

# MENGURAI MASALAH PENGEMBANGAN SUKUK KORPORASI INDONESIA MENGGUNAKAN ANALYTIC NETWORK PROCESS

**Nilu Dewi**

Alumni Program Studi Ilmu Ekonomi Islam STEI TAZKIA

## ABSTRAK

*Sukuk as an instrument of Islamic finance has created the competitive advantages for the practitioners of Islamic finance, which it can contribute of funding mobilization in economic development. Although in size of issuance and emission growing rapidly, but the growth of sukuk has slow moving. These causes are consist of 1) emiten problem: lack of commitment, understanding, averse to risk, and low of corporate rating; 2) investor problem: lack of knowledge, averse to risk, diversification, profit oriented/floating majority; 3) supporting problem: incentive, taxation, socialization, understanding of underwriter; 4) market problem: conventional dominant, lack of instruments, low of size of issuance, liquidity of secondary market. Therefore, this study try to identifies some causes, factors and hindrances the development of corporate sukuk in Indonesia. The results show that the primary problems come from: 1) lack of understanding (emiten); liquidity of secondary market (market); 3) lack of knowledge (investor); 4) incentive (supporting); 5) low of size of issuance. The primary solutions are: 1) intensive socialization; 2) encouragement to state owned corporation; 3) taxation regulation; 4) product innovation; 5) incentive. Furthermore, the levels of agreement among respondents (Kendall's coefficient) conclude that practitioners show higher rater agreement than that of experts. Therefore, in applying of sukuk, appraisal and opinion of practitioners can be used in considering.*

*JEL Classification : C14, G39*

*Keywords : ANP, Sukuk Corporate*

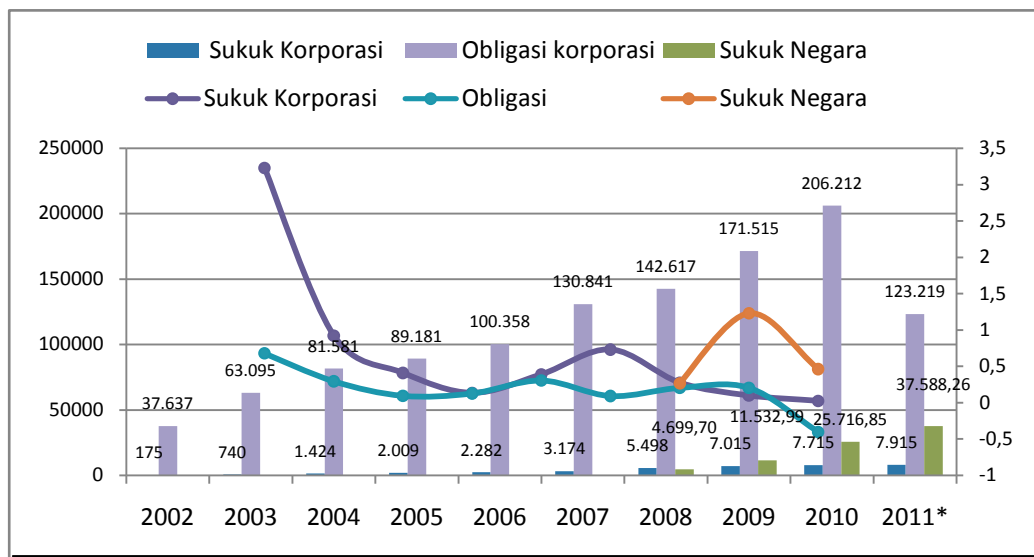
## 1. PENDAHULUAN

### Latar Belakang

Konsep keuangan dunia berbasis syariah Islam dewasa ini mengalami perkembangan yang cukup pesat. Salah satunya dengan peranan instrumen investasi berupa sukuk atau yang dikenal pula dengan obligasi syariah. Perkembangan produk sukuk bermula terjadi di negara-negara Timur Tengah, Asia Tenggara, hingga kini meluas ke berbagai negara Eropa dan Asia lainnya. Beberapa negara yang cukup aktif dalam pasar sukuk global dengan berdenominasi mata uang lokal maupun dolar antara lain Malaysia, UAE, juga Bahrain dan Inggris. Adapun pertumbuhan hingga dua bulan

pertama di 2011, penjualan sukuk global mencapai 2,8 miliar dolar AS, meningkat pesat dibanding periode yang sama tahun lalu yang sebesar 676 juta dolar AS (Global Sukuk Markets, 2011).

Tatanan sistem keuangan yang didasari upaya menggerakkan sektor riil serta dukungan regulasi sangat diperlukan untuk menunjang pertumbuhan ekonomi. Pada tahun 2002, Dewan Syariah Nasional mengeluarkan fatwa No: 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang obligasi syariah. Sebagai implementasi atas fatwa tersebut, perkembangan sukuk dimulai pada Oktober 2002 ketika PT. Indosat Tbk mengeluarkan obligasi syariah yang pertama kali di pasar modal. Selain itu, disahkannya UU No.19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau UU SBSN menjadi saat yang penting bagi pengembangan pasar sukuk. Hingga perkembangan selanjutnya pada tahun 2010 muncul fatwa No: 76/DSN-MUI/ VI/2010 mengenai SBSN Ijarah *Asset To Be Leased* dengan memperluas struktur penerbitan. Undang-undang dan fatwa tersebut diharapkan mampu menunjang aspek regulasi dalam penerbitan sukuk sehingga mendorong perkembangan sukuk domestik termasuk pasar sukuk korporasi.



**Grafik 1.1 Perkembangan Total Nilai Emisi Sukuk Korporasi, Sukuk Negara dan Obligasi**

Sejak pertama kali diterbitkan pada tahun 2002 perkembangan jumlah nilai emisi sukuk mengalami peningkatan dari tahun ke tahun. Perkembangan pasar modal syariah salah satunya ditandai dengan maraknya penawaran umum sukuk dengan akad ijarah, dan pada saat itu nilai emisi sukuk tumbuh sebesar 92% sebesar Rp 1.424 trilyun. Hal ini sejalan dengan diterbitkannya fatwa No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi syariah ijarah. Dapat dilihat pula kenaikan terjadi di tahun 2007 hingga 2008 yang cukup signifikan sebesar 39% dan 73% dimana aspek pendorongnya adalah telah

terbitnya paket peraturan No.IX.A.14 tahun 2006 tentang penerbitan efek syariah dan akad yang digunakan di dalamnya.

Kenaikan juga terjadi pada tahun 2009 dengan nilai emisi Rp 5.6 trilyun, peningkatan ini antara lain disebabkan oleh penurunan suku bunga bank, sehingga obligasi menjadi sumber pendanaan yang relatif lebih murah. Selain itu, terbitnya Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) pada tahun 2008 telah dapat dijadikan acuan bagi sukuk korporasi. Meski secara pertumbuhan mengalami penurunan, nilai total emisi sukuk pada tahun 2010 tetap mengalami kenaikan yaitu mencapai Rp7.715 trilyun dibandingkan emisi di akhir 2009 sebesar Rp7.015 trilyun.

Dari data perkembangan sukuk diatas, dapat dilihat bahwa meski dalam jumlah penerbitan maupun nilai emisi mengalami selalu mengalami kenaikan, namun pertumbuhan sukuk korporasi sangatlah lambat Jika dibandingkan obligasi, walaupun pertumbuhannya obligasi juga terbilang lambat, namun secara perbandingan nilai emisi, emisi sukuk korporasi sangatlah kecil. Adapun melihat sukuk negara sebagai instrumen syariah pula, menunjukkan pertumbuhan yang lebih cepat dimana tahun terakhir mencapai 46%. Hal itu mengindikasikan adanya masalah tertentu yang menghambat pertumbuhan sukuk korporasi.

Kondisi demikian sebagaimana juga dikemukakan oleh Rahmany (2010), ia menyatakan bahwa meski penerbitan sukuk sepanjang 2010 menunjukkan peningkatan, penerbitan obligasi korporasi yang berbasis syariah di Indonesia masih rendah. Berdasarkan uraian diatas, mengingat pasar sukuk memiliki potensi yang sangat besar, namun masih dihadapkan pada pertumbuhan yang relatif lambat, maka penulis bermaksud menganalisis permasalahan yang muncul dalam upaya perkembangan sukuk korporasi, khususnya di Indonesia secara komprehensif dan sistematis.

## 2. Landasan Teori

### Definisi Sukuk

Istilah sukuk berasal dari bahasa Arab yang merupakan bentuk jamak dari ‘sakk’ yang berarti dokumen atau sertifikat. Menurut Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution (AAOFI, 2008):

*“Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity.”*

Adapun menurut Islamic Financial Services Board (IFSB, 2009) definisi sukuk adalah:

*“Certificates with each sakk representing a proportional undivided ownership right in tangible assets, or pool of predominantly tangible assets, or a business venture (such a mudharabah).”*

Dari definisi diatas, sukuk dapat diartikan sebagai sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap asset yang

*tangible*, manfaat dan jasa, kepemilikan aset atas suatu proyek, atau kepemilikan dalam aktivitas bisnis atau investasi khusus. Berdasarkan Peraturan Nomor IX.A.13 tahun 2009 mengenai penerbitan efek syariah, sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'undivided share*)) atas:

- a) aset berwujud tertentu (*a'yan maujudat*);
- b) nilai manfaat atas aset berwujud (*manafiul a'yan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- c) jasa (*al khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;
- d) aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau
- e) kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath ististmarin khashah*).

Di Indonesia, pada awalnya sukuk lebih dikenal dengan istilah obligasi Syariah. Namun, sejak peraturan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM) No.IX.13.A mengenai Penerbitan Efek Syariah dan ditetapkannya UU. No.19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, istilah *sukuk* menjadi lebih sering digunakan.

