiap bulan. Jika akad yang mendasari Sukuk ini adalah akad Ijarah atau sewa, maka imbalan yang diterima berupa fix-rate return.*



Mengacu pada tujuan dan manfaat penerbitan Sukuk dalam menunjang perekonomian, dalam membiayai percepatan pembangunan infrastruktur di Indonesia, maka dana hasil penerbitan Sukuk Ritel akan digunakan untuk membiayai pembangunan jalan, jembatan, bendungan, irigasi, asrama haji, KUA, sarana pendidikan tinggi, dan lain-lain. Maka sudah selayaknya Indonesia mempersiapkan infrastruktur legal dan meminimalisir hambatan lainnya guna meningkatkan peran Sukuk sebagai alternatif pembiayaan dan investasi.

Sampai dengan saat ini masih banyak yang belum bisa memahami secara jelas bagaimana mekanisme investasi pada instrumen Sukuk, termasuk bagaimana mekanisme operasional Sukuk.

Pemerintah bertanggung jawab secara penuh atas pembayaran Imbalan/Kupon dan Nilai Nominal Sukuk Negara Ritel. Pembayaran Imbalan/Kupon dan nilai Nominal Sukuk Ritel

oleh Pemerintah tersebut dilakukan berdasarkan ketentuan Undang-Undang SBSN dan alokasi pembayarannya ditetapkan setiap tahun dalam Undang-Undang Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN).

Dalam pengelolaan kebutuhan kas Negara, pemerintah memiliki Tim Asset-Liability Management Kementerian Keuangan yang bertugas untuk membantu Menteri Keuangan dalam merancang manajemen portofolio dan risiko serta menetapkan target dan *benchmark* antara portofolio dan risiko pembiayaan termasuk aspek profil atas jatuh temponya, bahkan terdapat divisi yang akan melakukan *assessment* terhadap kondisi pasar untuk dapat melihat aspek permintaan pasar dan kinerja pasar sekunder dalam menetapkan harga wajar Sukuk yang akan diterbitkan. Transaksi Sukuk harus memiliki dokumen dan kertas kerja. Dokumen yang diperlukan merupakan dokumen hukum, selain untuk keperluan administrasi program transaksi, dokumen tersebut akan direview auditor yang rutin melakukan audit setiap tahunnya.





## Ilustrasi Aplikasi Sukuk Tabungan

Jenis Sukuk Negara yang kini ditawarkan Pemerintah Indonesia adalah *Sukuk Tabungan*. Sukuk Tabungan merupakan produk investasi syariah yang diperuntukkan bagi individu Warga Negara Kesatuan Republik Indonesia sebagai tabungan investasi yang aman, mudah, terjangkau, dan menguntungkan.

Sukuk Tabungan diterbitkan berdasarkan UU Nomor 19 Tahun 2018 dan didukung dengan Peraturan Menteri Keuangan Nomor 125 Tahun 2018. Sukuk jenis ini pertama kali diluncurkan pada Agustus 2016 dan disusul pada November 2018 yang disebut dengan Sukuk Tabungan ST-01 dan ST-02.

Sukuk Tabungan dalam penyelenggaraannya berbentuk e-SBN, yakni instrumen Surat Berharga Negara untuk investor individu yang penjualannya dilakukan secara online (e-SBN). Beberapa keunggulan e-SBN adalah adanya kemudahan akses di manapun dan kapanpun selama masa penawaran, online 24/7, investor tidak perlu datang ke Mitra distribusi untuk melakukan pemesanan, dan pemesanan dapat dilakukan melalui aplikasi gawai, serta pendaftaran dilayani menurut urutan sesuai aplikasi (*First Come, First Serve*).

Bersama dengan jenis Sukuk yang lain, Sukuk Tabungan telah dialokasikan bagi terselenggaranya berbagai proyek pemerintah dengan total alokasi sejak 2013 hingga kini tak kurang dari Rp62,4 Triliun. Beberapa proyek tersebut di antaranya:



1. Pembangunan jalan dan jembatan di 30 propinsi.
2. Pembangunan jalur kereta api di Jawa, Sumatera, trans Sulawesi, dan modernisasi stasiun Manggarai
3. Pembangunan 328 sumber daya air (bendungan, irigasi, penyediaan dan pengelolaan air tanah)
4. Pengembangan dan revitalisasi asrama haji di 24 kota/kabupaten
5. Pembangunan dan rehabilitasi 701 Kantor Urusan Agama dan Manasik Haji
6. Pembangunan dan Pengembangan Gedung Perkuliahan di 54 Perguruan Tinggi
7. Pembangunan dan Pengembangan 32 Madrasah
8. Pembangunan 3 Taman Nasional (Baluran, Gunung Gede Pangrango, Aketajawe-Lolobata Halmahera)
9. Pembangunan dan Pengembangan 3 Laboratorium

Sukuk Tabungan memiliki karakteristik khas, di antaranya: diperuntukkan bagi individu WNI, pengelolaan investasi dengan prinsip syariah, pemesanan bisa mulai dari Rp1 juta, imbalan mengambang dengan imbalan minimal, tenor 2 tahun, memiliki fasilitas *early redemption*, dan tidak dapat diperdagangkan / dialihkan.

Perbedaan Sukuk Tabungan dengan Sukuk jenis lain bisa dilihat pada Gambar 3.9.



## Sukuk Tabungan dan Investasi Lainnya

	 Sukuk Negara Tabungan	 sukuk ritel	Deposito	Reksadana	Saham
<b>Sifat instrumen</b>	Penyertaan terhadap Aset SBSN	Penyertaan terhadap Aset SBSN	Tabungan	Portofolio efek	Penyertaan terhadap perusahaan
<b>Tenor</b>	2 Tahun	3 Tahun	3,6,12 bulan	Ada	Tidak ada
<b>Imbalan</b>	Mengambang dengan floor, dibayar tiap bulan	Tetap, dibayar setiap bulan	Bunga deposito, dapat berubah setiap saat	NAB	Dividen
<b>Perdagangan di pasar sekunder</b>	Tidak bisa, namun ada opsi <i>early redemption</i>	Bisa diperdagangkan	Tidak bisa	Bisa diperdagangkan	Bisa diperdagangkan
<b>Jaminan Pemerintah</b>	Ada 100%	Ada 100%	Maksimal Rp2 miliar	Tidak ada	Tidak ada

Gambar 3.9

Perbandingan Sukuk Tabungan dengan Sukuk Lainnya

Sumber: Kementerian keuangan 2018





*Sukuk Tabungan memiliki karakteristik khas, di antaranya: diperuntukkan bagi individu WNI, pengelolaan investasi dengan prinsip syariah, pemesanan bisa mulai dari Rp1 juta, imbalan mengambang dengan imbalan minimal, tenor 2 tahun, memiliki fasilitas early redemption, dan tidak dapat diperdagangkan / dialihkan.*



# PENELITIAN SUKUK NEGARA

## 4



Pembangunan Bendung Sei Padang, Sumatera Utara didanai dari SBSN.  
Sumber: pu.go.id



## Kerangka Konseptual Penelitian

### Kerangka Proses Berpikir

**B**erdasarkan latar belakang, judul, rumusan masalah, tujuan studi dan tinjauan pustaka, maka sebelum disusun kerangka konseptual, perlu disusun kerangka proses berpikir seperti yang terlihat pada Gambar 4.1. Kerangka proses berpikir dalam penelitian ini secara substansial dilandasi oleh al-Qur'an dan Hadist.

Ayat-ayat al-Qur'an yang berkaitan dengan adanya larangan riba yang diungkapkan secara bertahap dalam beberapa ayat adalah sebagai berikut: Surat ar-Ruum: 39, surat an-Nisa': 160, juga di ayat Ali-Imran: 130, dan terakhir di dalam surat al-Baqarah: 275.

Allah berfirman dalam Q.S. Ar-Ruum: 39,

وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ رَبًّا لِيَرْبُوَ فِي أَمْوَالِ النَّاسِ فَلَا يَرْبُو عِنْدَ اللَّهِ ۗ وَمَا آتَيْتُمْ مِنْ زَكَاةٍ  
تُرِيدُونَ وَجْهَ اللَّهِ فَأُولَٰئِكَ هُمُ الْمُضْعِفُونَ

*wa-mā 'ātaytum min riban li-yarbuwa fi 'amwāli n-nāsi fa-lā yarbū  
'inda llāhi wa-mā 'ātaytum min zakātin turīdūna wajha llāhi fa-  
'ulā'ika humu l-muḍ'ifūn*

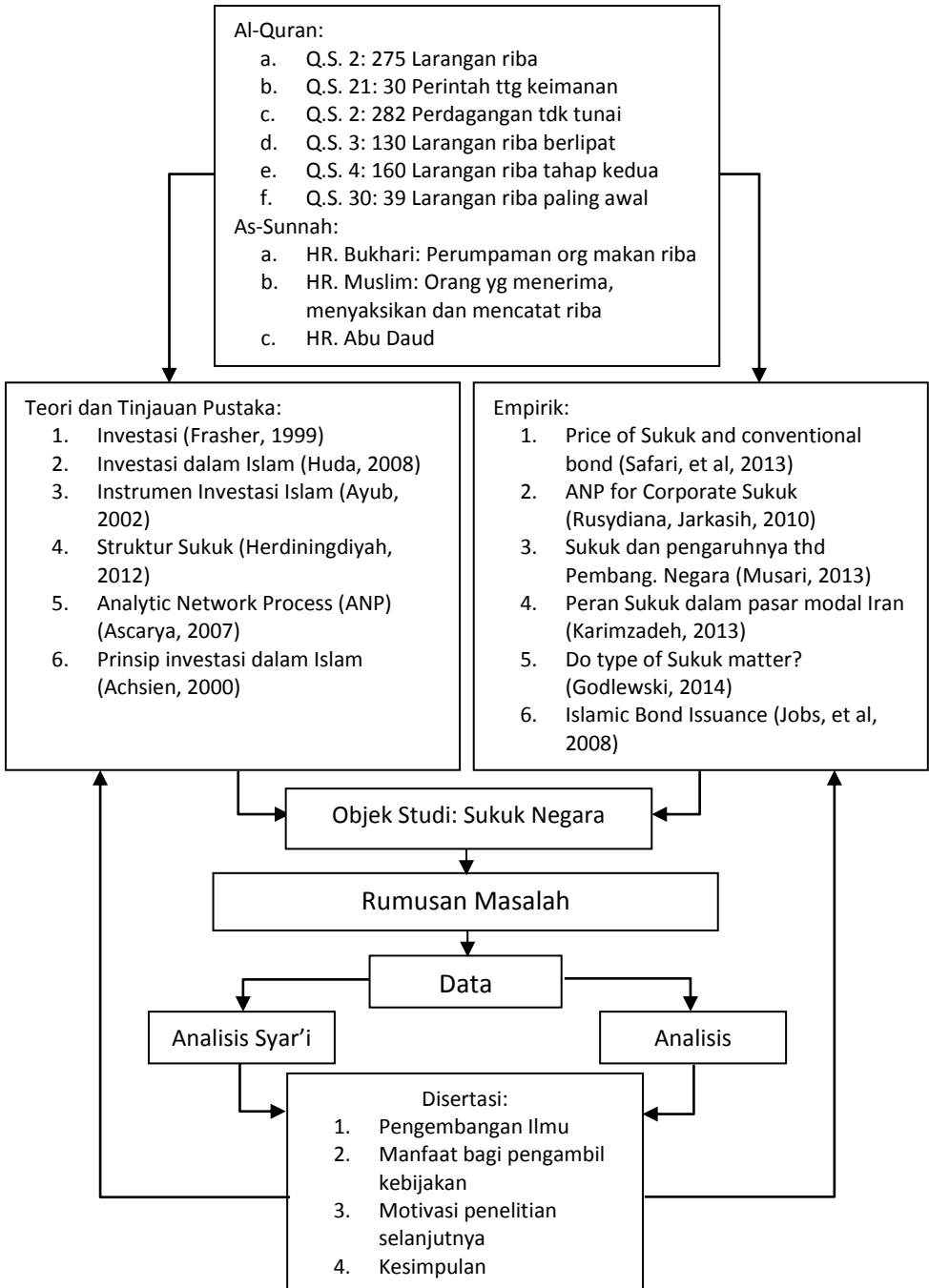
Artinya: “Dan sesuatu Riba (tambahan) yang kamu berikan agar dia bertambah pada harta manusia, maka Riba itu tidak menambah pada sisi Allah. Dan apa yang kamu berikan berupa zakat yang kamu maksudkan untuk mencapai keridhaan Allah, maka (yang berbuat demikian) itulah orang-orang yang melipat gandakan (pahalanya).”

Substansi dari ayat al-Qur'an di atas masih bersifat normatif, sehingga diperlukan as-Sunnah sebagai acuan, terutama as-Sunnah yang berhubungan dengan fenomena yang diangkat sebagai obyek penelitian. As-Sunnah yang dimaksud adalah H.R. al-Bukhari tentang perumpamaan orang yang memakan riba serta H.R. Muslim tentang pihak-pihak yang terlibat dalam riba.

Selain as-Sunnah sebagai acuan, juga diperlukan studi teoritik, tinjauan pustaka, dan hasil penelitian yang bersifat empirik tentang pemikiran ekonomi Islam yang bersumber dari literatur yang menjelaskan tentang teori investasi, teori tentang investasi dalam pandangan Islam, kajian pustaka tentang instrumen keuangan Islam, serta berbagai hasil penelitian tentang Sukuk dan keuangan Islam dari berbagai negara.

Selanjutnya substansi ayat-ayat al-Qur'an, as-Sunnah, dan studi teoritik dan empirik tersebut secara integratif digunakan untuk menganalisis fokus studi yang dapat melahirkan rumusan masalah, yang kemudian dengan menggunakan analisis kualitatif syar'i diharapkan mampu menghasilkan sebuah hasil penelitian yang bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan, terutama yang terkait dengan pengembangan Sukuk Negara di Indonesia.

Manfaat hasil penelitian lainnya diharapkan dapat memberikan masukan bagi pengambil kebijakan dan sekaligus memberikan motivasi bagi peneliti selanjutnya untuk lebih mengembangkan penelitian terkait Sukuk Negara ini. Terakhir, hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan kesimpulan terpadu yang dapat menjawab permasalahan penelitian yang sudah dirumuskan di awal.



Gambar 4.1.  
Kerangka Proses Berpikir





“

*...substansi ayat-ayat al-Qur'an, as-Sunnah, dan studi teoritik dan empirik tersebut secara integratif digunakan untuk menganalisis fokus studi yang dapat melahirkan rumusan masalah, yang kemudian dengan menggunakan analisis kualitatif syar'i diharapkan mampu menghasilkan sebuah hasil penelitian yang bermanfaat bagi pengembangan ilmu pengetahuan, terutama yang terkait dengan pengembangan Sukuk Negara di Indonesia.*



### **Kerangka Konseptual**

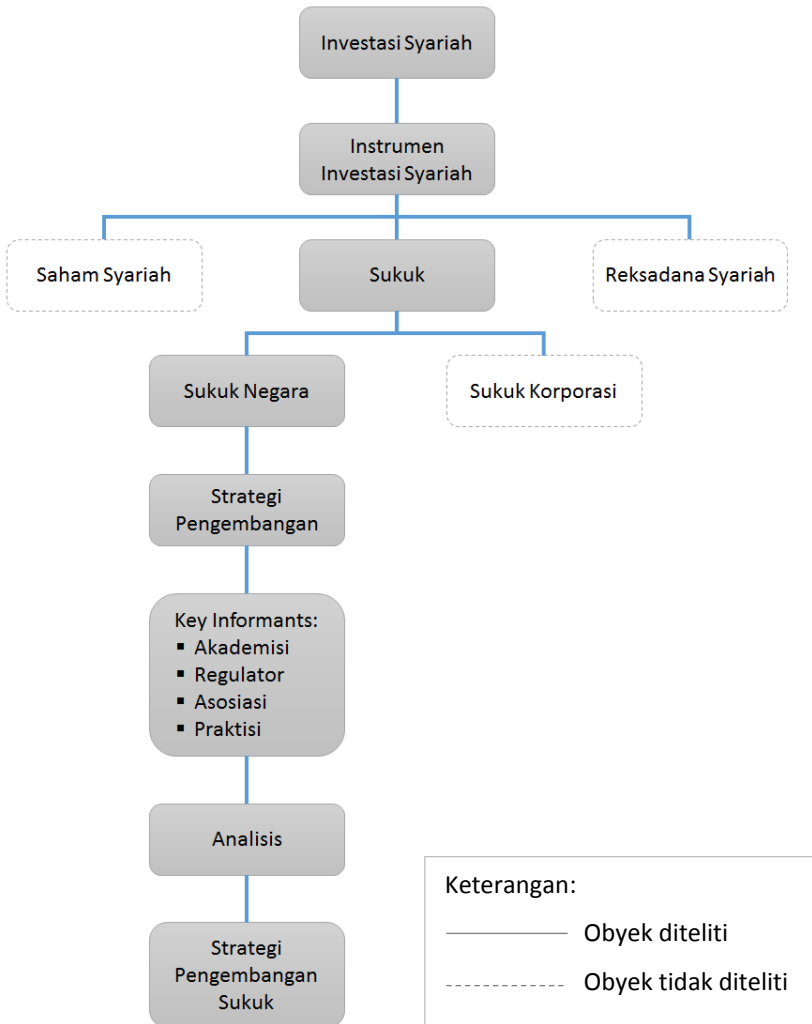
Berdasarkan latar belakang dan rumusan masalah, tujuan penelitian, tinjauan pustaka, serta kerangka proses berpikir di atas, maka dapat disusun kerangka konseptual penelitian seperti yang disajikan dalam gambar 4.2.

Berdasarkan kerangka konseptual penelitian, maka dapat dijelaskan cakupan penelitian sebagai berikut:

*Pertama* akan dibahas tentang bagaimana Islam memandang konsep investasi. Pembahasan dilanjutkan dengan menguraikan instrumen-instrumen apa sajakah yang sesuai dengan kaidah hukum Islam. Oleh karena obyek pembahasan dalam penelitian ini adalah Sukuk, maka penelitian paling banyak membahas tentang Sukuk. Sukuk terdiri atas Sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah dan swasta. Dalam hal ini, penelitian akan mengkhususkan diri membahas tentang Sukuk pemerintah yang disebut dengan Sukuk Negara.

Selanjutnya fokus penelitian ini adalah menggali bagaimana strategi mengembangkan Sukuk Negara di Indonesia. Untuk menjawab permasalahan tersebut, dilakukan melalui wawancara yang mendalam dengan *key informants* yang terdiri dari *stakeholder*, tokoh-tokoh yang mewakili akademisi, regulator, asosiasi, dan praktisi. Analisis kemudian dilakukan untuk mendapatkan gambaran yang jelas tentang strategi pengembangan Sukuk Negara di Indonesia dengan menggunakan alat analisis *Analytic Network Process* (ANP).

Berdasarkan hasil analisis ANP yang menggunakan software *super decision*, dapat diketahui permasalahan-permasalahan yang ada di seputar pengembangan Sukuk Negara, sekaligus dapat dipetakan solusi-solusi apa yang mungkin untuk diperhatikan oleh pengambil kebijakan, dalam hal ini pemerintah yang bertindak sebagai emiten Sukuk Negara. Terakhir, berdasarkan masalah-masalah dan solusi-solusi yang terdeteksi, dapat dirumuskan strategi pengembangan Sukuk Negara secara terperinci.



Gambar 4.2.  
Kerangka Konseptual





## Penelitian Terdahulu

Beberapa penelitian terkait dengan Sukuk sudah pernah dilakukan oleh para peneliti dari berbagai negara. Rusdiana, Jarkasih (2010) pernah meneliti tentang Sukuk perusahaan (*corporate Sukuk*) yang ada di Indonesia, terkait dengan masalah-masalah pengembangan yang dihadapi, solusi pengembangannya serta bagaimana strategi implementasinya. Metode penelitian yang digunakan adalah *Analytic Network Process* (ANP), dan menghasilkan kesimpulan penelitian bahwa tantangan pengembangan Sukuk Corporate di Indonesia didominasi oleh pelaku pasar dan regulasi. Di antaranya pemahaman investor yang minimal akan Sukuk, di samping faktor ketidakpastian pajak atas pendapatan dari Sukuk membuat perkembangan Sukuk Korporasi menjadi kurang optimal.

