

# SUKUK SEBAGAI ALTERNATIF INVESTASI SYARI'AH DI INDONESIA

*Desi Trisnawati\**

**Abstract:** *Sukuk was one of the alternatives of investment and sources of development fund primarily in infrastructure because of the advantages of the sukuk self namely : (1) the used of sukuk fund from the beginning was clearly to developing certainty projects example infrastructure development in Indonesia, (2) sukuk risks was clearly from the beginning of the projects, and (3) the used of sukuk fund should be discipline because sukuk fund was clearly correlated with certainty projects. The development of sukuk in Indonesia was slowly because of regulation aspect, tax aspect, operational aspect, and product aspect. These factors became the challenges for the Indonesian government to solve immediately in order to sukuk was one of the attractives investment in Indonesia.*

**Keywords :** Sukuk, Investasi Syari'ah

## PENDAHULUAN

Pada tahun 2009 lalu perekonomian dunia mengalami perlambatan yang berpengaruh terhadap perekonomian Indonesia. Di tengah terjadinya krisis finansial global, pertumbuhan ekonomi Indonesia hanya tumbuh sekitar 4%. Kondisi ini lebih baik bila dibandingkan dengan negara lain yang memiliki angka pertumbuhan ekonomi negatif. Indonesia masih beruntung karena memiliki angka pertumbuhan positif dan tidak terlalu terpuruk dalam krisis finansial global. Walaupun angka pertumbuhan ini boleh dikatakan sangat tidak memadai, karena berdasarkan suatu

---

\* Jurusan Syariah Prodi Perbankan Syariah STAIN Salatiga

penelitian untuk menyerap tenaga kerja dan menghindari bertambahnya pengangguran, ekonomi Indonesia harus tumbuh sekitar 8%. Dengan pertumbuhan ekonomi yang hanya sebesar 4%, diperkirakan jumlah pengangguran akan bertambah.<sup>1</sup>

Akibat kondisi di atas, pemerintah terpaksa menambah pengeluaran belanjanya untuk membantu memutar roda perekonomian. Padahal di saat yang bersamaan, pendapatan pemerintah sedang turun akibat turunnya harga komoditas dan turunnya ekspor Indonesia ke negara lain karena adanya krisis finansial dunia. Pendapatan pemerintah yang bertumpu pada pajak tidak akan cukup menopang perekonomian. Akibat bertambahnya pengeluaran dan menurunnya pendapatan, maka defisit APBN pemerintah diperkirakan akan meningkat. Untuk menutupi defisit tersebut, pemerintah terpaksa hutang.

Besarnya pembayaran hutang dan beban bunga hutang yang sangat besar telah mereduksi alokasi anggaran belanja pembangunan yang seharusnya menjadi prioritas. Sebagai contoh, anggaran negara pada tahun 2004 dari Rp 343,9 triliun, alokasi untuk anggaran belanja pembangunan hanya 68,1 triliun rupiah, masih lebih kecil daripada anggaran untuk pembayaran “bunga hutang” sebesar 68,5 triliun rupiah. Sebagaimana telah diketahui bahwa setiap tahunnya negara menanggung pembayaran beban hutang baik pokok dan bunganya hampir mencapai 30 persen dari total APBN. Indonesia, berdasarkan data tahun 2005, memiliki rasio hutang terhadap PDB sebesar 45,63 persen<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> [www.republica.co.id](http://www.republica.co.id), diunduh 10 Mei 2010

<sup>2</sup> [www.bisnis.com](http://www.bisnis.com), diunduh 10 Mei 2010

Dengan kondisi tersebut, penyediaan sarana dan prasarana publik pun menjadi terkendala. Sebagai contoh, untuk tahun fiskal 2006, 48,70 persen PPh dan PPn (Rp 210,71 triliun + Rp 128,31 triliun = Rp 339,02 triliun) yang dibebankan ke masyarakat, habis untuk membayar utang pemerintah<sup>3</sup> (Rama Pratama, 2006). Padahal salah satu fungsi utama pajak adalah untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat melalui penyediaan barang-barang kebutuhan publik. Angka Rp 91,6 triliun dalam APBN 2006 untuk pembayaran utang dan bunga sedikit banyak telah menjelaskan betapa pahitnya terbebani hutang luar negeri. Beban berat ini menuntut adanya alternatif pembiayaan pembangunan yang lebih baik. Skema-skema pembiayaan pembangunan dengan prinsip syari'ah yang mulai berkembang serta potensi jumlah dana syari'ah yang besar menjadi alternatif strategis untuk mengakhiri ketergantungan pembiayaan berbasis hutang yang menghasilkan beban bunga.

Salah satu instrumen hutang yang akan dipakai oleh pemerintah adalah Sukuk Ritel. Kebetulan pula, pada saat yang bersamaan, di tengah ketidakpastian ekonomi, masyarakat mulai melirik instrumen investasi yang aman, terlebih dengan adanya beberapa insiden buruk di dunia investasi akhir-akhir ini. Sukuk Ritel, sebagai instrumen investasi yang diterbitkan pemerintah diharapkan akan menjadi pilihan yang menarik oleh masyarakat, karena memenuhi kriteria investasi yang relatif sangat aman.

