

PERMASALAHAN PENGEMBANGAN SUKUK KORPORASI DI INDONESIA MENGGUNAKAN METODE ANALYTICAL NETWORK PROCESS (ANP)

Endri

ABFI Institute Perbanas Jakarta
Jl. Perbanas, Karet Kuningan, Setia Budi - Jakarta 12940

Abstract: *This paper analyzed the problem of developing corporate sukuk in Indonesia using Analytical Network Process (ANP) methodology, proceeded by literature survey and in-depth interview with scholars, practitioners, and regulator of Islamic capital market to fully understand the problem and to develop an appropriate ANP network. The cause of this problem could be grouped into four aspects, namely 1) market player; 2) product characteristic; 3) regulation; and 4) government. This research found that the problems of developing corporate sukuk in Indonesia could be summed up into two main causes from market player and regulation aspects, namely the lack of market player understanding and quality of human resource which involved in Islamic capital market, and also the uncertainty of tax regulations. The suggested solution was to increase understanding of market player by promoting Islamic capital market intensively, and then providing quality of human resource by training and education comprehensively, revising tax regulation to avoid double taxation become the next solution. Other suggested solution from government aspect was to give support through issuance sovereign sukuk. Moreover, the most effective policy strategy to overcome the problems of Islamic capital market, specially in developing corporate sukuk market was by implementing market driven strategy, where policies were intended to make market mechanism running well.*

Key words: *Sukuk, Analytical Network Process, market player, product characteristic, regulation government*

Konsep keuangan berbasis syariah Islam dewasa ini telah diterima secara luas di dunia dan telah menjadi alternatif baik bagi pasar yang menghendaki kepatuhan syariah (*syariah compliance*), maupun bagi pasar konvensional sebagai sumber keuntungan (*profit source*). Diawali dengan perkembangan yang pesat di negara-negara Timur Tengah dan Asia Tenggara, produk keuangan dan investasi berbasis syariah Islam saat telah diaplikasikan di pasar-pasar keuangan Eropa, Asia, bahkan Amerika Serikat. Selain itu, lembaga-lembaga yang menjadi infrastruktur pendukung keuangan Islam

global juga telah didirikan, seperti *Accounting and Auditing Organization for Islamic Institution (AAOIFI)*, *International Financial Service Board (IFSB)*, *International Islamic Financial Market (IIFM)*, dan *Islamic Research and Training Institute (IRTI)*.

Salah satu instrumen keuangan syariah yang telah diterbitkan baik oleh negara maupun korporasi adalah *sukuk* atau obligasi syariah. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi *regular issuer* dari *sukuk*, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt-Jerman. Penerbitan

Korespondensi dengan Penulis:

Endri: Telp. +62 21 525 2533

E-mail: endri67@yahoo.com

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

Perkembangan *sukuk* di dunia dimulai dengan penerbitan *sovereign sukuk*, namun pada tahun-tahun berikutnya *corporatesukuk* lebih mendominasi. Data dari Standard & Poor's (S&P) menunjukkan bahwa pada tahun 2003, *sovereign sukuk* masih mendominasi pasar *sukuk* global yaitu sebesar 42% dan *sukuk* yang diterbitkan oleh lembaga keuangan sebesar 58%. Namun pada tahun 2007, justru *sukuk* korporasi yang mendominasi pasar *sukuk* global, yaitu sekitar 71%, lembaga keuangan 26%, dan pemerintah tinggal 3%. Umumnya, penerbitan *sukuk* korporasi ditujukan untuk ekspansi usaha, terutama oleh perusahaan-perusahaan besar dari negara-negara Timur Tengah dan Asia Tenggara (Malaysia).

Di Indonesia, *sukuk* korporasi lebih dikenal dengan istilah obligasi syariah. Pada tahun 2002, Dewan Syari'ah Nasional mengeluarkan fatwa No: 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi Syariah. Sebagai tindak lanjut atas fatwa di atas, pada Oktober 2002 PT. Indosat Tbk mengeluarkan obligasi syariah yang pertama kali di pasar modal Indonesia dengan tingkat imbal hasil 16,75%, imbal hasil ini cukup tinggi dibanding rata-rata *return* obligasi konvensional. Pada akhir tahun 2008, sedikitnya telah ada 23 perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah di Indonesia. Emiten penerbit obligasi syariah tersebut berasal dari beragam jenis usaha, mulai dari perusahaan telekomunikasi, perkebunan, transportasi, lembaga keuangan, properti, sampai industri wisata.

Walaupun dipandang sangat potensial dan prospektif, perkembangan obligasi syariah di Indonesia dapat dikategorikan sangat lambat. Total emisi hingga pertengahan 2008 baru mencapai lima triliun rupiah lebih (\$500 juta). Dibandingkan dengan Malaysia yang pada pertengahan 2007 saja telah membukukan total emisi RM 111,5 miliar (\$33 miliar). Menurut Achsien (2004), banyak tantangan yang dihadapi dalam pengembangan obligasi syariah di Indonesia, diantaranya adalah sosialisasi kepada investor, *opportunity cost*, aspek likuiditas, sampai regulasi atau perundang-undangan. Studi ini pada intinya bertujuan untuk menganalisis permasalahan dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

SUKUK

Dalam literatur keuangan Islam, istilah Obligasi Syariah lebih dikenal dengan istilah *Sukuk*. *Sukuk* berasal dari bahasa Arab "sak" (tunggal) dan "sukuk" (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat (*note*). Dalam pemahaman praktisnya, *sukuk* merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Sebuah *sukuk* mewakili kepentingan, baik penuh maupun proporsional dalam sebuah atau sekumpulan aset (Hakim, 2005). Menurut *Accounting and Audition Organization for Islamic Finance Institution* (AAOFI), *sukuk* adalah sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap aset yang *tangible*, manfaat dan jasa, kepemilikan aset atas suatu proyek, atau kepemilikan dalam aktivitas investasi khusus.

Sedangkan menurut fatwa Dewan Syariah Nasional tahun 2004, *Sukuk* atau Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga berjangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana



obligasi pada saat jatuh tempo. 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: (1) kepemilikan aset berwujud tertentu; (2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu

Beberapa karakteristik *sukuk* yang menjadi pembeda dengan obligasi konvensional antara lain: (1) merupakan bukti kepemilikan atas aset yang berwujud atau hak manfaat; (2) pendapatan dapat berupa imbalan, *fee*, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan akad yang dipakai pada penerbitan *sukuk*; (3) mensyaratkan adanya aset yang mewadahnya (*underlying asset*); (4) tidak mengandung unsur *riba*, *maisyir*, dan *gharar*; (5) dalam penerbitannya, memerlukan peran *Special Purpose Vehicle* (SPV).