### **Analisis Aspek Syariah**

Dari sisi syariah, keseluruhan transaksi harus tunduk kepada hukum islam, sebelum menjadi istilah dalam *capital* dan *financial market* dengan segala distorsinya akibat berbagai penyalahgunaan, *trading* secara substansi merupakan aktivitas jual beli atau *bai'*. DSN-MUI dalam Fatwa No. 40 tahun 2003 juga membolehkan adanya transaksi efek dengan batasan-batasan bahwa transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang di dalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba'*, *maysir*, *risywah*, maksiat dan kezaliman (Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah Bapepam,2010).

Menurut (Al Zuhayli, 2001) prinsip umum syariah dalam jual beli sebagaimana dapat disimpulkan dari pendapat para ulama dalam kitab-kitab fiqih yaitu :

1. Pada dasarnya diperbolehkan transaksi jual beli sebagai salah satu sarana yang baik dalam mencari rezki (QS. al-Baqarah: 194, an-Nisa': 29).
2. Barang ataupun instrumen yang diperjualbelikan itu harus halal sehingga dilarang menjualbelikan barang haram seperti miras, narkoba, bunga bank ribawi (QS. al-Maidah: 3, 90).
3. Bermanfaat dan bermaslahat dengan adanya nilai guna bagi konsumen maupun pembeli serta tidak membahayakan.
4. Barang yang diperjualbelikan harus jelas keadaannya, sifat-sifatnya, kualitasnya jumlah dan satuannya dan karakteristik lainnya.
5. Dilakukan proses "*ijab qabul*" baik dalam arti tradisionalnya maupun modern. seperti dalam *paper trading* yang menampilkan dokumen dagang berupa kertas maupun *elektronic trading/ e-commerce* yang menampilkan data komputer dan

data elektronik lainnya (*paperless trading*). Kedua media tersebut substansinya menunjukkan sifat barang, mutu, jenis, jaminan atas kebenaran data dan dokumen serta bukti kesepakatan transaksi (*dealing*).

6. Transaksi dilangsungkan atas dasar saling sukarela (*'an taradhin*), kesepakatan dan kejelasan (QS. an-Nisa': 29).
7. Tidak ada unsur penipuan maupun judi (*gambling*) (QS. al-Baqarah: 278, al-Maidah: 90).
8. Dalil umum transaksi jual-beli dalam Allah berfirman:

*"...dan Allah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba..."* (QS. al-Baqarah: 275). *"Hai orang yang beriman! Janganlah kamu saling memakan harta sesamamu dengan jalan yang batil, kecuali dengan jalan perniagaan yang berlaku dengan suka sama suka di antara kamu..."* (QS. an-Nisa': 29). *"Hai orang yang beriman! Penuhilah akad-akad itu..."* (QS. al-Ma'idah: 1). *"...kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak (pula) dianiaya"* (QS. al-Baqarah: 279).

**Perbandingan karakteristik Sukuk dan Obligasi**

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset nyata. Hal ini memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset yang mendasari transaksi sukuk. Pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk (Tim Kajian Bapeam LK, 2009).

Secara ringkas, perbandingan karakteristik sukuk dan obligasi dapat dilihat pada tabel berikut:

**Tabel 2.1 Perbandingan Karakteristik Sukuk dan Obligasi**

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat instrument	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu asset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga/kupon, capital gain
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying asset	Diperlukan	Tidak diperlukan
Pihak yang terkait	Obligor, SPV, investor, trustee	Obligor/issuer, investor
Price	Market Price	Market Price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Pembayaran pokok	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi

Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas
-----------------------------	----------------------	-------

Sumber: Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id)

Obligasi konvensional diterbitkan dengan menjanjikan hasil dengan kupon yang tetap (*fixed*), mengambang (*floating*) atau dapat juga dengan diskonto (*zero coupon bond*), sedangkan obligasi syariah diterbitkan dengan beberapa akad antara lain akad ijarah memperoleh hasil tetap (*fixed*), akad mudharabah/musyarakah dengan tingkat hasil yang mengambang (*floating*), atau dengan akad istishna yang dapat disamakan dengan *zero coupon bond* (Amir, 2007).

### Jenis Sukuk

Berbagai jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan endorsement dari *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institution* (AAOIFI) dan sesuai pula dengan fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah. Jenis struktur tersebut antara lain:

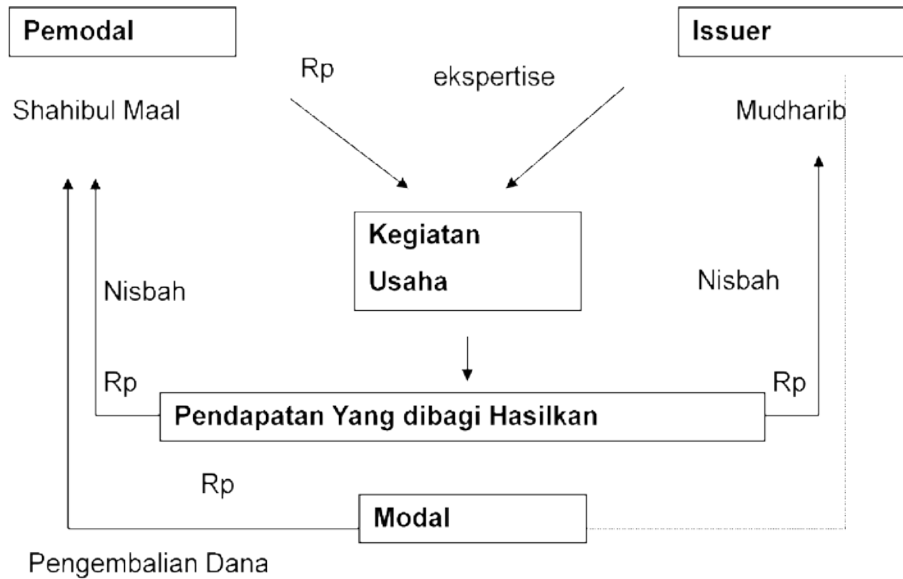
1. Sukuk *Ijarah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu asset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan asset itu sendiri.



Sumber: Materi Seminar Potensi Sukuk BUMN PT PLN, 2011

**Gambar 2.1 Contoh Skema Penerbitan Sukuk Ijarah PLN 2010**

2. Sukuk *Mudharabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Mudharabah* dimana satu pihak menyediakan modal (*rab al-maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya.



Sumber: PSTTI – Universitas Indonesia, 2010

**Gambar 2.2 Contoh Skema Penerbitan Sukuk Mudharabah Indosat 2002**

3. Sukuk *Musyarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Musyarakah* dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha.
4. *Istisna'*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istisna'* dimana para pihak menyepakati jual beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.
5. *Salam* merupakan kontrak jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga terlebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu.

## 2.5 Faktor Pendukung Pengembangan Sukuk

### Aspek Pasar Sukuk Komersial

Aspek pasar sukuk komersial menunjukkan perkembangan mekanisme transaksi dan penerbitan sukuk. Berikut merupakan beberapa hal yang mempengaruhi pertumbuhan sukuk:

**Tabel 2.2 Aspek Pasar Pendukung Pengembangan Sukuk**

Market & Commercial Consideration
Legal & Regulatory Framework: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Debt vs Equity-sukuk understood as debt/fixed income instrument</li> <li>• Tax issues,etc</li> </ul>
Commercial competitiveness: Sukuk vis-à-vis conventional bonds
Issuer's concern: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cost efficiency</li> <li>• Timeliness of transaction</li> <li>• Understanding &amp; familiarity</li> </ul>
Investor's protection <ul style="list-style-type: none"> <li>• Equity-based sukuk</li> <li>• Disclosures</li> <li>• Ability to take collaterals, credit enhancement</li> </ul>
Investors appetite: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Market understanding and familiarity</li> </ul> Risk/return considerations

Sumber: Securities Commision Malaysia, 2009

**1. Aspek sharia compliance**

**Tabel 2.3 Aspek sharia compliance Pendukung Pengembangan Sukuk**

Sharia Compliance Consideration	
<p><b>Monetary debt securities:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Creation of debt-bay al' inah</li> <li>• Creation of debt-istisna</li> <li>• Trading of debt securities</li> </ul> <p><b>Non-monetary debt securities:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Salam &amp; Istisna sukuk</li> <li>• Trading of the sukuk</li> </ul> <p><b>Non-debt/Equity-based Sukuk:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Sukuk Al Ijarah</li> <li>• Sukuk Mudharabah</li> <li>• Sukuk Musharakah</li> <li>• Sukuk Al Istithmar</li> </ul>	<p><b>Equity-based sukuk with fixed income features:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Top up promise</li> <li>• Capping of profit with incentive payments</li> <li>• Non-distribution of expected profit constituting events of default</li> <li>• Purchase undertaking at affix formula</li> </ul> <p><b>AAOIFI 2008 pronouncement</b></p> <p><b>The way forward:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• More “innovative engineering” to fit the fixed income box</li> <li>• Sukuk-“breaking” the fixed income box-moving from main-stream to “pure stream</li> </ul>