---

<sup>3</sup> Rama Pratama (2006) dalam Sunarsip, *Menangkap Peluang Dari Booming Keuangan Syari'ah Global*, (Jakarta: t.p., 2007).

Sukuk Ritel pertama diterbitkan pada Februari 2009 berdasarkan akad *ijarah* (akad sewa menyewa atas suatu aset). Aset Surat Berharga Syari'ah Nasional (SBSN) yang disewakan merupakan Barang Milik Negara (BMN) yang memiliki nilai ekonomis seperti tanah dan bangunan. Penggunaan aset SBSN dapat dilakukan dengan cara dijual, disewakan, atau cara lain yang mengacu kepada prinsip syari'ah. Untuk menerbitkan sukuk, pemerintah telah menyediakan *underlying asset* senilai Rp18 triliun. Sekitar Rp 4 triliun baru dipakai ketika menerbitkan sukuk perdana di pasar domestik, Agustus 2008. Dengan demikian masih ada sekitar Rp 14 triliun aset yang bisa dipakai sebagai dasar penerbitan Sukuk tahun 2009. Penerbitan sukuk di Indonesia saat ini lebih didasari pada perkembangan institusi syari'ah seperti perbankan syari'ah, asuransi syari'ah, dan reksadana syari'ah yang membutuhkan alternatif investasi obligasi syari'ah<sup>4</sup>.

## PEMBAHASAN

### Definisi

Menurut Dewan Syari'ah Nasional (DSN) obligasi syari'ah (sukuk) adalah suatu surat utang berharga jangka panjang yang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syari'ah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi

---

<sup>4</sup> Anis Baridwan, *Sukuk Structuring Innovative Sukuks* (Jakarta: Workshop, 2007)

syari'ah berupa hasil/*margin fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>5</sup>

Menurut *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Institutions*, sukuk adalah sertifikat dengan nilai yang sama dengan bagian atau seluruhnya dari bagian kepemilikan harta berwujud, untuk mendapatkan hasil dan jasa di dalam kepemilikan asset dari proyek tertentu atau aktivitas investasi khusus, sertifikat ini berlaku setelah menerima nilai sukuk, di saat jatuh tempo dengan menerima dana seutuhnya, sesuai dengan tujuan sukuk tersebut.

### **Manfaat Sukuk**

Keberadaan sukuk sangat dibutuhkan oleh pemerintah maupun institusi bisnis. Menurut Ibrahim,<sup>6</sup> sukuk dapat digunakan sebagai penyeimbang dari neraca keuangan dalam suatu bisnis, sedangkan bagi pemerintah adalah:

- a. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara;
  - memperkaya instrumen pembiayaan fiskal.
  - memperluas dan mendiversifikasi basis investor SBSN.
- b. Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syari'ah di dalam negeri;
  - mengembangkan alternatif instrumen investasi.
  - menciptakan *benchmark* di pasar keuangan syari'ah.

---

<sup>5</sup> Roikhan, *Perkembangan Transaksi Syari'ah Muamalah Pada Sukuk/SBSN Di Indonesia dan Malaysia Dalam Konsep Kaffah Thinking* (Jakarta: National Seminar, 2009).

<sup>6</sup> Ida Musdafiah Ibrahim, *Analisis Obligasi Syari'ah (Sukuk) Bagi Perkembangan Investasi Syari'ah Di Indonesia* (Jakarta: First Annual Graduate Student Research And Creativity Symposium, 2008).

- c. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara dan mendorong tertib administrasi pengelolaan Barang Milik Negara

Menurut Usmani<sup>7</sup> (2008) manfaat sukuk adalah memberikan cara yang terbaik untuk mengatur keuangan perusahaan dengan memberikan likuiditas yang lebih baik dan memberikan distribusi kesejahteraan yang seimbang.

### Jenis-Jenis Sukuk

Menurut fatwa DSN tentang obligasi syari'ah (sukuk), maka akad yang dapat digunakan dalam penerbitan sukuk adalah<sup>8</sup> : (1) *mudharabah (Trust Financing/Trust Investment)*, *mudharabah* adalah perjanjian kerjasama antara dua pihak dengan pihak pertama menyediakan modal, sedangkan pihak lainnya menjadi pengelola, (2) *musyarakah (Partnership, Project Financing Participation)* adalah pembiayaan atas akad kerjasama dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, (3) *murabahah (Deffered Payment Sale)*, (4) *salam (Infront Payment Sale)* adalah penjualan komoditas yang telah ditentukan kuantitas dan kualitasnya yang akan diberikan kepada pembeli dengan waktu yang telah ditentukan di masa depan dengan harga sekarang, (5) *istishna (Purchase by order or manufacture)* adalah suatu kontrak yang digunakan untuk menjual barang manufaktur dengan usaha yang dilakukan penjual dalam menyediakan barang tersebut dari material, diskripsi, dan

---

<sup>7</sup> Muhammad Taqi Usmani, *Sukuk and the Contemporary Applications*. (AAOIFI Shariah Council, 2008).

<sup>8</sup> Dewan Syari'ah Nasional-MUI, *Himpunan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional* (Jakarta: DSN-MUI dan Bank Indonesia, 2003).

harga tertentu, (6) *ijarah (operational lease)* adalah sebuah kontrak yang didasarkan pada adanya pihak yang membeli dan menyewa peralatan yang dibutuhkan klien dengan uang sewa tertentu.