Tabel 1. Perbandingan *Sukuk* dan Obligasi

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

Sumber: Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, 2008.

Permasalahan dalam Pengembangan *Sukuk* Korporasi

Al-Amine (2007), mengidentifikasi masalah-masalah seputar *sukuk* antara lain: (1) jaminan oleh pihak ketiga dalam struktur *sukuk ijarah* untuk melindungi investor yang masih diperdebatkan oleh pakar syariah; (2) model jual dan sewa kembali (*sale and lease back*) pada *sukuk ijarah* yang dianggap sebagai bentuk lain *bai al-wafa*, *bai al-istighlal*, atau *bai al-inah* yang masih diperdebatkan pakar syariah; (3) *pricing* pada *sukuk ijarah* yang masih mengacu pada LIBOR, sehingga *return* tidak merefleksikan pembayaran sewa *underlying asset* tetapi pada *interest rate*; (4) dalam *sukuk musyarakah*, ada jaminan pengembalian modal oleh salah satu pihak dimana dalam perjanjian *musyarakah* menurut hukum Islam hal tersebut tidak diperbolehkan; (5) belum ada model *rating* khusus pada *sukuk*.

Menurut Iqbal & Mirakhor (2007), tantangan dan beberapa isu dalam pengembangan pasar *sukuk* antara lain: (1) institusi dengan skala kecil sulit menerbitkan *sukuk*, tidak semua bank Islam dapat menerbitkan *sukuk* akibat kurangnya aset dengan skala besar; (2) efisiensi biaya menjadi *competitive disadvantages* dibandingkan dengan obligasi konvensional; (3) pada *floating rate sukuk*, *pricing* masih mengacu pada *benchmark* konvensional sehingga dari sudut pandang obligor tidak ada *cost advantage* dalam menerbitkan *sukuk*; (4) investor institusional dan bank cenderung menahan *sukuk* hingga jatuh tempo sehingga pasar sekunder *sukuk* tidak *liquid* dan meningkatkan biaya transaksi; (5) *adverse selection*, akibat adanya biaya-biaya tambahan.

Alvi (2005), mengurai masalah-masalah umum pada pengembangan *sukuk* antara lain: (1) terbatasnya jumlah penerbitan sehingga

perdagangan di pasar sekunder tidak aktif; (2) *buy and hold strategy* oleh mayoritas investor; (3) terbatasnya aset-aset berkualitas untuk sekuritisasi *ijarah*; (4) terbatasnya korporasi yang fokus dan *concern*. Alvi (2005) menambahkan beberapa isu penting dari aspek regulasi, hukum, syariah, dan lainnya: (1) rendahnya dukungan regulasi; (2) rendahnya inisiatif pengembangan *framework* hukum yang berbeda dengan instrumen konvensional; (3) kurangnya harmonisasi antara produk sekuritas Islam yang telah ada serta perbedaan pendapat para ulama; (4) terbatasnya jumlah sumber daya manusia yang memenuhi kualifikasi dalam pasar modal syariah; dan (5) masih sedikitnya bank investasi Islam menyebabkan keterbatasan kemampuan untuk strukturisasi, memulai, dan mengelola transaksi di pasar modal.

Studi Ascarya & Yumanita (2008) yang membandingkan pengembangan *sukuk* di Malaysia dan di Indonesia dalam aspek nilai, likuiditas, dan instrumen yang digunakan. Perkembangan *sukuk* tersebut juga dilihat melalui *framework* pengembangan keuangan Islam dan karakteristik pasar keuangan Islam di kedua negara. Hasil penelitiannya menyimpulkan: (1) komitmen pemerintah dalam pengembangan sistem keuangan Islam di Indonesia masih sangat minim. Sudah saatnya pemerintah memberikan dukungan dan komitmennya terutama pada level-level strategis, untuk mengakselerasi dan memberikan arah yang jelas dalam pengembangan sistem keuangan Islam; (2) kerangka hukum yang mewadahi sistem keuangan Islam masih sangat minim, sehingga para pelaku pasar masih merasa gamang dan memilih menunggu (*wait and see*) kepastian dari pemerintah; (3) belum adanya instrumen syariah yang dikeluarkan pemerintah yang diperlukan sebagai dasar kebijakan dan benchmark bagi institusi keuangan syariah. Oleh karenanya, penerbitan instrumen keuangan syariah negara seperti *sukuk*, *Islamic Treasury Bills*, dan instrumen syariah dari bank sentral lainnya, menjadi prioritas selanjutnya; (4) pengembangan SDM ekonomi syariah yang belum tergarap dengan baik.

Studi Pramono (2006) menawarkan alternatif baru yaitu skema pembiayaan pembangunan infrastruktur melalui penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Dengan potensi dana Timur Tengah yang besar, emisi obligasi syariah diharapkan dapat mengakhiri ketergantungan pembiayaan dengan basis hutang yang menghasilkan beban bunga. Hasil penelitiannya menyimpulkan bahwa upaya mengembangkan obligasi syariah sebagai alternatif pendanaan infrastruktur menghadapi beberapa tantangan strategis yang perlu segera diselesaikan, yaitu berkaitan dengan aspek regulasi, aspek pendukung operasional, dan infrastruktur lainnya. Menjawab tantangan tersebut, beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen obligasi syariah seperti usulan regulasi, optimalisasi peran BUMN, insentif perpajakan dan prasyarat pendukung lainnya.

METODE

Dalam metodologi ANP, data yang digunakan merupakan data primer yang didapat dari hasil wawancara (*in-depth interview*) dengan pakar, praktisi, dan regulator, yang memiliki pemahaman tentang permasalahan yang dibahas. Dilanjutkan dengan pengisian kuesioner pada pertemuan kedua dengan responden. Data siap olah dalam ANP adalah variabel-variabel penilaian responden terhadap masalah yang menjadi objek penelitian dalam skala numerik.

Pemilihan responden pada penelitian ini dilakukan secara *purposive sample* (sengaja) dengan mempertimbangkan pemahaman responden tersebut terhadap permasalahan dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia. Jumlah responden dalam penelitian ini terdiri dari lima orang, dengan pertimbangan bahwa mereka cukup berkompeten dalam mewakili keseluruhan populasi. Dalam analisis ANP jumlah sampel/responden tidak digunakan

sebagai patokan validitas. Syarat responden yang valid dalam ANP adalah bahwa mereka adalah orang-orang yang ahli di bidangnya. Oleh karena itu, responden yang dipilih dalam survei ini adalah para pakar/peneliti ekonomi Islam dan para praktisi/profesional yang berkecimpung dalam pasar modal syariah, khususnya *sukuk*.