**Penelitian Terdahulu**

**Tabel 2.4 Ringkasan Penelitian Terdahulu**

<b>Nama</b>	<b>Judul</b>	<b>Metode</b>	<b>Hasil</b>
Al Bashir, 2001	The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges	Analisis deskriptif	terdapat masalah yang menghambat berkembangnya pasar sukuk, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur
Tariq, 2004	Managing Financial Risks Of Sukuk Structures”, <i>dissertation</i>	Analisis deskriptif	adanya tantangan dalam pengembangan instrumen sukuk, yaitu masalah evolusi, resiko (likuiditas, market liquidity, asymmetric information), underlying principle, struktur sukuk, dan competitiveness
Nasution, 2006	Indonesian Sovereign Sukuk : Prospect and Policy	Analisis deskriptif	tantangan prospek pengembangan sukuk antara lain: pendirian SPV , penyediann underlying aset, dukungan regulasi, dan kejelasan roadmap
Pramono, 2006	Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur; Tantangan dan Inisiatif Strategis	Analisis deskriptif	Aspek operasional, regulasi dan infrastruktur, ketentuan fiqh dan hukum hukum formal, dan integritas status hukum SPV
Ascarya dan Yumanita (2007)	Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia	Analisis deskriptif	Permasalahan sukuk korporasi di Indonesia antara lain:masih rendahnya komitmen pemerintah, kerangka hukum masih relatif minim, kurangnya dukungan SDM dan kurangnya sosialisasi edukasi
M.Idris, 2007	Evaluation of Research Development on the Islamic Securities (Sukuk)	Analisis deskriptif	Dibutuhkannya inovasi, kondisi politik yang fleksibel, dan inisiatif pemerintah terkait aspek hukum
Jobst, 2008	Islamic Bond Issuance-What Sovereign Debt Managers Need to Know	Analisis deskriptif	adanya masalah yang sering dihadapi pasar sukuk terutama negara yang menganut dual system,antara lain:aspek legal dan regulatory framework, design inovasi struktur,dan eksternalitas dari aspek politik
Ascarya, 2010	The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward	Analisis deskriptif	masih dibutuhkan pemahaman dari para pelaku pasar khususnya pihak korporasi, dan keterbatasan instrumen yang diperdagangkan

### 3. Metodologi

#### Jenis dan Sumber Data

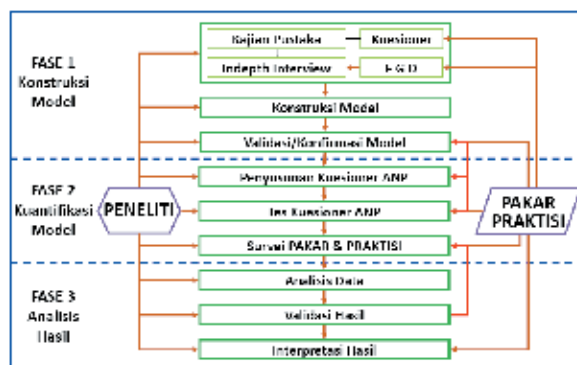
Dalam penelitian ini, data yang digunakan merupakan data primer yang didapat dari hasil wawancara (*indepth interview*) dengan dengan pakar dan praktisi, yang memiliki pemahaman tentang permasalahan yang dibahas. Dilanjutkan dengan pengisian kuesioner pada pertemuan kedua dengan responden. Pemilihan responden pada penelitian dilakukan dengan mempertimbangkan pemahaman responden terhadap permasalahan dalam pengembangan sukuk korporasi di Indonesia. Jumlah responden dalam penelitian ini terdiri dari lima orang pakar dan praktisi dengan pertimbangan berkompeten. Syarat responden yang valid dalam ANP adalah bahwa mereka adalah orang-orang yang menguasai atau ahli di bidangnya. Oleh karena itu, responden yang dipilih dalam survey ini adalah para pakar/peneliti ekonomi Islam dan praktisi yang berkecimpung dalam pasar modal syariah, khususnya sukuk.

#### Analisis

Penelitian ini merupakan penelitian analisis kualitatif-kuantitatif dimana bertujuan untuk menangkap suatu nilai atau pandangan yang diwakili para pakar dan praktisi syariah tentang penerbitan sukuk negara di Indonesia. Alat analisis yang digunakan adalah metode ANP dan diolah dengan menggunakan software “*Super Decision*”. *Analytic Network Process* (ANP) juga merupakan teori matematis yang mampu menganalisa pengaruh dengan pendekatan asumsi-asumsi untuk menyelesaikan bentuk permasalahan. Metode ini digunakan dalam bentuk penyelesaian dengan pertimbangan atas penyesuaian kompleksitas masalah secara penguraian sintesis disertai adanya skala prioritas yang menghasilkan pengaruh prioritas terbesar. ANP juga mampu menjelaskan model faktor-faktor dependence serta *feedback* nya secara sistematis. Pengambilan keputusan dalam aplikasi ANP yaitu dengan melakukan pertimbangan dan validasi atas pengalaman empiris. Struktur jaringan yang digunakan yaitu *benefit, opportunities, cost and risk* (BOCR) membuat metode ini memungkinkan untuk mengidentifikasi, mengklasifikasi dan menyusun semua faktor yang mempengaruhi output atau keputusan yang dihasilkan (Saaty, 2006).

#### Tahapan Penelitian

Tahapan pada metode ANP antara lain:



Gambar 3.1 Tahapan Penelitian

Tahapan penelitian dibagi atas 3 fase. Fase 1 adalah konstruksi model ANP disusun berdasarkan *literature review* secara teori maupun empiris dan memberikan pertanyaan pada pakar dan praktisi sukuk serta melalui *indepth interview* untuk mengkaji informasi secara lebih dalam untuk memperoleh permasalahan yang sebenarnya. Fase 2 adalah kuantifikasi model menggunakan pertanyaan dalam kuesioner ANP berupa *pairwise comparison* (perbandingan pasangan) antar elemen dalam cluster untuk mengetahui mana diantara keduanya yang lebih besar pengaruhnya (lebih dominan) dan seberapa besar perbedaannya melalui skala numerik 1-9. Data hasil penilaian kemudian dikumpulkan dan diinput melalui software super decision untuk diproses sehingga menghasilkan output berbentuk prioritas dan supermatriks. Hasil dari setiap responden akan diinput pada jaringan ANP tersendiri (Ascarya, 2011). Fase 3 adalah Sintesis dan Analisis berdasar Geometric Mean dan Rater Agreement.

a. *Geometric Mean*

Untuk mengetahui hasil penilaian individu dari para responden dan menentukan hasil pendapat pada satu kelompok dilakukan penilaian dengan menghitung *geometric mean* (Saaty, 2006). Pertanyaan berupa perbandingan (*Pairwise comparison*) dari responden akan dikombinasikan sehingga membentuk suatu konsensus. Geometric mean merupakan jenis penghitungan rata-rata yang menunjukkan tendensi atau nilai tertentu dimana memiliki formula sebagai berikut (Ascarya, 2011) :

$$(\prod_i^n = 1 a_i)^{1/n} = \sqrt[n]{a_1 a_2 \dots a_n} \tag{3.1}$$

b. *Rater Agreement*

*Rater agreement* adalah ukuran yang menunjukkan tingkat kesesuaian (persetujuan) para responden (R1-Rn) terhadap suatu masalah dalam satu cluster. Adapun alat yang digunakan untuk mengukur rater agreement adalah *Kendall's Coefficient of Concordance* ( $W; 0 < W \leq 1$ ).  $W=1$  menunjukkan kesesuaian yang sempurna (Ascarya, 2010).

Untuk menghitung Kendall's (W), yang pertama adalah dengan memberikan ranking pada setiap jawaban kemudian menjumlahkannya.

$$R_i = \sum_j^m = 1 r_{i,j} \tag{3.2}$$

Nilai rata-rata dari total ranking adalah:

$$R = \frac{1}{2} m(n + 1) \tag{3.3}$$

Jumlah kuadrat deviasi (S), dihitung dengan formula:

$$S = \sum_i^n = 1 (R_i - \bar{R})^2 \tag{3.4}$$

Sehingga diperoleh Kendall's W, yaitu:

$$W = \frac{12S}{m^2(n^3 - n)} \tag{3.5}$$

Jika nilai pengujian W sebesar 1 ( $W=1$ ), dapat disimpulkan bahwa penilaian atau pendapat dari para responden memiliki kesesuaian yang sempurna. Sedangkan ketika nilai W sebesar 0 atau semakin mendekati 0, maka menunjukkan adanya ketidaksesuaian antar jawaban responden atau jawaban bervariasi (Ascarya, 2011).

#### **4. Analisis dan Pembahasan**

##### **Dekomposisi**

##### **Identifikasi Masalah**

Permasalahan yang menyebabkan rendahnya tingkat perkembangan sukuk korporasi di Indonesia dapat dibagi menjadi 4 aspek yang terdiri dari aspek emiten, investor, penunjang dan pasar. Cluster-cluster secara keseluruhan dikelompokkan menjadi cluster problem dan solusi.

##### **a. Problem Emiten**

1.) *Lack of commitment*; kurangnya komitmen dari perusahaan dalam keinginan menerbitkan instrumen sukuk sebagai alternatif sumber pendanaan jangka panjang yang utama. 2.) *Lack of understanding*; kurangnya pemahaman emiten yang turut menyebabkan kurangnya minat untuk menerbitkan sukuk. 3.) *Averse to risk*; bagi perusahaan yang belum pernah menerbitkan, sukuk merupakan instrumen baru yang tentu membutuhkan pertimbangan khusus. Perusahaan tidak mau mengambil resiko banyak dengan penerbitan instrumen baru sehingga lebih memilih cukup menerbitkan obligasi yang telah dipakai lebih dulu. 4.) Rendahnya rating perusahaan; rating perusahaan menjadi faktor yang mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam menerbitkan sukuk. Perusahaan dengan rating yang tergolong dalam *investment grade* (A, BBB+) memiliki kemampuan yang baik dalam menyerap pasar.

##### **b. Problem Investor**

1.) *Lack of knowledge*; yaitu masih kurangnya pengetahuan yang dimiliki oleh investor. Dalam hal ini, investor belum mengetahui karakteristik dan kelebihan yang dimiliki sukuk. 2.) *Averse to risk*; resiko yang dipertimbangkan investor salah satunya adalah resiko pengembalian pada sukuk mudharabah yang bergantung pada kinerja perusahaan. Selain itu, menurut Tim Kajian Bapepam LK (2010) investor juga dihadapkan dengan resiko likuiditas di pasar sekunder yang pertumbuhannya cenderung lambat. 3.) Investor yang kurang bervariasi; sukuk memiliki peluang investor yang lebih luas baik investor syariah maupun konvensional, yang berasal dari perbankan, asuransi, dana pensiun, reksadana, serta BUMN. Namun, pada kenyataannya sukuk lebih didominasi terserap oleh asuransi konvensional dan perbankan syariah. 4.) *Profit oriented* dan *floating majority*; yaitu investor cenderung bersikap konservatif dengan memilih mana yang lebih menguntungkan tanpa melihat dan mempertimbangkan aspek syariah. Investor akan berminat membeli sukuk jika memang dinilai mampu memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan instrumen konvensional.