### **Model Pembiayaan Sukuk**

Dengan melihat kondisi tersebut obligasi syari'ah (sukuk) memiliki potensi besar dapat menjadi alternatif pendanaan untuk pembangunan infrastruktur yang menarik. Sukuk telah memiliki legitimasi yang kuat secara syari'ah di Indonesia dan juga telah disetujui oleh Bapepam.

Pada tahap awal, sukuk dikenal juga sebagai *Muqarada Bond*, diajukan sebagai alternatif pengganti obligasi dengan komponen bunga (*interest-bearing bonds*). *Muqarada* sinonim dengan *Qirad* atau mudharabah sebagai investasi dengan bagi hasil (*profit-loss sharing*). Instrumen keuangan ini secara internasional mendapatkan pengesahan halal dari OIC Academy (Lembaga Kajian Fiqh negara OKI).

Melalui fatwa tersebut, DSN mengkategorikan tiga jenis pemberian keuntungan kepada investor pemegang suku. Yaitu, pertama adalah berupa bagi hasil kepada pemegang sukuk mudharabah atau musyarakah. Kedua, keuntungan berupa margin bagi pemegang sukuk murabahah, salam atau istishna. Dan ketiga, berupa fee (sewa) dari aset yang disewakan untuk pemegang sukuk dengan akad *ijarah*. Pada prinsipnya, semua sukuk adalah surat berharga bukti investasi jangka panjang yang dikembangkan dengan mengacu pada prinsip muamalah Islami. Namun yang membedakan sukuk tersebut adalah akad dan transaksinya.

Ada beberapa akad penting yang dapat menjadi basis pengembangan obligasi syari'ah:

- a. Akad *mudharabah* adalah akad kerjasama usaha antara dua pihak dimana pihak pertama (*sahibul maal*, investor) menyediakan modal sedangkan pihak kedua (*mudharib*, emiten) bertindak selaku pengelola, dan keuntungan usaha dibagi diantara mereka sesuai dengan kesepakatan dimuka yang dituangkan dalam kontrak.
- b. *Musyarakah* merupakan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan risiko akan ditanggung bersama sesuai kesepakatan.
- c. *Ijarah* merupakan akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang/jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan atas barang tersebut.
- d. *Murabahah* adalah akad jual beli barang dimana pembeli dapat membayar harga barang yang disepakati pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati. Penjual dapat menambah margin pada harga pokok barang yang dijual tersebut.
- e. Salam merupakan kontrak jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu.
- f. *Istishna* merupakan akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli) dengan pembuat (penjual).

Sukuk yang berkembang di Indonesia baru dua jenis yaitu sukuk *mudharabah* dan sukuk *ijarah*. Secara praktek



sukuk *mudharabah* dikeluarkan oleh perusahaan (*mudharib/emiten*) kepada investor (*sahibul maal*) dengan tujuan untuk pendanaan proyek tertentu yang dijalankan perusahaan. Proyek ini sifatnya terpisah dengan aktivitas umum perusahaan. Keuntungannya didistribusikan secara periodik berdasarkan nisbah tertentu yang telah disepakati. Tetapi tidak ditentukan persentasenya di perjanjian awal (*fixed pre-determined*). Nisbahnya merupakan rasio pembagian keuntungan riil dengan basis *profit-loss sharing*.

Pemegang sukuk ijarah akan mendapatkan keuntungan berupa *fee* (sewa) dari aset yang disewakan. Contoh Matahari Dept Store mengeluarkan sukuk Rp. 100 miliar. Dananya digunakan untuk menyewa ruangan usaha dengan akad wakalah, dimana Matahari bertindak sebagai wakil untuk melaksanakan ijarah atas ruangan usaha dari pemiliknya (pemegang obligasi/investor). Ruang usaha tersebut dimanfaatkan Matahari sesuai dengan akad *wakālah*, dimana atas manfaat tersebut Matahari melakukan pembayaran sewa (*fee ijarah*) dan pokok dana obligasi. *Fee ijarah* dibayarkan setiap tiga bulan, sedangkan dana obligasi dibayarkan pada saat pelunasan obligasi. Jangka waktu obligasi tersebut selama lima tahun.

### **Kelebihan dan Risiko Investasi Sukuk**

Sukuk dengan sistem syari'ahnya jauh lebih baik daripada surat utang dengan basis bunga. Kelebihan sukuk adalah : (1) penggunaan dana sukuk sejak awal jelas untuk membangun proyek tertentu, misalnya pembangunan infrastruktur, (2) risiko sukuk terdefinisi sejak awal oleh proyek yang dibiayainya, dan (3) tuntutan kedisiplinan penggunaan dana sukuk karena sifat peruntukan

penggunaan dana yang terdefinisi secara jelas berkaitan dengan proyek tertentu.