Pertanyaan dalam kuesioner ANP berupa *pairwise comparison* (perbandingan pasangan) antar elemen dalam *cluster* untuk mengetahui mana di antara keduanya yang lebih besar pengaruhnya (lebih dominan) dan seberapa besar perbedaannya dilihat dari satu sisi. Skala numerik 1-9 yang digunakan merupakan terjemahan dari penilaian verbal. Pengisian kuesioner oleh responden harus didampingi peneliti untuk menjaga konsistensi dari jawaban yang diberikan. Pada umumnya, pertanyaan pada kuesioner ANP sangat banyak jumlahnya. Sehingga faktor-faktor non teknis dapat menyebabkan tingginya tingkat inkonsistensi.

Tabel 2. Perbandingan Skala Verbal dan Skala Numerik

Skala Verbal	Skala Numerik
Amat sangat lebih besar pengaruhnya	9
	8
Sangat lebih besar pengaruhnya	7
	6
Lebih besar pengaruhnya	5
	4
Sedikit lebih besar pengaruhnya	3
	2
Sama besar pengaruhnya	1

Sumber: Ascarya, 2005.

Data yang didapatkan dari penelitian akan dianalisis dengan metode ANP yang merupakan metode yang dapat digunakan dalam berbagai studi kualitatif yang beragam, seperti pengambilan keputusan, *forecasting*, evaluasi, *mapping*, *strategizing*, alokasi sumber daya, dan lain sebagainya.

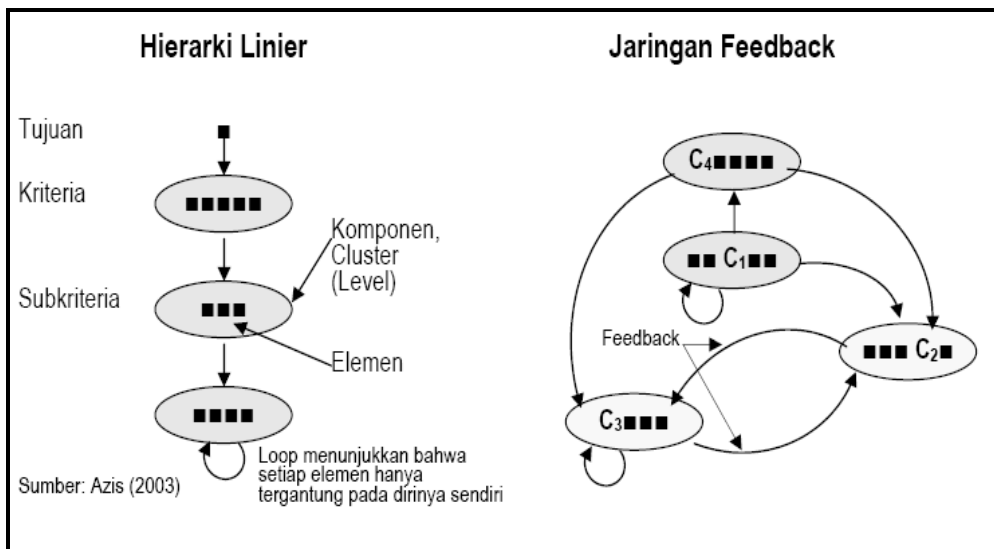
Gambaran Umum ANP

Analytic Network Process atau ANP merupakan pendekatan baru metode kualitatif. Diperkenalkan Profesor Thomas Saaty pakar riset dari Pittsburgh University, dimaksudkan untuk menggantikan metode *Analytic Hierarchy Process* (AHP). Kelebihan ANP dari metodologi yang lain adalah kemampuannya melakukan pengukuran dan sintesis sejumlah faktor-faktor dalam hierarki atau jaringan. Tidak ada metodologi lain yang mempunyai fasilitas sintesis seperti metodologi ANP.

Menurut Saaty dalam Ascarya (2005) ANP digunakan untuk menurunkan rasio prioritas komposit dari skala rasio individu yang mencerminkan pengukuran relatif dari pengaruh elemen-elemen yang saling berinteraksi berkenaan dengan kriteria kontrol. ANP merupakan teori matematika yang memungkinkan seseorang untuk memperlakukan *dependence* dan *feedback* secara sistematis yang dapat menangkap dan mengombinasikan faktor-faktor *tangible* dan *intangible*.

ANP merupakan pendekatan baru 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. Berbeda dengan *Analytic Hierarchy Process* (AHP), ANP dapat menggunakan jaringan tanpa harus menetapkan level seperti pada hierarki yang digunakan dalam AHP. Konsep utama dalam ANP adalah *influence*, sementara konsep utama dalam AHP adalah *preference*. AHP dengan asumsi-asumsi dependensinya tentang *cluster* dan elemen merupakan kasus khusus dari ANP (Ascarya, 2005).

Pada jaringan AHP terdapat level tujuan, kriteria, subkriteria, dan alternatif, dimana masing-masing level memiliki elemen. Sementara itu, pada jaringan ANP, level dalam AHP disebut *cluster* yang dapat memiliki kriteria dan alternatif di dalamnya, yang sekarang disebut simpul (Gambar 1).



Gambar 1. Perbandingan Hierarki Linier dan Jaringan Feedback.

Sumber: Ascarya (2005)

Dengan *feedback*, alternatif-alternatif dapat bergantung/terikat pada kriteria seperti pada hierarki tetapi dapat juga bergantung/terikat pada sesama alternatif. Lebih jauh lagi, kriteria-kriteria itu sendiri dapat tergantung pada alternatif-alternatif dan pada sesama kriteria. Sementara itu, *feedback* meningkatkan prioritas yang diturunkan dari *judgements* dan membuat prediksi menjadi lebih akurat. Oleh karena itu, hasil dari ANP diperkirakan akan lebih stabil. Dari jaringan *feedback* pada Gambar 1 dapat dilihat bahwa simpul atau elemen utama dan simpul-simpul yang akan dibandingkan dapat berada pada *cluster-cluster* yang berbeda. Sebagai contoh, ada hubungan langsung dari simpul utama C4 ke *cluster* lain (C2 dan C3), yang merupakan *outer dependence*. Sementara itu, ada simpul utama dan simpul-simpul yang akan dibandingkan berada pada *cluster* yang sama, sehingga *cluster* ini terhubung dengan dirinya sendiri dan membentuk hubungan *loop*. Hal ini disebut *inner dependence*.

Landasan ANP

ANP memiliki tiga aksioma yang menjadi *landasan* teorinya: (1) Resiprokal. Aksioma ini menyatakan bahwa jika $PC (EA,EB)$ adalah nilai

pembandingan 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.

