

## **Analisis Peluang dan Ancaman Produk Pasar Modal: Studi Kasus Sukuk di Indonesia**

### *Analysis on Opportunities and Threats of Capital Market Products: A Case Study Sukuk in Indonesia*

**Eja Armaz Hardi**

Dosen Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam IAIN Sulthan Thaha Saifuddin Jambi

Jl. Arif Rahman Hakim, Telanaipura, Jambi

Email: eja.armaz.hardi@gmail.com

**Abstrak:** Satu abad terakhir dunia mengalami 25 kali krisis ekonomi. Sistem keuangan berbasis riba diklaim sebagai unsur utama penyebab krisis. Dalam hal ini lembaga keuangan bank dan non-bank konvensional menjadi pemain utama. Satu darinya adalah pasar modal, dimana ia memberikan kontribusi yang cukup besar terhadap aliran dana bagi perekonomian suatu negara. Sistem ekonomi Islam melalui lembaga keuangan syariah dinilai dapat menjadi solusi dan alternatif bagi para investor yang memiliki kelebihan modal untuk diinvestasikan dengan sistem non-ribawi. Salah satu instrumen pada pasar modal syariah adalah sukuk, yang saat ini tengah bersaing dengan produk konvensional. Penelitian ini bertujuan menganalisis bagaimana peluang dan ancaman sukuk di Indonesia dengan metode kualitatif deskriptif. Analisis yang digunakan adalah analisa peluang, ancaman, kekuatan dan kelemahan atau SWOT. Hasil penelitian mendapati bahwa strategi penerapan sukuk di Indonesia masih mempunyai peluang yang cukup besar. Para pihak diharapkan dapat saling bersinergi dan memiliki komitmen yang baik dalam rangka meminimalisasi kelemahan dan ancaman.

**Kata-kata kunci:** Sukuk, Pasar Modal, Ekonomi Islam, Analisis SWOT.

*Abstract:* The last century, the world experienced 25 economy crises. Usury system claimed to be the main elements of the crisis. In this case, the financial institution; bank or non-conventional bank become main cast. One of them is the capital market which provides a considerable contribution to the cashflow for the economy of a country. So, non-usurious system is needed in order to minimizing the crisis. Islamic economic system through Islamic financial institution is considered to be the solution and alternative for the investors who have excess capital to be invested in non-usurious system. One of the instrument in Islamic capital market is sukuk, which is currently competing with conventional products. This research was qualitative descriptive research which aimed to analyze how the opportunities and threats of sukuk in Indonesia. Then, the instrument analysis was SWOT analysis. Based on the analysis it was found that overview of the implementation strategy of sukuk in Indonesia still had substantial opportunities. Stakeholders were expected to synergize and have a good commitment in the context of minimizing the weaknesses and the threats.

**Keywords :** Sukuk, Capital Market, Islamic Economy, SWOT Analysis.

## A. Pendahuluan

Sejak tahun 1920-an hingga akhir abad 20-an telah terjadi setidaknya 25 kali krisis keuangan dunia.<sup>1</sup> Krisis keuangan dunia ini dipicu oleh terjadinya gelembung (*bubble economics*) dalam sistem perekonomian dunia. Gelembung ekonomi ini diakibatkan oleh sistem perekonomian yang dianut sebagian besar negara pada belahan dunia tertentu, dimana mereka belum dan bahkan tidak memiliki dasar yang kuat untuk menopang aktivitas keuangan negara. Hal ini ditunjukkan tingkat percepatan peredaran uang (*Velocity of money*) begitu pesat, sebagaimana data yang dirilis oleh bank dunia menunjukkan bahwa pertumbuhan ekonomi dunia per 2014 mencapai USD 77.87 triliun.<sup>2</sup>

Krisis keuangan Indonesia di penghujung dekade 1990-an yang terdampak oleh gejolak perekonomian Asia Tenggara saat itu. Begitu juga pinjaman/kredit besar-besaran yang diberikan oleh pihak bank pada depelover dan konsumen di Amerika, sehingga banyak terjadi kredit macet (*unperforming loans*) yang pada akhirnya menimbulkan krisis tahun 2008. Sementara ini riba atau transaksi berbasis bunga (*usury*) diklaim menjadi salah satu penyebab utama terjadinya krisis keuangan dunia yang telah mengakar pada sistem ekonomi konvensional saat ini. Riba merupakan tambahan yang diberlakukan terhadap harta pokok dari suatu transaksi simpa pinjam, pertukaran maupun transaksi keuangan lainnya. Menurut syafi'i Antonio, keharaman riba terletak pada ketiadaannya transaksi penyeimbang, yang dimaksud transaksi penyeimbang atau pengganti adalah transaksi bisnis atau komersial yang melegitimasi adanya penambahan modal tersebut secara adil.<sup>3</sup>

Terjadinya krisis keuangan diberbagai negara yang berulang kali diakibatkan yang dari berbagai penyebabnya adalah diberlakukannya tingkat suku bunga dan spekulasi, dimana kedua hal tersebut diberikan ruang yang begitu luas dalam tataran kegiatan perekonomian. Tingginya tingkat suku bunga dan spekulasi terhadap perkembangan uang menjadikan pembangunan ekonomi menjadi terhambat diakibatkan kesibukan negara dalam menangani krisis keuangan. Pada tingkat global sistem bunga dan spekulasi membuat perekonomian dunia selalu berada dalam ketidakstabilan (*unbalancing*) dan ketimpangan (*gap*) yang terus memisahkan pemilik modal besar (*huge capital*) dan masyarakat akar rumput (*grassroot*).

Fungsi utama suatu lembaga keuangan adalah hanya sebagai mediator. Salah satu lembaga keuangan kontemporer saat ini adalah pasar modal memiliki fungsi sama dengan lembaga keuangan pada umumnya. Pasar modal adalah tempat bertemunya dua belah pihak yang memiliki kepentingan, dimana pihak pertama adalah mereka yang memiliki kelebihan modal (*surplus fund*), sedangkan pihak kedua adalah mereka yang membutuhkan dana (*deficit fund*). Dalam menjalankan fungsinya sebagai mediator antara dua belah pihak yang berkepentingan, maka bila dilihat lebih dalam mediator dapat dibedakan menjadi dua bagian yaitu pertama, lembaga keuangan yang menjadi perantara kedua belah pihak, dengan kata lain bahwa kedua belah pihak tidak bertemu secara langsung (*indirect access*) dan melalui perantara seperti lembaga keuangan dalam bentuk perbankan. Sedangkan yang kedua adalah kedua belah pihak dapat bertemu secara langsung (*direct access*) seperti yang terjadi pada pasar modal.<sup>4</sup>

Produk pasar modal lebih menekankan bagaimana seorang atau individu penyediaan modal, salah satu produk yang ditawarkan pada pasar modal adalah obligasi. Perkembangan obligasi hingga saat ini mengalami inovasi yang cukup pesat. Tidak terkecuali ekonomi Islam yang sedang mengalami perkembangan yang pesat juga memberikan ruang untuk diterbitkannya obligasi syariah yang dikenal dengan istilah Sukuk. Respon positif dari pihak investor yang berlahan ingin keluar dari transaksi-transaksi terlarang oleh Islam memaksa pasar modal menerbitkan sukuk yang sesuai dengan akad-kontrak legal dalam Islam.