### c. Problem Penunjang

1). Tidak adanya insentif dari pemerintah; sukuk merupakan alternatif produk pendanaan yang baru jika dibandingkan instrumen lain yang telah muncul seiring berkembangnya sistem keuangan konvensional. Sehingga diharapkan pemerintah dapat memberikan perlakuan khusus demi mendorong berkembangnya pasar sukuk yaitu dengan adanya insentif bagi emiten maupun investor. 2.) Kejelasan regulasi perpajakan; peraturan perpajakan menjadi unsur penting yang menentukan minat terhadap instrumen sukuk. Meski beberapa pakar menilai masalah perpajakan sudah dapat teratasi, namun sebagian menilai belum ada ketentuan baku yang khusus. 3.) Kurangnya sosialisasi; masih kurangnya pemberian pengetahuan secara khusus instrumen pasar modal syariah yaitu sukuk kepada masyarakat turut menjadikan pula banyaknya pelaku pasar yang tidak mengetahui secara jelas karakteristik dan aplikasi sumber pendanaan melalui instrumen sukuk. 4.) Terbatasnya pemahaman penjamin emisi (*underwriter*); Saat ini penjamin emisi yang aktif dan mengerti akan penebitan sukuk masih terbatas. Penjamin emisi disamping harus memiliki strategi promosi yang baik juga harus mampu menciptakan inovasi produk dan paham jelas karakteristik yang dimiliki sukuk.

### d. Problem Pasar

1). *Conventional dominant*; pada kondisi *financial dual system* Instrumen keuangan termasuk sukuk dihadapkan pada persaingan dengan obligasi sehingga timbul tantangan tersendiri untuk dapat lebih meningkatkan trend sukuk. Selain itu, juga mengingat pasar obligasi khususnya memang lebih banyak diserap oleh pasar konvensional. 2.) Keterbatasan instrumen; saat ini sukuk masih memiliki keterbatasan dalam segi jenis akad maupun jangka waktu (tenor). Sukuk yang telah diaplikasikan baru terdiri dari sukuk dengan skim ijarah dan mudharabah. 3.) Nilai *issuance* atau emisi yang rendah, yang tidak sesuai dengan permintaan investor; pada kondisi pasar, sering terjadi ketidakseimbangan antara *demand* dan *supply* dimana jumlah *supply* yang ada tidak mampu memenuhi kebutuhan investor atau dapat dikatakan masih terbatas. 4.) Pasar sekunder yang kurang likuid; kecenderungan investor dengan *hold to maturity* dan jumlah seri yang diperdagangkan terbatas menyebabkan rendahnya nilai transaksi di pasar sekunder, sehingga likuiditas pasar menurun dan akibatnya investor akan cenderung meminta imbal hasil yang lebih tinggi dari obligasi.

Adapun alternatif solusi yang dapat dilakukan antara lain:

#### a. Solusi Fundamental

1). Pendidikan formal; 2.) Melakukan sosialisasi intensif, terarah dan terpadu; 3.) Mengoptimalkan *Good Corporate Governance* dalam upaya meningkatkan performa perusahaan; 4.) Meningkatkan dan menyempurnakan peran profesi dan lembaga penunjang serta penyusunan pedoman baku operasional;

**b. Solusi Teknikal**

1.) Melakukan inovasi produk dalam segi jenis akad maupun jangka waktu; 2.) Pemberian insentif kepada emiten maupun investor; 3.) Marketing, khususnya kegiatan promosi; 4.) Program pelatihan (training,workshop) oleh pemerintah, swasta, maupun asosiasi.

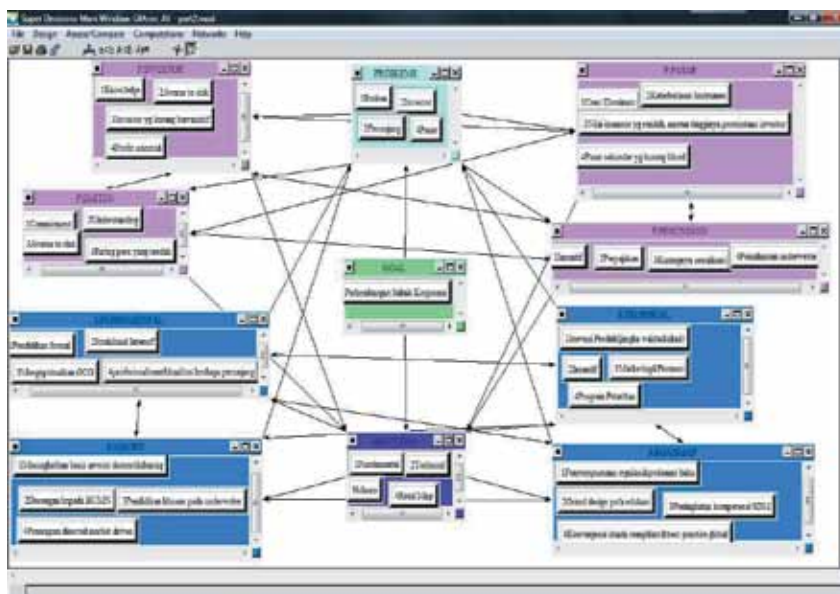
**c. Solusi Makro strategi**

1). Meningkatkan basis investor domestik dan membuka pasar bagi investor asing terutama investor timur tengah yang khusus *concern* pada *sharia compliant investment*. 2.) Dorongan pada BUMN; 3.) Menyediakan edukasi dan pelatihan khusus kepada penjamin emisi; 4.) Penerapan *directed market driven*, yaitu strategi mengikuti pasar dengan mengarahkan secara tidak langsung kearah yang diinginkan.

**d. Solusi Roadmap**

1) Penyempurnaan regulasi; perpajakan dan pedoman baku mekanisme penerbitan, 2) Penyusunan *grand design* pola edukasi dan promosi oleh Bapepam-LK yang bekerja sama dengan pelaku dan asosiasi sebagai acuan bersama, 3) Meningkatkan pengembangan SDM untuk kompetensi, pengalaman, dan moral melalui penerapan standar kualifikasi dan sertifikasi bagi para professional, 4) Konvergensi *sharia compliance* dan *best practice global*, yaitu adanya penyesuaian dan upaya harmonisasi terhadap infrastruktur internasional, seperti AAOIFI (*Accounting and Auditing of International Financial Institution*), IIFM (*International Islamic Financial Market*), IFSB (*International Financial Sharia Board*).

**Jaringan ANP**



**Gambar 4.3 Jaringan ANP**

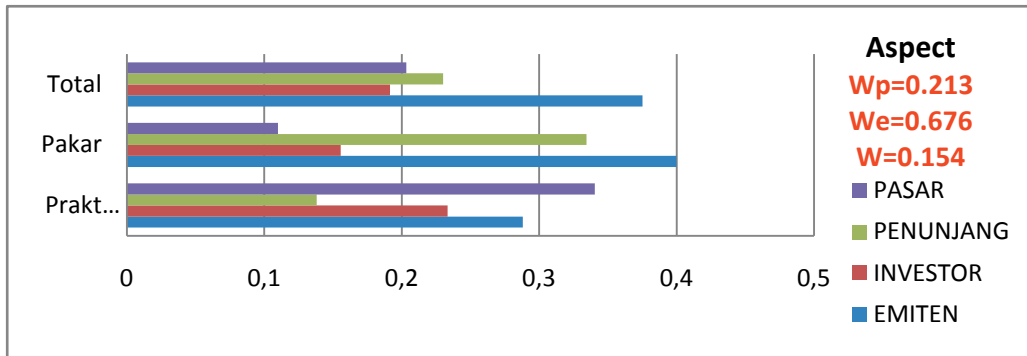
### Pairwise Comparison

Untuk menjawab pertanyaan, tabel dilengkapi pula dengan deskripsi skala/rating yang akan digunakan serta responden diberikan lampiran jaringan ANP yang telah disusun.

### Hasil Keseluruhan *Geometric Mean*

Hasil yang diperoleh memperlihatkan secara statistik konsensus dari para pakar dan praktisi yang secara keseluruhan terdiri dari 10 responden. Pada gambar 4.4 di bawah ini, untuk hasil para pakar menunjukkan bahwa emiten dan penunjang merupakan dua aspek yang paling penting, dengan nilai *rater agreement* yang cukup besar ( $W_e=0.676$ ). Sedangkan untuk praktisi, aspek yang paling penting adalah aspek pasar dan emiten, dengan nilai *rater agreement* yang lebih rendah yaitu ( $W_p=0.213$ ).

Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari para pakar menunjukkan aspek emiten sebagai aspek yang paling penting yang harus diperhatikan dari masalah perkembangan sukuk korporasi, diikuti oleh aspek penunjang, pasar dan aspek investor, dengan tingkat *rater agreement* ( $W=0.154$ ).