Pada kesempatan lain, Musari (2013) meneliti tentang penggunaan Sukuk sebagai sumber pendanaan negara dan pengaruhnya terhadap tingkat kesejahteraan negara tersebut. Studi Musari dilakukan di Indonesia, Malaysia, dan Bahrain yang sudah cukup lama menjadikan Sukuk sebagai salah satu sumber pendanaan negara. Kesimpulan dari penelitian Musari adalah terdapat hasil yang signifikan antara penggunaan Sukuk dengan kesejahteraan suatu negara.

Penelitian berikutnya dilakukan oleh Karimzadeh (2013) yang meneliti tentang Peran Sukuk dalam Pasar Modal Iran dan dimuat dalam *Arabian Journal of Business and Management Review* (Oman Chapter) dengan judul artikel "The Role of Sukuk in Islamic Capital Market: Experience of Iran (1994-2011)."

Penelitian ini menghasilkan kesimpulan bahwa perkembangan Sukuk baik Sukuk Pemerintah maupun Korporat di Iran sangat pesat. Karimzadeh merekomendasikan agar Iran mengadopsi beberapa kebijakan untuk mendorong perkembangan Sukuk di pasar modal Iran, di antaranya kebijakan peningkatan promosi tentang Sukuk, kebijakan perpajakan atas Sukuk, serta kebijakan penyediaan lingkungan yang kondusif bagi pengembangan Sukuk terkait pasar moneter dan fiskal di Iran.

Tahun berikutnya, Khoutem (2014) meneliti tentang hubungan bank syariah dan pasar Sukuk serta pengaruhnya terhadap pengembangan ekonomi, studi kasus pada Perekonomian Tunisia pasca revolusi yang diterbitkan dalam *Journal of Islamic Accounting and Business Research*. Penelitian ini menganalisis dominasi investasi dalam bentuk tabungan yang ada di bank-bank syariah dan dibandingkan dengan adanya pasar Sukuk di Tunisia. Temuan penting dari penelitian ini adalah adanya kemudahan yang disediakan oleh bank syariah guna membiayai pembangunan ekonomi dan pemecahan masalah-masalah kemiskinan dan pengangguran. Temuan lainnya berupa adanya peningkatan peran lembaga intermediasi Syariah dengan adanya pasar Sukuk, karena hal tersebut dapat menanggulangi permasalahan-permasalahan terkait mobilisasi pendanaan bank syariah, manajemen likuiditas, dan investasi jangka panjang.

Sebelumnya, Nazar (2011) meneliti tentang Sukuk dan implikasinya pada peraturan keuangan guna peningkatan pengembangan Sukuk dalam pasar modal syariah di suatu negara. Hasil penelitian Nazar ini disampaikan dalam *The 8th International Conference on Islamic Economics and Finance* di Qatar. Temuan penting dari penelitian Nazar berupa adanya ketidaksesuaian sistem hukum Barat jika digunakan untuk melindungi hak-hak pemegang Sukuk jika terjadi Sukuk *default*.

Al-Bashir (2001) meneliti tentang Sukuk dengan judul artikel “The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges” yang menghasilkan temuan berupa masalah yang menghambat berkembangnya pasar Sukuk, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur. Sedangkan Tariq (2004) melakukan penelitian dengan judul “Managing Financial Risks Of Sukuk Structures”. Penelitian ini menggunakan metode analisis deskriptif. Hasil dari penelitian ini adalah adanya tantangan dalam pengembangan instrumen Sukuk, yaitu masalah evolusi, risiko (likuiditas, *market liquidity*, *asymmetric information*), *underlying principle*, struktur Sukuk, dan *competitiveness*.

Sementara itu, Nasution (2006) menulis hasil penelitian dalam papernya berjudul “Indonesia Sovereign Sukuk: Prospect and Policy”. Penelitian ini menghasilkan tantangan prospek pengembangan Sukuk, antara lain: pendirian SPV, penyediaan *underlying asset*, dukungan regulasi, dan kejelasan *roadmap*.

Tahun yang sama, Pramono (2006) melakukan penelitian dengan judul “Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur, Tantangan dan Inisiatif Strategis”. Penelitian ini menghasilkan aspek operasional, regulasi dan infrastruktur, ketentuan *fiqh* dan hukum hukum formal, dan integritas status hukum SPV.

Setahun berikutnya, Ascarya dan Yumanita (2007) melakukan penelitian dengan judul “Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia” dengan hasil penelitian permasalahan Sukuk Korporasi di Indonesia, antara lain: masih rendahnya komitmen pemerintah, kerangka hukum masih relatif minim, kurangnya dukungan SDM, dan kurangnya sosialisasi edukasi. M. Idris (2007) juga meneliti di tahun yang sama dengan penelitiannya yang berjudul “Evaluation of Research Development on the Islamic

Securities (Sukuk)” yang menghasilkan penelitian berupa: dibutuhkannya inovasi, kondisi politik yang fleksibel, dan inisiatif pemerintah terkait aspek hukum Sukuk.

Berikutnya Jobst (2008) melakukan penelitian dengan judul “Islamic Bond Issuance-What Sovereign Debt Managers Need to Know”. Penelitian ini menghasilkan adanya masalah yang sering dihadapi pasar Sukuk, terutama negara yang menganut *dual system*, antara lain: aspek legal dan *regulatory framework*, design inovasi struktur, dan eksternalitas dari aspek politik.

Kembali Ascarya (2010) melakukan penelitian terkait sistem finansial islami dengan judul “The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward” yang menghasilkan penelitian: masih dibutuhkannya pemahaman dari para pelaku pasar khususnya pihak korporasi, dan keterbatasan instrumen yang diperdagangkan. Beberapa hasil penelitian tersebut di atas dapat dirangkum dalam Tabel 4.1.

Tabel 4.1.  
Daftar Penelitian Terdahulu

Peneliti (Tahun)	Judul	Temuan
Rusdiana, Jarkasih (2010)	Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia dengan Metode ANP	Tantangan pengembangan Sukuk terbesar berada pada pelaku pasar dan regulasi Sukuk yang ada
Musari (2013)	Analisis Sukuk Pemerintah dan Dampaknya pada Kesejahteraan suatu Negara	Terdapat korelasi yang signifikan antara penggunaan Sukuk sebagai salah satu sumber pendanaan negara dengan

Peneliti (Tahun)	Judul	Temuan
		kesejahteraan negara tersebut
Karimzadeh (2013)	Role of Sukuk in Islamic Capital Market: Experience of Iran (1994-2011)	Perlunya kebijakan peningkatan promosi tentang Sukuk, kebijakan perpajakan atas Sukuk, serta kebijakan penyediaan lingkungan yang kondusif bagi pengembangan Sukuk terkait pasar moneter dan fiskal di Iran.
Khoustem ss (2014)	Islamic Banks - Sukuk Markets Relationships and Economic Development.  The case of the Tunisian post-revolution economy	Adanya kemudahan yang disediakan oleh bank syariah guna membiayai pembangunan ekonomi dan pemecahan masalah-masalah kemiskinan dan pengangguran. Temuan lainnya berupa adanya peningkatan peran lembaga intermediasi Syariah dengan adanya pasar Sukuk, karena hal tersebut dapat menanggulangi permasalahan-permasalahan terkait



Peneliti (Tahun)	Judul	Temuan
		mobilisasi pendanaan bank syariah, manajemen likuiditas, dan investasi jangka panjang.
Nazar (2011)	Regulatory and Financial Implications of Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market	Adanya ketidaksesuaian sistem hukum Barat jika digunakan untuk melindungi hak-hak pemegang Sukuk jika terjadi Sukuk <i>default</i> .
Al Bashir (2001)	The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges	Terdapat masalah yang menghambat berkembangnya pasar Sukuk, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur
Tariq (2004)	Managing Financial Risks Of Sukuk Structures, <i>dissertation</i>	Adanya tantangan dalam pengembangan instrumen Sukuk, yaitu masalah evolusi, risiko (likuiditas, <i>market liquidity, asymmetric information</i> ), <i>underlying principle</i> , struktur Sukuk, dan <i>competitiveness</i>

<b>Peneliti (Tahun)</b>	<b>Judul</b>	<b>Temuan</b>
Nasution (2006)	Indonesian Sovereign Sukuk: Prospect and Policy	Tantangan prospek pengembangan Sukuk antara lain: pendirian SPV, penyediaan <i>underlying asset</i> , dukungan regulasi, dan kejelasan <i>roadmap</i>
Pramono (2006)	Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis	Aspek operasional, regulasi dan infrastruktur, ketentuan <i>fiqh</i> dan hukum hukum formal, dan integritas status hukum SPV
Ascarya dan Yumanita (2007)	Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia	Permasalahan Sukuk Korporasi di Indonesia antara lain masih rendahnya komitmen pemerintah, kerangka hukum masih relatif minim, kurangnya dukungan SDM dan kurangnya sosialisasi edukasi
M. Idris (2007)	Evaluation of Research Development on the Islamic Securities (Sukuk)	Dibutuhkannya inovasi, kondisi politik yang fleksibel dan inisiatif pemerintah terkait aspek hukum



Peneliti (Tahun)	Judul	Temuan
Jobst (2008)	Islamic Bond Issuance- What Sovereign Debt Managers Need to Know	Adanya masalah yang sering dihadapi pasar Sukuk terutama negara yang menganut <i>dual system</i> , antara lain: aspek legal dan <i>regulatory framework</i> , design inovasi struktur, dan eksternalitas dari aspek politik
Ascarya (2010)	The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward	Masih dibutuhkannya pemahaman dari para pelaku pasar khususnya pihak korporasi, dan keterbatasan instrumen yang diperdagangkan.

Sumber: diolah oleh Penulis





## Metode Penelitian

### Jenis Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang dikemukakan, penelitian ini ditujukan untuk mengelaborasi permasalahan-permasalahan dalam pengembangan Sukuk Negara, serta mencari solusi serta strategi implementasi yang tepat berdasarkan pendapat para pakar dan *stakeholder*. Oleh karena itu, penelitian ini menggunakan pendekatan penelitian kualitatif yang memiliki ciri-ciri sebagai penelitian yang mengutamakan paradigma non positivistik, pendekatan induktif, dan bersifat membangun makna atas fakta, dan bukan hanya mengukur fakta secara obyektif.

Ciri lain penelitian kualitatif adalah fokus pada interaksi dan proses di dalam fenomena yang diteliti, tidak bebas nilai, keautentikan dan kedalaman merupakan kata kunci, nilai hadir secara eksplisit, tergantung konteks, serta peneliti terlibat dengan subyek dan obyek (Zainuddin, 2013). Pendekatan kualitatif ini dipilih karena memiliki keunggulan di mana untuk menjawab permasalahan dalam penelitian ini tidak bisa dilakukan dengan pengukuran-pengukuran kuantitatif, tetapi perlu melibatkan aspek-aspek terkait. Guna menjawab rumusan masalah yang ada dalam penelitian ini, maka pengumpulan dan analisis data dilakukan dengan menggunakan *Analytic Network Process* (ANP).

## Analytic Network Process (ANP)

*Analytic Network Process* atau ANP merupakan pendekatan baru metode kualitatif yang mulai banyak digunakan dalam penelitian mengenai fenomena ekonomi. Metode ini diperkenalkan pertama kali oleh Profesor Saaty, pakar riset dari Pittsburgh University, Amerika Serikat.

ANP memiliki kelebihan dibandingkan dengan metodologi yang lain, yaitu kemampuannya melakukan pengukuran dan sintesis sejumlah faktor-faktor dalam hierarki atau jaringan. ANP merupakan pendekatan dalam proses pengambilan keputusan yang memberikan kerangka kerja umum dalam memperlakukan keputusan-keputusan tanpa membuat asumsi-asumsi tentang independensi elemen-elemen pada level yang lebih tinggi dari elemen-elemen pada level yang lebih rendah dan tentang independensi elemen-elemen dalam suatu level (Ascarya, 2007).

ANP memiliki beberapa fungsi utama, sebagaimana yang diutarakan oleh Ascarya (2005):

1. *Menstruktur kompleksitas.* Masalah yang memiliki kompleksitas tinggi akan lebih mudah diuraikan jika sudah dilakukan strukturisasi. ANP digunakan untuk membantu menstruktur masalah sekompleks apapun masalah tersebut.
2. *Pengukuran dalam skala rasio.* Pengukuran ini penting untuk mencerminkan proporsi. Skala rasio semakin penting apabila prioritas tidak hanya digunakan untuk aplikasi pilihan, namun juga aplikasi-aplikasi lain, seperti aplikasi alokasi sumber daya.

3. *Sintesis*. Menyatukan semua bagian menjadi satu kesatuan merupakan definisi sintesis. Karena mempertimbangkan unsur kompleksitas, situasi keputusan penting, alokasi sumberdaya dan prakiraan, seringkali melibatkan banyak sekali dimensi. ANP membantu melakukan pengukuran dan sintesis dalam banyak dimensi, bukan melalui sintesis secara intuitif.

## Landasan ANP

ANP memiliki tiga aksioma yang menjadi landasan teorinya (Tanjung, 2013):

1. *Resiprokal*. Aksioma ini menyatakan bahwa jika  $PC(EA,EB)$  adalah nilai perbandingan pasangan dari elemen A dan B, dilihat dari elemen induknya C, yang menunjukkan berapa kali lebih banyak elemen A memiliki apa yang dimiliki elemen B, maka  $PC(EB,EA) = 1/PC(EA,EB)$ . Misalkan, jika A lima kali lebih besar dari B, maka B besarnya  $1/5$  dari besar A.
2. *Homogenitas*. Aksioma ini menyatakan bahwa elemen-elemen yang dibandingkan sebaiknya tidak memiliki perbedaan terlalu besar, yang dapat menyebabkan kesalahan *judgements* yang lebih besar.
3. Aksioma ini menyatakan bahwa mereka yang mempunyai alasan terhadap keyakinannya harus memastikan bahwa *ide-ide mereka cukup terwakili dalam hasil agar sesuai dengan ekspektasinya*.

## Tahapan ANP

Dalam melakukan penelitian menggunakan metode ANP, perlu melakukan tiga tahapan (Tanjung, 2013).

Tahapan *pertama*, membuat Kerangka Kerja ANP / Model. Pada tahap awal ini dilakukan *dekomposisi masalah*, yaitu memahami masalah yang akan diteliti. Masalah-masalah tersebut dapat dikaji melalui kajian pustaka serta dilengkapi dengan hasil *indepth interview* terhadap beberapa pakar dan praktisi yang memiliki pemahaman atas permasalahan yang diteliti secara komprehensif. Masalah-masalah tersebut dikonstruksikan dalam suatu model agar memudahkan peneliti dan informan dalam memahami masalah yang kompleks. Setelah model selesai dikonstruksi, maka perlu dilakukan validasi/konfirmasi model kepada salah satu informan yang dianggap paling pakar dalam bidang yang sedang diteliti.

Tahapan *kedua* adalah kuantifikasi model. Dalam tahapan ini dilakukan pengaplikasian model pada software ANP untuk menyusun *pairwise comparison questionnaire*. Pertanyaan dalam kuesioner ANP berupa perbandingan antar elemen dalam klaster untuk mengetahui mana di antara keduanya yang lebih besar pengaruhnya (lebih dominan) dan seberapa besar perbedaannya. Skala numerik merupakan terjemahan dari penilaian verbal responden. Selanjutnya dilakukan survei responden (pakar, praktisi, dan akademisi). Dalam tahap ini responden diminta menentukan prioritas yang paling penting atau yang memiliki pengaruh terbesar terhadap masalah yang diteliti. Definisi skala penilaian dan skala numerik dapat dilihat di Tabel 4.2 berikut ini.

Tabel 4.2.  
Definisi Skala Penilaian dan Skala Numerik

Definition	Intensity of Importance
Equal Importance	1
Weak	2
Moderate importance	3
Moderate plus	4
Strong Importance	5
Strong Plus	6
Very strong or demonstrated importance	7
Very, very strong	8
Extreme importance	9

Sumber: Saaty (2006)

Tahapan *ketiga* adalah analisis hasil. Sebelum analisis dilakukan, perlu dilakukan kuantifikasi terhadap hasil dari kuesioner yang sudah diisi responden. Kuantifikasi dilakukan dengan melakukan input pada software, lalu dicari nilai rata-rata dari jawaban responden. Hasil yang ada kemudian akan dihitung nilai *Kendall's coefficient of confidence*, guna menghitung *rater agreement*, yaitu nilai kesepakatan antara responden. Tahapan ini disebut juga dengan *sintesis hasil*. Setelah dilakukan sintesis, lalu dilakukan interpretasi hasil.

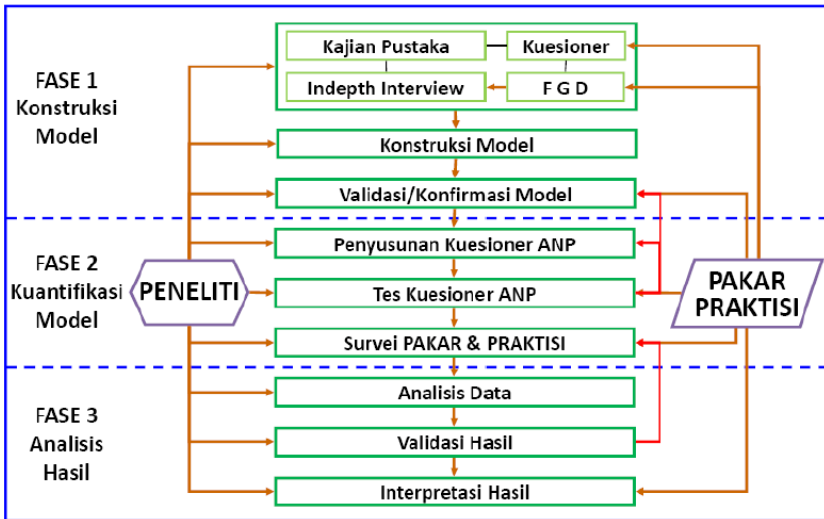
Ketiga tahapan dalam ANP dapat dirangkum dalam Gambar 4.3 di bawah ini.

## Jenis dan Sumber Data

Penelitian dengan menggunakan metode ANP adalah penelitian yang datanya tidak tersedia atau harus dicari terlebih dahulu. Oleh karena itu, data dicari dengan cara melakukan wawancara



yang mendalam (*in-depth interview*) dengan *stakeholder* meliputi regulator, pengelola asosiasi, akademisi, dan praktisi yang memiliki pemahaman tentang permasalahan yang dibahas.



Gambar 4.3.  
Tahapan dalam ANP  
Sumber: Askarya, 2006

Dari data penilaian informan terhadap masalah yang menjadi obyek penelitian, selanjutnya menjadi obyek penelitian dalam skala numerik. Skala numerik merupakan skala 1 sampai dengan 9 untuk menyatakan apakah responden setuju atau tidak setuju dengan suatu pernyataan. Responden memilih skala tertinggi, yaitu 9 jika sangat setuju dengan pernyataan yang disebutkan dalam kuesioner, atau sebaliknya memilih skala 1 jika sangat tidak setuju dengan pernyataan yang ada. Jika kuesioner ditujukan untuk mengurutkan tingkat urgensi suatu hal, maka skala numerik 9 berarti sangat penting, sedangkan skala 1 sangat tidak penting.

Di setiap kuesioner ANP selalu disebutkan apa makna 1 sampai 9 tersebut sebagai panduan pengisian kuesioner. Skala numerik dalam ANP berbeda dengan skala Likert yang terdiri dari 1 sampai 5. Dengan rentang skala yang lebih lebar, ANP memberi kesempatan kepada responden untuk menyatakan pendapatnya secara lebih terperinci. Skala numerik ANP dikenalkan oleh penemu metode ANP, yaitu Profesor Saaty dari Pittsburg University, Amerika Serikat.

## **Pemilihan Informan**

Pemilihan Informan pada penelitian ini dilakukan secara hati-hati dengan mempertimbangkan pemahaman informan terhadap permasalahan dalam pengembangan Sukuk Negara di Indonesia. Jumlah informan dalam penelitian ini terdiri dari 12 (dua belas) orang, dengan pertimbangan bahwa mereka memiliki keahlian berkaitan dengan Sukuk Negara. Keduabelas informan tersebut dikelompokkan dalam 4 kelompok yakni: regulator, akademisi, asosiasi dan praktisi.

Dalam analisis ANP, jumlah informan tidak digunakan sebagai patokan validitas. Syarat responden yang valid dalam ANP adalah bahwa mereka adalah orang-orang yang ahli di bidang yang menjadi obyek penelitian. Oleh karena itu, informan yang dipilih dalam penelitian ini adalah para *stakeholder Sovereign Sukuk*. Informan yang dimaksud terdiri dari:

1. Regulator, dalam hal ini adalah Kementerian Keuangan, khususnya Direktorat Pengelolaan Hutang Negara. Informan dari Direktorat Pengelolaan Hutang adalah Deputi Direktur Direktorat Pengelolaan Hutang Negara, Bapak Agus P. Laksono, M.Sc.