Prinsip Dasar ANP

Prinsip-prinsip dasar ANP ada tiga, yaitu dekomposisi, penilaian komparasi (*comparative judgements*), dan komposisi hierarkis atau sintesis dari prioritas. Prinsip dekomposisi diterapkan untuk menstrukturkan masalah yang kompleks menjadi kerangka hierarki atau jaringan *cluster, subcluster, sub-sub cluster*, dan seterusnya. Dengan kata lain dekomposisi adalah memodelkan masalah ke dalam kerangka ANP. Prinsip penilaian komparasi

diterapkan untuk membangun perbandingan pasangan (*pairwise comparison*) dari semua kombinasi elemen-elemen dalam *cluster* dilihat dari *cluster* induknya. Perbandingan pasangan ini digunakan untuk mendapatkan prioritas lokal dari elemen-elemen dalam suatu *cluster* dilihat dari *cluster* induknya. Prinsip komposisi hierarkis atau sintesis diterapkan untuk mengalikan prioritas lokal dari elemen-elemen dalam *cluster* dengan prioritas 'global' dari elemen induk, yang akan menghasilkan prioritas global seluruh hierarki dan menjumlahkannya untuk menghasilkan prioritas global untuk elemen level terendah (biasanya merupakan alternatif).

HASIL

Sedangkan dari hasil wawancara dengan beberapa pakar dan praktisi serta literatur lokal lainnya, diperoleh beberapa permasalahan dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia yang terbagi menjadi empat aspek.

Pelaku Pasar

Permasalahan pelaku pasar meliputi: (1) kurangnya tingkat pengetahuan dan pemahaman pelaku pasar tentang instrumen keuangan syariah akibat keterbatasan informasi dan edukasi tentang produk syariah di pasar modal; (2) *adverse to selection*, perusahaan lebih cenderung menerbitkan produk konvensional karena lebih *familiar* dibandingkan menerbitkan *sukuk* yang belum dipahami dengan baik; (3) perusahaan tidak mampu menyediakan *underlying asset* yang menjadi syarat penerbitan obligasi syariah; (4) *Buy and Hold Strategy* yang dilakukan investor obligasi syariah sehingga pasar sekunder cenderung tidak likuid; (5) minimnya sumber daya manusia (profesional) yang memahami instrumen keuangan syariah, terutama pada perusahaan-perusahaan sekuritas.

Karakteristik Produk

Permasalahan karakteristik produk meliputi: (1) Proses strukturisasi *sukuk* yang cukup kompleks; (2) ketaatan prinsip syariah (*syariah compliance*) yang belum sepenuhnya terpenuhi; (3) belum adanya valuasi yang standar dan umum untuk menghitung dan memprediksi obligasi syariah, yang dapat menjadi pegangan bagi *fund manager* maupun investor; (4) belum populernya penggunaan akad-akad lain, masih terbatas pada *ijarah* dan *mudharabah*.

Regulasi

Permasalahan regulasi meliputi: (1) tidak ada insentif yang mendukung berkembangnya *sukuk* korporasi, misalnya pembebasan PPh pada *sukuk ijarah* yang menjadi penyebab *double taxation*; (2) ketidakpastian dalam masalah perpajakan terkait dalam transaksi yang melibatkan investor *sukuk*; (3) kerangka peraturan yang belum lengkap; (4) perlakuan standar akuntansi yang masih sama dengan hutang; (5) belum terwadahnya pembentukan *Special Purpose Vehicle* (SPV) sebagai media penerbitan *sukuk*.

Pemerintah

Permasalahan regulasi meliputi: (1) pola kelembagaan atau institusi dalam rangka pengawasan masih dianggap sebagai "disinsentif" oleh para pelaku; (2) *knowledge sharing* antaryuridiksi yang terkait belum tertata dengan baik; (3) belum diterbitkannya *sukuk* negara yang seharusnya menjadi *benchmark* bagi *sukuk* korporasi, sehingga *fee* pada *ijarah* dan imbal hasil pada *mudharabah* masih berpatokan pada *benchmark* konvensional; (4) belum lengkapnya infrastruktur yang mendukung berkembangnya pasar modal syariah.

Analisis Masalah dalam Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia

Masalah-masalah dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia akan dianalisis dengan

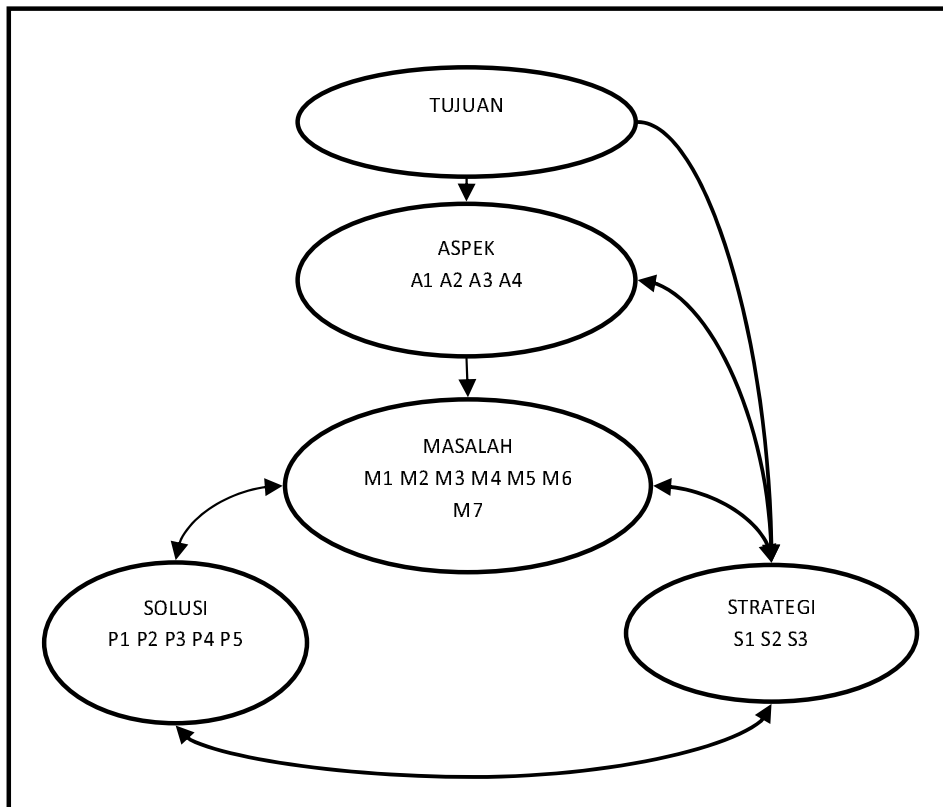


menggunakan *Analytic Network Process* (ANP). Setelah memperoleh data dari informasi literatur dan *indepth interview*, terdapat empat langkah utama yang harus dilakukan dalam analisis ini. Pertama adalah merancang kerangka ANP dari masalah yang akan dianalisis, lengkap dengan semua *cluster*, elemen, dan hubungan-hubungannya. Kedua adalah mengumpulkan data melalui kuesioner, yang dirancang sesuai dengan kerangka jaringan *feedback* yang telah dibuat, yang diisi oleh pihak-pihak yang ahli di bidang perbankan syariah, yaitu kalangan perbankan syariah dan para pakar. Ketiga adalah memproses data dengan kerangka ANP