Dengan demikian Peluang dan ancaman sukuk di Indonesia perlu untuk dikaji lebih dalam guna memaksimalkan peran sistem keuangan syariah yang ditawarkan oleh ekonomi Islam guna memfasilitasi ummat muslim pada khususnya dan masyarakat pada umumnya dalam rangka mencapai tujuan utama ekonomi Islam adalah *falah* dunia dan akhirat. Implikasi dari krisis yang dihadapi dunia berulang kali tersebut munculnya pertanyaan, Apabila ekonomi Islam dinilai sebagai solusi transaksi keuangan saat ini, maka apakah hal tersebut dapat bersaing dengan sistem keuangan konvensional yang telah lama digunakan diberbagai negara? Pertanyaan inilah yang mendorong analisis ini, yang berkaitan dengan peluang dan ancaman yang dihadapi oleh sistem keuangan syariah yang ditawarkan oleh ekonomi Islam, khususnya salah satu produk pada pasar modal yaitu sukuk. Dari penjelasan diatas penulis mencoba untuk menganalisis penerapan sukuk di Indonesia dengan menggunakan analisis SWOT (*Strength, Weakness, Opportunity and Threat*).

Satu dari sekian banyak lembaga keuangan yang berpartisipasi dalam perekonomian suatu negara adalah pasar modal. Pasar modal disini memainkan peran penting dalam mengakomodir arus keluar masuk modal dalam jumlah yang cukup besar. Produk yang ditawarkan pada pasar modal dalam memfasilitasi emiten dan investor adalah obligasi. Obligasi tersebut merupakan produk yang ditawarkan pada pasar modal konvensional, akan tetapi, obligasi hingga saat ini masih dinilai produk yang dilandasi dengan sistem bunga, dimana hal tersebut adalah tidak diperkenankan dalam Islam. Obligasi pun dinilai memiliki resistensi yang cukup peka terhadap gejolak perekonomian suatu negara yang mengakibatkan kerugian.

Sejak awal dekade tahun 2000-an, diluncurkan pasar modal syariah yang memfasilitasi masyarakat yang tidak ingin bersinggungan dengan hal yang dilarang oleh syariah Islam. Oleh karena itu, peluncuran pasar modal syariah membawa angin segar. Bahkan, pasar modal syariah dinilai sebagai solusi kongkrit untuk melepaskan diri dari jeratan krisis yang terus berulang. Produk yang ditawarkan di pasar modal syariah salah satunya adalah sukuk. Dalam persaingannya dengan obligasi yang telah lama digunakan mampuhkan sukuk di Indonesia bertahan dan bersaing ditengah gejolak perekonomian? Maka perlu menurut penulis untuk menganalisis peluang dan ancaman sukuk di Indonesia.

Penelitian ini menggunakan analisis SWOT yang dapat mengidentifikasi berbagai faktor secara sistematis untuk merumuskan strategi perusahaan. Dimana analisis ini menitik beratkan pada logika yang dapat memaksimalkan Kekuatan (*Strength*), Kelemahan

(*Weakness*), Kesempatan (*Opportunity*) dan ancaman(*Threat*).<sup>5</sup> Sedangkan indikator yang digunakan oleh penulis adalah matrik SWOT *Eksternal Factors Evaluation* (EFE) dan *Internal Factors Evaluation* (IFE) dalam menentukan beberapa strategi pengembangan sukuk di Indonesia.

## B. Posisi Sukuk dalam Pasar Modal

Pasar modal dalam artian sempit menurut karmir adalah tempat bertemunya penjual dan pembeli dimana pertemuan ini adalah dalam rangka mendapatkan modal. Penjual dalam pasar modal merupakan perusahaan yang membutuhkan modal (emiten), sehingga mereka berusaha menjual efek pada pasar modal. Sedangkan pembeli (investor) adalah pihak yang ingin membeli modal perusahaan yang menurut mereka menguntungkan.<sup>6</sup> Dalam proses transaksi yang terjadi pada pasar modal, alat ukur yang digunakan dalam menentukan *return* yang didapatkan oleh investor adalah tingkat suku bunga.

Tingkat suku bunga dalam pasar modal diantaranya adalah *pertama*, sebagai daya tarik bagi individu dan lembaga yang memiliki dana berlebih untuk diinvestasikan. *Kedua*, sebagai kontrol pemerintah terhadap dana langsung atau investasi pada sektor ekonomi. *Ketiga*, alat moneter dalam rangka pengendalian penawaran dan permintaan uang pada suatu perekonomian. *Keempat*, manipulasi tingkat suku bunga untuk meningkatkan produksi.<sup>7</sup> Dengan menjadikan tingkat suku bunga sebagai tolak ukur tunggal dalam transaksi keuangan pada pasar modal akan mengalami guncangan ketika kondisi moneter tidak stabil atau perekonomian dalam keadaan lesu. Dengan demikian perlu lembaga keuangan yang memberikan solusi atas permasalahan tersebut. Adalah pasar modal syariah yang dianggap sebagai solusi yang tepat, karena tidak menjadikan bunga sebagai tolak ukur dalam melaksanakan kegiatannya.

Pasar modal syariah menurut fatwa DSN-MUI No.40/DSN-MUI/IX/2003 adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek yang akad, pengelolaan perusahaannya, maupun cara penerbitannya memenuhi prinsip-prinsip syariah. Pasar modal syariah bermula pada tahun 1997 ketika di terbitkan PT. Danareksa Investment Management dan dilanjutkan dengan peluncuran Jakarta Islamic Index (JII). Peluncuran JII ini bertujuan dalam rangka memberikan wadah bagi mereka yang tidak ingin bersinggungan dengan pasar modal konvensional yang sarat akan riba, dimana pasar modal syariah ini menerapkan prinsip-prinsip syariah dari awal hingga akhir transaksi.

Salah satu bagian dari instrumen investasi berjangka dalam sistem keuangan konvensional adalah obligasi (*bond*). Obligasi adalah efek utang tetap dimana penerbit (emiten) setuju membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada saat jatuh tempo.<sup>8</sup> Obligasi merupakan bentuk investasi yang memiliki pendapatan yang tetap (*fixed income securities*) bagi pemegangnya. Keuntungan yang diberikan oleh pihak penerbit obligasi kepada investor berupa

dibayarkannya bunga secara periodik kepada investor tanpa harus ikut dalam kegiatan usaha yang dijalankan oleh pihak penerbit obligasi. Bunga dalam obligasi disebut dengan kupon bunga, kupon bunga (*coupon*) adalah suku bunga yang tertera pada sertifikat obligasi dan harus dibayarkan oleh emitem obligasi dan pembayaran kupon dapat dilakukan perbulan, pertriwulan, persemester atau pertahun.<sup>9</sup>

Dapat dikatakan bahwa dalam investasi yang menggunakan instrument obligasi akan selalu untung dan cenderung tidak mengalami kerugian karena nominal kupon yang dibayarkan oleh penerbit bersifat pasti. Pendapatan pasti dalam investasi ini diwarnai dengan adanya bunga yang diberikan dari pokok hutang yang tertera pada sertifikat obligasi. Penerbit (emiten) obligasi dapat dikeluarkan oleh pemerintah, badan usaha milik negara (BUMN) atau perusahaan swasta.