Selain itu, regulator juga direpresentasikan oleh Bank Indonesia selaku pemegang otoritas tertinggi dalam kebijakan moneter. Informan yang dipilih adalah *senior researcher* yang memahami seluk-beluk Sukuk dan memiliki publikasi di jurnal internasional bereputasi, dan juga dosen S3 Ilmu Ekonomi Islam di beberapa kampus ternama, Bapak Rifki Ismal, Ph.D.

Terakhir, Majelis Ulama Indonesia (MUI) yang berwenang mengatur boleh tidaknya suatu transaksi melalui fatwa-fatwa yang dikeluarkan, yang diwakili oleh wakil ketua MUI, Bapak Dr. Agustianto Minka, yang juga seorang trainer nasional tentang Bank Islam dan produk-produk keuangan Islam. Pak Agustianto Minka juga pemilik Iqtishod Consulting yang memberikan workshop profesional secara rutin sepanjang tahun di kota-kota besar di Indonesia.

2. Akademisi atau ahli Sukuk yang memiliki rekam jejak penelitian dan pemahaman yang baik akan Sukuk dan persoalan yang ada terkait Sukuk. Batasan tentang makna pakar, yaitu seseorang yang mengetahui secara mendalam persoalan Sukuk di Indonesia. Responden yang dipilih adalah Bapak Associate Professor Ugi Suharto, Wakil Rektor Bidang Akademik Bahrain Collage University, Bahrain, Bapak Dr. Sutan Emir Hidayat, Senior Lecturer dan Researcher di Bahrain Collage University, Bahrain, serta Bapak Dr. Muhammad Abduh, Senior Lecturer, researcher, dan penulis buku-buku ekonomi Islam dari University Brunei Darussalam, Brunei.
3. Asosiasi, yaitu informan yang terlibat aktif dalam asosiasi yang berkaitan dengan keuangan Islam,

khususnya Sukuk Negara. Terdiri dari asosiasi Masyarakat Ekonomi Syariah (MES) yang diwakili oleh Ketua MES Jawa Timur, Bapak Dr. Imron Mawardi, sedangkan Ikatan Ahli Ekonomi Islam (IAEI) direpresentasikan oleh Bapak Dr. Nurul Huda, wakil ketua IAEI Pusat yang juga ketua Badan Wakaf Indonesia, serta ibu Dr. Khairunnisa Musyari yang juga adalah dosen Ekonomi Islam di UIN Jember, Jawa Timur.

4. Praktisi, yaitu informan yang dalam pekerjaannya sehari-hari menggunakan Sukuk dalam portofolio investasinya. Wakil dari kelompok praktisi adalah Bapak Dr. Adiwarmanto Karim, yang juga pemilik Karim Business Consulting (KBC) yang merupakan pionir konsultan bank syariah di Indonesia, Bapak Dr. Rahmat Setiawan, investor dan dosen manajemen investasi dan keuangan di Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Airlangga, serta Bapak Ersyam Fansyuri, Ketua Cabang PT. Bank Panin Dubai Syariah, Surabaya.

## **Teknik Analisis Data**

Teknik analisis data dalam penelitian ini menggunakan metode ANP yang merupakan metode non-parametrik untuk proses pengambilan keputusan secara umum tanpa perlu membuat asumsi-asumsi, dan dapat digunakan dalam berbagai studi kualitatif yang beragam, seperti pengambilan keputusan, *forecasting*, evaluasi, mapping, strategizing, alokasi sumber daya, dan lain sebagainya.



# PEMBAHASAN HASIL PENELITIAN

## 5



Pembangunan pengaman pantai kawasan Nongsa, Batam didanai dengan SBSN.  
Sumber: [sda.pu.go.id](http://sda.pu.go.id)



## Konstruksi Model

Tahapan pertama penelitian adalah penyusunan konstruksi model (disebut juga dengan istilah fase pertama penelitian). Dalam tahap ini dilakukan dekomposisi atau analisis masalah untuk menstruktur kompleksitas masalah ke dalam kerangka ANP.

Konstruksi model dilakukan dengan cara pemetaan masalah dengan melakukan kajian literatur dan wawancara mendalam terhadap stakeholder. Kajian literatur tentang masalah-masalah seputar Sukuk didapat dari jurnal oleh Al-Amin (2007), Iqbal and Mirakhor (2007), Adam (2006), dan Alvi (2005), serta dari Asfi (2005).

Sedangkan transkrip wawancara terhadap key-persons penelitian berupa wawancara dengan Bapak Suminto, Ph.D, Direktur Direktorat Pembiayaan Syariah, Kementerian Keuangan Republik Indonesia, dilanjutkan dengan wawancara dengan wakil ketua MUI Pusat Bapak Dr. Agustianto Minka serta ketua MES Jawa Timur, Bapak Dr. Imron Mawardi, dan Wakil Rektor Bagian Akademik University College Bahrain, Bapak Dr. Ugi Suharto. Selanjutnya kajian literatur dan hasil *in-depth interview* terhadap key-persons penelitian menghasilkan kesimpulan tentang faktor-faktor yang mempengaruhi pengembangan Sukuk Negara yang diringkaskan dalam Tabel 5.1.

Hasil kajian literatur dan interview ini akan menjadi dasar konstruksi model ANP yang juga akan menjadi dasar penyusunan kuesioner yang akan diisi oleh responden terpilih.

Setelah faktor-faktor yang mempengaruhi pengembangan Sukuk sudah ditentukan, selanjutnya semakin terlihat lebih jelas bagaimana struktur masalah pengembangan Sukuk. Dengan demikian selanjutnya bisa dilakukan konstruksi model yang dapat dilihat dalam Gambar 5.1. Konstruksi model ANP ini merupakan hasil validasi dari kajian literatur dan in-depth interview dan didapatkan empat *klaster masalah*, yaitu masalah pengembangan Sukuk dari sisi emiten, legal, pasar dan investor, yang kemudian diturunkan lagi menjadi rumusan solusi dan strategi untuk masing-masing klaster.

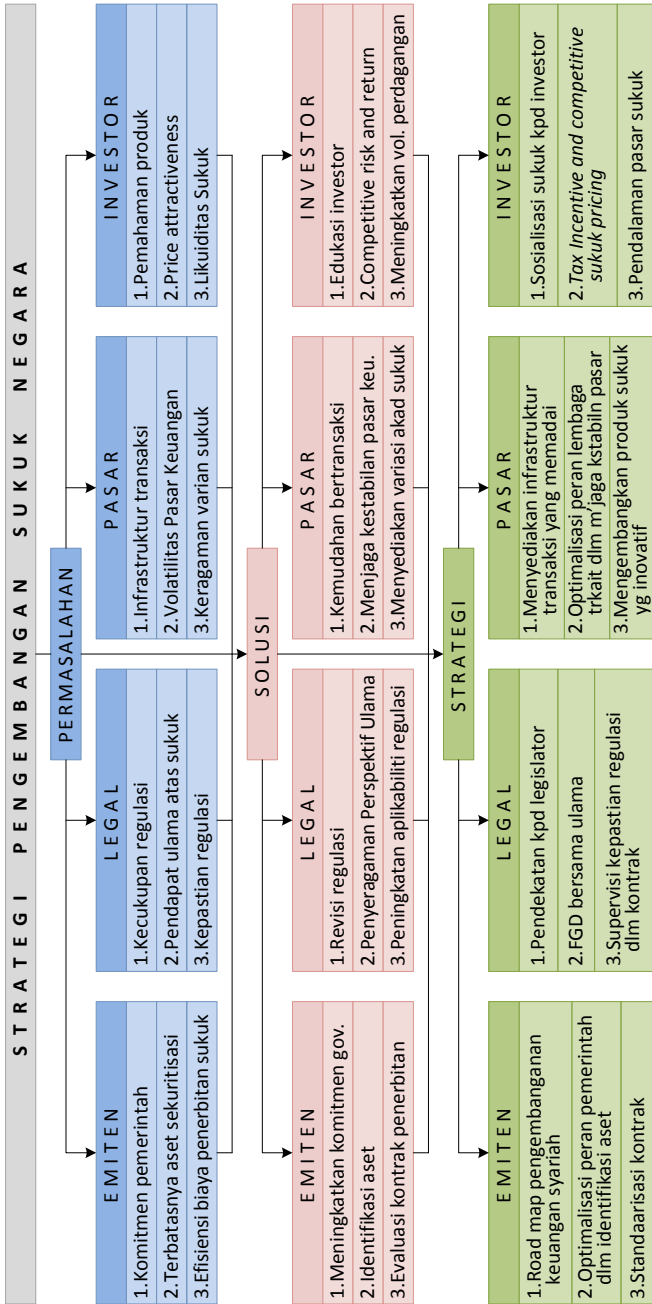
Konstruksi model sangat penting karena langkah-langkah penelitian selanjutnya sangat ditentukan oleh konstruksi model tersebut. Karenanya konstruksi model perlu mendapat validasi atau konfirmasi dari ahli Sukuk Negara. Dalam penelitian ini validasi dan konfirmasi telah dilakukan oleh Bapak Suminto, Ph.D., yang merupakan Direktur Pembiayaan Syariah, Kementerian Keuangan Republik Indonesia. Proses validasi dan konfirmasi dilakukan pada tanggal 25 Juli 2017 di Hotel Fairmont Jakarta, bertepatan dengan acara Musyawarah Nasional Dewan Pengurus Pusat Ikatan Ahli Ekonomi Islam (DPP IAEI). Bapak Suminto, Ph.D. bahkan turut memberikan ide-ide sejak mengkonstruksi model hingga memvalidasi dan mengkonfirmasinya.

Tabel 5.1.  
Faktor-faktor yang Mempengaruhi Pengembangan Sukuk Negara

No	Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Pengembangan Sukuk Negara	Al Amin	Abbas & Mirakhor	Adam	Asvi	Suminto	Agustianto
1	<i>Pricing Sukuk</i> mengacu obligasi konvensional	V				V	V
2	Efisiensi biaya menjadi <i>less competitive</i>		V			V	V
3	Liquidity problem, cenderung di <i>hold</i>					V	V
4	<i>Adverse selection</i>					V	
5	Kurang paham terkait produk sukuk					V	V
6	Terbatas penerbitan sukuk					V	V
7	<i>Buy and hold strategy</i> oleh investor					V	V
8	Terbatasnya aset yang disekuritisasi			V		V	V
9	Terbatasnya dukungan regulasi				V		V
10	Rendahnya pengembangan produk yang berbeda dengan konvensional					V	V
11	Kurangnya harmoni pendapat ulama atas hukum produk-produk sukuk					V	V
12	Terbatasnya SDM yang paham tentang keuangan syariah					V	V
13	Sedikitnya investor keuangan islam&sulit standarisasi					V	V
14	Sedikitnya basis investor keuangan islam					V	V
15	Kurangnya varian akad sukuk					V	
16	Demand factor dari investor luar negeri, investor timur tengah					V	V

Sumber: diolah oleh penulis





Gambar 5.1. Konstruksi Model Pengembangan Sukuk Negara

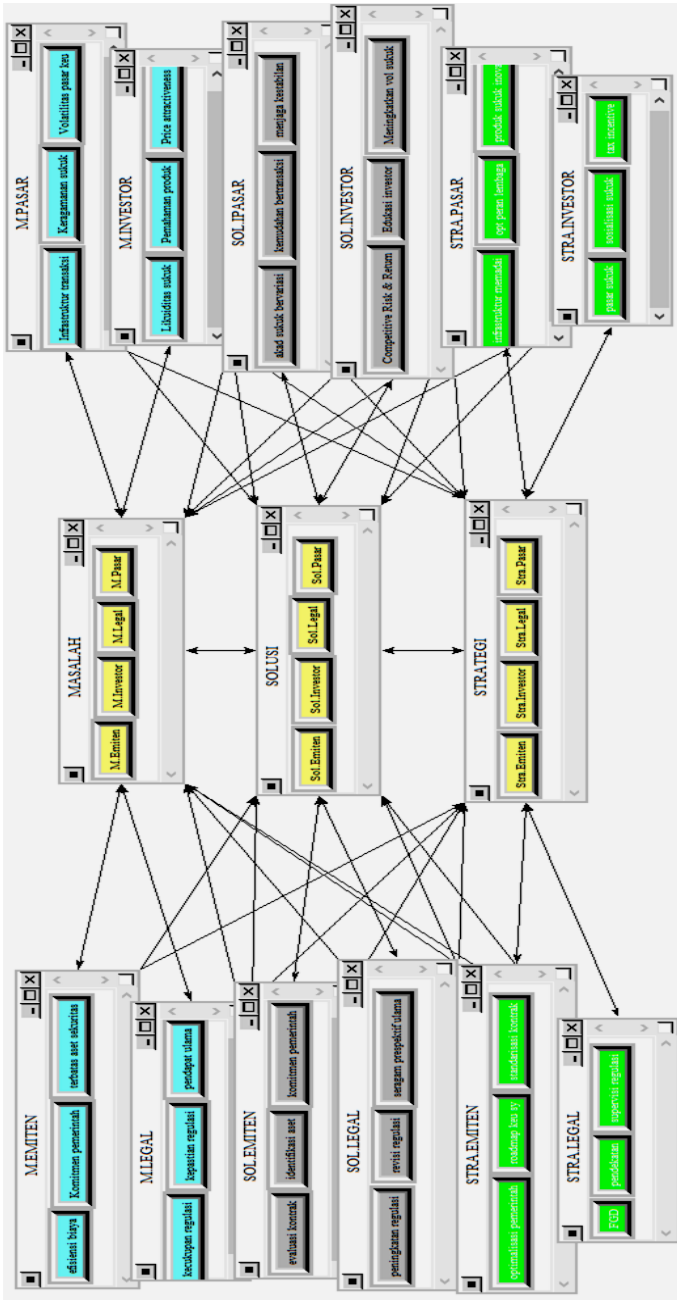
Fase yang paling krusial dalam mengkonstruksi model adalah fase penentuan masalah. Jika masalah yang dihadapi pemerintah dalam pengembangan Sukuk Negara sudah disepakati dengan *key-persons*, maka selanjutnya dapat dirumuskan solusi yang memungkinkan untuk diajukan guna menyelesaikan masalah tersebut. Langkah selanjutnya adalah merumuskan strategi apa yang dapat digunakan guna mencapai solusi atas masalah tersebut.

Ketiga proses penentuan masalah, solusi, dan strategi dilakukan dengan diskusi mendalam bersama *key-persons* yang nantinya akan juga divalidasi oleh responden. Artinya, para responden yang terdiri dari para *expert* Sukuk tersebut dapat pula memberikan masukan buat konstruksi model ANP ini.

Penjelasan terperinci tentang masalah, solusi, dan strategi dalam konstruksi model di atas selanjutnya dituangkan dalam *clue card* yang menjadi dasar responden dalam memahami kuesioner dan sebagai pedoman dalam pengisian kuesioner.

## **Kuantifikasi Model**

Fase kedua dalam penelitian ini dilakukan dengan melakukan kuantifikasi model. Kuantifikasi model pertama-tama dilakukan dengan cara menyusun kuesioner ANP. Penyusunan kuesioner ini dilakukan berdasarkan hasil konstruksi model sebelumnya. Kuesioner didapat dengan memasukkan faktor-faktor pengembangan Sukuk ke dalam *software super decision*, yaitu software yang digunakan dalam proses ANP. Dari pengaplikasian *software super decision* bisa diperoleh kerangka ANP sebagaimana ditunjukkan dalam Gambar 5.2.

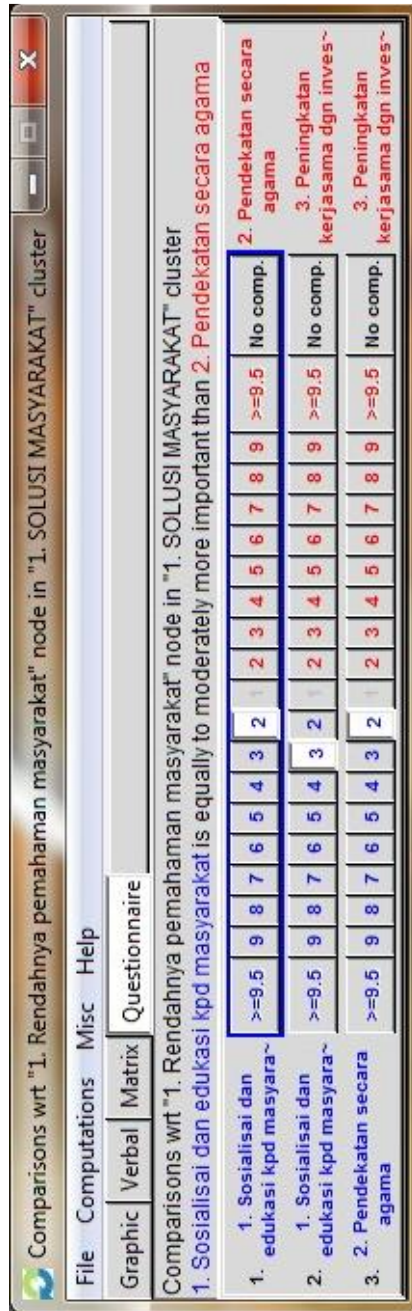


Gambar 5.2. Kerangka ANP Pengembangan Sukuk Negara

Berbeda dengan penelitian kualitatif lainnya, dimana kuesioner disusun oleh peneliti, dalam penelitian dengan ANP, kuesioner didapat dari software super decision. Kuesioner yang didapat berupa kuesioner *pairwise comparison*. Kuesioner inilah yang nantinya akan ditanyakan kepada key-persons yang menjadi responden penelitian.

Selanjutnya wawancara dengan narasumber dilakukan dengan metode perbandingan berpasangan (*pairwise comparison*). Metode perbandingan berpasangan digunakan untuk menentukan bobot setiap indikator. Penentuan bobot dilakukan dengan mengajukan kuisisioner terhadap pihak narasumber.

Contoh kuisisioner dalam melakukan perbandingan berpasangan tampak pada Gambar 5.3.



Gambar 5.3. Contoh kuisisioner dalam melakukan *pairwise comparison*

Angka 1 menunjukkan *equal* (sama penting), artinya jika angka 1 yang dipilih, antara kedua hal yang dibandingkan sama-sama memiliki tingkat kepentingan yang sama. Angka 3 adalah *moderate* (sedikit lebih penting), jika angka 3 yang dipilih, maka salah satu di antara dua hal yang dibandingkan memiliki tingkat kepentingan yang lebih besar dari pada yang lain, hal yang sama berlaku pada angka-angka selanjutnya.

Selain mengambil data perbandingan berpasangan dari para informan, dikumpulkan juga data-data yang terkait dengan solusi dari permasalahan-permasalahan yang ada. Sehingga setelah diketahui prioritas masalah Sukuk Negara diharapkan akan diketahui pula apa saja langkah-langkah solusi yang dapat digunakan untuk menjadi jalan keluar dari permasalahan yang ada. Hal ini sejalan dengan tujuan penelitian, yakni tidak hanya bertujuan untuk mengidentifikasi masalah-masalah prioritas pengembangan Sukuk Negara, tetapi juga sekaligus memberikan solusi dan jalan keluarnya, bahkan juga memberikan saran strategi pencapaian solusi yang tepat.