Selain memiliki kelebihan, investasi memiliki risiko yang meliputi *market risk*, *rate of return risk*, *foreign exchange rate risk*, *credit and counter party risk*, *default risk*, *coupon payment risk*, *asset redemption risk*, *liquidity risk*, dan *shariah compliance risk*.<sup>9</sup>

### **Perkembangan Sukuk di Indonesia**

Hingga tahun 2005, baru ada 18 emisi obligasi dengan nilai Rp. 2,2 Triliun atau sekitar dua persen dari total obligasi nasional. Pada tahun 2002 hanya ada satu obligasi syari'ah dari indosat dengan nilai Rp. 175 Miliar. Tahun 2003, terjadi enam emisi obligasi syari'ah dengan nilai Rp. 665 Miliar. Tahun 2004 ada delapan emisi obligasi syari'ah dengan nilai Rp. 970 Miliar dan tahun 2005 terdapat emisi senilai Rp. 345 milyar. Barulah pada tahun 2006, PLN berencana mengumumkan emisi obligasi dengan nilai Rp. 200 Miliar. Total emisi sukuk domestik meningkat dari Rp175 milyar pada tahun 2002 menjadi Rp3,3 triliun pada akhir 2007. Total issuer meningkat sebanyak 20 issuer sejak kurun waktu 2002-2007, yaitu dari 1 issuer pada tahun 2002 menjadi 21 issuer pada akhir 2007<sup>10</sup>.

Pada Mei 2008 lalu, Pemerintah telah mengundangkan Undang-undang No. 19/2008 tentang Surat Berharga Syari'ah Nasional (SBSN) atau UU Sukuk Negara (*sovereign sukuk*). Pada tahun 2008, pemerintah menerbitkan sukuk

---

<sup>9</sup> Ali Arsalan Tariq dan Humayon Dar, "Risks of Sukuk Structure : Implications for Resource Mobilization", dalam *Thunderbird International Business Review*, Vol. 49 , No. 2 (2007).

<sup>10</sup> Roikhan, *Perkembangan...*,8

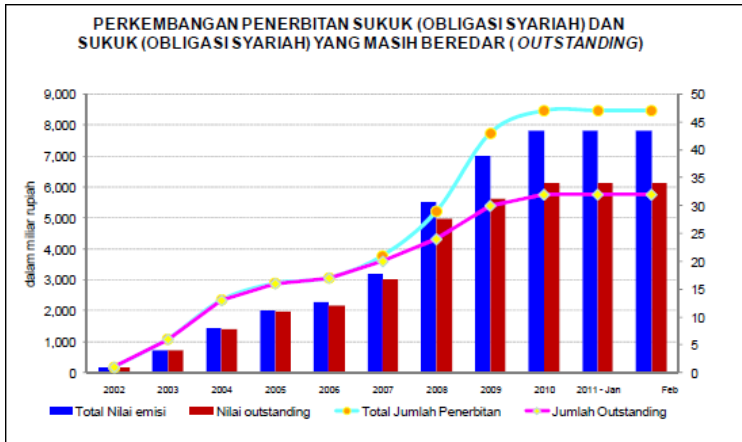
hingga Rp 18 triliun<sup>11</sup>. Bila dibandingkan dengan obligasi negara konvensional, penerbitan sukuk ini memang masih kecil. Namun, dimulainya penerbitan sukuk ini oleh pemerintah ini akan dapat menjadi *trigger* bagi penerbitan sukuk lainnya. Dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara dan adanya rencana penerbitan sukuk oleh pemerintah, itu berarti sukuk kini menjadi instrumen pembiayaan yang diakui sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap sukuk kita, baik sukuk negara maupun sukuk korporasi. Selain itu, diperkirakan perkembangan pasar sukuk di Indonesia bakal lebih semarak dibandingkan sebelumnya. Terlebih lagi, minat investor terhadap sukuk ini sangat besar, sebagaimana ditunjukkan dari perkembangan sukuk global saat ini. Tahun ini pemerintah memang memfokuskan diri untuk pengembangan pasar sukuk domestik. Jika penerbitan perdana ini sukses, diperkirakan akan semakin menarik investor asing, khususnya dari Timur Tengah, untuk masuk ke pasar keuangan syariah di Indonesia.

Tabel Nilai Emisi Sukuk dan Sukuk Outstanding  
(Sumber : Bapepam, 2010)

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah
2002	175	1	175	1

<sup>11</sup> Sunarsip, *Prospek Sukuk Indonesia* (Jakarta: t.p., 2008)

2003		740	6	740	6
2004		1424	13	1424	13
2005		2009	16	2009	16
2006		2282	17	2282	17
2007		3174	21	2999	20
2008		5498	29	4958	24
2009		7015	43	5621.4	30
2010		7815	47	6121.0	32



Sumber : Bapepam (2010)

Sukuk pemerintah diperkirakan akan berkembang lebih baik setelah diberlakukannya UU No 19 tahun 2008

tentang Surat Berharga Syari'ah Negara. Menurut Agus P Laksono<sup>12</sup> kondisi pasar sukuk dalam negeri sebagai berikut:

1. Potensi permintaan relatif besar, sementara penerbitan sukuk relatif terbatas. Seperti permintaan dari negara di kawasan Timur Tengah sangat besar terhadap sukuk. *Cash flow* negara di kawasan tersebut tinggi ditunjang oleh meningkatnya harga minyak dunia.
2. Likuiditas relatif rendah.  
Likuiditas yang rendah disebabkan karena pangsa pasarnya yang relatif kecil, yaitu hanya sekitar 5% dari total system keuangan di Indonesia.
3. Investor cenderung melakukan aksi *buy & hold*.
4. Struktur sukuk berupa *head-lease* and *sub-lease* serta *wakalah* (tanpa SPV).

