

TESIS

PENGARUH *UNDERLYING ASSET*, JENIS SERI DAN STRUKTUR SUKUK TERHADAP VOLUME TRANSAKSI SUKUK NEGARA DI PASAR SEKUNDER 2008-2012

THE INFLUENCE OF UNDERLYING ASSET, TYPE OF SERIES AND SUKUK STRUCTURE ON STATE SUKUK TRANSACTION VOLUME IN SECONDARY MARKET IN 2008-2012

sebagai persyaratan untuk memperoleh gelar Magister

disusun dan diajukan oleh

**RAHMA RIZAL
P3400211405**



Kepada

**PROGRAM MAGISTER AKUNTANSI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS HASANUDDIN
MAKASSAR
2013**

TESIS

**PENGARUH *UNDERLYING ASSET*, *JENIS* SERIDAN
STRUKTUR SUKUK TERHADAP VOLUME TRANSAKSI
SUKUK NEGARA DI PASAR SEKUNDER
2008-2012**

***THE INFLUENCE OF UNDERLYING ASSET, TYPE OF
SERIES AND SUKUK STRUCTURE ON STATE SUKUK
TRANSACTION VOLUME IN SECONDARY MARKET IN
2008-2012***

Disusun dan diajukan oleh:

**RAHMA RIZAL
P3400211405**

Telah diperiksa dan disetujui untuk diuji

Komisi penasehat

Ketua

Anggota

Dr. Abdul Hamid Habbe, SE, M. Si

Nip. 196305151992031003

Dr. Mediaty, SE, M. Si, Ak

Nip. 6509251990022001

Ketua Program Studi Magister Akuntansi
Fakultas EkonomidanBisnis
Universitas Hasanuddin

Prof. Dr. H. Gagaring Pagalung, S.E., MS., Ak.
NIP 196301161988101001

PRAKATA

Puji syukur penulis panjatkan kehadiran Allah Swt atas segala limpahan rahmat,taufik dan hidayahnya sehingga penulis dapat menyusun dan menyelesaikan tesis ini. Begitu banyak kendala yang dihadapi penulis dalam penyusunan tesis ini, dan berkat bantuan dari berbagai pihak maka penyusunan tesis ini dapat terselesaikan.

Penulis mengucapkan terimakasih dan rasa penghargaan yang tidak terhingga kepada Bapak Dr. Abdul Hamid Habbe,S.E.,M.Si, selaku Ketua Komisi Penasehat (Pembimbing I) dan Ibu Dr. Mediaty,S.E.,M.Si., Ak selaku anggota Komisi Penasehat (Pembimbing II) yang telah meluangkan waktu guna mengarahkan dan membimbing penulis selama menyusun tesis ini. Penulis mengucapkan terimakasih dan rasa penghargaan yang tidak terhingga pula kepada kedua orang tua penulis; Ayahanda Ali Imran (almarhum) dan Ibunda Marhaeni, ibu mertua saya Johara, suamiku tersayang Muh. Usman Rahman beserta Mujahid dan mujahidahku Ukasyah, Usamah, Farhan, Sofiah, Fauzan, Zainab dan Siti Naimah serta SaudarakuSaifullah Ali Imranatasdoa, kasihsayang, perhatian, kesabaran dan segala dukungan yang telah diberikan sehingga dapat menyelesaikan studi sesuai harapan.

Dalam proses penyelesaian tesis ini banyak pihak pula yang telah membantu baik dalam bentuk moril maupun materil, untuk itu pada kesempatan ini penulis tulus menyampaikan terimakasih serta penghargaan yang setinggi-tingginyakepada:

1. Prof. Dr. Idrus A. Paturusi, Sp. Bo selaku Rektor Universitas Hasanuddin.

2. Prof. Dr. Ir. Mursalim selaku Direktur Program Pascasarjana Universitas Hasanuddin dan Prof. Dr. H. gagaring Pagalung, S.E., MS., Ak selaku Ketua Program Studi Magister Akuntansi.
3. Dr. Alimuddin, S.E.,Ak.,M.M dan Dr. Tawakkal, S.E., Ak.,M.Si serta Dr. Darwis Said., S.E.,Ak., M.SA selaku Anggota Dewan Penguji.
4. Para Dosen matakuliah di Program Magister Akuntansi yang telah memberikan pengajaran, pengarahan dan bimbingan serta dukungan selama masa kuliah maupun dalam penyusunan tesis ini.
5. Pengelola Program Studi Magister Akuntansi dan pihak-pihak pengurus administrasi Program Studi Magister Akuntansi atas bantuan dan dukungan serta kerjasamanya.
6. Teman-teman mahasiswa Program Magister Akuntansi Universitas Hasanuddin angkatan 2011 selama masa perkuliahaan.
7. Pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu per satu yang telah memberikan bantuan baik secara langsung maupun tidak langsung.