Dalam pelaksanaan penyusunan kuesioner dengan metode pairwise comparison selanjutnya dilakukan tes kuesioner ANP. Tes kuesioner dilakukan pada tanggal 26 Juli 2017 di Hotel Fairmont Jakarta, dilakukan terhadap calon responden, yaitu Abrista Devi (Peneliti yang sudah menggunakan ANP) dan Erika Takida (pakar keuangan Islam, dosen Universitas Negeri Jakarta, yang juga sudah melakukan penelitian dengan menggunakan ANP). Tes kuesioner menunjukkan adanya kecenderungan inkonsistensi dari responden dalam mengisi kuesioner. Pendapat yang sama juga disampaikan oleh pakar ANP Indonesia, Dr. Ascarya, dalam wawancara via email tertanggal 20 Juni 2017. Metode penyusunan kuesioner dengan pairwise comparison dalam penelitian ini menghasilkan kuesioner sebanyak 250 item pertanyaan, yang berpotensi

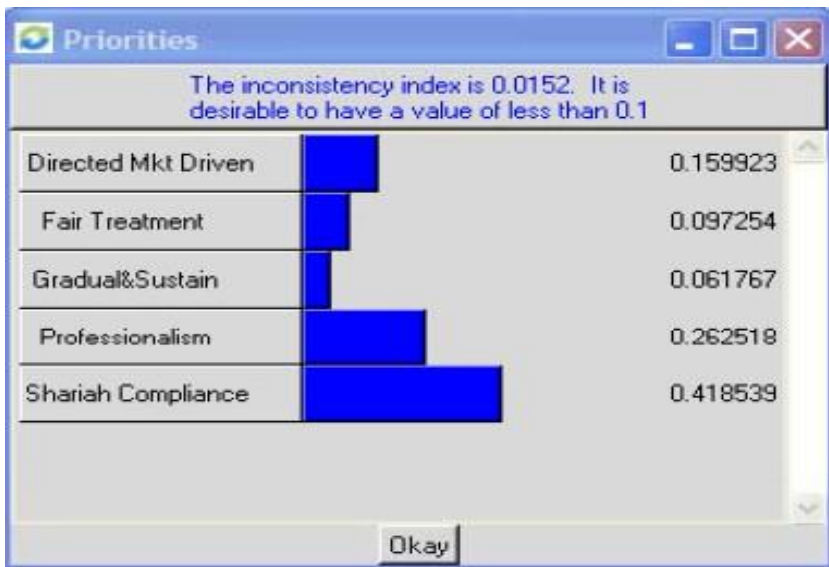
membuat responden kesulitan menjawab pertanyaan dalam kuesioner secara obyektif.

Dr. Ascarya selanjutnya menyarankan metode terbaru dalam penyusunan kuesioner. Kuesioner metode baru ini sangat praktis digunakan karena disajikan secara lebih ringkas. Sedangkan dengan metode pairwise comparison, sebagaimana yang dilakukan oleh penemu ANP, Prof. Saaty dari Pittsburg University Amerika, dirasakan kurang praktis sehingga banyak dikeluhkan oleh responden dalam proses pengisiannya. Selanjutnya untuk mengatasi kesulitan di lapangan tersebut, penelitian ini menggunakan metode penyusunan kuesioner versi terbaru yang dikembangkan oleh anak didik langsung Prof. Saaty penemu ANP, yaitu pakar ANP Indonesia, Dr. Ascarya. Contoh kuesioner versi terbaru cukup singkat, untuk penelitian pengembangan Sukuk Negara ini hanya diperlukan 20 item pertanyaan. Meskipun dalam proses pengisian kuesioner dilakukan cukup singkat, namun demikian waktu yang dibutuhkan untuk mengolah data dari kuesioner ini cukup rumit dan menyita waktu.

Selanjutnya adalah tahap terakhir dari fase 2, fase kuantifikasi model, yaitu survei kepada responden. Survei dilakukan terhadap 12 responden yang tergolong dalam kelompok responden regulator, akademisi, asosiasi, dan praktisi. Masing-masing kelompok terdapat tiga responden. Survei dilakukan dengan cara mengirimkan kuesioner via email atau aplikasi WhatsApp. Setelah diisi, kuesioner dikembalikan lagi kepada peneliti dengan terlebih dahulu membubuhkan tanda tangan dan pengisian identitas diri dalam kuesioner tersebut.

## Analisis Hasil

Fase ketiga dari ANP adalah Analisis hasil. Hasil survei yang diperoleh diolah terlebih dahulu per masing-masing individu narasumber dengan menggunakan software ANP Super Decision. Data yang diolah dari masing-masing responden tersebut menghasilkan dua supermatriks yang memberikan urutan prioritas aspek-aspek terpenting dan masalahnya serta alternatif pemecahan masalah yang tepat menurut masing-masing nara sumber.



Gambar 5.4

Contoh uji konsistensi untuk menentukan prioritas masalah dari setiap responden

Selanjutnya hasil pengolahan tersebut dikelompokkan menjadi kelompok akademisi, asosiasi, dan kelompok regulator serta kelompok praktisi untuk menghasilkan urutan prioritas berdasarkan kelompok. Untuk memperoleh hasil tersebut, dari tiga narasumber dalam satu kelompok dihitung rata-rata dan



modusnya. Nilai rata-rata dan/atau modus inilah yang digunakan untuk menentukan urutan prioritas, sebagaimana yang tampak pada Gambar 5.4. Di samping hasil urutan prioritas berdasarkan masing-masing kelompok, dihitung juga urutan prioritas secara keseluruhan. Hal ini dilakukan dengan membuat rata-rata maupun mencari modus dari keseluruhan narasumber.

Tahap selanjutnya adalah menerapkan *Rater Agreement*, yang merupakan ukuran yang menunjukkan tingkat kesesuaian (persetujuan) nara sumber ( $R_1 - R_n$ ) terhadap suatu masalah dalam satu klaster. Untuk mengukur *Rater Agreement*, maka diperlukan *Kendall's Coefficient of Concordance* dengan landasan ( $W; 0 < W \leq 1$ ), dimana  $W = 1$  menunjukkan kesesuaian yang sempurna.

Analisis *Rater Agreement* dilakukan dalam beberapa tahap, yaitu: (1). *Transpose*, yaitu dengan mengubah setiap baris horisontal menjadi kolom vertikal (2). *Ranking*, yaitu dengan memberikan angka urut pada setiap data hasil perhitungan dan (3). *Hitung W*, dimana  $W; 0 < W \leq 1$ . Sedangkan  $W = 1$  menunjukkan kesesuaian yang sempurna, adapun  $W < 0,4$  menunjukkan tingkat kesesuaian yang rendah.

Hasil pengukuran *Rater Agreement* dengan menggunakan *Kendall's Coefficient of Corcondance* dirangkum dalam Tabel 5.2. yang menunjukkan adanya beberapa hasil klaster yang menunjukkan hasil yang signifikan dan beberapa yang tidak signifikan. Klaster yang signifikan ditandai dengan tanda bintang (\*).



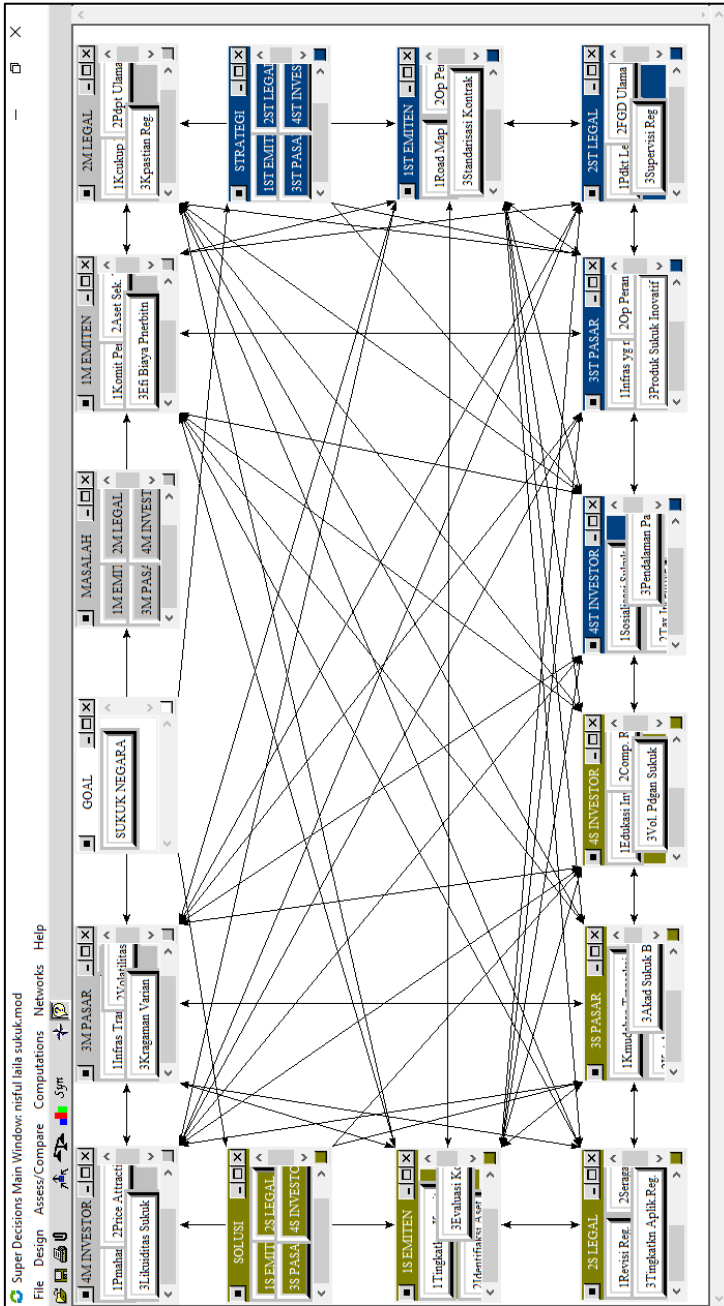
Tabel 5.2  
Hasil Kendall's Coefficient of Concordance

CLUSTER	Kendall's Coefficient of Concordance (W)				P-Value
	Akademisi	P-Value	Regulator	P-Value	
MASALAH	<b>0.733</b>	0.17	0.067	0.90	0.422
SOLUSI	<b>1.000</b>	0.20	0.422	0.28	0.200
STRATEGI	<b>0.733</b>	0.04**	0.422	0.28	0.289
MASALAH EMITEN	<b>0.778</b>	0.10*	<b>0.778</b>	0.10*	0.333
MASALAH LEGAL	0.444	0.92	0.028	0.92	0.036
MASALAH PASAR	<b>1.000</b>	0.56	<b>0.778</b>	0.10*	0.444
MASALAH INVESTOR	0.111	0.72	0.444	0.26	<b>0.778</b>
SOLUSI EMITEN	<b>1.000</b>	0.05**	0.111	0.72	0.118
SOLUSI LEGAL	<b>0.778</b>	0.10*	0.194	0.56	<b>0.778</b>
SOLUSI PASAR	<b>1.000</b>	0.05**	0.194	0.56	0.250
SOLUSI INVESTOR	0.333	0.37	0.333	0.37	0.194
STRATEGI EMITEN	0.333	0.37	0.111	0.72	0.448
STRATEGI LEGAL	0.333	0.37	0.333	0.37	<b>0.778</b>
STRATEGI PASAR	<b>1.000</b>	0.05**	0.111	0.72	0.333
STRATEGI INVESTOR	0.333	0.37	0.528	0.21	0.111

\*\*\* significant at the 0.01 level

\*\* significant at the 0.05 level

\* significant at the 0.10 level



Gambar 5.5.  
Kerangka ANP dalam software Super Decision

Dari 15 klaster yang dievaluasi, secara signifikan akademisi sepakat pada 9 klaster, asosiasi sepakat pada 4 klaster, regulator sepakat pada 2 klaster, dan praktisi sepakat pada 3 klaster. Hasil dari Kendall's Coefficient of Concordance ( $W$ ) pada tabel di atas menunjukkan bahwa semua responden menunjukkan rata-rata nilai  $W$  yang tinggi. Rata-rata kesepakatan akademisi, asosiasi, regulator, dan praktisi adalah 0.661, 0.462, 0.324, dan 0.368. Akademisi memiliki kesamaan pendapat pada klaster Solusi, Masalah Pasar, Solusi Emiten, Solusi Pasar, dan Strategi Pasar, dengan menghasilkan nilai  $W$  sempurna yaitu 1. Sementara kelompok asosiasi bersepakat dalam klaster Strategi dengan menghasilkan nilai  $W$  sebesar 0.911, diikuti oleh para regulator bersepakat dalam klaster Masalah Emiten dan Masalah Pasar dengan nilai  $W$  sebesar 0.778, serta dengan nilai  $W$  yang sama dengan kelompok regulator, para praktisi bersepakat dalam klaster Masalah Investor, Solusi Legal, dan Strategi Legal.

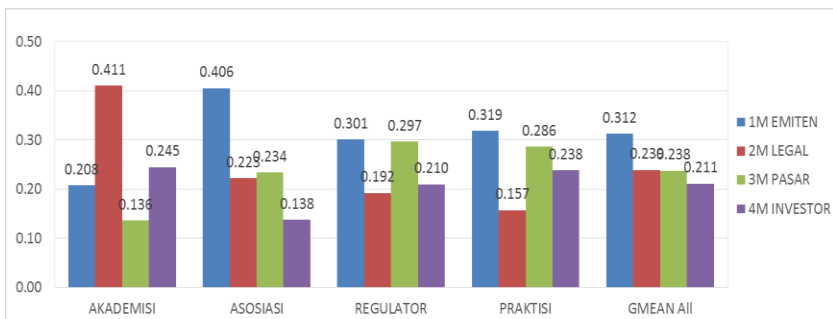
Setelah analisis Rater Agreement, dibuatlah kerangka ANP yang ditampilkan dalam software Super Decision yang kemudian akan dibahas masing-masing prioritas dalam klaster problem dan solusi.



## Hasil Penelitian

### Prioritas Kluster Masalah

Hasil ANP keseluruhan menunjukkan sebagian besar responden (Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa dari sisi permasalahan, Emiten (31.2%) merupakan permasalahan yang paling penting dalam pengembangan Sukuk, disusul dengan permasalahan Legal (23.9%) dimana kelompok Akademisi paling berkontribusi dalam menyimpulkan permasalahan Legal merupakan permasalahan utama yang dihadapi dalam pengembangan Sukuk.

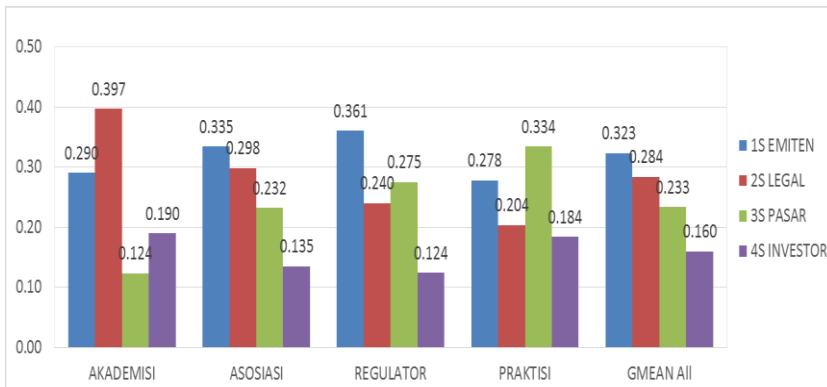


Gambar 5.6.  
Hasil ANP Kluster Masalah

Sementara itu yang tidak kalah penting adalah permasalahan Pasar (23.8%) yang menduduki prioritas ketiga, walaupun menurut pandangan masing-masing kategori responden masih berselisih dalam urutan prioritasnya. Sama halnya dengan

permasalahan pasar, masalah yang dihadapi Investor (21.1%) juga merupakan permasalahan yang menduduki prioritas terakhir dalam pengembangan Sukuk secara *overall* (keseluruhan).

### Prioritas Kluster Solusi

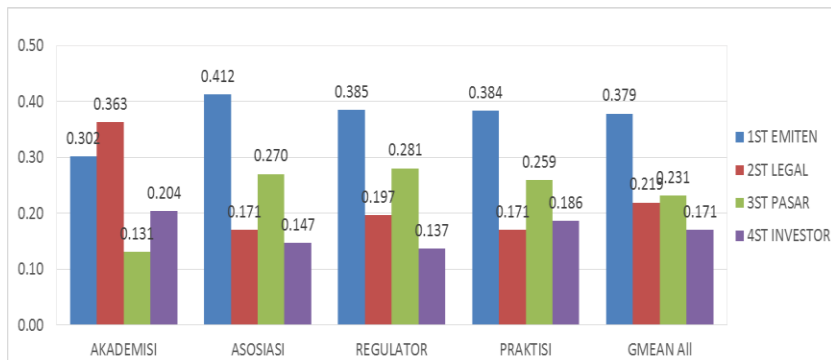


Gambar 5.7.  
Hasil ANP Kluster Solusi

Sejalan dengan hasil ANP keseluruhan dalam menilai permasalahan yang dihadapi dalam pengembangan Sukuk, hasil penelitian menunjukkan sebagian besar responden (Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa dari sisi solusi, Emiten (32.3%) merupakan solusi utama untuk menghadapi permasalahan pengembangan Sukuk, khususnya dalam menanggulangi permasalahan yang timbul dari sisi Emiten. Kemudian disusul dengan solusi Legal (28.4%) dimana kelompok Akademisi paling berkontribusi dalam menyimpulkan solusi Legal merupakan solusi utama yang harus dilakukan untuk mengembangkan Sukuk.

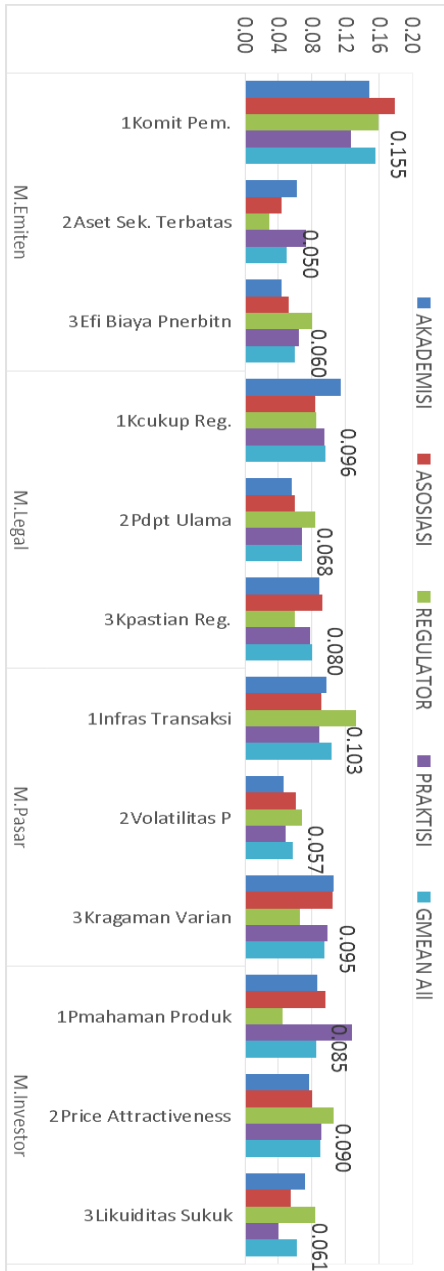
Sementara itu yang tidak kalah penting adalah solusi Pasar (23.3%) yang menduduki prioritas ketiga, walaupun menurut pandangan masing-masing kategori responden masih berselisih dalam urutan prioritasnya. Sama halnya dengan solusi Pasar, solusi yang harus segera dilakukan adalah solusi dari sisi Investor (16%), walaupun secara perolehan hasil prioritas *overall* merupakan solusi terakhir, namun dalam pandangan para akademisi solusi Investor lebih utama didahulukan daripada solusi Pasar.

### Prioritas Kluster Strategi



Gambar 5.8.  
Hasil ANP Kluster Strategi

Sejalan dengan hasil ANP keseluruhan dalam menilai permasalahan yang dihadapi dan usulan solusi dalam pengembangan Sukuk, menunjukkan sebagian besar responden (Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa dari sisi strategi, Emiten (37.9%) merupakan strategi utama dalam pengembangan Sukuk, khususnya dalam menanggulangi permasalahan yang timbul dari sisi Emiten dan penguatan



Gambar 5.9.  
Hasil ANP Prioritas Detil Masalah

kebijakan solusi yang akan dilaksanakan. Berbeda dengan hasil prioritas masalah dan solusi, strategi yang lebih utama dilakukan ialah strategi Pasar (23.1%) menurut pandangan Asosiasi, Regulator, dan Praktisi. Kemudian disusul strategi Legal (21.9%) dan terakhir strategi Investor (17.1%).