*Sukuk* adalah jamak dari kata *sakk* (instrument yang legal, tanda kepemilikan atau cek) adalah istilah Arab untuk suatu sertifikat kepercayaan pada investasi syariah, pada beberapa tahun terakhir *sukuk* menjadi populer pada pasar modal, sejak masa kejayaan Islam pada abad ke-13, *sakk* disebut-sebut sebagai sumber cek (*cheque*) yang berkembang di Eropa, yang mana merepresentasikan suatu kontrak atau hak atas suatu hutang.<sup>10</sup>

*Sukuk* merupakan salah bentuk sekuritisasi asset yang dilakukan pemerintah atau perusahaan ketika membutuhkan tambahan modal untuk melakukan ekspansi usaha ataupun keperluan lain. *Special Purpose Vehicle* (SPV) atau yang seringkali disebut juga dengan nama *Special Purpose Company*, adalah suatu perusahaan yang khusus didirikan untuk mendukung jalannya proses sekuritisasi asset. SPV pada umumnya dikenal di negara-negara dengan sistem hukum Eropa Kontinental. Hal ini disebabkan dalam negara-negara dengan tradisi Eropa Kontinental ini tidak dikenal *Trusts*.<sup>11</sup> Dari penjelasan diatas bahwa penerbitan *sukuk* yang melalui proses sekuritisasi di Indonesia menggunakan lembaga independen SPV.

Pada sejarah Islam istilah *sukuk* bukanlah hal yang kontemporer, istilah *sukuk* telah dikenal oleh masyarakat Arab sejak zaman dahulu setelah terjadinya ekspansi perdagangan ke negara-negara lain. AAOIFI mendefinisikan *sukuk* sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang dibagikan atas suatu aset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan investasi tertentu.<sup>12</sup> Sedangkan menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) mendefinisikan *sukuk* sebagai suatu surat berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten, untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa *bagi hasil*, *margin* dan *fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>13</sup> Menurut Undang-Undang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) *sukuk* adalah surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap asset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Pihak yang menerbitkan *Sukuk* negara adalah badan hukum yang didirikan berdasarkan ketentuan undang-undang untuk menerbitkan *sukuk*. Asetnya adalah barang milik negara yang memiliki nilai ekonomis yang dijadikan sebagai dasar penerbitan *sukuk* negara.<sup>14</sup>

### Karakteristik Sukuk

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai ganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau penjamin antara para pihak yang disusun berdasarkan atas prinsip-prinsip Islam. Dengan konsep seperti ini, diharapkan pendanaan melalui *sukuk* dilakukan berdasarkan nilai aset yang menjadi dasar (*underlying*) penerbitan, sehingga akan memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset.<sup>15</sup>Selain itu, *sukuk* juga harus distruktur secara islami agar instrument keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maisir*.

Beberapa karakteristik sukuk yang membedakannya dengan obligasi konvensional adalah: *Pertama*, merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*). *Kedua*, Pendapatan berupa imbalan (kupon/*coupon*), marjin, dan bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan. *Ketiga*, terbebas dari unsur *riba*, *gharar*, dan *maisir*. *Keempat*, Penerbitan melalui *special purpose vehicle* (SPV). *Kelima*, Memerlukan *underlying asset*. *Keenam*, Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

### Produk Sukuk

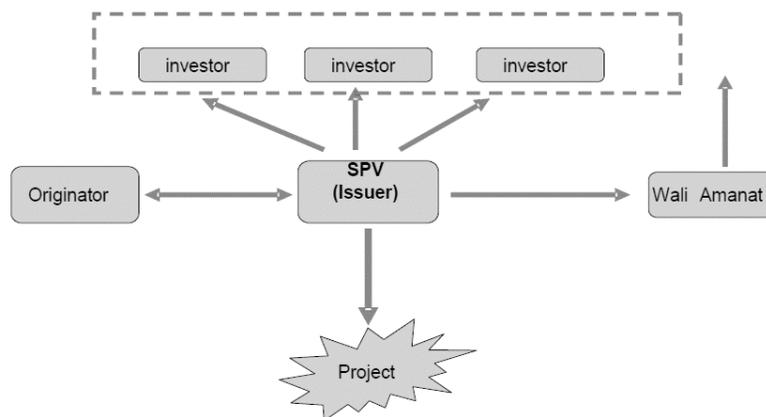
Jenis sukuk berdasarkan standar syariah AAOIFI No.17 tentang *Investment Sukuk*, terdiri dari: *satu*, sertifikat kepemilikan dalam aset yang disewakan, *dua*, sertifikat kepemilikan atas manfaat, yang terbagi menjadi 4 (empat) tipe: sertifikat kepemilikan atas manfaat aset yang telah ada, sertifikat kepemilikan atas manfaat aset di masa depan, sertifikat kepemilikan atas jasa pihak tertentu dan Sertifikat kepemilikan atas jasa di masa depan. *Tiga*, sertifikat *salam*. *Empat*, sertifikat *istishna*. *Lima*, sertifikat *murabahah*. *enam*, sertifikat *musyarakah*. *Tujuh*, Sertifikat *muzara'a*. *Delapan*, Sertifikat *musaqa*. *Sembilan*, Sertifikat *mugharasa*.<sup>16</sup>

Produk sukuk dalam sistem keuangan Islam dapat dibagi menjadi dua bagian yaitu: sukuk yang dapat diperjualbelikan dan sukuk yang tidak dapat diperjualbelikan.<sup>17</sup> Jenis sukuk yang dapat diperjualbelikan atau diperdagangkan meliputi: *Pertama*, sukuk *mudharabah*, sukuk *mudharabah* adalah sukuk yang berdasarkan atas kontrak diantara dua belah pihak, yang mana pihak pertama menyerahkan modal (*shohibul mal*) kepada pihak kedua selaku pengelola (*mudharib*). *Kedua*, sukuk *musyarakah*, sukuk yang didasari oleh kontrak dua belah pihak atau lebih untuk melakukan kegiatan usaha tertentu dan masing-masing menyertakan modal, keuntungan dan kerugian ditanggung sesuai dengan proporsi modal yang diserahkan pada awal kontrak. *Ketiga*, sukuk *ijarah*, sukuk *ijarah* adalah *Ijarah Asset To Be Leased* adalah akad *ijarah* yang obyek *ijarah*nya sudah ditentukan spesifikasinya, dan sebagian obyek *ijarah* sudah ada pada saat akad dilakukan, tetapi penyerahan keseluruhan obyek *ijarah* dilakukan pada masa yang akan datang sesuai kesepakatan. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) *Ijarah Asset To Be Leased* adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan atas bagian dari Asset SBSN yang menjadi obyek *ijarah*, baik yang sudah ada maupun akan ada.<sup>18</sup>