Menurut Ibrahim<sup>13</sup> permasalahan pertama yang menyebabkan lambatnya perkembangan sukuk di Indonesia adalah sebagian besar sukuk mempunyai tenor atau jangka waktu investasi pendek. Padahal investor seperti dana pensiun dan takaful membutuhkan instrument dengan investasi jangka panjang. Selain itu, ragam metode sukuk yang ditawarkan masih sedikit.

Permasalahan kedua, bagi *fund manager*, investor maupun analis sukuk saat ini adalah belum adanya valuasi yang standard dan umum untuk menghitung dan memprediksi sukuk korporasi, sehingga sulit untuk menganalisis terutama obligasi dengan skim *mudharabah*.

---

<sup>12</sup> Agus P Laksono dalam Ida Musdafia Ibrahim, *Analisis Obligasi Syari'ah (Sukuk) Bagi Perkembangan Investasi Syari'ah Di Indonesia* (Jakarta: First Annual Graduate Student Research And Creativity Symposium, 2008).

<sup>13</sup> Ibrahim, *Analisis.....*, 10

Hal ini berbeda dengan obligasi konvensional yang amat berkaitan erat dengan perhitungan dan memprediksi dengan volatilitas suku bunga. Pada obligasi konvensional dalam teori sederhana, kenaikan suku bunga berakibat penurunan harga obligasi di pasaran dan sebaliknya. Sedangkan di syari'ah belum ada *benchmarking* yang baku dalam penentuan harga di pasar sekunder. Salah satu hal penting dalam proses valuasi sukuk adalah perlu adanya pemisahan antara harga wajar dengan distorsi harga yang terjadi di pasar sekunder. Hal ini penting jangan sampai terjadi rekayasa pasar dalam *supply* dan rekayasa dalam *demand* dalam pembentukan harga obligasi di pasar sekunder. Dengan adanya valuasi yang standar ini diharapkan akan membantu memudahkan investor dalam memilih sukuk yang layak untuk dimasukkan dalam portfolio investasi.

Permasalahan ketiga adalah buruknya iklim investasi di Indonesia yang disebabkan beberapa hal.

1. Pemborosan atau inefisiensi dalam pengeluaran pemerintah yang berupa penyediaan barang-barang dan jasa kebutuhan pokok bagi dunia usaha yang tidak disediakan oleh pasar, termasuk infrastruktur dasar.
2. Beban yang harus ditanggung oleh pelaku bisnis karena regulasi pemerintah, dalam hal pemenuhan administrasi berkaitan dengan perizinan, pelaporan, dan sebagainya. Tingkat efisiensi birokrasi di Indonesia sangat rendah merupakan salah satu sumber distorsi iklim investasi.
3. Buruknya kondisi infrastuktur di Indonesia, tidak hanya terbatas pada kuantitas yang terbatas tetapi juga

dalam hal kualitas infrastruktur yang sudah ada. Aspek ini sangat menghambat kelancaran produksi dan perdagangan di dalam negeri maupun kegiatan ekspor impor. Buruknya kondisi infrastruktur merupakan yang terburuk di Asean.<sup>14</sup> Bukti terbaru buruknya kualitas dan kuantitas infrastruktur adalah saat ini pemerintah Indonesia sedang kewalahan menghadapi krisis listrik yang terjadi. Permasalahan di atas semakin menghambat masuknya investor, terutama investor asing di Indonesia khususnya untuk *corporate sukuk* di Indonesia.

### **Tantangan dan Solusi Strategis**

Perkembangan instrumen dan sistem keuangan syari'ah baik dalam skala domestik maupun global, secara strategis memberikan peluang kepada pemerintah dan BUMN untuk dapat memanfaatkan peluang alternatif sumber pembiayaan pembangunan yang lebih beragam. Dalam memanfaatkan potensi ini, Indonesia sangat tertinggal dibanding dengan Malaysia yang telah dapat memanfaatkan dana investasi dengan skema sukuk sebesar US\$ 40 miliar dalam beberapa tahun terakhir.

Potensi dana dari Timur Tengah diperkirakan bisa mencapai sekitar US\$ 800 miliar yang didorong naiknya harga minyak di pasar internasional. *Cash flow* di kawasan tersebut terus meningkat akibat melonjaknya harga minyak. Fenomena ini membuat kawasan tersebut cenderung sulit untuk mengalokasikan dana sehingga harus dimanfaatkan supaya dana ini masuk ke Indonesia. Pemerintah Qatar melalui *Qatar Investment Authority* juga berencana menanamkan modal untuk membangun infrastruktur di

---

<sup>14</sup> Data Bank Dunia Tahun 2005.

Indonesia. Bahkan, Pemerintah Qatar telah menawarkan kerja sama kepada Pemerintah Indonesia guna mengelola dana senilai 1 miliar dollar AS yang akan digunakan untuk membiayai proyek-proyek infrastruktur di Indonesia. Pemerintah Qatar bersedia menanamkan dana sebesar 850 juta dollar AS atau 85 persen dari total dana yang dibutuhkan. Sisanya 150 juta dollar atau 15 persen disediakan oleh Pemerintah Indonesia. *Dubai Islamic Bank*, misalnya juga menawarkan dana untuk pembangunan infrastruktur, monorel, dan usaha yang terkait dengan ekspor. Selain itu sejumlah investor Timur Tengah juga berencana masuk ke *Lombok Tourism Development Centre (LTDC)*.