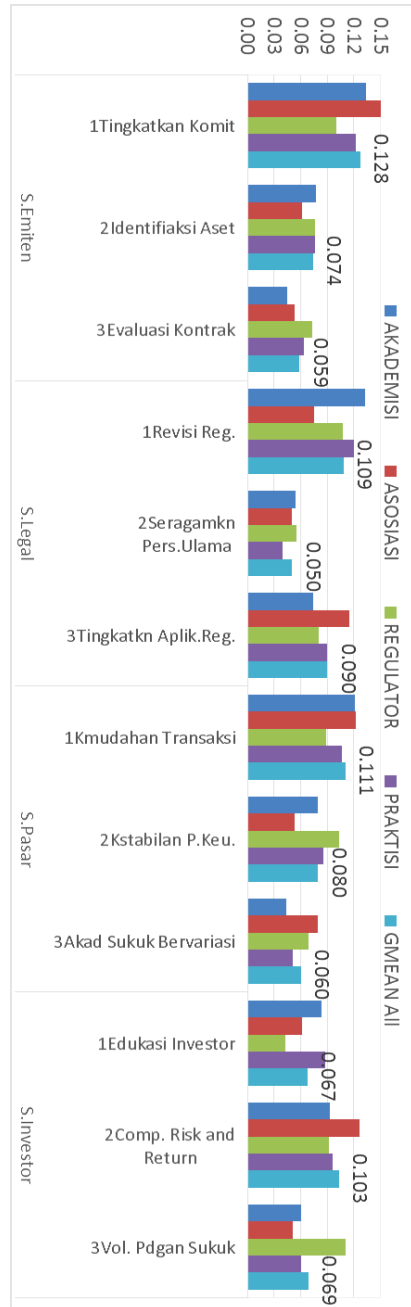
### Prioritas Detil Masalah

Dari sisi permasalahan, hasil ANP secara terperinci menunjukkan bahwa seluruh responden (Akademisi, Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa elemen masalah terpenting adalah komitmen pemerintah (15.5%), yang disusul oleh infrastruktur transaksi (10.3%), dan prioritas ketiga secara *overall* dikatakan bahwa kecukupan regulasi (9.6%) juga merupakan masalah utama yang dihadapi dalam pengembangan Sukuk.

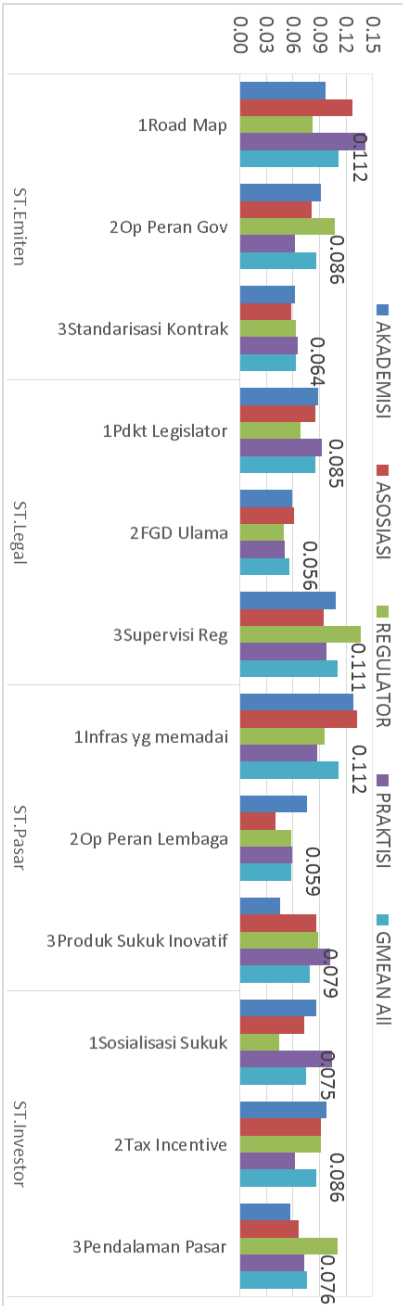


### Prioritas Detil Solusi

Dari sisi usulan solusi yang ditawarkan, hasil ANP secara terperinci menunjukkan bahwa seluruh responden (Akademisi, Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa solusi terpenting yang harus segera dilakukan adalah meningkatkan komitmen pemerintah (12.8%), dimana hal ini sejalan dengan permasalahan yang dihadapi. Kemudian disusul oleh kemudahan transaksi (11.1%) dan prioritas ketiga secara *overall* dikatakan bahwa revisi regulasi (10.9%) juga merupakan solusi utama yang harus segera dilakukan oleh regulator dalam pengembangan Sukuk.



Gambar 5.10. Hasil ANP Prioritas Detil Solusi



Gambar 5.11  
Hasil ANP Prioritas Detil Strategi

## Prioritas Detil Strategi

Dari sisi usulan strategi yang ditawarkan, hasil ANP secara terperinci menunjukkan bahwa seluruh responden (Akademisi, Asosiasi, Regulator, Praktisi) sepakat bahwa strategi terpenting yang harus segera dilakukan adalah membuat Road Map dan menyediakan infrastruktur yang memadai (11.2%), dimana hal ini sejalan dengan permasalahan yang dihadapi. Kemudian disusul dengan adanya supervisi regulasi (11.1%) dan prioritas ketiga secara *overall* dikatakan bahwa optimalisasi peran pemerintah serta adanya *tax incentive* (8.6%) juga akan merangsang pengembangan Sukuk nasional.





# Klaster Masalah

## Emiten

**B**erdasarkan hasil kajian literatur dan wawancara mendalam dengan narasumber kunci, didapat kerangka model ANP, dimana masalah-masalah seputar pengembangan Sukuk Negara dikelompokkan dalam empat klaster masalah, yaitu klaster Emiten, Legal, Pasar, dan Investor. Masing-masing klaster disepakati terdiri dari tiga sub klaster seperti dijelaskan dalam Tabel 5.3. Emiten atau pihak yang mengeluarkan Sukuk, dalam hal Sukuk Negara adalah pemerintah Indonesia, lebih khusus Kementerian Keuangan di bawah Direktorat Pembiayaan Syariah. Masalah-masalah yang dimasukkan dalam sub klaster ini adalah komitmen pemerintah, terbatasnya aset sekuritisasi, dan efisiensi biaya penerbitan Sukuk.

Tabel 5.3.  
Klaster Masalah dan Sub Klaster

No	Emiten	Legal	Pasar	Investor
1	Komitmen pemerintah	Kecukupan regulasi	Infrastruktur investasi	Pemahaman produk
2	Terbatasnya aset sekuritisasi	Pendapat ulama atas Sukuk	Volatilitas pasar keuangan	Price attractiveness
3	Efisiensi Biaya penerbitan Sukuk	Kepastian regulasi	Keragaman varian Sukuk	Likuiditas Sukuk

Sumber : hasil wawancara

Komitmen dimasukkan dalam sub klaster karena komitmen merupakan hal mendasar yang menentukan apakah pemerintah bermaksud meningkatkan sumber pembiayaan dari Sukuk ataukah dari sumber yang lain, seperti peningkatan pajak, pinjaman dalam negeri, atau sumber yang lain. Berbeda dengan penerbitan Sukuk korporat yang penerbitannya mempertimbangkan banyak sekali variabel karena bisa dipersepsikan lebih berisiko oleh calon investor, Sukuk Negara relatif lebih tidak berisiko, sehingga penerbitannya banyak dipengaruhi oleh *political will* pemerintah sebagai *Sukuk Issuer* atau Emiten.

Terbatasnya aset sekuritisasi dimasukkan pula dalam sub klaster masalah pengembangan Sukuk Negara karena syarat penerbitan setiap jenis Sukuk adalah adanya *underlying asset*. Adanya aset riil inilah yang membedakan antara Sukuk (*Islamic Bond*) dengan obligasi konvensional. Dalam wawancara dengan narasumber kunci, pak Suminto menyatakan bahwa meskipun aset itu pasti tersedia, karena Sukuk Negara adalah *project based*, tetapi terdapat permasalahan yang lain terkait ketersediaan aset:

*“Jadi masalah atau gak, persetujuan DPR gampang atau gak, asetnya gitu kan... Lalu apa namanya.... ketersediaan underlying asset, boleh.... dari sisi Menteri Keuangan, ketersediaan aset yang jadi masalah adalah... bisa saja asetnya tersedia, tapi belum disetujui-setujui.”*

Sub klaster ketiga dalam kelompok Emiten adalah masalah efisiensi biaya penerbitan Sukuk Negara. Efisiensi biaya berarti besarnya biaya yang dikeluarkan oleh emiten dalam menerbitkan Sukuk Negara, dalam hal ini komponen biaya yang utama adalah besarnya fee yang dibayarkan pemerintah atas penerbitan Sukuk Negara untuk Sukuk Negara yang berbasis akad ijarah atau sewa, di samping biaya-biaya operasional lain

guna menerbitkannya. Pertimbangan biaya ini dapat mempengaruhi keputusan pemerintah apakah akan menambah porsi penerbitan Sukuk Negara atau tidak, terutama jika dibandingkan dengan biaya yang dikeluarkan apabila pemerintah memutuskan sumber pendanaan yang lain.

Selain itu, biaya atas Sukuk Negara yang masih relatif lebih tinggi dibanding dengan sekuritas yang lain, dikarenakan masih kecilnya porsi Sukuk Negara sebagai sumber pembiayaan pemerintah. Di samping juga adanya pengaruh likuiditas atau mudah tidaknya investor memperjualbelikan Sukuk Negara. Semakin tidak likuid, atau semakin susah dijualbelikan, maka semakin tinggi imbal hasil yang diharapkan oleh investor dari Sukuk Negara. Dalam wawancara mendalam, pak Suminto menyatakan:

*“Karena terjadi proses arbitrase, kalau pemerintah mau semuanya 100% Sukuk juga gak ada hambatan, karena investornya dia gak persoalkan Sukuk atau Surat Utang Negara (SUN) yang berbasis bunga. Tapi karena sekarang di saat yang bersamaan ada SUN, ada Sukuk, kemudian ada perbedaan instrumen misalnya perbedaan likuiditas SUN-nya 83%, Sukuknya 17%, dia bilang: lhah karena ini 83% aku jual lebih gampang. Likuid. Ini cuma 17%. Gak selikuid SUN itu... karena ini gak se-likuid SUN, kalau aku beli, aku minta premium... Nah itu disebut dengan liquidity premium... Jadi misalnya yang 17% itu konvensional, Sukuknya 83%... premium tadi ya kalau beli SUN tadi. Jadi bukan persoalannya lebih mahal SUN gitu. Bukan persoalan syariah lebih mahal daripada konvensional. Persoalannya karena konvensional lebih besar daripada Sukuk. Karena kemudian Sukuk harus lebih mahal dari sisi perspektif investor.... Kan investor syariah kan gak ada pilihan, misalnya bank syariah, dia kan gak mungkin beli SUN karena gak mungkin beli SUN. Dan hanya beli Sukuk tadi, bahkan tidak harus minta premium liquidity*

*karena dia dalam kenyataannya gak bisa beli SUN. Nah kalau ada yang lebih likuid, kenapa beli yang gak likuid, kalau saya beli yang kurang likuid harus dikasih sweetener dong. Nah sweetenernya itulah premium liquidity.... ”*

## Legal

Sub kluster pertama dalam kelompok masalah dari sisi Legal adalah kecukupan regulasi. Yang dimaksud dengan kecukupan regulasi adalah adanya kepastian hukum atas semua hal yang terkait Sukuk Negara ataupun Sukuk secara umum. Dengan kata lain, kalau orang mau bertransaksi Sukuk apakah dia sudah aman atau belum, karena semua regulasinya sudah ada atau apakah masih ada yang kurang. Meskipun beberapa narasumber berpendapat bahwa faktor kecukupan regulasi di Indonesia terkait Sukuk saat ini sudah bukan lagi menjadi *issue*, namun tetap perlu dimasukkan dalam sub kluster sebagaimana yang diyakini Asfi (2005) bahwa kekurangan regulasi dapat mempengaruhi pengembangan Sukuk.

Peraturan-peraturan terkait Sukuk terbaru dikeluarkan oleh Otoritas Jasa Keuangan (OJK), pada akhir tahun 2017, tentang Peraturan Obligasi dan/atau Sukuk Daerah, yang terdiri dari tiga peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) (<http://www.ojk.go.id>):

1. POJK Nomor 61/POJK04/2017

Tentang dokumen penyertaan pendaftaran dalam rangka penawaran umum obligasi /Sukuk daerah.

2. POJK Nomor 62/POJK04/2017

Tentang bentuk dan isi prospectus dan prospectus ringkas dalam rangka penawaran umum obligasi dan / atau Sukuk daerah

3. POJK Nomor 63/POJK/04/2017

Tentang laporan dan pengumuman emiten penerbit obligasi dan / atau Sukuk daerah.

Sub klaster kedua dalam kelompok Legal adalah pendapat ulama atas Sukuk. Di Indonesia, pendapat ulama atas Sukuk relatif seragam, dimana melalui Majelis Ulama Indonesia (MUI), para ulama telah mengeluarkan 5 (lima) fatwa terkait Surat Berharga Sukuk Negara (SBSN) sebagai tersebut dalam Tabel 5.4 (<http://dsnmui.or.id>). Hal ini juga disetujui oleh bapak Suminto dalam wawancara tahap pertama ketika diajukan pertanyaan apakah kurangnya harmonisasi antar produk ekuitas Islam yang ada serta perbedaan pendapat ulama juga perlu dimasukkan dalam faktor yang berpengaruh dalam pengembangan Sukuk?

*“DSN MUI kita relatif konservatif...(pendapatnya dapat) diterima oleh ulama-ulama Timur Tengah dan Afrika Utara.”*

Meskipun sebagian besar ulama di Indonesia sepakat bahwa Sukuk yang ada saat ini adalah sudah *comply* dengan syariah, namun demikian terdapat pula ulama di Indonesia yang tidak setuju adanya Sukuk dengan beberapa alasan yang cenderung tekstual. Meskipun tidak banyak jumlah yang tidak setuju dengan Sukuk, namun pendapat yang menyatakan bahwa Sukuk yang ada saat ini masih belum sesuai dengan ketentuan syariah tetap ada sebagai bagian dari dinamika pemikiran keuangan Islam, sebagaimana yang diungkapkan dalam wawancara dengan pak Suminto sebagai berikut:

Tabel 5.4.  
Daftar Fatwa DSN MUI Terkait Sukuk Negara (SBSN)

No	Fatwa DSN – MUI	Perihal
1	Fatwa DSN MUI No 69/DSN-MUI/VI/2008	Tentang SBSN
2	Fatwa DSN MUI No 70/DSN-MUI/VI/2008	Tentang metode penerbitan SBSN
3	Fatwa DSN MUI No 72/DSN-MUI/VI/2008	Tentang SBSN Ijarah Sale and Lease Back
4	Fatwa DSN MUI No 76/DSN-MUI/VI/2010	Tentang SBSN Ijarah Asset to be leased
5	Fatwa DSN MUI No 95/DSN-MUI/VI/2014	Tentang SBSN wakalah

Sumber: <http://dsnemui.or.id>

*"... Ustadz Irwandi ya dia bilang Sukuk kita gak syariah. ... Harta Haram Kontemporer.... yang pengisi fiqh muamalah radio Roja'.... Saya sering undang beliau juga tapi dari sisi improvement dari sisi akademis kami.... karena beliau kan salah satu karakteristik salafi itu kan terkstual. Sampai kepada titik transaksi yang dipahami tekstual. Mereviewnya kan sampe segitu.... kita misalnya.... apa namanya.... ijarah.... ya.... kan kita menjual aset kemudian aset itu kita sewa.... contohnya gitu yang sale & lease back aja. Gedung ini saya jadikan underlying kalau pake Sale & Lease Back. Hak manfaat dari gedung ini saya jual kepada investor nah sehingga kan hak manfaat dari gedung sudah milik investor, kemudian pemerintah menyewa, kemudian pembayaran kupon kan atas pembayaran sewa, nah dia kembali kepada kaidah fiqh bahwa dalam hal sewa-menyewa siapa yang wajib melakukan pemeliharaan?.... Ini dari sisi fiqh. Pemeliharaan ini kewajiban si pemilik. Si penyewa ya misal kotor dibersihkan, kotor disapu. Pertanyaan.... gedung-gedung pemerintah itu yang memelihara siapa? ....Pemerintah kan?.... kalau dikembalikan kepada kaidah fiqh kan pemeliharaan kan si pemilik....*



*pemiliknya siapa? Bukan pemerintah.... kan pemerintah udah dijual tadi.... Tapi faktanya pemeliharannya dilakukan pemerintah... Jadi (ada) service agreement. Jadi di situ ada perjanjian bahwa SPV.... investor itu memberi mandat kepada pemerintah untuk melaksanakan pemeliharannya.... "*

Di lain pihak, narasumber pak Ugi Suharto dalam wawancaranya menyatakan:

*"Perbedaan pendapat ulama akan selalu ada, namun ia dapat diperkecil apabila kita mengacu pada putusan-putusan Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institution (AAOIFI). Masalahnya adalah tidak semua negara merujuk pada putusan-putusan AAOIFI."*

Kepastian regulasi juga penting untuk dimasukkan dalam rancangan model ANP, karena jika meskipun regulasinya mencukupi, ulamanya memiliki kesepahaman tentang hukum Sukuk, tetapi jika kepastian implementasinya atau *enforcement*-nya lemah, maka Sukuk bisa jadi kurang diminati dan karenanya bisa berpotensi kurang bisa berkembang.

## Pasar

Sub klaster pertama dalam kelompok masalah dari sisi Pasar adalah infrastruktur investasi. Kecukupan infrastruktur dalam bertransaksi Sukuk Negara meliputi landasan hukum, sistem perdagangan, maupun instrumen perdagangan, seperti: indeks harga saham sebagai indikator kinerja saham dan pembanding kinerja pasar. Fraksi harga atau *tick size* sebagai satuan nilai setiap order jual ataupun beli Efek. *Auto rejection* sebagai indikator maksimal pergerakan harga saham dalam sehari. *Market breaker* atau *halting* sebagai tindakan penghentian

sementara transaksi di pasar, baik secara keseluruhan maupun per sesi.

Sub klaster kedua dalam kelompok Pasar adalah volatilitas pasar keuangan. Pasar keuangan memiliki ketidakpastian yang tinggi, dipengaruhi oleh berbagai faktor, misalnya kondisi ekonomi makro, mikro, serta dipengaruhi oleh kondisi politik, baik level nasional maupun global. Contoh ketidakpastian adalah naiknya nilai US Dollar terhadap Rupiah pada saat krisis moneter tahun 2008, dimana pada saat itu sumber krisis berasal dari krisis keuangan di Amerika, yang selanjutnya mempengaruhi pasar keuangan di Indonesia karena Indonesia memiliki hubungan dagang dan banyak menggunakan mata uang Dollar Amerika dalam transaksi internasionalnya. Naik turunnya nilai mata uang ini juga bisa dipengaruhi faktor ekonomi makro maupun mikro, misalnya adanya inflasi, kebijakan perpajakan, ataupun kebijakan naik atau turunnya suku bunga. Apabila stabilitas pasar keuangan bisa dijaga, maka perdagangan Sukuk juga bisa mendapat pengaruh positif karenanya.

Sub klaster ketiga adalah keragaman varian Sukuk. Seberapa banyak varian Sukuk Negara yang bisa mengakomodir kebutuhan investor, dengan berbagai akad yang mendasarinya. Di awal-awal terbitnya Sukuk, akad yang digunakan sangat terbatas. Namun dengan berjalannya waktu, semakin banyak aplikasi akad dalam Sukuk yang bisa diterapkan. Semakin banyak akad yang bisa digunakan, semakin banyak pula produk Sukuk yang sesuai dengan pilihan dan kebutuhan investor. Hingga akhir tahun 2017, terdapat beberapa akad yang dapat diterapkan pada Sukuk maupun Sukuk Negara, sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 5.5.

Tabel 5.5.  
Berbagai Akad dalam Sukuk

No	Akad	Keterangan
1	Istishna'-ijarah	Pesan – sewa
2	Forward – ijarah	Pesan – sewa
3	Ijarah asset to be leased	Sewa
4	Wakalah bil Istithmar (investment agency)	Mewakillan
5	Murabahah	Jual beli

Sumber: Pengembangan Aspek Syariah Sukuk Negara (Suminto, 2017)

## Investor

Sub klaster pertama dalam klaster masalah dari sisi Investor adalah kurangnya pemahaman produk. Kurangnya tingkat pengetahuan dan pemahaman pelaku pasar tentang instrumen keuangan syariah akibat keterbatasan informasi dan edukasi tentang produk syariah di pasar modal dapat menjadikan rendahnya minat Investor untuk membeli atau menjual instrumen Sukuk Negara. Dengan meningkatkan pemahaman masyarakat akan Sukuk Negara dapat mempercepat pengembangan Sukuk Negara yang didorong oleh tingginya *demand* akan Sukuk Negara.