Sedangkan jenis sukuk yang tidak dapat untuk diperjual belikan yaitu: *Pertama*, sukuk *istishna* dan atau sukuk *murabahah*, kepemilikan utang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan *istishna* dan atau *murabahah*. Sebagai contoh, pembangunan jalan yang menghabiskan dana sebesar US\$110 juta harus kembali tanpa adanya prinsip differensiasi dan diskon (*coupon*). Dana sejumlah ini dapat dibuat menjadi sertifikat utang yang tidak dapat diperdagangkan yang mirip dengan *zero-coupon bonds* dalam beberapa fiturnya. Sebagaimana disebutkan bahwa Islam melarang perdagangan utang, maka sertifikat ini tidak dapat diperdagangkan.<sup>19</sup> *Kedua*, sukuk *salam*, dalam bentuk ini, dana dibayarkan di muka dan komoditi menjadi utang. Dana juga dapat dalam bentuk sertifikat yang merepresentasikan utang. Sertifikat ini juga tidak dapat diperdagangkan.<sup>20</sup>

Dari pengkategorian jenis sukuk yang dapat diperdagangkan dan tidak dapat diperdagangkan memberikan jawaban atas paradigma bahwa obligasi (yang selama ini dklaim sebagai surat hutang) pada sistem keuangan syariah telah memberikan titik terang dengan dilarangnya jual beli obligasi (sukuk) yang berbasis utang. Namun pada sukuk yang bergerak pada sektor produktif masih ada pembolehan untuk diperjual belikan pada pasar sekunder dengan tujuan kebutuhan likuidasi pemegang sukuk. Hal ini juga menunjukkan bahwa sistem keuangan syariah terus melakukan inovasi untuk menjawab tantangan kompleksitas sistem keuangan yang berkembang saat ini.

Contoh mekanisme penerbitan sukuk melalui SPV (*Special Purpose Vehicle*)<sup>21</sup>



### C. Analisis SWOT

Dalam maksimisasi suatu produk suatu lembaga keuangan perlu mengadakan beberapa evaluasi terkait produk yang akan dikeluarkan. Evaluasi ini diharapkan memberikan gambaran apakah produk dapat dilanjutkan ataupun tidak dilanjutkan. Untuk memperkecil tingkat kerugian suatu lembaga keuangan harus melakukan evaluasi internal dan evaluasi eksternal. Dalam dunia manajemen dikenal dengan analisis SWOT, analisis SWOT adalah suatu analisis yang dilakukan pada lingkungan internal dan eksternal dalam melakukan suatu pengembangan organisasi untuk menentukan strategi yang cocok.<sup>22</sup>

Analisis internal yang digunakan adalah kekuatan (*Strengths*) dan kelemahan (*weakness*), sedangkan analisis eksternal menggunakan variabel peluang (*opportunity*) dan ancaman

(*threats*).<sup>23</sup> Dengan analisis SWOT penulis bermaksud untuk menganalisis sukuk sebagai salah satu produk yang ditawarkan oleh ekonomi Islam melalui pasar modal Islam.

Dalam perekonomian negara terdiri dari berbagai unsur. Unsur pemerintah sebagai regulator yang mengeluarkan kebijakan-kebijakan terkait masalah ekonomi. Serta masyarakat menjadi unsur yang tidak kalah pentingnya dalam pembentukan perekonomian suatu negara. Masyarakat merupakan suatu kumpulan individu yang secara bersama-sama atau kolektif berusaha mencapai kesejahteraan individu dan kelompok. Individu-individu masyarakat yang merupakan makhluk sosial, terkadang mereka tidak selalu berkerja untuk kepentingan dirinya, tetapi juga untuk kepentingan orang lain, dimana motivasinya adalah terdapat *mutual independent* dan sifat altruisme yang merupakan bagian integral dan alamiah dari perilaku manusia.<sup>24</sup>

Sejak 14 abad silam, Islam melarang praktik riba dalam bentuk transaksi yang mendzolimi di tengah-tengah masyarakat. Bahkan larangan praktik riba ini pula hadir jauh sebelum munculnya Islam sebagai agama yang sempurna dan universal. Agama Yahudi melarang praktik riba untuk ummatnya, yang dikalangan yahudi dikenal sebagai *nassekh*.<sup>25</sup> Pun menurut agama Hindu dan Budha.<sup>26</sup> Hal ini menandakan bahwa riba merupakan suatu penyakit kronis masyarakat yang harus disembuhkan. Solusi kokret yang ditawarkan oleh Islam sebenarnya sudah ada sejak sebelum Islam benar menjadi agama yang legal. Rosulullah mencontohkan kepada umat manusia khususnya umat muslim bagaimana beretika dalam berbisnis dan investasi. Yaitu dengan menjauhi praktik riba dalam keluruh kegiatan keekonomian.

Dalam perkembangan sistem perekonomian setelah masa kenabian, bermunculkan berbagai paham-paham yang menjadi landasan negara seperti paham physiokratisme, liberal atau klasik, sosialis ilmiah, historis, guna-batas hingga munculnya ekonomi modern.<sup>27</sup> Instrument penggerak perekonomian menurut beberapa paham di atas adalah privat, dimana masyarakat memiliki kebebasan untuk melakukan kegiatan perekonomian. Namun dilain pihak, ekonomi Islam yang hadir beberapa decade terakhir memberikan angin segar bagi umat muslim untuk tidak terjerumus dalam penyakit perekonomian dan masyarakat yaitu riba.

Masyarakat tidak akan menanamkan dananya untuk investasi produktif jangka panjang kecuali jika mereka bias berharap mendapatkan tingkat keuntungan yang masuk akal.<sup>28</sup> Ekonomi Islam di Indonesia, khusus pada lembaga keuangan memberikan fasilitas bagi masyarakat muslim untuk bertransaksi secara halal. Dalam hal ini adalah pasar modal syariah yang memberikan fasilitas dan kemudahan bagi masyarakat muslim untuk ikut dalam kegiatan investasi. Kegiatan investasi dimaksud adalah sukuk. Saat ini, masyarakat muslim di Indonesia tidak lagi perlu modal yang besar untuk ikut investasi dalam suatu perusahaan. Karena dengan modal minimal masyarakat dalam berinvestasi pada perusahaan-perusahaan. Dengan demikian masyarakat muslim memiliki ruang yang sangat luas untuk ikut serta dalam investasi dan peningkatan perkonomian negara melalui jalur investasi.

**Kekuatan (Strength)**

Secara umum penerbitan *sukuk*, sebagaimana dijelaskan pada beberapa literatur menyatakan bahwa penerbitan *sukuk* mengedepankan konsep kemitraan (*partnership*) antara kedua belah pihak yang bertransaksi (walaupun pada praktiknya melibatkan banyak pihak). Begitu juga dengan sistem pembayaran atas investasi *sukuk* menggunakan sistem bagi hasil dan bagi rugi (*profit and loss sharing*).

Konsep kemitraan yang terdapat pada *sukuk*, kedua belah pihak atau lebih yang bertransaksi bertanggung jawab kepada masing-masing pihak untuk mendapatkan keuntungan. Keuntungan yang dibagikan kepada kedua belah pihak pun dibagi berdasarkan *nisbah* yang disepakati pada awal kontrak *sukuk* investasi (kecuali pada *sukuk* dalam bentuk jual beli).