menggunakan perangkat lunak ANP. Keempat adalah menganalisis tiga *supermatrix* (*unweighted*, *weighted*, dan *limiting*) yang dihasilkan yang selanjutnya dipergunakan sebagai dasar untuk memberikan *policy recommendation* yang sesuai untuk mengatasi masalah yang ada.

Kerangka ANP

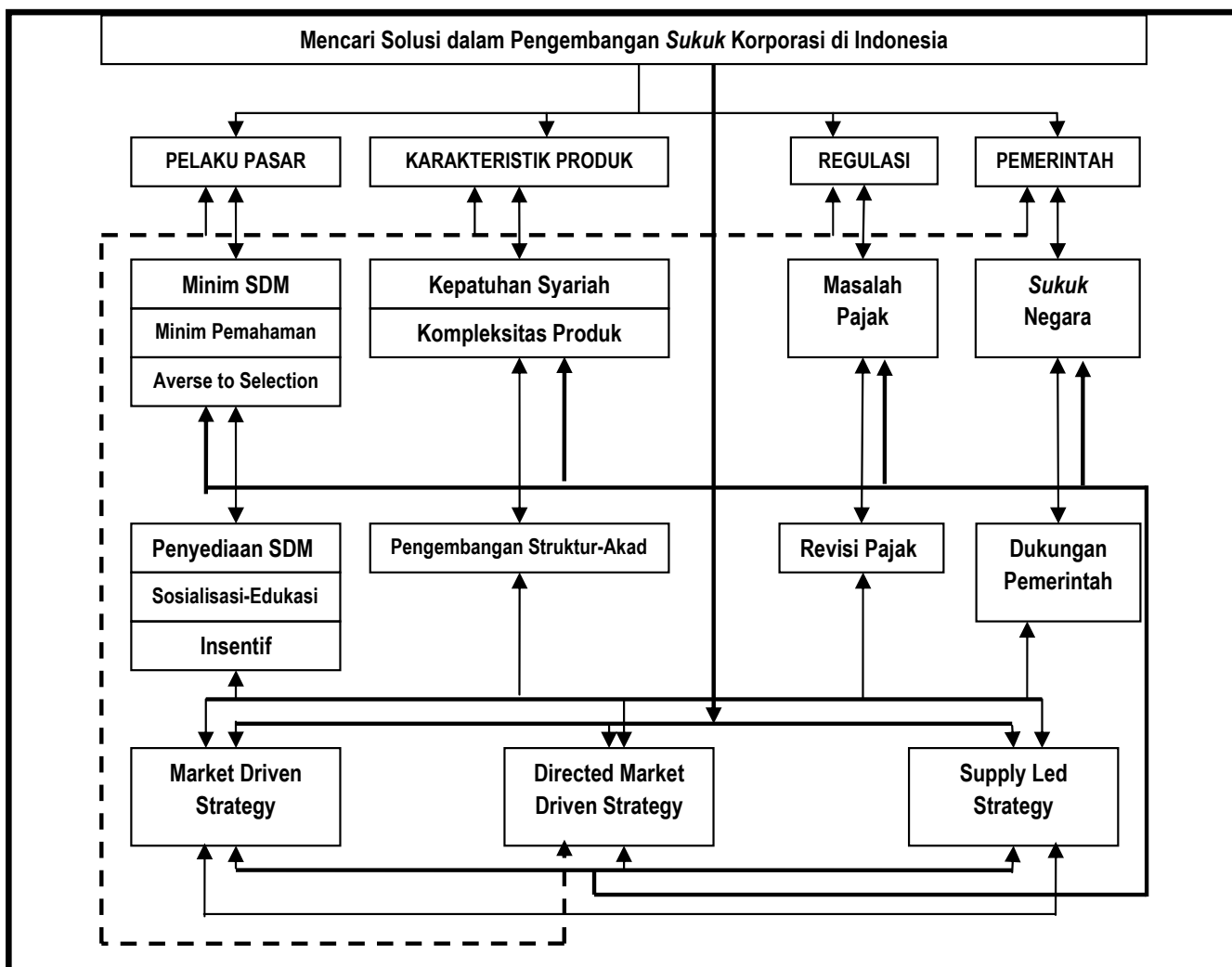
Kerangka dalam ANP terbagi menjadi dua bagian. Bagian pertama terdiri dari hierarki kontrol atau jaringan dari kriteria dan subkriteria yang mengontrol interaksi. Bagian kedua adalah jaringan pengaruh-pengaruh di antara elemen dan *cluster*.



Gambar 2. Jaringan Feedback pada Penelitian Sukuk Korporasi di Indonesia

Jaringan *feedback* pada Gambar 2 memperlihatkan kerangka umum untuk analisis. Jaringan ini memiliki 5 buah *cluster* yaitu: tujuan, aspek, masalah, pemecahan, dan strategi. *Cluster* "aspek" memiliki empat elemen, *cluster* "masalah"

memiliki tujuh elemen, *cluster* "pemecahan" memiliki enam elemen, dan *cluster* "strategi" memiliki tiga elemen. Secara lebih rinci, jaringan *feedback* yang digunakan dalam analisis ini diperlihatkan pada Gambar 3.



Gambar 3. Jaringan *Feedback* pada Penelitian *Sukuk* Korporasi di Indonesia

Masalah pengembangan *sukuk* korporasi dapat dilihat dari empat sisi atau aspek, yaitu aspek pelaku pasar, aspek karakteristik produk, aspek regulasi, dan aspek pemerintah. Dari hasil wawancara, masalah-masalah pada masing-masing aspek mengerucut pada tujuh masalah utama yang meliputi tiga masalah dari sisi pelaku pasar, dua masalah dari sisi karakteristik produk, satu masalah dari sisi regulasi, dan satu masalah dari sisi pemerintah.