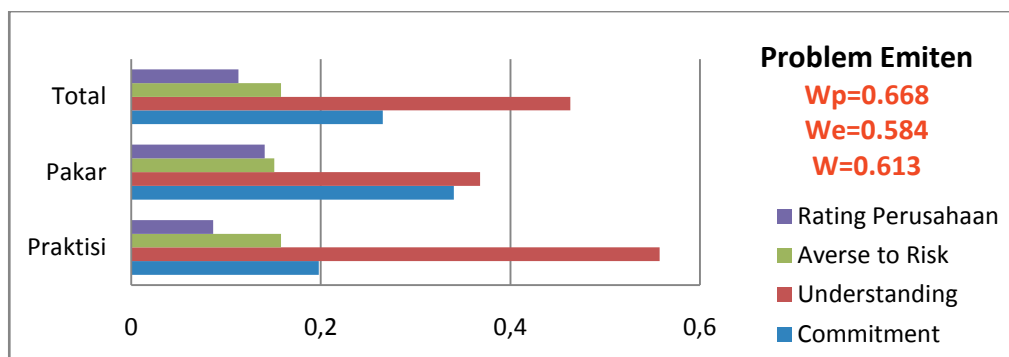
Ket:  $W$  = Kendall's coefficient of concordance

$W_p$  = Kendall's coefficient praktisi

$W_e$  = Kendall's coefficient pakar

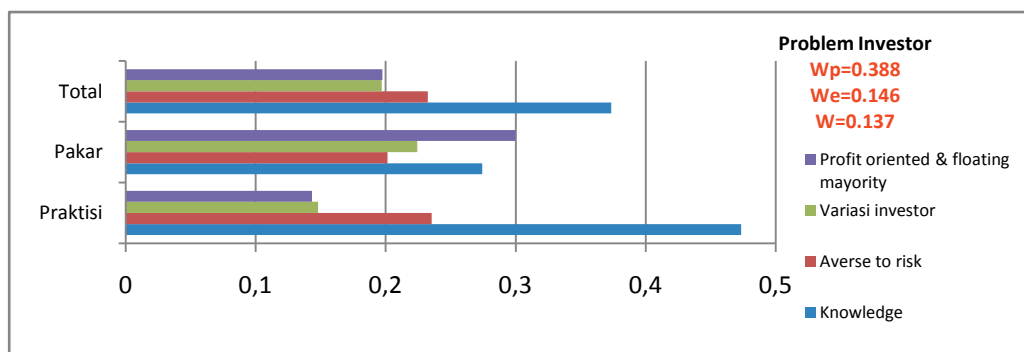
**Gambar 4.4 Prioritas Aspek Problem**

Dalam problem emiten, sebagaimana ditunjukkan pada gambar 4.5 baik pakar maupun praktisi setuju bahwa memang terdapat masalah yang krusial dalam segi emiten, dengan nilai *rater agreement* yang tinggi sebesar ( $W_p=0.668$ ) dan ( $W_e=0.584$ ). Adapun hal yang menjadi perhatian bagi keduanya yaitu masih kurangnya pemahaman dari emiten dan komitmen. Begitupun secara keseluruhan, problem yang paling krusial selanjutnya adalah kurangnya komitmen, *averse to risk* dan hambatan rendahnya rating perusahaan dengan tingginya nilai *rater agreement* sebesar ( $W=0.613$ ).



Gambar 4.5 Prioritas Problem Emiten

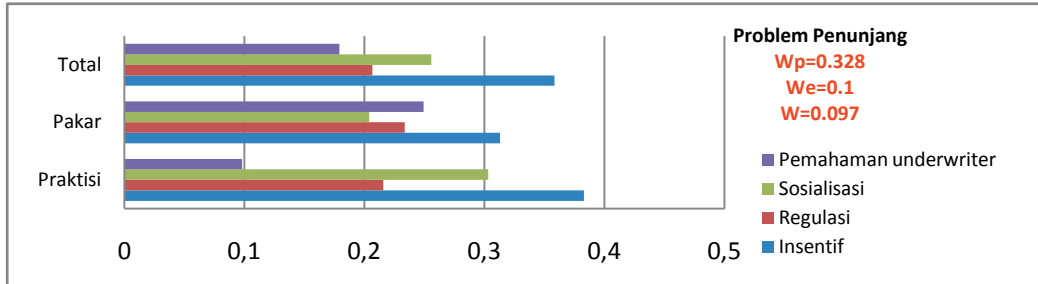
Untuk problem investor, yaitu ditunjukkan pada gambar 4.6 para pakar berpendapat bahwa masalah yang paling penting terletak pada hal profit oriented dan floating majority dan kurangnya pengetahuan, dengan nilai ( $W_e=0.146$ ). Sedangkan praktisi sukuk percaya bahwa kurangnya pengetahuan investor tetap merupakan problem yang utama, kemudian masalah *averse to risk*, dengan nilai *rater agreement* yang lebih besar yaitu ( $W_p=0.388$ ). Secara keseluruhan, kurangnya pengetahuan menjadi problem yang menjadi perhatian lebih dari pendapat pakar maupun praktisi dengan ( $W=0.137$ ).



Gambar 4.6 Prioritas Problem Investor

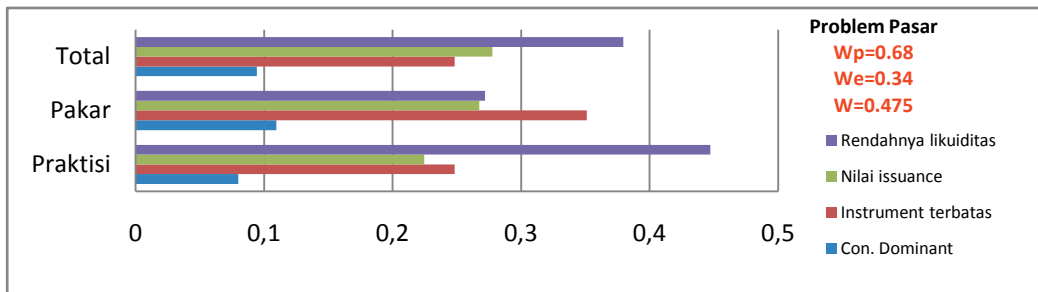
Pada gambar 4.7 dapat dilihat bahwa dalam problem penunjang para pakar menilai bahwa aspek yang paling bermasalah adalah kurangnya insentif dari pemerintah dan pemahaman *underwriter*, dengan nilai *rater agreement*  $W_e=0.1$ . Begitupula berdasarkan hasil untuk praktisi, insentif juga merupakan aspek yang paling penting, diikuti kemudian aspek sosialisasi dengan besar nilai *rater agreement* yang lebih tinggi sebesar ( $W_p=0.328$ ). Secara keseluruhan, pakar dan praktisi menyatakan bahwa insentif memang menjadi perhatian khusus, diikuti oleh aspek sosialisasi, regulasi, dan pemahaman *underwriter* dengan *rater agreement* yang relatif rendah yaitu ( $W=0.097$ ) artinya jawaban para responden cenderung bervariasi.





Gambar 4.7 Prioritas Problem Penunjang

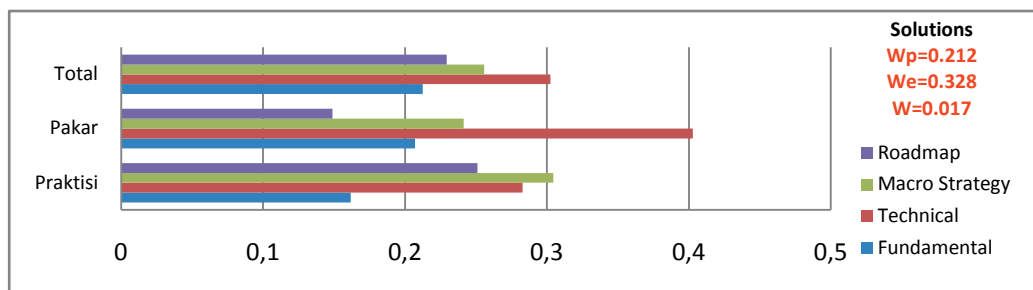
Pada problem pasar (gambar 4.8) hasil pendapat pakar menunjukkan bahwa keterbatasan instrument menjadi aspek yang paling penting, diikuti kemudian terkait rendahnya likuiditas di pasar sekunder dengan nilai ( $W_e=0.34$ ). Lain halnya dengan praktisi sukuk yang memperlihatkan rendahnya likuiditas yang merupakan permasalahan yang paling utama baru diikuti oleh terbatasnya instrument yang diperdagangkan, namun dengan lebih tingginya nilai *rater agreement* sebesar ( $W_p=0.68$ ). Secara total, dapat diperoleh hasil dengan rendahnya likuiditas menjadi masalah yang utama, namun diikuti aspek terbatasnya besar nilai issuance yang tidak mampu memenuhi kebutuhan pasar, terbatasnya instrument dan conventional dominant sebesar ( $W=0.475$ ).



Gambar 4.8 Prioritas Problem Pasar

Untuk aspek solusi, sebagaimana yang ditunjukkan pada gambar 4.9 yang terdiri hasil *geometric mean* secara keseluruhan dan individu memperlihatkan bahwa bagi pakar, solusi teknikal merupakan solusi yang paling utama diikuti oleh makro strategi. Dalam hal ini, pakar memiliki tingkat *rater agreement* sebesar ( $W_e=0.328$ ). Sedangkan untuk praktisi sukuk, sebaliknya bahwa makro strategi menjadi solusi yang lebih penting dan kemudian aspek teknikal dengan *rater agreement* yang lebih rendah ( $W_p=0.212$ ). Hasil yang diperoleh secara keseluruhan, urutan prioritas terdiri dari aspek teknikal, makro strategi, roadmap, dan fundamental dengan nilai *rater*

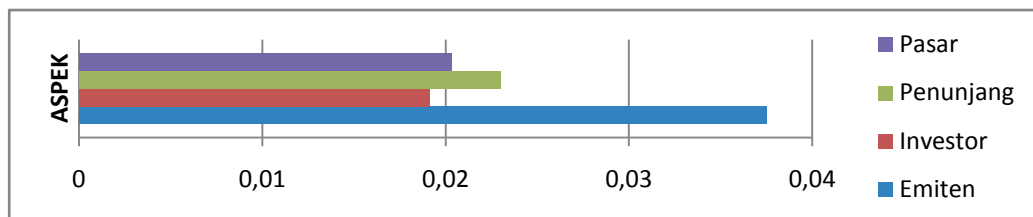
*agreement* yang rendah sebesar ( $W=0.017$ ) yang artinya bahwa pendapat para responden bervariasi.