Sedangkan dari konsep pembagian hasil dan pembagian rugi, *sukuk* lebih unggul bila dibandingkan dengan konsep obligasi konvensional yang menggunakan basis tingkat suku bunga.<sup>29</sup> Konsep bagi hasil dan bagi rugi pada *sukuk* berbasis investasi dinilai lebih mengedepankan keadilan antara dua belah pihak atau lebih yang bertransaksi. Keuntungan yang didapatkan akan dibagi antara emiten dan investor sesuai jumlah persentase *nisbah* yang disepakati diawal, sedangkan pada keadaan rugi maka kerugian juga akan ditanggung bersama.<sup>30</sup> Konsep *sukuk* memberikan nilai tambah bagi investor untuk melakukan investasi yang bebas dari unsur yang dilarang oleh syariah seperti *riba*, *gharar*, *maisir* dan beberapa hal lain seperti investasi pada sektor yang dilarang.

**Kelemahan (Weakness)**

Masih terdapat kendala dan kelemahan dalam pengembangan *sukuk*, beberapa kendala tersebut menurut Alvi (2005):<sup>31</sup>*Pertama*, Masih lemahnya dukungan pemerintah ditunjukkan dengan kurangnya regulasi pendukung. *Kedua*, Terjadi kles antara perkembangan *sukuk* dengan pandangan para ulama tentang substansi *sukuk*. *Ketiga*, Terdapat beberapa bank investasi Islam masih lemah dalam infrastruktur, dalam pengaturan pasar modal. *Ketiga*, Keterbatasan SDM yang benar-benar memahami substansi *sukuk*. Alvi juga menambahkan beberapa kendala dalam pengembangan *sukuk* yaitu *pertama*, terbatasnya jumlah *sukuk* yang diterbitkan untuk diperdagangkan pada pasar sekunder. *Kedua*, strategi *buy and hold* masih menjadi pilihan utama investor dikarenakan alternative investasi lain cenderung sedikit. *Ketiga*, keterbatasan jumlah asset yang berkualitas dalam penerbitan *sukuk* ijarah. *Keempat*, keterbatasan korporasi yang fokus dan *concern*.<sup>32</sup>

**Peluang (Opportunity)**

Inovasi yang terjadi pada pasar keuangan Islam ditandai diterbitkannya *sukuk* pada awal tahun 2000an.<sup>33</sup> Munculnya *sukuk* sebagai salah satu instrument pada pasar keuangan memberikan peluang besar bagi emiten muslim dan non-muslim untuk melakukan investasi yang relatif aman dan dengan nilai imbal balik (*return*) yang cukup kompetitif. Dengan diterbitkannya *sukuk* diharapkan dapat memberikan dampak secara makro pada perekonomian negara,

sehingga pelayanan yang dapat diberikan kepada masyarakat menjadi maksimal. Penerbitan sukuk di Indonesia mendapat respon yang baik dari masyarakat, bahkan sukuk menghadapi kelebihan permintaan (*excess demand*).

Sukuk di Indonesia, pertama kali diterbitkan oleh PT. Indonesian Satellite Corporation (Indosat) pada bulan September tahun 2002 dengan nilai Rp 175 miliar. Langkah Indosat tersebut diikuti perusahaan-perusahaan besar lainnya. Nilai penerbitan *sukuk* korporasi hingga akhir 2008 mencapai Rp 4,76 triliun. Sedangkan struktur sukuk yang digunakan pada periode 2002-2004 lebih didominasi oleh *mudharabah* sebesar Rp 740 miliar (88%), sisanya ijarah sebesar Rp 100 miliar (12%). Adapun periode 2004-2007 didominasi oleh ijarah sebesar Rp 2,194 triliun (92%), sisanya *mudharabah* sebesar Rp 200 miliar (8%).<sup>34</sup>

Enam *sukuk* yang sudah dipasarkan adalah sukukijarah Aneka Gas Industri Indosat (Rp 160 miliar), sukukijarah Indosat III (Rp 570 miliar), sukukijarah Metrodata Electronics (Rp 90 miliar), sukuk Ijarah Summarecon Agung (Rp 200 miliar), sukuk Ijarah Bank Muamalah (Rp 314 miliar), sukuk Ijarah Mayora Indah (Rp 200 miliar). Saat ini, pangsa pasar sukuk memang belum besar. Menurut catatan PT. Danareksa Sekuritas, *outstanding sukuk* baru tiga persen dari total pasar *sukuk* di Indonesia, sebanyak 97 persen lainnya masih dikuasai obligasi konvensional. Dengan adanya sukuk, mereka memiliki alternatif investasi yang relatif aman dan returnnya cukup menggiurkan. Sebut saja misalnya sukuk Indosat, returnnya saat ini sebesar 16 persen. Bahkan, pada periode awal, return sukuk Indosat mencapai 17,82 persen. Setelah disahkannya UU SBSN tahun 2008, pemerintah menerbitkan *sukuk* sebesar Rp 15 triliun. 29 Penerbitan sukuk ini dilaksanakan sebagai bagian dari pembiayaan defisit anggaran dalam APBN tahun 2008. Penerbitan sukuk perdana ini telah dilaksanakan di dalam dan luar negeri. Besarnya sukuk sesuai dengan *underlying aset* yang dimiliki pemerintah senilai Rp 15 triliun.<sup>35</sup>

Manurut Alvi peluang dalam penerapan sukuk meliputi beberapa hal sebagai berikut:<sup>36</sup> *Pertama*, meningkatnya jumlah permintaan sukuk dari emiten negara-negara muslim. *Kedua*, perkembangan lembaga keuangan Islam dalam melakukan diversifikasi portofolio dan meningkatkan jumlah yang merupakan instrument keuangan yang diperdagangkan dengan *income* tetap. *Ketiga*, sukuk dapat digunakan untuk jenis pendanaan pada sukuk ritail. *Keempat*, konsep sukuk akan menjadi lebih populer dan cenderung dapat bergerak secara eksponensial. *Kelima*, sukuk dapat berkembang menjadi instrument pada pasar modal. *Keenam*, Sukuk dapat memainkan peran penting dalam perkembangan hubungan antar bank dan transaksi jangka pendek pada pasar modal syariah. *Ketujuh*, Minat dari lembaga keuangan bank dan non-bank cukup besar untuk berinvestasi dengan sukuk.

Dari penjelasan di atas terlihat bahwa alternatif investasi yang aman telah menjadi pilihan oleh para emiten untuk mendapatkan keamanan dan kenyamanan dalam berinvestasi. Walaupun jumlah sukuk secara keseluruhan masih relatif kecil bila dibandingkan dengan jumlah obligasi konvensional, namun sukuk diharapkan dapat menjadi *last lending resort* bagi negara untuk terhindar dari ancaman yang akan terjadi akibat gelembung ekonomi. Pengaruh gelembung ekonomi yang terjadi pada sukuk cenderung relatif lebih kecil dibanding

dengan obligasi konvensional karena dasar penerbitan sukuk tidak didasari dengan tingkat suku bunga melainkan dengan konsep bagi hasil. Hingga saat ini konsep bagi hasil dapat dikatakan sukses dalam menghadapi krisis ekonomi, seperti yang terjadi pada lembaga keuangan yang menerapkan konsep bagi hasil pada krisis ekonomi yang terjadi pada akhir tahun 1990an.