Sub klaster kedua adalah *price attractiveness*, yaitu seberapa menarik harga Sukuk Negara bagi investor jika dibandingkan dengan alternatif investasi yang lain, terutama jika dikaitkan dengan *risk and return* Sukuk Negara. Apabila harga dari Sukuk Negara tidak dijaga Emiten agar tetap berada dalam level wajar, terutama terkait *trade off risk and return*-nya, maka hal itu dapat menurunkan minat calon investor Sukuk Negara. Hal ini dikarenakan adanya anggapan bahwa investor adalah makhluk

rasional yang mampu menimbang-nimbang apakah dalam melakukan investasi, investor akan mendapat return lebih dibanding kemungkinan risiko yang akan di hadapi (Brigham, 2001).

Sub klaster ketiga adalah likuiditas Sukuk, yang berarti seberapa mudah Sukuk Negara bisa diperjualbelikan. Hal ini terutama disebabkan adanya kecenderungan investor Sukuk Negara yang tidak memperjualbelikan Sukuk Negara hingga jatuh tempo. Hal senada diungkapkan Agustianto Minka dan Suminto dalam wawancara mendalam penelitian ini. Likuiditas sangat mempengaruhi pengembangan pasar Sukuk, karena kalau pasar Sukuk stagnan atau tidak likuid, maka dapat menurunkan minat investor dalam berinvestasi pada Sukuk.



## Klaster Solusi



### Emiten

Sub klaster Emiten yang pertama dalam klaster solusi pengembangan Sukuk adalah meningkatkan komitmen pemerintahan, sebagaimana tertulis dalam Tabel 5.6. Untuk memenuhi target pembiayaan APBN, pemerintah menerbitkan Sukuk Negara Ritel yang menyasar investor individu warga Negara Indonesia. Penerbitan Sukuk Ritel ini sebagai bentuk komitmen pemerintah dalam mendukung pengembangan Sukuk Negara di Indonesia. Landasan syariah sesuai dengan Firman Allah dalam al-Quran Q.S. An-Nur: 55 tentang komitmen pemerintah sesuai dengan hasil analisis menggunakan ANP adalah sebagai berikut:

وَعَدَ اللَّهُ الَّذِينَ ءَامَنُوا مِنكُمْ وَعَمِلُوا الصَّالِحَاتِ لَيَسْتَخْلِفَنَّهُمْ فِي الْأَرْضِ كَمَا  
 اسْتَخْلَفَ الَّذِينَ مِن قَبْلِهِمْ وَلَيُمَكِّنَنَّ لَهُمْ دِينَهُمُ الَّذِي ارْتَضَىٰ لَهُمْ وَلَيُبَدِّلَنَّهُم مِّن  
 بَعْدِ خَوْفِهِمْ أَمْنًا يَعْبُدُونَنِي لَا يُشْرِكُونَ بِي شَيْئًا وَمَن كَفَرَ بَعْدَ ذَلِكَ فَأُولَٰئِكَ  
 هُمُ الْفَاسِقُونَ

*wa'ada llāhu lladhīna 'āmanū minkum wa-'amilū ṣ-ṣāliḥāti la-  
 yastakhlifannahum fi l-'arḍi ka-mā stakhlafa lladhīna min qablihim wa-  
 la-yumakkinanna lahum dīnahumu lladhī rtaḍā lahum wa-la-  
 yubaddilannahum min ba'di khawfihim 'amnan ya 'budūnanī lā  
 yushrikūna bī shay'an wa-man kafara ba'da dhālika fa-'ulā'ika humu  
 l-fāsiqūn*

Artinya: “Dan Allah telah berjanji kepada orang-orang yang beriman di antara kamu dan mengerjakan amal-amal yang saleh bahwa Dia sungguh-sungguh akan menjadikan mereka berkuasa di muka bumi,

sebagaimana Dia telah menjadikan orang-orang sebelum mereka berkuasa, dan sungguh Dia akan meneguhkan bagi mereka agama yang telah diridhai-Nya untuk mereka, dan Dia benar-benar akan menukar (keadaan) mereka, sesudah mereka dalam ketakutan menjadi aman sentausa. Mereka tetap menyembah-Ku dengan tiada mempersekutukan sesuatu apapun dengan Aku. Dan barangsiapa yang (tetap) kafir sesudah (janji) itu, maka mereka itulah orang-orang yang fasik.”

Maksud ayat di atas menjelaskan bahwa Islam menggunakan ‘*khilafah*’ sebagai kata kunci, bukan dengan kata kedaulatan atau yang lainnya. Dengan demikian, pemegang kekuasaan dan penggunaan harus sesuai dengan norma dan hukum Tuhan, maka dengan sendirinya ia menjadi *khalifah* (pengganti) Tuhan. Sesuai dengan hasil pembahasan bahwa masalah yang penting di sini adalah meningkatkan komitmen pemerintah dalam pengembangan Sukuk bahwa kita sebagai khilafah di muka bumi diberi kekuasaan untuk mengatur bumi, mengelola negara, dan mensejahterakan masyarakat dan dijanjikan kepada seluruh masyarakat beriman, bukan kepada seseorang atau suatu kelas tertentu. Setiap mukmin menjadi khalifah Tuhan di muka bumi sesuai dengan kapasitas individunya.

Praktik penerbitan Sukuk di Indonesia berimplikasi dan berpengaruh terhadap pengembangan manusia sesuai dengan Firman Allah yang terdapat pada surat An-Nisa: 59,

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ آمَنُوا أَطِيعُوا اللَّهَ وَأَطِيعُوا الرَّسُولَ وَأُولِي الْأَمْرِ مِنْكُمْ  
فَإِنْ تَنَازَعْتُمْ فِي شَيْءٍ فَرُدُّوهُ إِلَى اللَّهِ وَالرَّسُولِ إِنْ كُنْتُمْ تُؤْمِنُونَ بِاللَّهِ  
وَالْيَوْمِ الْآخِرِ ۚ ذَلِكَ خَيْرٌ وَأَحْسَنُ تَأْوِيلًا

*yā-`ayyuhā lladhīna `āmanū `aṭī`ū llāha wa-`aṭī`ū r-rasūla wa-`ulī l-`amri minkum fa-`in tanāza `tum fī shay`in fa-ruddūhu `ilā llāhi wa-r-rasūli `in kuntum tu`minūna bi-llāhi wa-l-yawmi l-`ākhiri dhālika khayrun wa-`aḥsanu ta`wīla*

Artinya: “Wahai orang-orang yang beriman! Taatilah Allah dan taatilah Rasul (Muhammad), dan Ulil Amri (Pemegang Kekuasaan) diantara kamu. Kemudian, jika kamu berbeda pendapat tentang sesuatu, maka kembalikanlah kepada Allah (Al-Qur’an) dan Rasul (Sunnah-nya), jika kamu beriman kepada Allah dan hari kemudian. Yang demikian itu, lebih utama (bagimu) dan lebih baik akibatnya.”

Maksud ayat di atas menjelaskan bahwa perintah untuk menaati Allah SWT dengan melaksanakan perintah-Nya dan menjauhi larangan-Nya, perintah untuk menaati Rasulullah SAW dengan mengikuti sunnah beliau, dan para pemimpin dalam hal kebutuhan dan kemaslahatan umum. Ketaatan kepada *ulil amri* juga mencakup pada ketaatan terhadap aturan-aturan yang disusun dan ditetapkan oleh ulil amri.

Berbeda dengan sumber pembiayaan asing yang sering kali menyertakan *covenant* tertentu yang tidak berpihak pada kepentingan pemerintah yang lebih besar, penerbitan Sukuk Ritel menjadi penting.

Karena dengan demikian, pemerintah dapat menasar target market yang lebih luas. Indonesia saat ini adalah contoh sukses negara yang menerbitkan Sukuk Ritel, dimana penjualan Sukuk Ritel selalu mengalami *inden*, karena sering kali jumlah Sukuk yang ditawarkan pemerintah lebih sedikit daripada jumlah masyarakat yang menginginkan Sukuk sebagai alat investasi. Hingga tahun 2017 telah terbit Sukuk Ritel hingga seri kesembilan (SR-09), senilai Rp31.500 Triliun atau naik tajam dibandingkan dengan SR-01 yang hanya senilai Rp5.558 Triliun ([www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id)).

Tabel 5.7.  
Kluster Solusi dan Sub Kluster

No	Emiten	Legal	Pasar	Investor
1	Tingkatkan komitmen gov.	Revisi regulasi	Kemudahan bertransaksi	Edukasi investor
2	Identifikasi Aset	Penyeragaman perspektif ulama	Menjaga kestabilan pasar keuangan	Kompetitive risk and return
3	Evaluasi kontrak penerbitan	Peningkatan aplikabiliti regulasi	Menyediakan variasi akad Sukuk	Meningkatkan volume perdagangan

Sumber: hasil wawancara

Sub kluster kedua dari kluster solusi Emiten adalah identifikasi aset. Identifikasi aset diperlukan guna mendata aset negara yang mana sajakah yang dapat digunakan sebagai *underlying asset* bagi berbagai macam akad Sukuk Negara. Hingga saat ini aset negara yang dapat dijadikan sebagai obyek Sukuk sangat banyak. Namun demikian, Emiten harus mampu meyakinkan pihak parlemen yang berwenang memberi izin, karena bisa saja asetnya ada, tapi pihak parlemen tidak memberikan izin karena pertimbangan tertentu.

Sub kluster ketiga adalah evaluasi kontrak penerbitan Sukuk. Sukuk yang sudah diterbitkan dievaluasi detil kontraknya, apakah sudah efisien atau belum. Evaluasi kontrak yang lebih mendetil harus dirancang dengan hati-hati agar kontrak penerbitan Sukuk dapat memberikan keuntungan bagi emiten.



## Legal

Sub kluster pertama dari kluster solusi dari sisi Legal adalah revisi regulasi. Perlunya peninjauan ulang sistem hukum secara keseluruhan dan melakukan upaya serius untuk menjamin legalitas kerangka hukum sesuai dengan syariah.

Sub kluster kedua adalah penyeragaman perspektif ulama akan Sukuk. Banyaknya pendapat / perspektif dari beberapa ulama menunjukkan bahwa kesadaran tentang Sukuk semakin mengglobal. Karenanya perlu dilakukan musyawarah agar ulama satu suara dalam hal Sukuk Negara. Hal ini sangat penting agar sosialisasi tentang Sukuk menjadi lebih mudah dan semakin dapat diterima masyarakat sebagai instrumen investasi.

Sub kluster ketiga adalah peningkatan aplikabilitas regulasi. Perkembangan Sukuk akan sangat ditentukan oleh keberadaan Undang-Undang SBSN, karena instrumen ini diperlukan untuk perkembangan Sukuk Negara ke depannya. Peningkatan dalam hal pelaksanaan Undang-Undang Sukuk Negara akan mendorong kegiatan investasi untuk menarik investor dalam / luar negeri.

## Pasar

Dalam kelompok solusi Pasar, sub kluster pertama adalah kemudahan bertransaksi, dimana Investor tidak menemui kendala yang berarti dalam bertransaksi Sukuk Negara. Dengan kemudahan ini diharapkan investor semakin tertarik bertransaksi Sukuk Negara. Yang tergolong dalam kemudahan bertransaksi misalnya, investor dapat membeli Sukuk Negara di agen-agen terdekat, tidak perlu inden, dan tidak disibukkan dengan berbagai persyaratan administrasi yang rumit.

Sub kluster kedua adalah menjaga kestabilan pasar keuangan, bagaimana agar pasar keuangan terjaga kestabilannya, tidak banyak gejolak yang bisa memberi pengaruh negatif pada transaksi Sukuk Negara. Pasar keuangan sangat rentan terhadap hal-hal yang dapat memicu tingginya volatilitas. Misalnya, kebijakan kenaikan suku bunga, kebijakan perpajakan atas transaksi di pasar keuangan, misalnya, dapat menimbulkan ketidakstabilan pasar keuangan.

Sub kluster ketiga adalah menyediakan akad Sukuk yang bervariasi. Pemerintah/Emiten menyediakan Sukuk Negara dengan akad yang bervariasi yang bisa memenuhi kebutuhan masing-masing kelompok Investor. Akad yang sudah ada dapat dikembangkan sesuai dengan *project* yang akan didanai dengan Sukuk Negara.

## Investor

Perlu mengedukasi investor dengan cara mengadakan sosialisasi atau pameran tentang produk lembaga keuangan syariah khususnya Sukuk Negara. Sebagaimana halnya dengan perbankan syariah yang masih terus membutuhkan sosialisasi dalam pengembangannya, Sukuk Negara juga demikian. Edukasi tahunan tentang hal tersebut sudah dilakukan oleh Bursa Efek Indonesia melalui program Sekolah Pasar Modal Syariah. Juga dilakukan oleh asosiasi-asosiasi keuangan Islam lainnya.

Sub kluster kedua adalah *Competitive Risk and Return* yang berarti Sukuk Negara mampu memberikan penghasilan berupa imbalan atau nisbah bagi hasil yang kompetitif dibandingkan dengan instrumen keuangan lain. Perimbangan antara *risk dan return* ini sangat penting karena investor hanya akan melihat

hasil, bukan proses. Investor juga dianggap sebagai makhluk yang rasional, sehingga akan memilih opsi investasi yang paling menguntungkan. Opsi yang dipilih umumnya adalah bentuk investasi dengan risiko yang sama memberikan return tertinggi, atau akan memilih investasi dengan return yang sama memberikan risiko terkecil.

Sub klaster ketiga adalah meningkatkan volume perdagangan Sukuk. Semakin tinggi volume transaksi perdagangan Sukuk di pasar modal berarti semakin tinggi likuiditas di pasar Sukuk. Dengan semakin likuidnya pasar, maka aliran dana dan sumber daya modal lebih cepat, sehingga pada akhirnya likuiditas pasar modal yang optimal akan mampu mendorong pertumbuhan ekonomi. Sebaliknya jika banyak yang memilih sikap *buy and hold*, maka hal ini dapat mempengaruhi ketertarikan investor dalam memilih Sukuk Negara sebagai instrumen investasi.





## Klaster Strategi

**K**laster strategi dibagi dalam empat kelompok terdiri dari kelompok emiten, legal, pasar, dan investor. Secara terperinci, sub klaster tiap-tiap kelompok diringkas dalam Tabel 5.8.

Tabel 5.8.  
Klaster Strategi dan Sub Klaster

No	Emiten	Legal	Pasar	Investor
1	Roadmap pengembangan keuangan syariah	Pendekatan kepada legislatif	Menyediakan infrastruktur yang memadai	Sosialisasi Sukuk kepada investor
2	Optimalisasi peran pemerintah dalam identifikasi aset	FGD bersama ulama	Optimalisasi peran lembaga terkait dalam menjaga stabilitas pasar	Tax incentive dan competitive Sukuk pricing
3	Standarisasi kontrak	Supervise kepastian regulasi dalam kontrak	Mengembangkan produk Sukuk yang inovatif	Pendalaman pasar

Sumber: hasil wawancara

Sub klaster kelompok strategi yang pertama adalah penyusunan *roadmap* pengembangan keuangan syariah. Perlunya penyusunan roadmap pengembangan keuangan syariah yang

bertujuan untuk mewujudkan industri jasa keuangan syariah yang tumbuh berkelanjutan, berkeadilan, serta memberikan kontribusi bagi perekonomian nasional dan stabilitas sistem keuangan. Roadmap pengembangan ini berisi tahapan-tahapan yang jelas beserta timeline dan strategi yang diperlukan untuk mencapainya.

Sub kluster kedua adalah optimalisasi peran pemerintah dalam identifikasi aset. Peran pemerintah dalam mengidentifikasi aset negara sangat penting. Jika dicermati, Indonesia mempunyai banyak aset yang dapat dijadikan sebagai *underlying asset* penerbitan Sukuk. Misalnya lapangan terbang, rumah sakit umum, universitas, stadion, gedung kantor pemerintah, dan lain-lain. Hanya saja aset-aset ini masih perlu dimintakan izin kepada lembaga legislatif jika akan digunakan untuk menjamin penerbitan Sukuk, karenanya perlu kehati-hatian dalam memilih aset tersebut agar dapat dijadikan *underlying asset*.

Sub kluster ketiga adalah standarisasi kontrak, dimana setiap kontrak Sukuk Negara seharusnya sudah terstandarisasi oleh emiten. Hal ini sangat penting, karena jika tidak terstandarisasi, maka dapat menimbulkan perasaan *insecure* dalam diri investor ketika menanamkan dananya dalam instrumen keuangan Sukuk.

## Legal

Sub kluster pertama dalam kelompok Legal adalah pendekatan kepada legislator. Perlunya pendekatan/komunikasi dengan legislator agar pemenuhan kecukupan regulasi bisa dilakukan, dengan pijakan legal yang kuat agar keuangan syariah atau Sukuk Negara dapat menjadi daya tarik tersendiri bagi investor.

Sub klaster kedua adalah Focus Group Discussion (FGD) bersama ulama dan *stake holder* lainnya. Focus Group Discussion (FGD) diperlukan agar para Ulama tidak bersilang pendapat yang terlalu tajam terkait Sukuk Negara.

Sub klaster ketiga adalah supervisi kepastian regulasi dalam kontrak. Meski Sukuk Negara memiliki keunggulan dalam hal *underlying asset*, bebas risiko gagal bayar dan *tradeable*, tetap saja Sukuk Negara membutuhkan pengawasan regulasi yang bisa menyesuaikan standar syariah dengan standar internasional yang cukup bisa diterima oleh investor asing, terutama yang berasal dari Timur Tengah, agar pasar Sukuk bisa berkembang. Pentingnya kepastian regulasi Sukuk ini juga diungkapkan oleh narasumber utama, Pak Suminto:

*“...bukan enforcement sih, tapi lebih kepada kepastian hukum. Ada kepastian hukum itu kan menggambarkan kalau terjadi sesuatu jelas gak aturannya, jelas gak solusinya, jelas gak penanganannya. Kepastian hukum itu dalam pengertian itu... tapi lebih kepada investor punya keraguan atau gak gitu kan....”*

## **Pasar**

Sub klaster pertama dalam kelompok pasar adalah menyediakan infrastruktur transaksi yang memadai. Pasar Modal menyediakan infrastruktur transaksi Sukuk Negara yang memadai dan memudahkan investor melakukan jual beli Sukuk Negara.

Sub klaster kedua adalah optimalisasi peran lembaga terkait dalam menjaga kestabilan pasar keuangan. Pentingnya mengoptimalkan lembaga terkait (BI, OJK, Kemenkeu) dalam menjaga kestabilan pasar keuangan. Kestabilan pasar sangat

penting, karena jika pasar keuangan tidak stabil bisa berpengaruh langsung terhadap minat investor dalam berinvestasi pada surat berharga termasuk Sukuk. Tentang kestabilan pasar keuangan, Pak Suminto menyampaikan:

*“...stabilitas pasar ini penjelasannya dikaitkan dengan makro... volatilitas apa... volatilitas market... semakin market itu stabil semakin senang, semakin investor tertarik... apa namanya... kalau marketnya volatile, sering bergejolak, sering krisis, gak suka... distabilitas pasar keuangan... volatilitas harga... kalau apa namanya... yield-nya hari ini 6, besok 7, besok 5, besok 6... orang kan males.”*

Sub kluster ketiga adalah mengembangkan Produk Sukuk yang Inovatif. Produk Sukuk yang inovatif dan *simple*, yang memenuhi kebutuhan spesifik investor. Tentang hal ini, Pak Suminto menyatakan:

*“... Nah, pasar itu tadi instrumen, infrastruktur. Jadi dari sisi instrumen, apakah ada keragaman instrumen Sukuk Negara yang memenuhi kebutuhan investor. Investor kan perlu investasi jangka pendek... jangka panjang... jangka panjang untuk investasi. Jangka pendek untuk... kebutuhan likuiditas... misalnya pilihan... (dalam) US Dollar (ataukah Rupiah).”*

Dalam hasil wawancara tersebut jelas diperlukan usaha memenuhi kebutuhan spesifik tiap-tiap investor. Misalnya, untuk Sukuk jangka panjang biasanya dibutuhkan investor untuk tujuan investasi, dimana tingkat pengembalian menjadi pertimbangan utama, meskipun dari segi waktu relatif lama jenis proyeknya. Demikian juga untuk Sukuk yang berjangka pendek, lebih dibutuhkan untuk tujuan penyerapan kelebihan likuiditas di lembaga keuangan, dimana tingkat imbal hasil

tidak terlalu diprioritaskan, sebaliknya tingkat likuiditas lebih dianggap penting. Sedangkan Sukuk dalam denominasi Rupiah perlu diterbitkan guna ditujukan bagi investor dalam negeri. Sedangkan Sukuk dalam denominasi Dollar diperlukan bagi Sukuk global yang diperdagangkan di tingkat pasar keuangan dunia.