Masalah pelaku pasar meliputi: kurangnya SDM profesional yang ahli dalam bidang ekonomi syariah, minimnya pengetahuan dan pemahaman tentang instrumen syariah di pasar modal, dan perusahaan penerbit memiliki sifat *Adverse to*

Selection. Masalah karakteristik produk meliputi: ketaatan prinsip syariah (*syariah compliance*) yang belum sepenuhnya terpenuhi dan kompleksitas produk dibandingkan dengan produk konvensional. Masalah regulasi tentang ketidakpastian pajak. Masalah pemerintah berkaitan dengan belum diterbitkannya *sukuk* negara.

Dari hasil wawancara dan analisis peneliti, berbagai solusi alternatif pemecahan masalah dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia antara lain: (1) penyediaan SDM profesional yang ahli dalam bidang pasar modal syariah; (2) sosialisasi dan edukasi produk syariah kepada pelaku pasar modal yang lebih gencar; (3) pengembangan struktur dan

akad yang lebih simpel, inovatif, dan memenuhi aspek syariah; (4) pemberian insentif-insentif di pasar modal; (5) revisi regulasi perpajakan; serta (6) partisipasi dan dukungan pemerintah

Mengutip Ascarya (2005), mengenai strategi yang diusulkan dalam meningkatkan porsi pembiayaan bagi hasil yang diasumsikan dapat digunakan dalam pengembangan *sukuk* korporasi antara lain:

- *Market driven strategy*, yaitu strategi mengikuti keinginan/keadaan pasar sehingga diharapkan pemerintah/regulator tidak membuat kebijakan/regulasi langsung yang mengandung unsur intervensi yang akan mengganggu pasar, namun sebaliknya

membuat regulasi agar mekanisme pasar berjalan lancar;

- *Supply led strategy*, yaitu strategi untuk mengarahkan pasar sesuai dengan tujuan yang ingin dicapai oleh pemerintah/regulator dengan membuat regulasi-regulasi langsung ke arah tujuan; dan
- *Directed market driven strategy*, yaitu strategi mengikuti pasar dengan mengarahkan secara tidak langsung ke arah yang diinginkan.

Hasil ANP

Dari data yang diolah dari hasil pengisian kuesioner menggunakan *software Super Decision 1.6.0* dan *Microsoft Excel 2007* didapatkan hasil dalam bentuk tabel sebagai berikut:

Tabel 3. Tabel ANP

KETERANGAN ASPEK	PAKAR		PRAKTISI		REGULATOR		TOTAL	
	NR	R	NR	R	NR	R	NR	R
PELAKU PASAR	0.137	4	0.494	1	0.535	1	0.388	1
KARAKTERISTIK PRODUK	0.185	3	0.079	4	0.094	4	0.119	4
REGULASI	0.422	1	0.204	3	0.220	2	0.282	2
PEMERINTAH	0.256	2	0.224	2	0.151	3	0.210	3
PELAKU PASAR								
Minim SDM	0.060	2	0.224	2	0.256	2	0.180	2
Minim Pemahaman	0.047	3	0.259	1	0.297	1	0.201	1
Adverse to Selection	0.070	1	0.097	3	0.061	3	0.076	3
KARAKTERISTIK PRODUK								
Kepatuhan Syariah	0.134	1	0.040	1	0.038	2	0.071	1
Kompleksitas Produk	0.069	2	0.033	2	0.046	1	0.050	2
REGULASI								
Ketidakpastian Perpajakan	0.387	1	0.164	1	0.184	1	0.245	1
PEMERINTAH								
Belum Ada <i>Sukuk</i> Negara	0.233	1	0.182	1	0.117	1	0.177	1
SOLUSI								
Penyediaan SDM	0.059	6	0.218	2	0.298	2	0.192	3
Sosialisasi dan Edukasi	0.065	5	0.315	1	0.325	1	0.235	1
Pemberian Insentif	0.152	3	0.068	5	0.047	6	0.089	6
Pengembangan Struktur-Akad	0.146	4	0.059	6	0.064	5	0.090	5
Revisi Regulasi Perpajakan	0.381	1	0.142	4	0.167	3	0.230	2
Partisipasi Pemerintah	0.197	2	0.198	3	0.099	4	0.164	4
STRATEGI								
<i>Market driven strategy</i>	0.303	2	0.598	1	0.585	1	0.495	1
<i>Directed Market driven strategy</i>	0.531	1	0.254	2	0.227	2	0.337	2
<i>Supply Led Strategy</i>	0.167	3	0.148	3	0.187	3	0.167	3

*NR: nilai rata-rata; R: ranking rata-rata

Menurut Pakar

Masalah utama yang menghambat perkembangan *sukuk* korporasi di Indonesia menurut pakar terletak pada aspek regulasi dan pemerintah. Pada aspek regulasi, ketidakpastian masalah perpajakan menjadi faktor utama penghambat berkembangnya *sukuk* korporasi. Sedangkan dari aspek pemerintah, belum diterbitkannya *sukuk* negara dianggap menjadi salah satu masalah utama.

Menghadapi masalah tersebut, pakar berpendapat bahwa revisi regulasi perpajakan menjadi prioritas utama sehingga dalam perusahaan tidak dikhawatirkan adanya *double taxation* jika menerbitkan *sukuk*. Untuk masalah belum diterbitkannya *sukuk* negara, partisipasi dan dukungan pemerintah dalam bentuk penerbitan *sukuk* negara dianggap sebagai langkah besar untuk pengembangan ke depan. Sementara strategi yang diusulkan pakar adalah *directed market driven strategy*, mengikuti pasar dengan mengarahkan secara tidak langsung ke arah yang diinginkan.

Menurut Praktisi

Berbeda dengan pakar, praktisi berpendapat bahwa pelaku pasar menjadi aspek utama yang menghambat perkembangan *sukuk* korporasi lalu kemudian aspek pemerintah di urutan berikutnya. Pada aspek pelaku pasar, minimnya pemahaman pelaku pasar modal (investor dan penerbit) dan minimnya sumber daya manusia di pasar modal syariah menjadi masalah utama. Sedangkan belum adanya *sukuk* negara juga menjadi isu penting di kalangan praktisi.

Praktisi berpendapat bahwa sosialisasi dan edukasi pelaku pasar modal serta penyediaan SDM profesional yang ahli di bidang pasar modal syariah menjadi solusi utama dalam menangani masalah tersebut. Praktisi juga menanggapi penerbitan *sukuk* negara adalah sebuah sinyal positif bahwa pemerintah mendukung berkembangnya instrumen *sukuk* korporasi di Indonesia. Praktisi berpendapat bahwa *market driven strategy*, yaitu mengikuti

keadaan pasar menjadi strategi yang tepat untuk masalah tersebut.