### **Ancaman (*Threat*)**

Sukuk memiliki beberapa aspek keunggulan dan peluang untuk berkembang pada pasar modal Indonesia. Namun dibalik keunggulan dan peluang tersebut sukuk menghadapi beberapa ancaman yang dapat menghambat perkembangan sukuk itu sendiri. Ancaman dalam pengembangan sukuk di Indonesia dapat berupa ancaman internal maupun ancaman eksternal. Ancaman internal yang dihadapi sukuk adalah: *Pertama*, AAOIFI belum memiliki standard khusus dalam penerapan sukuk di berbagai negara yang mayoritas Islam.<sup>37</sup> Ketiadaan standard sukuk global cenderung akan menjadikan negara-negara terlalu berani dalam melakukan inovasi dalam pengembangan sukuk yang akan menimbulkan ancaman selanjutnya. Seperti yang terjadi pada perkembangan sukuk di Malaysia yang menerapkan sukuk dengan skema *ba'i inah*. *Bai inah* adalah suatu praktik jual beli dimana seseorang melakukan jual beli dengan cara kredit dan kemudian pembeli menjual kembali kepada penjual pertama dengan tunai dengan harga yang lebih rendah dari jual beli pertama.<sup>38</sup>

*Ba'i inah* hingga saat ini masih dianggap sebagai produk jual beli yang dilarang oleh Islam karena syarat yang digunakan masih dianggap tidak mencerminkan konsep jual beli yang di junjung tinggi oleh Islam yaitu tidak terpenuhinya beberapa syarat jual beli. Terjadinya inovasi yang berlebihan yang dilakukan untuk menarik investor timur tengah dengan diterbitkannya sukuk berbasis *bai inah* akan cenderung menjadi boomerang bagi pengembangan sukuk, sehingga akan menjadikan investor dari negara-negara muslim akan melakukan moratorium dalam memasukkan dananya ke dalam negeri. *Kedua*, manajemen resiko dan tingkat kepatuhan syariah. Hal ini dimungkinkan terjadi akibat dari ketiadaan standard internasional sukuk untuk diterapkan di seluruh negara. *Ketiga*, Investor yang membeli sukuk negara perdana lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Tercatat dari total sukuk yang dijual pemerintah Rp 4,7 triliun, 90 persen investornya berasal dari lembaga keuangan konvensional.\* Besarnya persentase lembaga keuangan konvensional dalam menguasai sukuk yang diterbitkan negara menandakan bahwa konsep sukuk dapat diterima oleh berbagai kalangan, dikarenakan imbal hasil yang kompetitif. Namun dibalik pengakuan lembaga konvensional terhadap konsep sukuk terdapat ancaman berupa penguasaan pasar modal oleh lembaga keuangan konvensional, perbankan syariah harus mengambil peran dalam pasar sukuk untuk mengimbangi dominasi lembaga keuangan konvensional.

Disamping ancaman internal, sukuk juga menghadapi ancaman eksternal yang dapat mempengaruhi perkembangan sukuk di Indonesia. Ancaman eksternal sukuk dapat berupa: *Pertama*, resiko nilai tukar mata uang. Resiko nilai tukar mata uang dapat mempengaruhi kedua belah pihak baik emiten maupun investor pemegang sukuk. Bila nilai mata uang

## ANALISIS PELUANG DAN ANCAMAN PRODUK PASAR MODAL

turun maka kondisi ini akan lebih menguntungkan pihak emiten karena ketika membayar bagi hasil akan cenderung terasa lebih rendah nilainya, namun dilain pihak investor akan mengalami penurunan pendapatan karena nilai tukar yang relative rendah. Sebaliknya , ketika nilai tukar mata uang naik maka emiten akan membayar bagi hasil yang lebih tinggi kepada investor dan investor dalam kondisi diuntungkan.

Resiko nilai tukar mata uang merupakan suatu resiko yang cenderung mengikuti mekanisme pasar, sehingga resiko ini dianggap menjadi resiko alam yang mana emiten dan investor tidak dapat mengendalikan nilai tukar mata uang agar tetap *flat*. *Kedua*, persaingan dengan negara-negara Islam penerbit sukuk. Indonesia akan cenderung ketinggalan dari negara-negara penerbit sukuk bila lamban melakukan inovasi dalam pengembangan sukuk untuk menarik investor luar negeri yang mulai menunjukkan ketertarikannya pada investasi disektor sukuk.

### D. Strategi Pengembangan Sukuk

<b>IFAS</b>	<b>Strengths</b>	<b>Weaknesses</b>
<b>EFAS</b>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Partnership</li> <li>2.Profit and loss sharing</li> <li>3.Halal</li> <li>4.Sesuai syariah</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Lemah dukungan</li> <li>2.Lemah infrastruktur</li> <li>3.Keterbatasan SDM</li> <li>4.Pasar sekunder</li> </ol>
<b>Opportunities</b>	<b>Strategi SO</b>	<b>Strategi WO</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Negara muslim</li> <li>2.Difersifikasi fortfolio</li> <li>3.Memiliki peran penting</li> <li>4.Minat cukup besar</li> <li>5.Aman</li> <li>6.nyaman</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.memperkuat kerjasama antar negara muslim (S1,S2,O1,O2,O3,O4)</li> <li>2.mempertahankan nilai-nilai islami (S3,S4,O5,O6)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Memperkuat dukungan legulator (W1,W2,O1)</li> <li>2.melakukan pelatihan intensif (W3,W4,O1,O4)</li> </ol>
<b>Threats</b>	<b>Strategi ST</b>	<b>Strategi WT</b>
<ol style="list-style-type: none"> <li>1.Bai inah</li> <li>2.Syariah compliance</li> <li>3.Terbit di negara konvensional</li> <li>4.Nilai tukar</li> <li>5.Kurang inovasi</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.regulasi yang mapan (S3,S4,T1,T2)</li> <li>2.menjalin kerjasama yang baik (S1,T3)</li> <li>3.mengganti basis Bungan dengan yang halal (S2,S3,S4,T4,T5)</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.meminta dukungan dari regulator dan stakeholder (W1,W2,T1,T2)</li> <li>2.mengadakan pelatihan dan training intensif (W3,S4,T3,T4,T5)</li> </ol>

Setelah dilakukan analisis dari aspek eksternal dan internal maka dapat dirumuskan dalam analisis SWOT, yang mana analisis tersebut menggambarkan tentang kekuatan, kelemahan, peluang dan ancaman sukuk pada pasar modal syariah di Indonesia. Setidaknya ada empat alternatif dan solusi yang dapat ditawarkan oleh SWOT dalam perkembangan sukuk di Indonesia:

#### Strategi Strengths – Opportunities

- a. Sesama stakeholder yang selama ini menggagas ekonomi Islam khususnya pada aspek lembaga keuangan dapat kembali mempererat kerjasama. Terlebih lagi kerjasama

tersebut terjadi antara negara-negara muslim yang mana arus keluar masuk modal dapat dikatakan cukup besar.

- b. Untuk meningkatkan kepercayaan masyarakat terhadap apa yang ditawarkan oleh ekonomi Islam, maka sudah seharusnya regulator dalam hal ini pemerintah dan lembaga-lembaga terkait harus terus mempertahankan prinsip-prinsip syariah.

#### **Strategi Weaknesses – Opportunities**

- a. Keberlangsungan sukuk pada pasar modal syariah Indonesia harus memiliki komitmen dari regulator dalam mendukung perkembangan sukuk di Indonesia, sehingga infrastruktur dapat tercukupi dengan baik.
- b. Dalam rangka menyediakan SDI (Sumber Daya Insani) yang memiliki kemampuan dan daya saing yang baik dengan Sumber Daya Manusia (SDM) konvensional harus intensif diadakannya pelatihan-pelatihan yang memberikan pengetahuan riil terkait dengan pasar modal syariah khususnya sukuk.