## Investor

Sub klaster pertama dalam kelompok investor adalah sosialisasi Sukuk kepada Investor. Sosialisasi dan edukasi produk syariah kepada pelaku pasar modal syariah. Diharapkan dengan adanya sosialisasi yang intensif kepada pelaku pasar, pasar Sukuk akan berkembang dengan pesat, sebagaimana diungkap dalam *deep interview* dengan Pak Suminto berikut ini:

*“... Buyer Sukuk itu ya bisa individu, institusi.... bisa bank, asuransi, bisa dana pensiun, bisa mutual fund kan, gitu, kan? Jadi kalau di situ kita bicara investor, maka kita bicara masalah di investor tadi. Jadi kalau itu misalnya kurang pemahaman, kurang edukasi, justru di sini.... misal familiaritas akan Sukuk, justru di situ... pemahaman investor akan pemahaman, awareness, understanding.... Sebenarnya kan itu satu klaster... karena kurang edukasi, kurang familiar, dan karenanya jadi kurang memahami masalah-masalah dalam Sukuk.”*

Sub klaster kedua adalah *Tax Incentive and Competitive Sukuk Pricing*. Perlu adanya peraturan perpajakan yang mengatur mengenai Sukuk. Dengan adanya insentif pajak diharapkan Sukuk dapat bersaing dengan industri keuangan konvensional. Insentif ini juga diperlukan untuk meminimalisir besarnya biaya



yang dibutuhkan dalam penerbitan Sukuk. Tentang *Sukuk Pricing*, Pak Suminto menyatakan:

“...Kalau tranparansi itu menyangkut infrastrukturnya ndak Pak?... Gini aja... pricing di situ.... bisa di sisi market... bisa di sisi transparansi.... nanti kan berkaitan dengan kuota ya... kuota harga yang nanti di market. Pricing dari sisi investor lebih menarik dari sisi return-nya... dari sisi dia... dari sisi investasi, dari perspektif investasi menarik ndak... kompetitif ndak... Heeh... bagaimana ya membahasakannya... iyaa... attractiveness. He... he... baru ketemu... menarik apa ndak investasi ini?... risk return-nya?...trade offnya kan?...”

Kesimpulan yang dapat diambil adalah pentingnya menawarkan harga dan imbal hasil Sukuk yang menarik bagi investor. Investor dalam menentukan prioritas investasi selalu mempertimbangkan *trade off* antara *risk and return* dari sebuah produk investasi. Dengan asumsi investor adalah pribadi yang rasional, maka emiten perlu memberikan imbal hasil lebih tinggi jika sekiranya Sukuk tersebut memiliki risiko yang relatif besar, yang disebut sebagai *trade off* antara *risk and return*, dimana adagium yang terkenal adalah *high risk, high return* (Brigham, p: 247).

Sub kluster ketiga adalah pendalaman Pasar Sukuk (*Sukuk market deepening*). Pendalaman Sukuk bertujuan untuk melayani pasar Sukuk yang terdiri dari pasar dengan kebutuhan Sukuk dengan jangka panjang maupun pendek, yang retail maupun yang non retail, dan sebagainya. Tentang *Sukuk deepening* ini Pak Suminto dalam wawancara mendalam menyatakan:

“Pasar itu intinya instrumen, infrastruktur, legal.... kedalaman pasar itu contohnya gini, ketika pasar itu dalam, jadi kan buyer banyak, duitnya banyak. Sehingga mewakili likuiditas. Jadi orang melakukan jual beli juga gampang. Kalau

*buyernya sedikit, duit sedikit, orang jual belinya agak susah juga nanti...”*

Pada intinya, *market deepening* memberikan keleluasaan bagi investor untuk memilih produk keuangan yang sesuai dengan kebutuhannya, baik berdasarkan jangka waktu investasinya, bentuk akad Sukuk yang dibutuhkan, maupun *currency* yang sesuai. Jika *market deepening* berhasil dilakukan, diharapkan peningkatan permintaan Sukuk dari *demand side* bisa diciptakan (Nurhaida, 2014).





## Pembahasan Hasil Penelitian

### Prioritas Klaster Masalah

Berdasarkan hasil pengolahan data menggunakan *software Super Decision*, didapat kesimpulan bahwa sebagian besar responden sepakat bahwa secara keseluruhan (*overall*) masalah dalam kelompok Emiten adalah masalah yang paling penting dalam pengembangan Sukuk Negara, sebesar 31,2%. Dengan kata lain responden yang setuju bahwa Emiten adalah masalah yang paling penting adalah sebesar 31,2%. Sedangkan masalah-masalah dalam kelompok Investor menduduki prioritas terendah, sebesar 21,1%. Masalah lainnya, yang tergabung dalam kelompok Legal dan Pasar memiliki bobot prioritas yang hampir sama, yaitu berturut turut 23,9% dan 23,8%.

Secara lebih spesifik, sebagian besar responden sepakat bahwa untuk mengembangkan Sukuk Negara, dari duabelas masalah yang teridentifikasi dan dikelompokkan dalam empat kelompok masalah, maka masalah dalam kelompok Emiten yang paling dianggap penting untuk segera dicarikan solusinya adalah masalah komitmen pemerintah, sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 5.9. Komitmen dalam hal ini berarti seberapa besar *goodwill* pemerintah dalam mengembangkan ekonomi dan keuangan Islam. Hal ini wajar, karena Sukuk Negara adalah produk dari kebijakan pemerintah, dalam hal ini adalah Kementerian Keuangan Republik Indonesia.

Terkait *goodwill* pemerintah, tahun demi tahun menunjukkan *goodwill* yang semakin baik. Terbukti dengan tingginya volume

Sukuk Negara yang dikeluarkan oleh pemerintah. Untuk tahun 2018, Kementerian Keuangan dalam acara *Investor Gathering* di Jakarta tanggal 18 Desember 2017 yang dipimpin oleh Menteri Keuangan Republik Indonesia, Ibu Sri Mulyani, sudah mengumumkan adanya kenaikan penggunaan Sukuk dalam membiayai pembangunan negara sebesar 34,4% dibanding tahun sebelumnya. Kenaikan tersebut membuat Sukuk Negara sebagai sumber pembiayaan syariah menjadi sebesar Rp22,5 Triliun dari sebelumnya tahun 2017 sebesar Rp16,7 Triliun. Peningkatan ini digunakan untuk membiayai beberapa proyek kementerian-kementerian Republik Indonesia, di antaranya proyek pembangunan infrastruktur perkeretaapian, jalan dan jembatan, serta pengendalian banjir.

Komitmen pemerintah yang lainnya ditunjukkan dengan dilahirkannya KNKS atau Komite Nasional Keuangan Syariah yang dipimpin langsung oleh Presiden Republik Indonesia, Bapak Joko Widodo, di Jakarta pada tanggal 25 Juli 2017. Melalui KNKS ini, presiden mengharapkan dapat mengakselerasi perkembangan ekonomi dan keuangan syariah di Indonesia. Salah satu proyek besar KNKS adalah dibentuknya dana haji yang dikelola secara inependen, mandiri, dan amanah dalam Badan Pengelola Keuangan haji (BPKH), dimana di tahun 2017 dana haji sebesar Rp80 Triliun akan diinvestasikan di sektor infrastruktur (Abimanyu, 2017).

Berbeda dengan Sukuk Korporasi yang dikeluarkan oleh perusahaan swasta, dimana komitmen direksi atau pemilik perusahaan saja tidaklah cukup dijadikan dasar menerbitkan Sukuk, karena harus banyak mempertimbangkan variabel-variabel lain yang bisa mempengaruhi laku atau tidaknya Sukuk tersebut di pasar. Misalnya, faktor fundamental perusahaan yang terdiri dari kemampuan (*profitability*), besarnya aset perusahaan, banyaknya hutang perusahaan, dan lain

sebagainya. Hal ini mengingatkan investor Sukuk korporasi menginginkan adanya jaminan keamanan atas investasinya, sedangkan investor Sukuk Negara tidak perlu mengkhawatirkan hal yang sama, karena negara sebagai emiten dapat menjamin investasi atas Sukuk Negara, sehingga investasi di Sukuk Negara dapat dikategorikan *free risk investment*.

Tabel 5.9.  
Ranking Prioritas Detil Masalah

Ranking	Detil Masalah	Bobot (%)
1	Komitmen pemerintah	15,5
2	Infrastruktur transaksi	10,3
3	Kecukupan regulasi	9,6
4	Keragaman varian akad	9,5
5	Price attractiveness	9,0
6	Pemahaman Produk	8,5
7	Kepastian regulasi	8,0
8	Pendapat ulama	6,8
9	Likuiditas Sukuk	6,1
10	Efisiensi biaya Sukuk	6,0
11	Volatilitas pasar	5,7
12	Aset sekuritisasi	5,0

Sumber: Hasil ANP

Ranking kedua tentang detil masalah diduduki oleh kelengkapan infrastruktur transaksi Sukuk, termasuk di dalamnya adalah apakah investor dapat menjual atau membeli dengan mudah Sukuk Negara. Apakah administrasi penjualannya efisien atau tidak. Sedangkan ranking terakhir adalah ketersediaan aset yang akan disekuritisasi. Hal ini dapat dipahami karena aset pemerintah yang dapat dijadikan underlying asset memang sangat banyak. Hanya saja, faktor aset ini tetap perlu dimasukkan dalam daftar detil masalah karena

meskipun asetnya tersedia, namun bisa saja izinnnya dari DPR tidak dapat diperoleh (Suminto, 2017).

## Prioritas Klaster Solusi

Berdasarkan hasil *running* data kuesioner, prioritas klaster Solusi adalah Emiten (32,3%), Legal (28,4%), Pasar (23,3%), terakhir Investor (16%). Jika dilihat secara lebih rinci, tiap kelompok responden memiliki pilihan prioritas yang berbeda-beda. Asosiasi dan regulator sama-sama memilih Emiten sebagai prioritas utama alternatif kelompok Solusi. Sedangkan kelompok Akademisi lebih memilih aspek Legal, sementara kelompok Praktisi memilih aspek Pasar sebagai prioritas solusi.

Berdasarkan data hasil pengolahan software *Super Decision* didapatkan hasil yang lebih rinci, dimana semua responden setuju bahwa solusi terpenting yang harus dilakukan adalah meningkatkan komitmen pemerintah (12,8%), sementara kemudahan transaksi dan revisi regulasi sebagai prioritas berikutnya.

Hal ini sejalan dengan prioritas masalah dimana prioritas pertama adalah kelompok Emiten atau pemerintah dimana komitmen pemerintah-lah yang paling dianggap *urgent* untuk segera diselesaikan. Komitmen pemerintah merupakan bentuk dari keberpihakan pemerintah atas ekonomi syariah. Hal ini terutama karena Sukuk Negara merupakan Sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah, dalam hal ini Kementerian Keuangan, Direktorat Pembiayaan Syariah. Apabila *political will* pemerintah cukup tinggi, maka penerbitan Sukuk Negara juga akan tinggi. Hal ini sebagaimana yang diungkapkan oleh Krueger (1995:892-895) bahwa kebijakan ekonomi suatu negara tidaklah hanya didasarkan pada perhitungan-perhitungan

ekonomi semata, tetapi juga merupakan *political views* dari pemerintah yang mengeluarkan kebijakan tersebut.

Hasil prioritas detil solusi atas masalah dalam pengembangan Sukuk Negara ditunjukkan dalam Tabel 5.10 di bawah ini.

Tabel 5.10.  
Daftar Ranking Prioritas Solusi

Ranking	Prioritas Solusi	Bobot(%)
1	Peningkatan komitmen pemerintah	12,8
2	Kemudahan bertransaksi	11,1
3	Revisi Regulasi	10,9
4	Competitive risk and return	10,3
5	Peningkatan aplikabilitas regulasi	9,0
6	Menjaga kestabilan pasar keuangan	8,0
7	Identifikasi aset	7,4
8	Peningkatan volume perdagangan Sukuk	6,9
9	Edukasi investor	6,7
10	Menyediakan variasi akad Sukuk	6,0
11	Evaluasi kontrak penerbitan Sukuk	5,9
12	Penyeragaman perspektif ulama	5,0

### Prioritas Klaster Strategi

Berdasarkan hasil olah data responden, didapatkan kesimpulan bahwa semua kelompok responden sepakat bahwa Strategi yang sesuai guna memecahkan masalah pengembangan Sukuk Negara adalah kelompok Emiten (37,9%), dilanjutkan dengan kelompok Strategi Pasar (23,1%), sedangkan kelompok Legal dan Investor masing masing disetujui responden sebanyak 21,9% dan 17,1%. Hal ini sejalan dengan hasil pemilihan prioritas klaster Masalah dan juga klaster Solusi yang sama-sama menjadikan kelompok Emiten sebagai kelompok yang paling tinggi prioritasnya.

Namun demikian, urutan prioritas keseluruhan mengalami sedikit perubahan, dimana dalam klaster Masalah dan Solusi, urutan kedua adalah Legal, ketiga adalah Pasar, dan keempat adalah Investor. Sedangkan dalam prioritas penerapan Strategi urutannya sedikit bergeser antara Pasar dan Legal, dimana Legal tadinya adalah prioritas kedua baik dalam klaster Masalah maupun Solusi, tetapi dalam klaster Strategi posisi berbalik, dimana klaster Pasar menjadi prioritas kedua, sedangkan Legal menjadi ketiga.

Jika dilihat lebih detil, hasil olahan data menunjukkan bahwa perlunya penerapan Strategi terpenting adalah penyediaan *roadmap* pengembangan keuangan syariah beserta penyediaan infrastruktur yang memadai guna pengembangan keuangan syariah (11,2%). Urutan prioritas strategi berikutnya yang tidak kalah penting dan hanya memiliki selisih sangat sedikit dibanding dua prioritas pertama adalah pentingnya supervisi regulasi guna memastikan implementasi regulasi terkait perdagangan Sukuk Negara (11,2%). Pentingnya penentuan *tax incentive* bagi perdagangan Sukuk Negara dan optimasi peran pemerintah sama-sama menempati rangking ketiga (8,6%). Rangking prioritas penentuan strategi pengembangan Sukuk Negara dijelaskan dalam Tabel 5.11.

Dari dua belas rekomendasi strategi pengembangan Sukuk Negara, *roadmap* pengembangan keuangan atau lebih luasnya ekonomi syariah, sudah dicanangkan pemerintah, yaitu oleh Presiden Susilo Bambang Yudoyono pada tanggal 17 November 2013 melalui gerakan GRES (Gerakan Ekonomi Syariah) yang diadakan di lapangan Monument Nasional (MONAS) bersama-sama dengan gubernur BI, Agus Martowardojo, dan ketua OJK, Muliaman D. Hadad (Kompas, 17 November 2013).



Tabel 5.11.  
Daftar Prioritas Strategi

Ranking	Prioritas Strategi	Bobot
1	Roadmap pengembangan keuangan syariah	11,2
1	Sediakan infrastruktur transaksi yang memadai	11,2
2	Supervise kepastian regulasi dalam kontrak Sukuk	11,1
3	Tax incentive dan competitive Sukuk pricing	8,6
3	Optimasi peran pemerintah dalam identifikasi aset	8,6
4	Pendekatan kepada legislator	8,5
5	Mengembangkan produk Sukuk yang inovatif	7,9
6	Pendalama pasar Sukuk	7,6
7	Sosialisasi Sukuk kepada investor	7,5
8	Standarisasi kontrak	6,4
9	Optimasi peran lembaga terkait dalam menjaga kestabilan pasar	5,9
10	Focus Group Discussion (FGD) bersama ulama	5,6

Berawal dari gerakan tersebut, selanjutnya Bank Indonesia dan Kementerian Keuangan Republik Indonesia mengadakan Indonesia Sharia Economy Festival (ISEF), yang dilakukan tiap tahun di bulan November di Surabaya dalam rangka mensosialisasikan ekonomi Islam. Acara ISEF menggabungkan *talk show*, bedah buku, *call for paper*, workshop, pameran, dan kegiatan sejenisnya dengan mengundang tokoh-tokoh ahli ekonomi Islam di Indonesia dan manca negara. ISEF tahun 2017 dilaksanakan 1 pekan dan dihadiri 30 ribu pengunjung dari berbagai daerah di Indonesia dan berhasil dilakukan transaksi sebesar Rp16,81 Miliar selama ISEF (Jawa Pos, 11 November 2017).





## Limitasi Penelitian

Penelitian ini mengaplikasikan metode *Analytic Network Process* (ANP) yang merupakan metode penelitian kualitatif dengan pendekatan *expert based*. Karenanya, penelitian ini hanya memasukkan pendapat para pakar terkait rumusan masalah yang telah ditetapkan, dan tidak memasukkan pendapat individu kelompok lain yang tidak dipilih oleh peneliti. Misalnya, pendapat dari masyarakat *grass roots*, yang tentu jumlahnya jauh lebih besar dari jumlah para pakar Sukuk Negara, tidak dimasukkan dalam rancangan penelitian ini.





## Simpulan dan Saran

### Simpulan

**B**erdasarkan rumusan masalah dan hasil analisis pada penelitian ini pada bab sebelumnya, maka dapat ditarik beberapa kesimpulan antara lain:

1. Masalah yang dihadapi oleh pemerintah Indonesia dalam pengembangan Sukuk Negara terbagi dalam 4 klaster, yakni klaster Emiten (masalah komitmen pemerintah, terbatasnya aset yang bisa disekuritisasi, dan efisiensi biaya penerbitan Sukuk), klaster Legal (masalah kecukupan regulasi, pendapat ulama atas Sukuk, kepastian regulasi), klaster Pasar (masalah infrastruktur transaksi, volatilitas pasar keuangan, keragaman varian Sukuk), klaster Investor (masalah pemahaman produk, *price attractiveness*, dan likuiditas Sukuk).
2. Alternatif Solusi dari permasalahan dalam pengembangan Sukuk Negara dapat dibedakan dalam 4 klaster, yakni klaster Emiten (solusi dengan cara meningkatkan komitmen pemerintah dalam pengembangan Sukuk Negara, identifikasi aset yang dapat digunakan sebagai *underlying assets*, dan evaluasi kontrak penerbitan Sukuk Negara), klaster Legal (solusi dengan cara revisi regulasi, penyeragaman pendapat para ulama terkait Sukuk Negara, peningkatan aplikabilitas regulasi terkait Sukuk Negara), klaster Pasar (kemudahan bertransaksi, menjaga kestabilan pasar

keuangan, menyediakan variasi akad Sukuk Negara), dan klaster Investor (edukasi investor, meningkatkan *competitive risk and return*, serta meningkatkan volume perdagangan).

3. Alternatif Strategi dalam pengembangan Sukuk Negara yang dihadapi di Indonesia dibedakan dalam 4 klaster, yakni klaster Emiten (adanya *roadmap* pengembangan keuangan syariah, optimalisasi peran pemerintah dalam identifikasi aset Sukuk Negara, dan standarisasi kontrak yang mendasari Sukuk Negara), klaster Legal (pendekatan kepada legislator, *Focus Group Discussion* dengan para ulama, supervisi kepastian regulasi dalam kontrak Sukuk Negara), klaster Pasar (menyediakan infrastruktur yang memadai, optimalisasi peran lembaga terkait dalam menjaga kestabilan pasar keuangan, mengembangkan produk-produk keuangan syariah yang inovatif), serta klaster Investor (sosialisasi Sukuk kepada investor maupun calon investor, *tax incentive* dan *competitive Sukuk pricing*, serta pendalaman pasar Sukuk).
4. Hal-hal yang paling berpengaruh dalam pengembangan Sukuk Negara terbagi dalam tiga kelompok. Kelompok Masalah, Kelompok Solusi, dan Kelompok Strategi.

Tiga masalah yang paling penting untuk segera diselesaikan adalah komitmen pemerintah (15,5%), infrastruktur transaksi yang memadai (10,3%), dan kecukupan regulasi (9,6%).

Tiga solusi terpenting yang harus menjadi perhatian pengambil kebijakan adalah pentingnya meningkatkan komitmen pemerintah (12,8%), kemudahan transaksi (11,1%), dan revisi regulasi (10,9%).

Tiga strategi terpenting yang perlu segera diimplementasikan adalah membuat *roadmap* pengembangan keuangan Islam (11,2%), di samping penyediaan infrastruktur yang memadai oleh pemerintah (11,2%), pentingnya supervisi implementasi regulasi (11,1%), dan pentingnya optimalisasi peran pemerintah dan adanya tax incentive dalam perdagangan Sukuk Negara (8,6%).