Penulis menyadari bahwa tesis ini, masih jauh dari kesempurnaan, oleh karena itu penulis tetap mengharapkan kritik dan saran demi penyempurnaan penulisan-penulisan selanjutnya. Akhir kata, penulis berharap, semoga dengan adanya tesis ini dapat bermanfaat bagi para pembaca dan membantu bagi pihak yang membutuhkan.

Makassar, 2013

Rahma Rizal

PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN

Yang bertanda tangan di bawah ini

Nama : Rahma Rizal
Nomor mahasisiwa : P3400211405
Program studi : Magister Akuntansi

Menyatakan dengan sebenarnya bahwa tesis yang saya tulis ini benar-benar merupakan hasil karya saya sendiri, bukan merupakan pengambialihan tulisan atau pemikiran orang lain. Apabila dikemudian hari terbukti atau dapat dibuktikan bahwa sebagian atau keseluruhan tesis ini hasil karya orang lain, saya bersedia menerima sanksi atas perbuatan tersebut.

Makassar, 2013

Yang menyatakan

Rahma Rizal

ABSTRAK

PENGARUH UNDERLYING ASSET, JENIS SERI DAN STRUKTUR SUKUK TERHADAP VOLUME TRANSAKSI SUKUK NEGARA DI PASAR SEKUNDER 2008-2012

Rahma Rizal
Abd. Hamid Habbe
Mediaty

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui pengaruh dan besarnya kontribusi variable lindependen yang terdiri atas *underlying asset*, jenis seri dan struktur sukuk Negara terhadap variable dependen berupa volume transaksi sukuk negara di pasar sekunder dari tahun 2008-2012. Data diperoleh dari Direktorat Jenderal Kekayaan Negara Kantor Wilayah XV Makassar di jalan Urip Sumoharjo Gedung Keuangan Negara berupa data sukuk Negara dan nilai Barang Milik Negara yang dijadikan *underlying asset*, seri dan struktur sukuk negara. Data sukuk negara yang diperdagangkan di pasar sekunder berupa volume transaksi sukuk Negara diperoleh dari *PT. Indonesian Capital Market electronic Library*. Data dianalisis dengan menggunakan analisis regresi linear berganda. Hasil penelitian menunjukkan bahwa *underlying asset* berpengaruh secara positif dan signifikan dengan volume transaksi sukuk negara di pasar sekunder sedangkan jenis seri sukuk Negara dan struktur sukuk negara tidak berpengaruh terhadap volume transaksi di pasar sekunder. Besarnya kontribusi variabel *underlying asset*, jenis seri dan struktur sukuk Negara terhadap volume transaksi sukuk negara di pasar sekunder sebesar R square yaitu 67,7 % dan sisanya 32,3% dijelaskan oleh sebab - sebab lain yang tidak diteliti.

Kata Kunci: *underlying asset*, seri , struktur sukuk negara, volume transaksi.

ABSTRACT

THE INFLUENCE OF UNDERLYING ASSET, TYPE OF SERIES AND SUKUK STRUCTURE ON STATE SUKUK TRANSACTION VOLUME IN SECONDARY MARKET IN 2008-2012

**Rahma Rizal
Abd. Hamid Habbe
Mediaty**

The aim of the research is to find out the influence and the amount of contribution of independent variables consisting of the underlying asset, type of series, state sukuk structure in secondary market on dependent variables involving state sukuk transaction volume in secondary market from 2008 to 2012. The data were obtained from General Directorate of State Oroperty of Regional Office XV in State Financial Building, Jl. Urip Sumoharjo, Makassar in the forms of state sukuk data and the values of Statet Property as the underlying asset, types of series and state sukuk structure. Meanwhile, the data of state sukuk traded in secondary market in the forms of state sukuk transaction volumes were obtained from PT. Indonesian Capital Market Electronic Library. The data were analyzed using multiple linear regression analysis. The results of the research indicate that underlying asset has a positive and significant influence on state sukuk transaction volume in secondary markets, while types of series of state sukuk and state structure do not have an influence on transaction volume in secondary markets. The amount of contribution of underlying asset, type of series and state sukuk structure variable to state sukuk transaction volume in secondary markets is R square i.e. 67.7% and the rest 32.3% is explained by reasons that are not under research.

Keywords: underlying asset, series, state sukuk structure, transaction volume.