Gambar 4.9 Prioritas Aspek Solusi

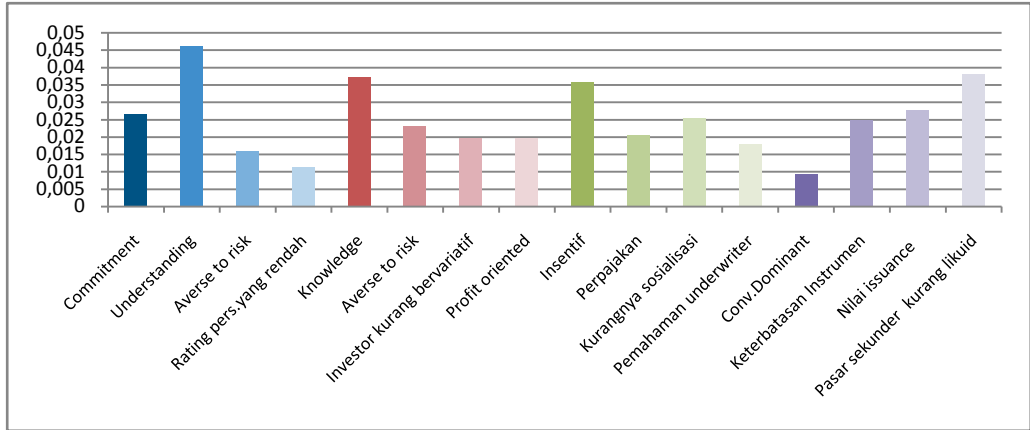
#### 4.4 Ringkasan Hasil

Hasil menunjukkan bahwa tingkat kesesuaian aspek antar responden secara keseluruhan relative rendah, dengan nilai koefisien ( $W=0.154$ ). Namun, tingkat kesesuaian yang lebih besar ada diantara responden pada pakar sebesar ( $We=0.676$ ) dibandingkan dengan tingkat kesesuaian antar praktisi yaitu ( $Wp=0.213$ ). Para pakar memiliki tingkat kesesuaian paling tinggi pada problem emiten sebesar ( $We=0.584$ ) dengan solusi macro ( $We=0.222$ ). Secara detail, pakar sepakat pada masalah kurangnya pemahaman pada problem emiten ( $Wp=0.584$ ), *profit oriented* dan *floating majority* pada problem investor ( $Wp=0.146$ ), insentif pada problem penunjang ( $Wp=0.1$ ) dan terbatasnya instrument pada problem pasar ( $Wp=0.34$ ). Secara keseluruhan, semua responden memiliki tingkat kesesuaian paling tinggi pada problem emiten ( $W=0.613$ ) dan problem pasar ( $W=0.475$ ).



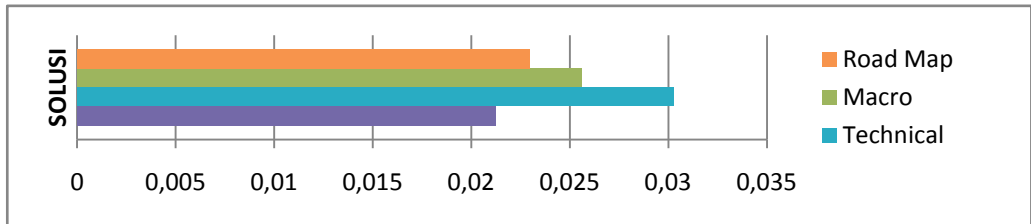
Gambar 4.10 Prioritas Aspek Problem

Pada gambar 4.10 diatas, hasil *geometric mean* seluruh responden menunjukkan urutan aspek secara prioritas yaitu 1) problem emiten; 2) problem penunjang; 3) problem pasar; dan 4) problem investor. Berikut hasil perbandingan seluruh elemen yang terdapat pada aspek problem:



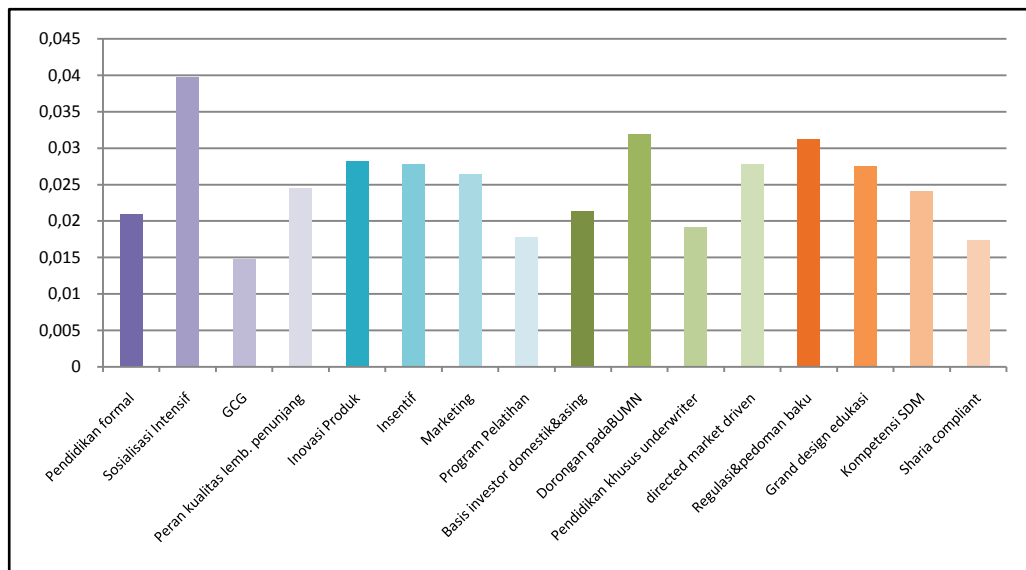
**Gambar 4.11** Uraian Prioritas Problem Perkembangan Sukuk Korporasi

Berdasarkan hasil diatas, dapat dilihat kontribusi masing-masing elemen pada setiap aspek. Jika elemen masalah dalam upaya meningkatkan perkembangan sukuk korporasi secara keseluruhan dikombinasikan, maka menghasilkan urutan prioritas: 1) kurangnya pemahaman (*lack of understanding*) (emiten); 2) Pasar sekunder kurang likuid (pasar); 3) kurangnya pengetahuan dari (*lack of knowledge*) (investor); 4) insentif (penunjang);



**Gambar 4.12** Prioritas Aspek Solusi

Pada gambar 4.12 diatas, hasil *geometric mean* seluruh responden menunjukkan urutan aspek solusi secara prioritas yaitu 1) Solusi Teknikal; 2) Makro strategi; 3) Roadmap; dan solusi fundamental. Berikut hasil perbandingan seluruh elemen yang terdapat pada aspek solusi:



**Gambar 4.13** Uraian Prioritas Solusi

Jika membandingkan elemen secara keseluruhan, sebagaimana ditunjukkan pada gambar 4.13, dapat dilihat bahwa urutan prioritas solusi yang mampu menyelesaikan permasalahan terdiri dari: 1) sosialisasi intensif; 2) dorongan BUMN; 3) penyempurnaan regulasi perpajakan; 4) inovasi produk; 5) insentif.

#### 4.5 Analisis

Sejak muncul hingga berkembangnya sukuk korporasi di Indonesia, telah dihadapkan pada berbagai hambatan dan permasalahan. Hal ini menjadi perhatian khusus dari para pakar dan para praktisi mengingat potensinya yang cukup besar sebagai instrumen keuangan islam, sehingga perlu adanya upaya-upaya strategis dalam mendorong pertumbuhannya.

Penelitian pada Ascarya (2010) mengungkapkan hambatan yang masih terdapat dalam sukuk korporasi antara lain: a) kurangnya pemahaman dari korporasi selaku emiten; b) kurangnya profesi penunjang yang mengerti akan instrumen syariah dan berasal dari konvensional; c) terbatasnya instrumen yang diperdagangkan. Penulis mencoba membandingkan hasil penelitian tersebut (tabel 4.4) dengan melihat kondisi telah terbitnya UU N0.19 tahun 2008 tentang SBSN.

Adapun prioritas strategi yang dapat dilakukan antara lain:a.) dukungan aktif dari pemerintah, tidak hanya kementerian keuangan, namun departemen pemerintah yang biasa menerbitkan obligasi seperti kementerian BUMN; b) mengembangkan variasi struktur sukuk untuk berbagai kepentingan sumber pembiayaan; infrastruktur, ekspansi bisnis, dsb; c) mengembangkan sukuk global.

**Tabel 4.1 Perbandingan Hasil Penelitian**

Aspek	Ascarya (2010)	Hasil Penelitian
Problem	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Kurangnya pemahaman dari korporasi/emiten</li> <li>2. Kurangnya kemampuan dan pemahaman SDM/profesi penunjang</li> <li>3. Keterbatasan instrumen yang diperdagangkan</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. <i>Lack of understanding</i> (emiten/korporasi)</li> <li>2. Insentif (penunjang)</li> <li>3. Likuiditas pasar sekunder (pasar)</li> </ol>
Solusi	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Dukungan aktif pemerintah</li> <li>2. Mengembangkan variasi struktur sukuk untuk berbagai sumber pembiayaan; infrastruktur, ekspansi bisnis, dsb.</li> <li>3. Mengembangkan sukuk global</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Sosialisasi intensif (fundamental)</li> <li>2. Pengembangan inovasi produk (teknikal)</li> <li>3. Pemberian insentif (teknikal)</li> </ol>

Berdasarkan hasil kedua penelitian, kurangnya pemahaman dari emiten tetap menjadi permasalahan yang harus diperhatikan. Pada hasil penelitian ini, masalah insentif juga menjadi hal yang penting karena terkait dorongan terhadap emiten, sehingga dengan adanya solusi berupa pemberian insentif khususnya dalam perpajakan diharapkan korporasi memilih sukuk sebagai instrumen pembiayaan.