Perkembangan tersebut memberikan tantangan kepada otoritas pengaturan untuk dapat mengantisipasi perkembangan pasar keuangan syari'ah dalam hubungannya dengan pengembangan instrumen pengendalian moneter dan instrumen pasar keuangan syari'ah dalam kaitannya untuk memenuhi kebutuhan terhadap instrumen likuiditas dan investasi baik dalam skala domestik maupun global, terutama dalam upaya untuk mempermudah investor asing untuk masuk ke Indonesia.

Perkembangan penggunaan sukuk sebenarnya telah dimulai pada tingkat korporasi dan perbankan syari'ah di Indonesia. Namun demikian, pengembangan instrumen pasar keuangan yang efisien akan juga ditentukan oleh keberadaan instrumen keuangan pemerintah. Secara domestik, keberadaan instrumen keuangan syari'ah yang diterbitkan oleh pemerintah dapat digunakan sebagai sumber pendanaan dalam negeri dan kemungkinan penggunaan instrumen tersebut sebagai piranti moneter.



Secara internasional, penerbitan instrumen keuangan syari'ah oleh pemerintah dapat berfungsi sebagai *benchmark* bagi investor sehingga *pricing* dapat terbentuk secara efisien.

Beberapa tantangan strategis yang perlu segera diselesaikan dalam pengembangan sukuk adalah :<sup>15</sup>

- a. Aspek regulasi yang masih dirasakan menghambat perkembangan pasar sukuk domestik juga perlu dibenahi, sebagaimana yang terdapat dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 5/12 tahun 2004. Dalam PBI tersebut, bank yang memiliki sukuk agar memegangnya hingga jatuh tempo. Meski aturan ini penting untuk menjaga aspek kesyari'ahan bank syari'ah, namun PBI ini perlu direvisi agar tidak menghambat likuiditas pasar sukuk
- b. Aspek operasional: (1) belum ada standar baku untuk operasional dan ketentuan akuntansinya, hal ini tentu menyebabkan kegamangan praktisi untuk mendukung pengembangan instrumen yang relatif baru ini; selain itu (2) ketentuan fiqh versus hukum formal yang seringkali sering tidak sejalan.
- c. Aspek pajak dimana aturan perpajakan atas transaksi keuangan syari'ah masih belum mendapatkan kepastian.
- d. Kebanyakan produk keuangan syari'ah yang berkembang saat ini kebanyakan berbasis hutang (*debt-based*) atau lebih menyukai yang berbasis hutang (*debt-likely*), sementara *genuine* keuangan syari'ah adalah condong untuk mengembangkan *profit-loss sharing*.

---

<sup>15</sup> Sunarsip, *Prospek Sukuk Indonesia* (Jakarta: t.p., 2008).

Beberapa solusi strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen sukuk menurut Sigit dan Aziz (2009) adalah :<sup>16</sup>

- a. Kemauan dan keberanian kebijakan yang lebih mendukung pengembangan instrumen ini. Disamping itu yang mendesak adalah bagaimana melengkapi regulasi untuk memberi kepastian hukum.
- b. Pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan sukuk. Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan sukuk maupun *project financing* secara syari'ah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan.
- c. Dalam hal aspek perpajakan dibutuhkan kebijakan yang jelas dan mendukung, dan juga insentif yang memadai. *Securities Commision Malaysia* misalnya, memberikan insentif pajak yang menarik untuk penerbitan sukuk. Biaya yang dikeluarkan terkait emisi sukuk menjadi pengurang pajak. Begitu juga dengan pendapatan dari sukuk bebas pajak. Belum lagi pembayaran zakat untuk sukuk juga dihitung sebagai pengurang pajak. Hal ini menjadikan sukuk Malaysia sangat diminati investor internasional.
- d. Dukungan berbagai kalangan sangat dibutuhkan dalam pengembangan dan inovasi struktur investasi syari'ah

---

<sup>16</sup>Sigit Pramono dan Aziz Setiawan, *Obligasi Syari'ah (Sukuk) Untuk Pembiayaan Infrastruktur : Tantangan dan Inisiatif Strategis*, (Jakarta, 2009), 6

yang lebih beragam, terutama kearah *income sharing* sebagai *genuine* keuangan syari'ah.

- e. Untuk mengatasi permasalahan valuasi obligasi yang diperlukan saat ini adalah bagaimana pemerintah, akademisi, dan praktisi ataupun pihak lainnya mau mencurahkan pemikirannya dalam merumuskan model valuasi obligasi syari'ah yang sesuai dengan prinsip-prinsip syari'ah.
- f. Pemerintah harus memperbaiki dan melengkapi infrastruktur dasar yang memang menjadi tanggung jawabnya seperti pembangunan jalan, jembatan, waduk, dan sebagainya yang memang tidak menarik bagi investor institusi. Selain itu juga harus tetap gencar melakukan efisien dengan memotong birokrasi, dan tetap gencar untuk melakukan pembersihan terhadap kasus penyuaipan yang menyebabkan biaya tinggi. Pemerintah dapat pula membentuk *Indonesia Infrastructure Fund* untuk mendanai proyek infrastruktur dan *Indonesia Islamic Infrastructure Fund*. Tujuan keduanya sama, hanya target marketnya yang berbeda. Data dari McKinsey menunjukkan bahwa 20-30% investor menginginkan investasi pada produk keuangan sesuai syari'ah, 50-60% investor menginginkan investasi pada kombinasi antara konvensional dan syari'ah dan 10-30% bersifat *indifferent*.<sup>17</sup>