“

*Tiga masalah yang paling penting untuk segera diselesaikan adalah komitmen pemerintah (15,5%), infrastruktur transaksi yang memadai (10,3%), dan kecukupan regulasi (9,6%). Tiga solusi terpenting yang harus menjadi perhatian pengambil kebijakan adalah pentingnya meningkatkan komitmen pemerintah (12,8%), kemudahan transaksi (11,1%), dan revisi regulasi (10,9%).*

”

## Saran

Berdasarkan hasil penelitian ini, ada beberapa saran yang dapat diusulkan antara lain:

1. Kepastian perpajakan melalui revisi regulasi dan *tax incentive* harus segera dilakukan. Minimal besaran pajak pada Sukuk sama dengan Obligasi, sehingga Sukuk dan Obligasi dapat berkompetisi secara seimbang di pasar modal
2. Peranan pemerintah dalam mendukung pengembangan Sukuk Negara dapat dioptimalkan lebih lanjut dengan melakukan pembiayaan berbasis *project* tertentu atau menutupi defisit anggaran dengan instrumen Sukuk Negara
3. Penelitian terkait Sukuk di Indonesia perlu ditingkatkan di kalangan akademisi. Dengan hal tersebut diharapkan Sukuk dapat menjadi instrumen keuangan ideal yang dapat menjadi salah satu solusi perbaikan ekonomi Indonesia di masa depan.





## DAFTAR PUSTAKA

- Achsien, Iggi H., 2000, "Investasi Syariah di Pasar Modal, Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah", Gramedia, Jakarta.
- Adiatna P, Pradono, 2012., "Peluang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) Sebagai Alternative Pembiayaan Infrastruktur", Simposium XIII FSTPT, Universitas Sugijapranata.
- Alamsyah, Halim, 2014, "The Legacy of Islamic Finance : A Path to Financial Stability and Sustainable Economic Development", working paper, IIFM Industry Seminar on Islamic Financial Market, 1st December 2014, Bahrain.
- Amin, Muhammad Al, Muhamad Al Bashir, 2001, "The Islamic Bond Market, The Possibilities and the Challenges", International Journal of Islamic Financial Services, Vol 3 No 1, April -June 2001.
- Arsalan, Tariq Ali, 2004, "Managing Financial Risk of Sukuk Structure", a dissertation, submitted at Loughborough University, UK.
- Ascarya, Yumanita, 2007, "Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia". IRTI Publication, Saudi Arabia.
- Ayub, Muhammad, 2002, "Islamic Banking and Finance: Theory and Practice", State Bank of Pakistan, Karachi.
- Bungin Burhan, 2012, "Metodologi Penelitian Kualitatif, Aktualisasi Metodologi, ke Arah Ragam Varian Kontemporer", Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Brigham, Eugene F, J.F.Houston, 2001 " Manajemen Keuangan jilid 2, Edisi kedelapan" Salemba 4 , Jakarta

- Cakir, S and Raei. F, 2007, "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk?", IMF Working Paper, WP/07/237.
- Choi, C.R., Jeong, H.Y., Park, J.H., Jang, H.J., and Jeong, Y.S. (2016), "Relative weight comparison between virtual key factors of cloud computing with analytic network process", *Journal of Supercomputing*, Vol. 72, pp. 1694-1714.
- Cox, M.A.A. (2009), "Multidimensional Scaling as an Aid for the Analytic Network and Analytic Hierarchy Processes", *Journal of Data Science*, Vol. 7, pp. 381-396.
- Datuk, Bahril, 2014, Sukuk, dimensi Baru Pembiayaan Pemerintah untuk Pertumbuhan Ekonomi, *Jurnal Riset Akuntansi dan Bisnis*, Maret, Vol. 14 No 1.
- Didin hafidudin, Irfan Sauqi Beik, 2007, "Enhancing the Role of Sukuk on Agriculture Sector Financing: Proposed Model."
- Ergu, D., Kou, G., Peng, Y. and Shi, Y. (2011), "A Simple Method to Improve the Consistency Ratio of the Pair-wise Comparison Matrix in ANP", *European Journal of Operational Research* Vol. 213, pp. 246-259.
- Govindan, K., Sarkis, J., and Palaniappan, M. (2013), "An Analytic Network Process-Based Multicriteria Decision Making Model for a Reverse Supply Chain", *International Journal of Advanced Manufacture Technology*, Vol. 68, pp. 863-880.
- Herdiningdiyah, Dwi Irianti, 2014, *Sukuk Negara: Financing and Investment Instrument*, Proceeding, IIFM Industry Seminar on Islamic Capital and Money Market, May, Bank Indonesia Jakarta.
- Huda, Nurul, Mustafa E. Nasution, 2008, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Edisi kedua, Penerbit Kencana, Jakarta.
- Godlewski, Christophe J., Rima Turk, and Laurent Weill, 2014, *Do the Type of Sukuk and Choice of Shari'a Scholar Matter?*



- IMF Working Paper, International Monetary Fund - Middle East Center for Economics and Finance.
- IIFM, 2009, A Comprehensive Study of the International Sukuk market, *International Islamic Financial Market*, First edition. www.iifm.net.
- IIFM, 2017, *Sukuk Report, a Comprehensive Study of the Global Sukuk Market*, 6<sup>th</sup> Edition, International Islamic Financial Market (IIFM), Kingdom of Bahrain.
- IICM, 2009, Iran's Experience in Issuing Musharakah Sukuk, *Quarterly Bulletin of Iranian Islamic Capital Market*, Vol.1, No.3.
- Ismal, Rifki, 2011, *The Indonesian Islamic Banking, Theory and Practices*, Gramata Publishing, Depok, Jawa Barat.
- Jablonsky, J. (2015), "Analysis of Selected Prioritization Methods in the Analytic Hierarchy Process", *Journal of Physics: Conference Series* 622.
- Jaffer, Sohail, 2011, *Global Growth, Opportunities and Challenges in Sukuk Market*, Euromoney Institutional Investor PLC, London, UK
- Jobs, Andreas, Peter Kunzel, Paul Mills, Amadou Sy, 2008, Islamic Bond Issuance, What Soforeign Debt Managers Need to Know, *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol.1.
- Jogiyanto, 1998, *Teori Portofolio dan Analisis Investasi*, BPFE, Jogjakarta.
- Karimzadeh, Majid, 2012, "Role of Sukuk in Islamic Capital Market: Experience of Iran (1994-2011)", Department of Economics, Aligarh Muslim University. *Arabian Journal of Business and Management Review (OMAN Chapter) Vol. 1, No.7; February 2012*, 105.
- Khoutem, Daoud Ben Jedidia, 2014, "Islamic Banks-Sukuk Markets Relationships and Economic Development The Case of the Tunisian Post-Revolution Economy", *Journal*



*of Islamic Accounting and Business Research*, Vol. 5 No. 1, pp. 47-60.

- Krueger, Anne O. 1995, "Political Economy of Policy Reform in Developing Countries", *Journal Economic Development and Cultural Change*, Vol. 43, No. 4 (Jul., 1995), pp. 892-895, The University of Chicago Press, URL: <http://www.jstor.org/stable/1154563>
- Lee, M.C. (2010), "The Analytic Hierarchy and the Network Process in Multicriteria Decision Making: Performance Evaluation and Selecting Key Performance Indicators Based on ANP Model", *Convergence and Hybrid Information Technologies*, Book edited by Marius Crisan.
- Lewis, Mervyn K, Lathifa Algavoud, 2001, "Islamic Banking", MPG Book, Ltd, Bodmin, Cornwall, United Kingdom.
- al-Maghlout, A, K, 2007, "Sukuk: An Inside Study of Background, Structures, Challenges & Cases", Open University Malaysia.
- al-Mulhim, T.S., Mikhailov, L., and Xu, D.L. (2012), "Prioritization Method in the Fuzzy Analytic Network Process by Fuzzy Preferences Programming Method", *World Academy of Science, Engineering and Technology*, Vol. 71, pp. 1030-1037.
- Musari, Khairunnisa, 2012, "Analisis Sukuk Pemerintah dan Dampaknya pada Kesejahteraan suatu Negara", *Disertasi, Pascasarjana, Universitas Airlangga*.
- Nazar, Jhordy Kshoogie, 2011, "Regulatory and Financial Implications of Sukuk's Legal Challenges for Sustainable Sukuk Development in Islamic Capital Market", *Proceeding of 8th International Conference on Islamic Economics and Finance*, Qatar.
- Nishizawa, K. (2012), "Normalization Method Based on Dummy Alternative with Perfect Evaluation Score in AHP and ANP", *Proceedings of the 4th International conference on Intelligent Decision Technologies - Volume 1*.

- Ossadnik, W., Schinke, S., and Kaspar, R.H. (2016), "Group Aggregation Techniques for Analytic Hierarchy Process and Analytic Network Process: A Comparative Analysis", *Group Decision and Negotiation*, Vol. 25, pp. 421-457.
- Partani, T., Marashi, S.V. and Alishahi, M.H. (2013), "Using Fuzzy Analytic Network Process (FANP) in a SWOT analysis", *Global Journal of Computer Science and Technology Interdisciplinary*, Vol. 13, Issue 2, pp. 16-32.
- Rusydia, Jarkasih., 2010, "Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia dengan Metode ANP", *Proceeding, International Academic Conference, Shariah Economic Days (SECOND) 2010*, Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Rusydia, A.S. and Devi, A. (2013), "Challenges in Developing Baitul Maal Wat Tamwiil (BMT) in Indonesia Using Analytic Network Process", *Business and Management Quarterly Review* Vol. 4, No. 2, pp. 51-62.
- Saaty, Thomas L and Vargas, Louis G. 2006, "Decision Making with the Analytic Network Process. Economic, Political, Social and Technological Applications with Benefits, Opportunities, Costs and Risks". Springer. RWS Publication, Pittsburgh.
- Saaty, T.L. (1996), "Decision Making with Dependence and Feedback: The Analytic Network Process", RWS Publications, Pittsburgh PA, USA.
- Saaty, R.W. (2002), "Decision Making in Complex Environments: The Analytic Network Process for Dependence and Feedback", Creative Decision Foundation, Pittsburgh, USA.
- Saaty, R.W. (2002), "Decision Making: The Analytic Network Process for Dependence and Feedback, A Manual for the ANP Software Super Decisions", Creative Decision Foundation, Pittsburgh, USA.

- Saaty, T.L. (2004), "Decision making - The Analytic Hierarchy and Network Processes (AHP/ANP)", *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, Vol. 13, No. 1, pp. 1-35.
- Saaty, T.L. (2004), "Fundamental of the Analytic Network Process - Dependence and Feedback in Decision Making with a Single Network", *Journal of Systems Science and Systems Engineering*, Vol. 13, No. 2, pp. 129-157.
- Saaty, T.L., and Ozdemir, M.S. (2005), *The Encyclicon*, RWS Publications, 4922 Ellsworth Avenue, Pittsburgh, PA.
- Saaty, T.L. (2006), "Rank From Comparisons and From Ratings in the Analytic Hierarchy/Network Processes", *European Journal of Operational Research*, Vol. 168, No. 2, pp. 557-570.
- Saaty, T.L. and Vargas, L.G. (2013), "Decision Making with the Analytic Network Process: Economic, Political, Social and Technological Applications with Benefits, Opportunities, Costs and Risks", 2<sup>nd</sup> Edition, Springer Science & Business Media, New York USA.
- Safari, Meysam, M.Ariff., Syamser M., 2013, "Do Debt Markets Price *Shukūk* and Conventional Bonds Differently?" *Journal of King Abdul Aziz University, JKAU: Islamic Econ.*, Vol. 26 No. 2, pp: 113-149 (2013 A.D./1434 A.H.) DOI: 10.4197 / Islec. 26-2.4
- Sharpe, William F., 1995, *Investasi*, Edisi Bahasa Indonesia, Vol.1., Prenhallindo, Jakarta.
- Shojaei, M., Abbaszade, S., and Aghaei, S.S. (2013), "Using Analytic Network Process Method to Prioritize Strategies Resulted from SWOT Matrix", *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, Vol. 4, No. 9, pp. 603-618.
- Sipahi, S. and Timor, M. (2010), "The Analytic Hierarchy Process and Analytic Network Process: An overview of applications", *Management Decision*, Vol. 48, Issue 5, pp. 775-808.

- Suminto, 2017, *"Pengembangan Aspek Syariah Sukuk Negara"*, Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Jakarta.
- Suminto, 2017, *"Pengembangan Aspek Instrumen & Infrastruktur pasar Sukuk Negara"*, Direktorat Pembiayaan Syariah, Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Jakarta.
- Sunarsih, 2008, "Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Jangka Panjang bagi Perusahaan Indonesia". *Jurnal Asy-Syir'ah*.
- Sutedi, Adrian, 2009, *"Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk"*, Sinar Grafika, Jakarta.
- Tanjung, Hendri, Abrista Devi, 2013, *"Metodologi Penelitian Ekonomi Islam"*, Gramata Publishing, Jakarta.
- Yang, J.L. and Tzeng, G.H. (2011), "An Integrated MCDM Technique Combined with DEMATEL for a Novel Cluster-weighted with ANP Method", *Expert Systems with Applications* Vol. 38, pp. 1417-1424.
- Yasmin, F., Kumar, A., and Kumar, A. (2013), "Fuzzy Theory Concept Applied in Analytic Network Process", *International Journal of Advanced Research in Computer Science and Software Engineering*, Vol. 3, Issue 5, pp. 832-837.
- Zhang, X., Deng, Y., Chan, F.T.S., and Mahadevan, S. (2015), "A Fuzzy Extended Analytic Network Process-Based Approach for Global Supplier Selection", *Applied Intelligence*, Vol. 43, pp. 760-772.
- Zainuddin, Muhammad, 2013, *"Paradigma Pendekatan Kuantitatif, Kualitatif, dan Kasyif"*, Materi kuliah program doktor Ilmu Ekonomi Islam, Universitas Airlangga Surabaya, tidak diterbitkan.
- 2008, *"Mengenal Sukuk Instrumen Investasi dan Pembiayaan Syariah"*, Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah,

Direktorat Jendral Pengelolaan Utang, Departemen Keuangan Jakarta.

----- 2013, *“Mengenal Sukuk Negara, Investasi Berbasis Syariah untuk Pengembangan Bangsa, Direktorat Pembiayaan Syariah”*, Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Kementerian Keuangan, Negara Republik Indonesia, Jakarta.

[www.iifm.net](http://www.iifm.net). *Sukuk Report, 4<sup>th</sup> Edition*, November 2014, diakses pada tanggal 28 Desember 2014.

[www.djpu.kemenkeu.go.id](http://www.djpu.kemenkeu.go.id). “Investing in Sukuk Negara (Indonesian Sovereign Sukuk): What do You Need to Know”, diakses pada tanggal 29 Desember 2014.

[http://www.ksei.co.id/registered\\_securities/Sukuk](http://www.ksei.co.id/registered_securities/Sukuk), diakses pada tanggal 29 Desember 2014.

<http://dsnmui.or.id>, diakses pada tanggal 09 Januari 2018

[www.ojk.go.id](http://www.ojk.go.id), diakses pada tanggal 09 Januari 2018

[www.djppr.kemenkeu.go.id](http://www.djppr.kemenkeu.go.id), diakses pada tanggal 09 Januari 2018

⌘⌘⌘



# CURRICULUM VITAE



**Nisful Laila** adalah dosen Program Studi Ekonomi Islam, Departemen Ekonomi Syariah, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga Surabaya. Saat buku ini ditulis, beliau juga diamanahi sebagai Wakil Dekan III, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Surabaya.

Nisful Laila menempuh pendidikan sarjananya di Universitas Airlangga, Surabaya (1990-1996) pada Program Studi Manajemen (S.E.). Beliau melanjutkan pendidikan pascasarjana di The University of New South Wales, Australia (2005-2006) pada jurusan Banking and Finance (M.Com.). Sedangkan pendidikan doktoral beliau tempuh di Universitas Airlangga, Surabaya (2012-2018) pada Jurusan Ekonomi Islam (Dr.). Buku ini beliau tulis pada saat mengambil pendidikan doktoral ini.

Beberapa penghargaan pernah beliau terima, di antaranya: Best Paper on BANICS Conference dari Ubon Ratchathani Rajabhat University (UBRU) Thailand (2017), Best Paper on GCBSS Conference dari The 7th Global Conference on Business and Social Sciences (GCBSS) Malaysia (2017), peraih beasiswa Sandwich Program dari Kemenristek DIKTI (2015), peraih beasiswa BPPS dari Kemenristek DIKTI (2012), serta penghargaan Satyalancana Karya Satya dari Kemenristek DIKTI (2012).

Di samping itu, beliau menerima beberapa pendanaan dari berbagai instansi seperti dari Universitas Airlangga dalam rangka riset tentang Pariwisata Syariah di Surabaya (2015) serta Kemenristek DIKTI berkaitan dengan kegiatan pelayanan publik yakni Pengelolaan Manajemen Keuangan Personal (2015) dan Pelatihan Manajemen Risiko Keuangan Koperasi Jawa Timur (2013).

Nisful Laila aktif juga dalam berbagai organisasi profesi baik nasional maupun internasional, seperti Ikatan Ahli Ekonomi Islam (IAEI), Ikatan Sarjana Ekonomi Indonesia (ISEI), Masyarakat Ekonomi Syariah (MES), Forum Dosen Ekonomi dan Bisnis Islam (FORDEBI), dan International Islamic Marketing Association (IIMA).

Beliau juga pernah menulis buku Ekonomi dan Bisnis Islam yang diterbitkan oleh penerbit Raja Grafindo Perkasa, Jakarta pada 2016. Puluhan tulisan ilmiahnya dimuat dalam berbagai jurnal dan proceeding serta dipresentasikan dalam seminar dan konferensi ilmiah baik dalam maupun luar negeri.

Nisful Laila sehari-hari berkantor di Departemen Ekonomi Islam, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Airlangga, Jl. Airlangga 4, Surabaya 60286. Beliau juga bisa dihubungi melalui email: [nisful.laila@feb.unair.ac.id](mailto:nisful.laila@feb.unair.ac.id) atau telepon di +62-812-33993352. Beliau juga aktif di beberapa social media seperti: [linkedin.com](https://www.linkedin.com), [scholar.google.co.id](https://scholar.google.co.id), [unair.academia.edu](https://unair.academia.edu), dan [researchgate.net](https://www.researchgate.net). Beliau kini bertempat tinggal bersama keluarga di Perum ITS Sukololo, Jl. Teknik Sipil Blok V-6, Surabaya.







# Foto Penelitian



Wawancara dengan expert ANP, peneliti senior Bank Indonesia, Bapak Dr. Ascarya, 7 September 2017



Pengisian kuesioner oleh Dr. Agustianto Minka, wakil ketua MES Pusat, di Hotel Quest Surabaya, 7 Oktober 2017.



Diskusi hasil ANP dengan ANP expert, Bapak Aam Rusydiana di Surabaya, 23 November 2017



Pembahasan hasil pengolahan ANP dengan asisten riset, Atika Masrifah, Hotel JW Marriot Surabaya, 10 November 2017.



Wawancara dengan Direktur Pembiayaan Syariah, Kementerian Keuangan RI, Bapak Suminto, Ph.D., 25 Juli 2017





Berbagai kajian tentang sukuk telah dilakukan, di antaranya tentang kemungkinan penggunaan sukuk untuk pembiayaan di bidang pertanian, perbandingan perkembangan sukuk di Malaysia dan Indonesia, persoalan seputar sukuk korporasi di Indonesia, maupun Sukuk Negara dihubungkan dengan kesejahteraan bangsa. Beberapa jurnal internasional juga memuat hasil-hasil riset tentang sukuk.

Meskipun sudah banyak penelitian tentang sukuk, namun belum ada penelitian yang mendalam dan komprehensif untuk menjawab mengapa sukuk di Indonesia, khususnya Sukuk Negara, memiliki pertumbuhan yang relatif kecil dibandingkan sukuk di negara dengan penduduk mayoritas muslim lainnya. Mengingat besarnya peran sukuk dalam perekonomian suatu negara, maka sangat penting untuk dilakukan penelitian dimaksud.

Itulah yang dilakukan oleh penulis yang kemudian mempersembahkan hasil penelitiannya yang ditulis dalam buku ini untuk seluruh pihak yang terlibat langsung maupun mereka yang menaruh minat dan perhatian pada pengembangan sukuk khususnya dan ekonomi Islam umumnya di Indonesia.