Masalah selanjutnya adalah likuiditas di pasar sekunder, dimana tidak banyak transaksi dilakukan. Investor cenderung *buy and hold* akibat ketersediaan instrumen sukuk relatif sedikit sehingga akan sulit diperoleh kembali ketika membutuhkan. Hasil ini mendukung pendapat sebagaimana yang diungkapkan oleh Rahmany (2010) bahwa sukuk korporasi belum berkembang karena masih terbatasnya likuiditas di pasar sekunder, sosialisasi produk syariah juga masih kurang. Permasalahan kurangnya sosialisasi banyak dinyatakan para responden dalam hasil wawancara juga dinyatakan dalam penelitian yang dilakukan oleh Ascarya (2010).

Sosialisasi intensif menjadi solusi yang menjadi prioritas demi menunjang pemahaman dari para pelaku pasar khususnya emiten. Upaya ini diharapkan tidak hanya dilakukan oleh pemerintah namun juga dari pihak swasta maupun asosiasi. Melihat seluruh problem yang ada, menunjukkan pula bahwa permasalahan terbesar berasal dari aspek emiten, penunjang, dan pasar.

Dari hasil perhitungan tingkat kesesuaian (*rater agreement*) antar responden menunjukkan nilai koefisien Kendall's (W) yang relatif lebih besar pada responden praktisi dibandingkan dengan pakar, sebagaimana dapat dilihat pada lampiran 1. Hal

itu menunjukkan bahwa tingkat kesepakatan pendapat praktisi lebih besar sehingga dapat memberikan kepercayaan yang lebih. Adapun pendapat para pakar dengan nilai W yang lebih rendah menunjukkan jawaban yang lebih bervariasi.

## 5. Kesimpulan dan Rekomendasi

### Kesimpulan

Hasil penelitian menunjukkan bahwa permasalahan yang muncul terdiri dari 4 aspek penting yaitu emiten, investor, faktor penunjang, dan pasar. Masalah dalam upaya meningkatkan perkembangan sukuk korporasi secara keseluruhan diuraikan, maka menghasilkan urutan prioritas: 1) kurangnya pemahaman (*lack of understanding*) (emiten); 2) Pasar sekunder kurang likuid (pasar); 3) kurangnya pengetahuan dari (*lack of knowledge*) (investor); 4) insentif (penunjang). Sedangkan prioritas solusi yang mampu menyelesaikan permasalahan terdiri dari: 1) sosialisasi intensif; 2) dorongan BUMN; 3) penyempurnaan regulasi perpajakan; 4) inovasi produk; 5) insentif.

Adapun tingkat kesesuaian atau persetujuan antar responden berdasarkan Kendall's coefficient menunjukkan nilai koefisien Kendall's (W) yang relatif lebih besar pada responden praktisi dibandingkan dengan pakar. Hal itu menunjukkan bahwa pendapat praktisi memiliki tingkat kesepakatan yang lebih besar. Dengan demikian, dalam hal memanfaatkan instrument keuangan sukuk, pendapat dari praktisi menjadi lebih dipertimbangkan.

### Rekomendasi

1. Diharapkan adanya komitmen bersama dari pembuat kebijakan dalam menunjang dan mendorong upaya mengembangkan instrument keuangan khususnya sukuk korporasi sebagai sumber alternatif pembiayaan.
2. Bagi para pelaku pasar khususnya korporasi diharapkan dapat lebih mengoptimalkan peranan instrumen syariah dalam mengembangkan industri dalam negeri disertai peran aktif masyarakat pada umumnya.
3. Melalui penelitian ini, diharapkan dapat memperluas kajian penelitian akademik terkait instrumen sukuk dan Pada penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah responden dari pihak-pihak terkait yang berperan dalam implementasi penerbitan sukuk.

## REFERENSI

Al Quran dan terjemahan, Al-Aliyy. 2004. Bandung: CV Diponegoro

Al Zuhayli, Wahbah, 2001, "Islamic Jurisprudence and Its Proofs". *Volume 1, Dar Al-fikr*, Damascus.

Ascarya, 2011, "The Persistence of Low Profit and Loss Sharing Financing in Islamic Banking: The Case of Indonesia" *review of Indonesian economic and business studies vol.1* LIPI economic research center.

- Ascarya, 2010, "The Development Of Islamic Financial System In Indonesia And The Way Forward", *paper* to be published as Occasional Paper , Bank Indonesia.
- Ascarya dan Yumanita, Diana, 2010, "Determinan dan Persistensi Margin Perbankan Konvensional dan Syariah di Indonesia" *working paper series* No.WP/10/04. Pusat Pendidikan dan Studi Kebanksentralan Bank Indonesia.
- Ascarya dan Yumanita, Diana. 2007, "Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia", paper presented at IRTIMI International Conference on Islamic Capital Markets: *Products, Regulation, and Practices with relevance to Banking and Finance*, Jakarta, Indonesia.
- Ascarya, 2005, "Analytic Network Process (ANP) Pendekatan Baru Studi Kualitatif". Makalah disampaikan pada Seminar Intern Program Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi di Universitas Trisakti, Jakarta
- Al Bashir, Muhammad dan Al Amine, Muhammad. 2001, "The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges", *International Journal Of Islamic Financial Services* Vol. 3 No.1.
- Amir. Amardin. 2007, Pengaruh SBI, kurs, IHSB, ROA, dan Leg 1 harga obligasi terhadap harga obligasi konvensional dan syariah, tesis Ekonomi dan Keuangan Syariah pada Program studi Timur Tengah dan Islam Program Pasca Sarjana Universitas Indonesia.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), 2009, *Annual Report*, Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPEPAM-LK), *Laporan Statistik Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia.
- Buku Himpunan Peraturan Pasar Modal Syariah dan Kumpulan Fatwa. 2010. Jakarta: DSN-Majelis Ulama Indonesia
- Dewan Syariah Nasional, 2010, *Fatwa Dewan Syariah Nasional No : 76/DSN-MUI/VI/2010* tentang SBSN Ijarah Asset To Be Leased. Jakarta: Majelis Ulama Indonesia.
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk Instrumen Investasi dan Pembiayaan Berbasis Syariah*. [www.dmo.or.id](http://www.dmo.or.id), [online], <http://www.dmo.or.id>, Hotml 3 Maret 2011.
- Islamic Financial Services Board, 2009. Capital Adequacy Requirments for Sukuk Securitisations and Real Estate Investment.
- Jobst, Andreas., *et.al.* 2008, " Islamic Bond Issuance-What Sovereign Debt Managers Need to Know". *IMF Policy Discussion Paper*, Monetary and Capital Markets Department.

- Laldin, Mohamad Akram, 2008, *AAOFI Pronouncement on Sukuk, Fiqhi and Maqasidic Analysis*. International Shari'ah Research Academy for Islamic Finance.
- Mandiri Sekuritas, *Sukuk Korporasi*. Dipresentasikan pada Seminar Potensi Penerbitan Sukuk Sebagai Sumber Pembiayaan Bagi Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Jakarta, Mei 2011.
- M. Idris, Umar, 2007, "Evaluation of Research Development on the Islamic Securities (Sukuk)", *mimeo*, International Centre for Education in Islamic Finance. Malaysia.
- Nasution, Mulia P. 2006, "Indonesian Sovereign Sukuk : Prospect and Policy", presented at International Conference on Islamic Banking, Capital and
- Perusahaan Listrik Negara. *Pendanaan Investasi Ketenagalistrikan dengan Sukuk*. Dipresentasikan pada Seminar Potensi Penerbitan Sukuk Sebagai Sumber Pembiayaan Bagi Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Jakarta, Mei 2011.
- PSTTI-Universitas Indonesia. Manajemen Investasi Islam, 2010. Pasar Modal Syariah:Sukuk
- Pramono, Sigit. 2006, "Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur;Tantangan dan Inisiatif Strategis". SEBI Research Center.
- Rahardjo. Spto. 2003, *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Rahmany, Fuad, 2010, *Penerbitan Sukuk Korporasi Masih Rendah*. [online], <http://www.seputarforex/news.com>, Html 5 Maret 2011.
- Roikhan, 2009., "Perkembangan Transaksi Syariah pada Sukuk/SBSN di Indonesia dan Malaysia dalam konsep Kaffah Thinking", makalah pada National Seminar on Sharia Transaction Research (Transaksi Muamalat Kontemporer Implementasi dan Tantangannya dalam Inovasi Produk Keuangan Syariah di Indonesia), Jakarta 3 Juni 2009.
- Saaty, Thomas L and Vargas, Louis G. 2006, "Decision Making with the Analitic Network Process. Economic, Political, Social and Technological Applications with Benefits, Opportunities, Costs and Risks". Springer. RWS Publication, Pittsburgh.
- Security Commision Malaysia. 2009, *The Islamic Securities (Sukuk) Market*, Selangor Darul Ehsan: Nexis Malaysia
- Sukuk Education, 2011. *Global Sukuk Markets*. [online], [http:// www.sukuk.me.com](http://www.sukuk.me.com), html 5 Maret 2011.
- Sunarsih. 2008, "Manfaat dan Kelebihan Surat Utang Negara Syariah (Sukuk) Atas Surat Utang Negara yang Berupa Obligasi Konvensional Berbasis Bunga"Vol. 2.No.2 Juni.



- Tariq, Ali Arsalan . 2004. “Managing Financial Risks Of Sukuk Structures”, *dissertation* , Degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.
- Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia. 2010. *Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah Di Pasar Modal Indonesia*, Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.
- Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal Sekuritisasi Syariah (Efek Beragun Aset Syariah).2010. Kementerian Keuangan; BapepamLK
- Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, 2010. Kajian Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal (Sukuk Musyarakah dan Sukuk Istishna). Kementerian Keuangan; BapepamLK
- Tim Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia, 2010. Kajian Pasar Sekunder Efek Syariah di Pasar Modal Indonesia. Kementerian Keuangan; BapepamLK
- Wulandari, Etty Retno. *Pengembangan Kebijakan Pasar Modal Syariah*. Dipresentasikan pada Seminar Potensi Penerbitan Sukuk Sebagai Sumber Pembiayaan Bagi Badan Usaha Milik Negara (Bumn) Jakarta, Mei 2011.