Menurut Regulator

Sama halnya dengan pandangan praktisi, regulator berpendapat bahwa aspek pelaku pasar menjadi masalah utama. Sedikit berbeda dengan praktisi, regulator mengedepankan aspek regulasi sebagai prioritas selanjutnya. Minimnya pemahaman pelaku pasar modal akan instrumen keuangan syariah serta terbatasnya SDM profesional di pasar modal syariah menjadi masalah utama. Regulator juga memandang masalah perpajakan yang belum jelas sebagai masalah utama selanjutnya.

Untuk menanggulangi masalah tersebut, regulator berpendapat bahwa penyediaan SDM serta sosialisasi dan edukasi pelaku pasar modal menjadi prioritas utama. Dilanjutkan dengan revisi regulasi pajak sebagai solusi yang dapat segera diimplementasikan secepatnya. Usulan solusi untuk menanggulangi permasalahan tersebut di atas kalangan regulator berpendapat sama dengan kalangan praktisi yaitu dengan menggunakan *market driven strategy*.

Hasil Keseluruhan Responden

Jika dilihat hasil perhitungan responden secara keseluruhan, dapat dilihat bahwa pelaku pasar merupakan aspek yang paling pengaruh dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia. Diikuti oleh aspek regulasi pada urutan berikutnya. Hasil ini mirip dengan pendapat regulator. Kemudian pada aspek masalah, minimnya pemahaman pelaku pasar serta terbatasnya SDM profesional yang terlibat di pasar modal syariah menjadi prioritas utama. Diikuti oleh masalah ketidakpastian pajak pada prioritas berikutnya. Sosialisasi dan edukasi menjadi pemecahan utama dalam rangka pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia, dilanjutkan dengan revisi regulasi perpajakan dan penyediaan SDM profesional. Dalam hal strategi, *market driven strategy* menjadi strategi yang dianggap tepat untuk diterapkan.

PEMBAHASAN

Dari hasil ANP, terlihat bahwa praktisi dan regulator memiliki pendapat yang sama mengenai masalah utama dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia yaitu terletak pada minimnya pemahaman pelaku pasar modal syariah dan kurangnya SDM profesional. Berbeda dengan pakar yang memandang masalah ketidakpastian pajak dan kurangnya partisipasi pemerintah menjadi prioritas utama yang harus ditangani. Bahkan pakar menempatkan aspek pelaku pasar pada urutan terakhir.

Penulis memandang, perbedaan pendapat ini terjadi karena praktisi dan regulator cenderung terlibat langsung dalam praktik penerbitan *sukuk* korporasi. Praktisi dari perusahaan sekuritas melihat bahwa "menjual" *sukuk* tidak semudah menjual obligasi konvensional. Mayoritas pasar baik di sisi penerbit maupun investor belum familiar dengan *sukuk* serta belum paham *cost* dan *benefit* pada *sukuk*. Beberapa penerbitan *sukuk* yang merupakan inisiasi dari perusahaan sekuritas, bukan dari perusahaan penerbit menguatkan indikasi tersebut. Dengan sosialisasi yang intensif kepada pelaku pasar, pasar *sukuk* diharapkan akan berkembang dengan pesat. Praktisi juga melihat bahwa orang-orang yang benar-benar memahami *sukuk* baik dari aspek fikih maupun finansial masih sangat jarang. Sehingga SDM profesional yang terlibat langsung baik dalam pemasaran maupun pengelolaan transaksi *sukuk* sangat minim jumlahnya. SDM yang telah terlibatpun mayoritas tidak menguasai aspek fikih Islam secara komprehensif.

Demikian halnya regulator, mereka melihat bahwa mayoritas pelaku pasar, baik dari sisi perusahaan penerbit maupun investor, tidak memahami instrumen *sukuk*. Mayoritas perusahaan sudah terbiasa menerbitkan obligasi untuk memperoleh dana besar, sehingga ketidakpahaman akan *benefit* dari *sukuk* membuat perusahaan tidak *concern* terhadap instrumen *sukuk*. Pelaku pasar

pada umumnya juga sangat mempertimbangkan aspek untung-rugi di sisi mereka. Apabila dengan menerbitkan atau membeli *sukuk* tidak ada *added value* bagi mereka, mereka akan enggan untuk aktif di pasar *sukuk*. Di sini regulator melihat bahwa memberikan pemahaman yang baik serta meluruskan paradigma tentang produk syariah menjadi faktor kunci permasalahan. Kemudian, mayoritas SDM yang benar-benar memahami dasar-dasar fikih Islam sekaligus menguasai ilmu keuangan modern di sisi regulator masih sangat minim jumlahnya. Hal lain yang menarik, regulator dan praktisi menganggap pemberian insentif di pasar modal bukanlah sebuah solusi yang utama. Mereka memandang bahwa perlakuan yang seimbang (*equal treatment*) antara produk *sukuk* dan obligasi akan menciptakan mekanisme pasar yang lebih baik.

Berbeda dengan praktisi dan regulator, pakar lebih cenderung "menyalahkan" regulator dan pemerintah. Pakar menilai regulator lambat bereaksi terhadap masalah ketidakpastian pajak, sehingga berlarut-larut sampai saat ini. Padahal *sukuk* korporasi telah diterbitkan sejak tahun 2002. Selama periode tersebut, untuk menghindari masalah perpajakan, *sukuk* korporasi terpaksa "berlindung" di bawah UU Obligasi dengan menggunakan istilah Obligasi Syariah. Kemudian, pembahasan UU Perbankan Syariah dan UU Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di DPR cenderung berlarut-larut, yang pada akhirnya rampung dan disahkan pada pertengahan 2008. Sehingga pakar menilai bahwa keberpihakan pemerintah terhadap ekonomi syariah pada umumnya dan pasar modal syariah pada khususnya, dirasa masih kurang. Dengan diterbitkannya *sukuk* negara, pakar berpendapat bahwa hal tersebut akan menjadi awal yang baik sebagai tanda dukungan dan partisipasi pemerintah. Berbeda pula dengan regulator dan praktisi, pakar juga berpendapat pemberian insentif sebagai sebuah solusi yang patut dipertimbangkan. Pakar berpendapat pemberian fasilitas insentif pada produk baru seperti *sukuk* adalah sebuah kewajiban, karena *sukuk* harus berkompetisi langsung dengan obligasi yang telah mapan di pasar modal.