### **Perkembangan Sukuk di Dunia Internasional**

Perkembangan sukuk di dunia internasional sangat pesat. Hasil survey dari *Islamic Finance Service Malaysia (ISFM)*, pasar sukuk dunia tahun 2005 mengalami pertumbuhan

---

<sup>17</sup> *Ibid*, 7

hingga 300 %. Hasil ini didasarkan pada kenyataan pasar sebagai berikut : (1) *Outstanding* sukuk di Malaysia yang pada akhir tahun 2004 telah berhasil mencapai US\$ 6,7 milyar; (2) Kenyataan dari penjualan obligasi pemerintah Pakistan pada bulan Januari 2005 yang mencapai US\$ 600 juta dan *oversubscribed* (kelebihan permintaan) dua kali lipat atau US\$ 1,2 milyar; (3) Pada tahun 2005, IDB mengeluarkan sukuk sebesar US\$ 500 juta; (4) penjualan sukuk di Bahrain sebesar US\$ 152,2 juta; dan (5) penjualan sukuk oleh dua *underwriter global* ternama seperti CitiGroup dan HSBC Bank, pada kuartal pertama telah mencapai US\$ 600 juta.

Selain itu perkembangan sukuk dengan basis akad ijarah, baik yang dikeluarkan oleh pemerintah maupun korporasi juga sangat pesat. Sampai dengan tahun 2005 telah terdapat delapan belas sukuk ijarah pemerintah dengan nilai total US\$5.650 milyar. Obligasi ini dikeluarkan oleh Bahrain, Dubai, Malaysia, Pakistan, Qatar, dan juga Jerman. Sukuk ijarah pemerintah ini memiliki prestasi yang bagus, dimana hampir semua sukuk ijarah pemerintah mengalami *oversubscription*. Bahkan, ada suatu kecenderungan dari *buyers* sukuk tersebut untuk memegang hingga *maturity*-nya. Sedangkan untuk sukuk *ijarah* perusahaan sampai dengan tahun 2005 telah ada sebelas sukuk ijarah internasional senilai US\$1.601 milyar<sup>18</sup>.

Sukuk kini telah menjadi bagian yang tidak terpisahkan dalam sistem keuangan global. Menurut Cakir dan Raei (2007)<sup>19</sup>, sukuk tidak hanya tumbuh di negara

---

<sup>18</sup> Sunarsip, *Menangkap Peluang Dari Booming Keuangan Syari'ah Global*, (Jakarta: t.p., 2007)

<sup>19</sup> Salim Cakir dan Faezeh Raei, "Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk" *IMF Working Paper* (2007), 6.

Islam tetapi juga di Negara non Islam seperti Amerika, Jerman, Inggris, Eropa, dan Negara Asia lainnya. Pada tahun 2007, nilai sukuk yang diperdagangkan di pasar global telah meningkat lebih dari dua kali dibandingkan tahun 2006, dan mencapai US\$62 miliar dibandingkan tahun 2006 sebesar US\$27 miliar. Dari tahun 2001 hingga tahun 2006, Sukuk mengalami pertumbuhan rata-rata sebesar 123%. Berdasarkan proyeksi S&P, dalam lima tahun ke depan, pasar sukuk dapat menembus level US\$100 miliar, tergantung pada kondisi stabilitas pasar kredit. Sementara itu, Moody's memperkirakan bahwa pasar sukuk akan meningkat sebesar 35% per tahun. Pada tahun 2010, pasar sukuk global diperkirakan dapat menembus hingga US\$200 miliar, terutama ditopang oleh negara-negara di kawasan Teluk, Inggris, Jepang, dan Thailand.

Pengembangan sukuk sangat didukung regulator dan pemerintah di kawasan Teluk dan Asia. Kini, semakin banyak negara yang telah menerbitkan sukuk sebagai instrumen pembiayaan. Pada tahun 2007, telah ada 10 negara yang menerbitkan sukuk, padahal pada tahun 2001 baru ada 2 negara. Uni Emirat Arab (UEA) dan Malaysia masih mempertahankan sebagai negara penerbit sukuk terbesar di dunia. Pada tahun 2007, lebih dari US\$25 miliar sukuk (atau sekitar 75% dari seluruh sukuk yang diterbitkan di seluruh dunia pada tahun itu) adalah sukuk yang diterbitkan oleh UEA dan Malaysia. Sementara itu, Malaysia sendiri menguasai sekitar 66% dari seluruh penerbitan sukuk di dunia.