#### **Strategi Strengths – Threats**

- a. Pemerintah dan stakeholder lainnya harus memberikan perlindungan terhadap regulasi yang baik pada penerapan sukuk di lapangan.
- b. Begitu juga dengan adanya kerjasama yang baik, antar lembaga dan antar negara baik muslim ataupun nonmuslim, hal ini dapat memberikan spirit positif dalam perkembangan sukuk di Indonesia.
- c. Dalam rangka menghilangkan keraguan investor terkait tingkat keamanan modal dan tingkat kepatuhan syariah sukuk, maka sukuk harus benar-benar diterapkan sesuai dengan prinsip-prinsip yang diperbolehkan dalam Islam.

#### **Strategi Weaknesses – Threats**

- a. Sesama stakeholder yang selama ini menggagas ekonomi Islam khususnya pada aspek lembaga keuangan dapat kembali mempererat kerjasama. Terlebih lagi kerjasama tersebut terjadi antara negara-negara muslim yang mana arus keluar masuk modal dapat dikatakan cukup besar.
- b. Dalam rangka menyediakan SDI (Sumber Daya Insani) yang memiliki kemampuan dan daya saing yang baik dengan Sumber Daya Manusia (SDM) konvensional harus intensif diadakannya pelatihan-pelatihan yang memberikan pengetahuan riil terkait dengan pasar modal syariah khususnya sukuk.

Hasil diatas ada beberapa hal yang dapat dikomparikan dengan penelitian yang dilakukan oleh Endri (2007) memberikan beberapa strategi dalam pengembangan sukuk.<sup>40</sup> *Pertama*, 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 dipasar modal. *Kedua*, peranan pemerintah yang lebih dominan juga sangat diharapkan. *Ketiga*, menggunakan teknik ekonometrika untuk menguji

lebih jauh faktor-faktor yang mempengaruhi perkembangan sukuk. sedangkan saran dalam pengembangan teori baru, penelitian yang dapat dikembangkan pada instrument sukuk antara lain: *Pertama*, menambahkan instrument sukuk negara dan membandingkan hasil. *Kedua*, membandingkan sukuk dengan obligasi konvensional.

## E. Penutup

Perkembangan sukuk di Indonesia masih memiliki peluang yang cukup besar, hal ini ditandai dengan diserapnya sukuk sejak awal penerbitannya tahun 2002. Namun disamping peluang sukuk untuk berkembang di Indonesia, pemerintah sebagai regulator dan pihak-pihak terkait harus memberikan dukungan dalam pengembangan sukuk. dengan adanya regulasi yang baik dimungkinkan sukuk di Indonesia dapat bersaing dengan negara-negara lain penerbit sukuk. kendala dan ancaman pada analisis SWOT diatas dapat dijadikan acuan oleh regulator untuk memperbaiki kinerja sukuk internal maupun eksternal. Masyarakat muslim Indonesia memiliki ruang luar untuk masuk ke dalam investasi dengan modal yang relatif minimal.

Saran yang dapat ditawarkan kepada regulator, dalam hal ini pemerintah melalui Otoritas Jasa Keuangan (OJK), DSN-MUI, Ib-BI dapat memberikan perhatian khusus kepada perkembangan sukuk di Indonesia. Selanjutnya, dapat menjalin kerjasama yang baik kepada negara-negara muslim di dunia. Para *stakeholders* juga dapat memberikan iklim yang kondusif bagi masyarakat dalam rangka meningkatkan gairah masyarakat dalam investasi.

### Catatan:

<sup>1</sup> Ali Sakti, *Analitis Teoritis Ekonomi Islam: Jawaban Atas Kekacauan Ekonomi Modern*, Paradigma dan Aqsa Publishing, 2007, hal 243-245.

<sup>2</sup> Data.worldbank.org

<sup>3</sup> Muhammad Syafii Antonio, *Bank Syariah: Dari Teorik ke Praktik*, Gema Insani, Jakarta, 2001, hal 38.

<sup>4</sup> Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta. Ed. VI. 2011. Hal. 04.

<sup>5</sup> Fredi Rangkuti. *Analisis SWOT: Teknik Membedah Kasus Bisnis*. PT. Graedia. Jakarta. 2004. Hal. 18.

<sup>6</sup> Kasmir. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Rajawali Pers. Jakarta. Ed Revisi. 2014. Hal. 182.

<sup>7</sup> Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan*. hal. 82-83.

<sup>8</sup> Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan*. hal. 210.

<sup>9</sup> Sri Mulyani, *Obligasi*, makalah dipresentasikan pada Pelatihan Manajemen Obligasi Daerah Tahap Middle/2, bagi Staff BPKD Pemprof DKI Jakarta di Gedung Diklat, 23-27 Mei 2011. Slide 13.

<sup>10</sup> Al-Saeed Khalid Sulaiman, *Sukuk Issuence in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expertation*, Durham Theses of Durham University, 2012, hal 9.

<sup>11</sup> Kementrian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal Sekuritisasi Syariah (Efek Beragun Syariah)*, Bappepam-LK, 2010, hal 11.

<sup>12</sup> Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) (2003), Sukuk are defined as certificates of ownership of a pool of underlying assets, in which the certificates are of equal value, issued with the aim of using the mobilised funds for establishing a new project, developing an existing project, or financing a business activity as per their respective shares.

<sup>13</sup> Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, *Fatwa Dewan Syariah Nasional- Nomor: 32/*

DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, DSN-MUI, 2002.

<sup>14</sup> Undang-Undang Republik Indonesia No 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

<sup>15</sup> Kementerian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Studi Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Emiten Dalam Menerbitkan Sukuk Di Pasar Modal*, Bappepam-LK, 2009, hal 6.

<sup>16</sup> Kementerian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal: Sukuk Masyarakat dan Sukuk Istishna*, Bappepam-LK, 2009, hal 5.

<sup>17</sup> Ali Arsalan Tariq, *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*, International Banking, Loughborough, UK, Loughborough University, 2004, hal 18.

<sup>18</sup> Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, *Fatwa Dewan Syariah Nasional- Nomor: 76/ DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN Syariah Asset to be Leased*, DSN-MUI, 2010.

<sup>19</sup> Dede Abdul Fatah, "Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di-Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan", *Innovatio*, Vol. X No. 2, Ed. Juli-September 2011, hal 289.

<sup>20</sup> Dede Abdul Fatah, "Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di-Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan", *Innovatio*, Vol. X No. 2, Ed. Juli-September 2011, hal 289.

<sup>21</sup> Bappepam-LK, *Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal: Sukuk Masyarakat dan Sukuk Istishna*, Bappepam-LK, 2009, hal 5.

<sup>22</sup> Khalid Ahmad dan Rodeigue Fontaine, *Management from an Islamic Perspective*, Pearson Custom Publishig, Malaysia, 2011, Hal 94.

<sup>23</sup> Khalid Ahmad dan Rodeigue Fontaine, *Management from an Islamic Perspective*, Pearson Custom Publishig, Malaysia, 2011, Hal 94

<sup>24</sup> P3EI, *Ekonomi Islam*, Rajawali Press, Jakarta, 2011, Hal 463.