Kesimpulan akhir, permasalahan utama dalam pengembangan *sukuk* korporasi terletak pada empat hal. Ketidakjelasan pajak (regulasi), minim pemahaman pelaku pasar modal (pelaku pasar), minim SDM profesional (pelaku pasar), dan belum diterbitkannya *sukuk* negara (pemerintah). Dari keempat masalah tersebut, dua solusi yaitu revisi aturan pajak/penghapusan pajak ganda dan penerbitan *sukuk* negara dapat diimplementasikan secepatnya dan merupakan solusi jangka pendek. Sementara itu dua solusi lainnya yaitu sosialisasi-edukasi dan penyediaan SDM profesional merupakan solusi jangka panjang yang harus dilakukan secara simultan.

Market driven strategy dipandang sebagai strategi paling tepat dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia. Hal ini sejalan dengan kebijakan pemerintah dalam mengembangkan ekonomi syariah di Indonesia secara umum, yaitu *bottom up approach*. Membangun basis fundamental yang kuat di masyarakat, kemudian membuat regulasi dan kebijakan-kebijakan yang dianggap perlu untuk mengakomodasi pasar secara bertahap.

KESIMPULAN DAN SARAN

Kesimpulan

Perkembangan *sukuk* korporasi di Indonesia dilihat dari nilai emisi maupun jumlah penerbitan terbilang sangat lambat. Terdapat banyak tantangan dalam pengembangan *sukuk* secara umum, mulai dari aspek syariah, kerangka hukum, regulasi, pasar, sampai kompleksitas produk. Hal tersebut merupakan sebuah kewajaran karena *sukuk* dapat dikategorikan produk baru yang diintegrasikan pada pasar keuangan konvensional yang telah mapan. Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis permasalahan dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia dan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

Masalah dalam pengembangan *sukuk* korporasi di Indonesia lebih didominasi aspek pelaku pasar dan regulasi. Minimnya pemahaman pelaku pasar modal dan keterbatasan SDM membuat pasar *sukuk* lambat bergerak di samping ketidakpastian pajak membuat perusahaan ragu untuk menerbitkan *sukuk*. Sedangkan permasalahan umum yang tidak hanya dialami di Indonesia, tetapi juga di seluruh dunia adalah aspek kompleksitas produk. *Sukuk* adalah instrumen baru keuangan syariah yang mempunyai ciri khas dan karakteristik yang berbeda dibandingkan produk lain. Mengembangkan *sukuk* agar kompatibel dengan pasar modal modern tanpa menanggalkan aspek kepatuhan syariah menjadi sebuah tantangan tersendiri. Kebijakan pemerintah dalam pengembangan *sukuk* mengikuti pola kebijakan pengembangan ekonomi syariah secara umum, yaitu *bottom up approach*. Sehingga mengembangkan pasar menjadi faktor kunci dalam menumbuhkan pasar *sukuk* di Indonesia.

Saran

Saran hasil penelitian yang terkait dengan tindakan praktis yang diusulkan kepada pemerintah dan pelaku pasar keuangan syariah antara lain: (1) kepastian perpajakan melalui revisi regulasi pajak 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 yang lebih dominan juga sangat diharapkan. Misalnya, secara bertahap mengganti instrumen-instrumen berbasis hutang dalam membiayai proyek tertentu atau menutupi defisit anggaran dengan instrumen *sukuk*.

Saran yang terkait dengan pengembangan teori baru, temuan empiris penelitian terutama terkait dengan faktor-faktor yang mempengaruhi lambatnya perkembangan *sukuk* di Indonesia dapat menjadi landasan dalam pengembangan teori keuangan syariah, terutama instrumen pembiayaan *sukuk*. Saran untuk penelitian lanjut (*future research*), penelitian ini dapat dikembangkan, antara lain: (1) menambahkan instrumen *Sukuk* Negara dan membandingkan hasil, (2) membandingkan *sukuk*



dengan obligasi konvensional, dan (3) menggunakan teknik ekonometrika untuk menguji lebih jauh faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan *sukuk*.

DAFTAR PUSTAKA

- Abdel-Khalek, A.H. & Richardson, C.F. 2007. New Horizons for Islamic Securities Emerging Trends in *Sukuk Offerings*. *Chicago Journal of International Law*, Vol.7, No.2.
- Al-Amine, M.M.A. 2008. *Sukuk Market: Innovations and Challenges*. Islamic Research and Training Institute. *Islamic Development Bank*, pp.33-54
- _____. 2000. The Islamic Bonds Markets: Possibilities and Challenges. *International Journal of Islamic Financial Services*, Vol.3, No.1.
- Alvi, I.A. 2006. *Sukuk Presentation*. International Workshop on *Sukuk*. International Islamic Financial Markets. Jakarta.
- Ascarya & Yumanita, D. 2008. Comparing The Development Islamic Financial/ Bond Market in Malaysia and Indonesia. Islamic Research and Training Institute. *Islamic Development Bank*, pp.375-407.
- _____. 2005. Mencari Solusi Rendahnya Pembiayaan Bagi Hasil di Perbankan Syariah Indonesia. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Vol.8, No.1, hal.7-50.
- Achsien, I.H. 2003. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Cetakan. Kedua. Jakarta: PT. Gramedia Pustaka Utama
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. 2008. *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan berbasis Syariah*. Jakarta: Departemen Keuangan.
- Ernst & Young Reports. 2007. *The Islamic Funds and Investment Reports*. Uni Emirate Arab.
- Global Investment House Reports. 2008. *Sukuk-The New Dawn of Islamic Finance Era*. Kuwait.
- Hakim, C.M. 2005. Obligasi Syariah di Indonesia: Kendala dan Prospek. *Makalah*. Disampaikan pada kuliah informal Ekonomi Islam. Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia.
- Iqbal, Z. & Mirakhor, A. 2007. *An Introduction to Islamic Finance Theory and Practice*. John Wiley & Sons.
- Masri, R.Y. 2006. Renting an Item to Who Sold it: Is it Different from *Bay al-Wafa* Contract? *Islamic Economics*, Vol.19, No.2, pp.39-42.
- Pramono, S. 2006. Obligasi Syariah (*Sukuk*) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis. *Artikel*. Jakarta: SEBI.
- Saaty, T.L. 2001. Decision Making with Dependence and Feedback: The Analytic Network Process. *RWS Publication*. Pittsburgh.
- _____. 2003. The Seven Pillars of the Analytic Hierarchy Process. *Mimeo*.
- Thomas, A. 2007. Malaysia's Importance to the *Sukuk* Market; March 2007 Report. *American Journal Islamic Finance*.
- Tim Studi Standar Akuntansi Syariah di Pasar Modal. 2007. *Studi Standar Akuntansi Syariah di Pasar Modal Indonesia*. Jakarta: Bapepam-LK.