---

S&P memperkirakan Malaysia dan UEA akan tetap memegang posisinya sebagai penguasa pasar, karena ditopang oleh regulator dan status UEA sebagai pintu masuk (*gateway*) para investor global. Selain dukungan yang kuat dari pemerintah setempat, perkembangan pesat tersebut juga tidak terlepas dari kinerja sukuk itu sendiri. Berdasarkan data dari Dow Jones bahwa di seluruh dunia indeks surat berharga yang berbasis syari'ah (saham dan sukuk), kinerjanya lebih baik dibandingkan indeks konvensional.<sup>20</sup> Hal yang sama juga terjadi di Malaysia, sebagai negara terbesar dalam hal pangsa pasar penerbitan sukuk di dunia.

Banyaknya proyek-proyek infrastruktur seharusnya menjadikan Indonesia mempunyai daya tarik luar biasa bagi investor syari'ah. Industri energi (pertambangan, migas), industri berbasis sumberdaya alam (perkebunan), dan industri infrastruktur berpendapatan valas (airport, seaport) merupakan sektor yang biasanya paling diminati investor syari'ah. Perilaku investor syari'ah juga agak berbeda dalam hal jangka waktu investasi. Investor syari'ah biasanya memilih dan memiliki horison investasi jangka panjang, antara 5 sampai 15 tahun. Perhatian utama investor ini adalah pada keutuhan modal, return yang kompetitif, namun dengan horison investasi yang panjang, bukan pada return jangka pendek. Sampai dengan saat ini, pemerintah Indonesia belum secara sistematis membangun brand dan citra Indonesia sebagai lokasi investasi yang memberikan kepastian dan kenyamanan. Singapura, misalnya, hampir

---

<sup>20</sup> El Waleed M Ahmad, *Sukuk - A Sharia Advisory Perspectives*, ([www.islamicfinance.com](http://www.islamicfinance.com), 2007)

setiap bulan mengirim delegasi tingkat tinggi yang berkunjung ke negara-negara Teluk untuk meyakinkan investor agar berinvestasi di Singapura.

## **PENUTUP**

Berdasarkan uraian di atas, penulis dapat menyimpulkan bahwa :

1. Sukuk dapat menjadi alternatif investasi yang menarik di Indonesia sekaligus menjadi sumber pendanaan bagi pembangunan terutama infrastruktur karena kelebihan yang melekat pada sukuk yaitu : (1) penggunaan dana sukuk sejak awal jelas untuk membangun proyek tertentu, misalnya pembangunan infrastruktur, (2) risiko sukuk terdefinisi sejak awal oleh proyek yang dibiayainya, dan (3) tuntutan kedisiplinan penggunaan dana sukuk karena sifat peruntukan penggunaan dana yang terdefinisi secara jelas berkaitan dengan proyek tertentu
2. Aspek regulasi, aspek pajak, aspek operasional, aspek produk menjadi tantangan bagi pemerintah untuk segera menyelesaikannya agar sukuk di Indonesia dapat lebih berkembang lagi.
3. Solusi strategis yang dapat digunakan pemerintah adalah berkaitan dengan aspek regulasi, infrastruktur investasi, kebijakan, institusi SPV, kerjasama antara praktisi dan akademisi dalam membentuk pedoman valuasi sukuk merupakan upaya yang dapat dilakukan pemerintah untuk mengatasi tantangan dalam pengembangan sukuk di Indonesia.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmed, El Waleed M.. *Sukuk – A Sharia Advisory Perspectives*. [www.islamicfinance.com](http://www.islamicfinance.com), 2007.
- Anis, Baridwan. *Sukuk Structuring Innovative Sukuks : Workshop*: Jakarta, 2007.
- Cakir, Salim. Raei., Faezeh. *Sukuk vs. Eurobonds: Is There a Difference in Value-at-Risk*. *IMF Working Paper*. 2007.
- Badan Pengawas Pasar Modal. *Annual Report 2010*, Jakarta: Bapepam, 2010.
- Bank Dunia, *Annual Report 2005*, USA, 2005.
- Dewan Syari'ah Nasional-MUI. *Himpunan Fatwa Dewan Syari'ah Nasional*. Jakarta: DSN-MUI dan Bank Indonesia, 2003.
- Ibrahim, Ida Musdafia. *Analisis Obligasi Syari'ah (Sukuk) Bagi Perkembangan Investasi Syari'ah Di Indonesia*. First Annual Graduate Student Research And Creativity Symposium, Jakarta, 2008.
- Roikhan. *Perkembangan Transaksi Syari'ah Muamalah Pada Sukuk/SBSN Di Indonesia dan Malaysia Dalam Konsep Kaffah Thinking*, National Seminar: Jakarta, 2009.
- Pramono, Sigit dan Setiawan Aziz. *Obligasi Syari'ah (Sukuk) Untuk Pembiayaan Infrastruktur : Tantangan dan Inisiatif Strategis*, Jakarta: tp., 2009.
- Sunarsip. *Prospek Sukuk Indonesia*. Jakarta: tp., 2008.
- \_\_\_\_\_. *Menangkap Peluang Dari Booming Keuangan Syari'ah Global*. Jakarta: tp., 2007.
- Tariq, Ali Arsalan dan Humayon. *Risks of Sukuk Structure : Implications for Resource Mobilization*. *Thunderbird International Business Review*. Vol. 49 (2), 2007.
- Usmani, Muhammad Taqi. *Sukuk and the Contemporary Applications*. AAOIFI Shariah Council, 2008.
- [www.bisnis.com](http://www.bisnis.com)
- [www.republika.co.id](http://www.republika.co.id)