<sup>25</sup> Wayne A.M. Visser and Alastair McIntosh. *History of Usury Prohibition: A Short Review of the Historical Critique of Usury*, First published in *Accounting, Business & Financial History*, 8:2, Routledge, London, July 1998, pp. 175-189.

<sup>26</sup> Wayne A.M. Visser and Alastair McIntosh. *History of Usury Prohibition: A Short Review of the Historical Critique of Usury*, First published in *Accounting, Business & Financial History*, 8:2, Routledge, London, July 1998, pp. 175-189.

<sup>27</sup> Kaslan A. Tohir, *Ekonomi Modern*, pradya paramita, Jakarta, 1975, Hal. 17.

<sup>28</sup> Umer Chapra, *Islam dan Tantangan Ekonomi*, Gema Insani Press, Jakarta, 2000, Hal. 304.

<sup>29</sup> Obligasi konvensional terdiri dari beberapa jenis yang dapat diterapkan untuk menerbitkan obligasi (surat hutang) diantaranya adalah: *Income Bond* adalah obligasi yang tidak memberikan bunga kepada pemegang sertifikat obligasi kecuali bila penerbit obligasi mendapatkan laba. Kedua *Revenue Bond* adalah Obligasi yang sumber pembayaran bunganya berasal dari sumber pendapatan tertentu.

<sup>30</sup> Pembagian keuntungan pada sukuk berbasis investasi seperti *sukuk mdudharabah* keuntungan akan dibagi berdasarkan *nisbah* kesepakatan awal kedua belah pihak, pada saat usaha mengalami kerugian maka kerugian financial hanya ditanggung oleh investor dan sedangkan pengelola (emiten) menanggung kerugian yang terjadi dengan hilangnya waktu, tenaga dan kerugian manajemen dalam menjalankan usaha. Pada sukuk *musyarakah* pembagian keuntungan akan dibagi sesuai dengan *nisbah* yang telah disepakati dan kerugian dilandaskan dengan proporsi masing-masing pihak yang melakukan transaksi. Hal ini juga memberikan alternative dari obligasi konvensional yang merupakan instrument keuangan berpenghasilan tetap, sedangkan pada sukuk yang terjadi disebut dengan *uncertainty contract* dimana keuntungan akan tergantung pada kinerja emiten dalam menjalan usaha, ketika emiten menjalankan usaha dengan baik dan terorganisir maka kecendrungan keuntungan akan meningkat, begitu juga sebaliknya bila emiten menjalankan usaha kurang maksimal maka keuntungan yang didapat akan cendrung kecil.

<sup>31</sup> Ijal Alvi, "Toward Global Standard for Islamic Sukuk: Issuence and Trading", *International Islamic Financial Market*, 2005, hal 10.

<sup>32</sup> Ijal Alvi, "Toward Global Standard for Islamic Sukuk: Issuence and Trading", *International Islamic Financial Market*, 2005.. hal 9.

<sup>33</sup> Ijal Alvi, "Toward Global Standard for Islamic Sukuk: Issuence and Trading", *International*

## ANALISIS PELUANG DAN ANCAMAN PRODUK PASAR MODAL

Islamic Financial Market, 2005.. hal 3.

<sup>34</sup> Dede Abdul Fatah, hal 292.

<sup>35</sup> Dede Abdul Fatah hal 193.

<sup>36</sup> Ijal Alvi, hal 7.

<sup>37</sup> Dede Abdul Fatah, hal 295.

<sup>38</sup> Hasan Ayyub, *Fiqh al-Muamalah al-Maliah fi al-Islam*, Daar es-Salam, Mesir, 2006, cet 3, hal 73.

<sup>39</sup> Dede Abdul Fatah, hal 297.

<sup>40</sup> Endri, "Permasalahan Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia Menggunakan Analytical Network (ANP)", *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol. 13, No. 3 September 2009, hal 371-372.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ali Arsalan Tariq. *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. International Banking. Loughborough. UK. Loughborough University. 2004.
- Al-Saeed Khalid Sulaiman. *Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectation*. Durham Theses of Durham University. 2012.
- Ali Sakti. *Analitis Teoritis Ekonomi Islam: Jawaban Atas Kekacauan Ekonomi Modern*. Paradigma dan Aqsa Publishing. 2007.
- Data.worldbank.org
- Dede Abdul Fatah. "Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di-Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan". *Innovatio*. Vol. X No. 2. Ed. Juli-September 2011.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. *Fatwa Dewan Syariah Nasional- Nomor: 32/ DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah*. DSN-MUI. 2002.
- Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. *Fatwa Dewan Syariah Nasional- Nomor: 76/ DSN-MUI/VII/2010 tentang SBSN Syariah Asset to be Leased*. DSN-MUI. 2010.
- Endri. "Permasalahan Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia Menggunakan Analytical Network (ANP)". *Jurnal Keuangan dan Perbankan*. Vol. 13. No. 3 September 2009.
- Fredi Rangkuti. *Analisis SWOT: Teknik Membedah Kasus Bisnis*. PT. Graedia. Jakarta. 2004.
- Hasan Ayyub. *Fiqh al-Muamalah al-Maliah fi al-Islam*. Daar es-Salam. cet 3. Mesir. 2006.
- Ijal Alvi. "Toward Global Standard for Islamic Sukuk: Issuance and Trading". *International Islamic Financial Market*. 2005.
- Kaslan A. Tohir, *Ekonomi Modern*, pradya paramita, Jakarta, 1975.
- Kasmir. *Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya*. Rajawali Pers. Jakarta. Ed Revisi. 2014.
- Kementrian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. *Studi Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Minat Emiten Dalam Menerbitkan Sukuk Di Pasar Modal*. Bappepam-LK. 2009.
- Kementrian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. *Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal: Sukuk Musyarakah dan Sukuk Istishna*, Bappepam-LK. 2009.
- Kementrian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan. *Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal Sekuritisasi Syariah (Efek Beragun Syariah)*. Bappepam-LK. 2010.
- Khalid Ahmad dan Rodeigue Fontaine. *Management from an Islamic Perspective*. Pearson Custom Publishig. Malaysia. 2011.
- Muhammad Syafii Antonio. *Bank Syariah: Dari Teorik ke Praktik, Gema Insani*. Jakarta. 2001.
- P3EI, *Ekonomi Islam*, Rajawali Press, Jakarta, 2011.
- Sri Mulyani, *Obligasi*, makalah dipresentasikan pada Pelatihan Manajemen Obligasi Daerah Tahap Middle/2, bagi Staff BPKD Pemprof DKI Jakarta di Gedung Diklat, 23-27 Mei 2011. Slide 13.
- Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. UPP STIM YKPN. Yogyakarta. Ed. VI. 2011.
- Undang-Undang Republik Indonesia No 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).
- Umer Chapra, *Islam dan Tantangan Ekonomi*, Gema Insani Press, Jakarta, 2000.
- Wayne A.M. Visser and Alastair McIntosh. *History of Usury Prohibition: A Short Review of the Historical Critique of Usury*, First published in *Accounting, Business & Financial History*, 8:2, Routledge, London, July 1998, pp. 175-189.