[www.aaoifi.com](http://www.aaoifi.com)

**LAMPIRAN I (GEOMETRIC MEAN)  
GEOMETRIC MEAN PAKAR**

Name	Normalized by cluster	Limiting	Name	Normalized by cluster	Limiting
<b>ASPEK</b>					
<b>Emiten</b>	0.39994	0.066742	<b>Investor</b>	0.15568	0.02598
<b>Problem Emiten</b>			<b>Problem Investor</b>		
Komitmen	0.34028	0.014196	Pengetahuan	0.27429	0.011443
Pemahaman	0.36794	0.01535	Averse to risk	0.20149	0.008406
Averse to risk	0.15096	0.006298	Variasi investor	0.22436	0.00936
Rating perusahaan	0.14082	0.005875	Profit oriented	0.29986	0.01251
<b>Penunjang</b>	0.33453	0.055825	<b>Pasar</b>	0.10985	0.018331
<b>Problem Penunjang</b>			<b>Problem Pasar</b>		
Tidak ada insentif	0.31305	0.021767	Dominan konvensional	0.10959	0.00762
Regulasi perpajakan	0.23359	0.016242	Instrumen terbatas	0.35114	0.024416
Sosialisasi	0.20393	0.01418	Nilai issuance rendah	0.26743	0.018595
Pemahaman underwriter	0.24942	0.017343	Pasar sekunder kurang likuid	0.27184	0.018902
<b>SOLUSI</b>					
<b>Fundamental</b>	0.20695	0.034536	<b>Technical</b>	0.40285	0.067226
Pendidikan formal	0.22281	0.025351	Inovasi produk	0.31512	0.043025
Sosialisasi intensif	0.33401	0.038004	Insentif	0.2507	0.034229
Mengoptimalkan GCG	0.25347	0.02884	Marketing	0.25571	0.034914
Peran kualitas lemb. penunjang	0.18971	0.021585	Program pelatihan	0.17847	0.024368
<b>Strategi Makro</b>	0.24132	0.040271	<b>Roadmap</b>	0.14888	0.024844
Basis investor domestik&asing	0.16532	0.013167	Regulasi dan pedoman baku	0.25761	0.029311
Dorongan pada BUMN	0.36176	0.028813	Grand design edukasi	0.28082	0.031952
Pendidikan khusus underwriter	0.23848	0.018994	Kompetensi SDM	0.2144	0.024395
Directed market driven	0.23445	0.018673	Konvergensi sharia compliance & best practice global	0.24716	0.028122

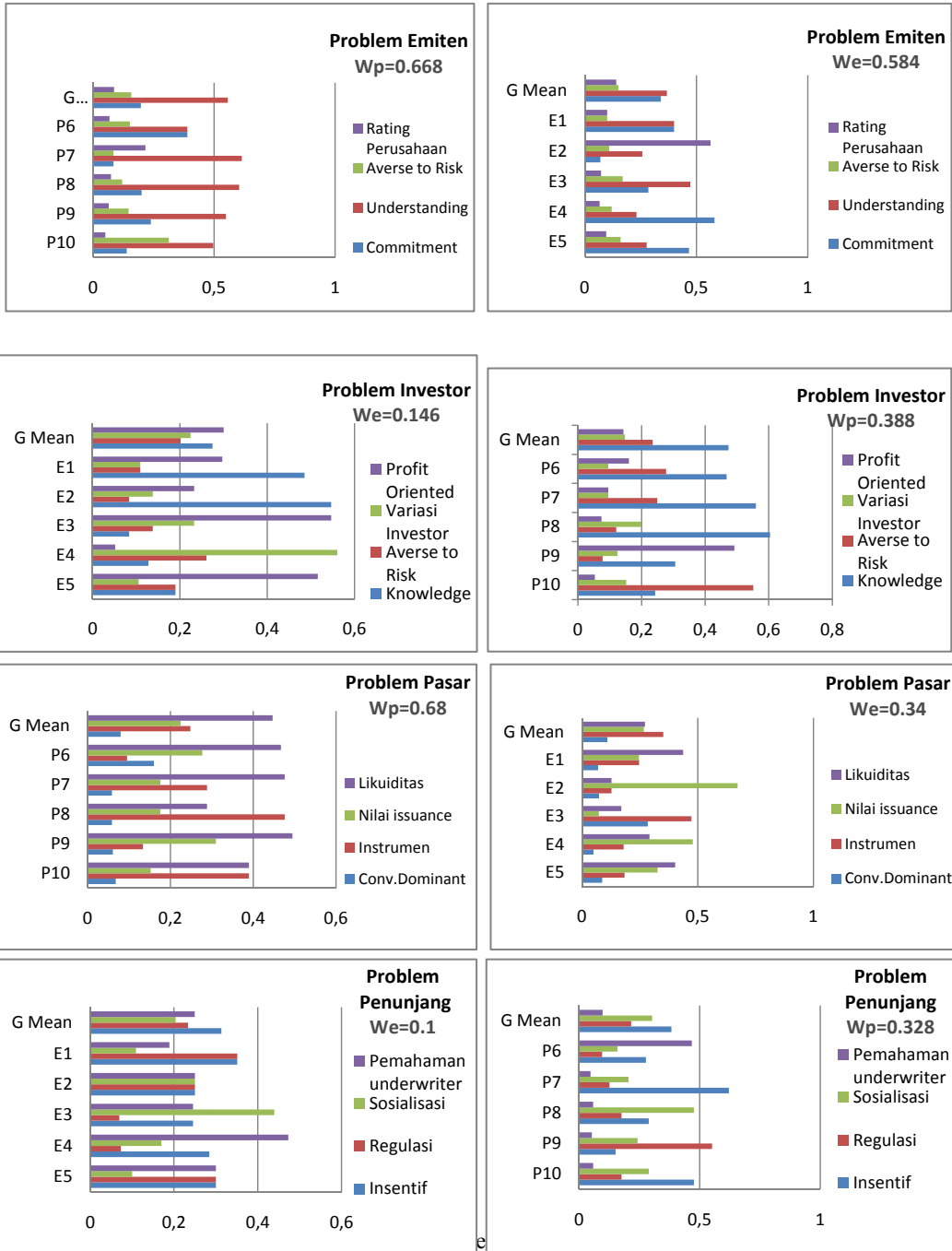
**GEOMETRIC MEAN PRAKTIISI**

Name	Normalized by cluster	Limiting	Name	Normalized by cluster	Limiting
<b>ASPEK</b>					
<b>Emiten</b>	0.28796	0.048054	<b>Investor</b>	0.23339	0.038948
<b>Problem Emiten</b>			<b>Problem Investor</b>		
Komitmen	0.19784	0.008254	Pengetahuan	0.47351	0.019755
Pemahaman	0.55741	0.023255	Averse to risk	0.23538	0.00982
Averse to risk	0.15817	0.006599	Variasi investor	0.14791	0.006171
Rating perusahaan	0.08658	0.003612	Profit oriented	0.14319	0.005974
<b>Penunjang</b>	0.1382	0.023062	<b>Pasar</b>	0.34045	0.056813
<b>Problem Penunjang</b>			<b>Problem Pasar</b>		
Tidak ada insentif	0.38302	0.026632	Dominan konvensional	0.07985	0.005552
Regulasi perpajakan	0.21576	0.015002	Instrumen terbatas	0.24827	0.017263
Sosialisasi	0.30307	0.021073	Nilai issuance rendah	0.22469	0.015623
Pemahaman underwriter	0.09816	0.006825	Pasar sekunder kurang likuid	0.44719	0.031094
<b>SOLUSI</b>					
<b>Fundamental</b>	0.16176	0.026994	<b>Technical</b>	0.28284	0.0472
Pendidikan formal	0.22511	0.025613	Inovasi produk	0.35213	0.048079
Sosialisasi intensif	0.47313	0.053833	Insentif	0.28217	0.038527
Mengoptimalkan GCG	0.11702	0.013315	Marketing	0.20302	0.027719
Peran kualitas lemb. penunjang	0.18474	0.02102	Program pelatihan	0.16268	0.022211
<b>Strategi Makro</b>	0.30441	0.0508	<b>Roadmap</b>	0.25099	0.041884
Basis investor domestik&asing	0.30073	0.023952	Regulasi dan pedoman baku	0.40765	0.046382
Dorongan pada BUMN	0.24217	0.019288	Grand design edukasi	0.27389	0.031163
Pendidikan khusus underwriter	0.13281	0.010578	Kompetensi SDM	0.1605	0.018262
Directed market driven	0.32428	0.025828	Konvergensi sharia compliance & best practice global	0.15796	0.017973

**KENDA**  
**LL'S COEFFICIENT OF CONCORDANCE (W)**

Respondent	Wp	Respondent	We	Respondent	Wt
<b>ASPEK</b>					
Praktisi	0.213	Pakar	<b>0.676</b>	Total	0.154
<b>Problem Emiten</b>			<b>Problem Investor</b>		
Praktisi		<b>0.668</b>	Praktisi		<b>0.388</b>
Pakar		0.584	Pakar		0.146
Total		0.613	Total		0.137
<b>Problem Penunjang</b>			<b>Problem Pasar</b>		
Praktisi		<b>0.328</b>	Praktisi		<b>0.68</b>
Pakar		0.1	Pakar		0.34
Total		0.097	Total		0.475
<b>SOLUSI</b>					
Praktisi	0.212	Pakar	<b>0.328</b>	Total	0.017
<b>Fundamental</b>			<b>Technical</b>		
Praktisi		<b>0.452</b>	Praktisi		0.123
Pakar		0.1	Pakar		<b>0.188</b>
Total		0.189	Total		0.055
<b>Strategy Makro</b>			<b>Roadmap</b>		
Praktisi		<b>0.232</b>	Praktisi		<b>0.428</b>
Pakar		0.222	Pakar		0.036
Total		0.082	Total		0.093

LAMPIRAN 2  
PRIORITAS INDIVIDU ASPEK PROBLEM



## PRIORITAS INDIVIDU ASPEK SOLUSI