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL	i
HALAMAN PENGESAHAN.....	ii
HALAMAN PERNYATAAN KEASLIAN PENELITIAN.....	iii
PRAKATA.....	iv
ABSTRAK.....	vi
ABSTRACT	vii
DAFTAR ISI.....	viii
DAFTAR TABEL	x
DAFTAR GAMBAR	xi
DAFTAR LAMPIRAN	xii
BAB I PENDAHULUAN	
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	9
1.4 Manfaat Penelitian	9
1.5 Batasan Penelitian	10
BAB II TINJAUAN PUSTAKA	
2.1 Tinjauan Teori dan Konsep.....	11
2.1.1 Teori Pasar Modal.....	11
2.1.2 Teori Investasi.....	16
2.1.3 Tujuan Investasi	17
2.1.4 Ivestasi dalam Prinsip Syariah.....	18
2.2 Mengenal Sukuk sebagai Instrumen Investasi.....	23
2.2.1 Pengertian Sukuk	23
2.2.2 Syarat Penerbitan Sukuk	27
2.2.3 Pihak yang terlibat dalam Penerbitan Sukuk.....	28
2.2.4 Karakteristik Sukuk	28
2.2.5 Struktur Sukuk.....	29
2.3 Perkembangan Sukuk di Indonesia	39
2.3.1 Sukuk Korporasi.....	39
2.3.2 Sukuk Negara	41
2.3.3 Jenis Seri dan Metode Penerbitan Sukuk Negara ...	42
2.3.4 Struktur Sukuk Negara.....	45
2.3.5 Landasan Hukum	48
2.3.6 Karakteristik Sukuk Negara	49
2.3.7 Tujuan Penerbitan Sukuk Negara.....	50
2.3.8 <i>Syariah Compliance</i>	52
2.3.9 Mekanisme Penerbitan Sukuk di Pasar sekunder. ...	52
2.3.10 Sukuk Negara sebagai Instrumen Pembiayaan	54
2.4 Barang Milik negara	56
2.4.1 Jenis Barang Milik Negara.....	57
2.4.2 BMN sebagai <i>Underlying Asset</i> SBSN.....	61
2.4.3 Hak Investor terhadap <i>Underlying Asset</i> SBSN.....	64

2.5 Tinjauan Empiris	65
BAB III KERANGKA PEMIKIRAN DAN HIPOTESIS	
3.1 Kerangka Pemikiran.....	67
3.2 Hipotesis.....	69
3.2.1 Hubungan Underlying asset terhadap volume penjualan sukuk negara di pasar sekunder.....	69
3.2.2 Hubungan jenis seri terhadap volume penjualan sukuk negara di pasar sekunder	70
3.2.3 Hubungan struktur sukuk terhadap volume penjualan sukuk negara di pasar sekunder.....	71
BAB IV METODE PENELITIAN	
4.1 Rancangan Penelitian	73
4.2 Lokasi dan Waktu penelitian	73
4.3 Jenis dan Sumber Data	74
4.4 Teknik Pengumpulan Data.....	74
4.5 Definisi Operasional Variabel	75
4.6 Teknik Analisis Data	76
BAB V HASIL PENELITIAN	
5.1 Deskripsi Data	78
5.2 Deskripsi Hasil Penelitian	80
BAB VI PEMBAHASAN	
6.1 <i>Underlying asset</i> berpengaruh terhadap volume transaksi sukuk negara.....	85
6.2 Jenis seri sukuk negara berpengaruh terhadap volume transaksi sukuk negara	88
6.3 Struktur sukuk negara berpengaruh terhadap volume transaksi sukuk negara.....	92
BAB VII PENUTUP	
7.1 Kesimpulan.....	95
7.2 Keterbatasan dan Hambatan Penelitian.....	97
7.3 Saran.....	97
DAFTAR PUSTAKA	

DAFTAR TABEL

Nomor		Halaman
1.1	Jumlah total emisi Sukuk Indonesia 2002-20012	2
1.2	Laporan Realisasi APBN	3
1.3	Perkembangan nilai BMN dari tahun 2007-2011	5
2.1	Perbedaan Sukuk, Obligasi Dan Saham	26
2.2	Jumlah Emiten Sukuk Korporasi tahun 2002-2012	39
2.3	Jenis dan Metode Penerbitan Sukuk Negara	43
2.4	Jumlah penerbitan Sukuk Negara Tahun 2008-2012	43
2.5	Penggunaan BMN yang <i>Underlying</i> dari Tahun 2008-2012	64
4.1	Operasional Variabel	75
5.1	StatistikDeskriptif	79
5.2	Uji Korelasi	80
5.3	Uji t	81
5.4	AnalisisDeterminasi	84
6.1	Perbedaanpembayaranakupondan tenor sukuk Negara	91

DAFTAR GAMBAR

Nomor	Halaman
2.1 Model Skim Sukuk Mudharabah	31
2.2 Model Skim Sukuk Ijarah	36
3.1 Kerangka Penelitian	69

DAFTAR LAMPIRAN

Nomor	Halaman
1. Data <i>Nilai Underlying asset</i> , seri SBSN, Struktur dan Volume transaksi dipasarsekunderdaritahun 2008- 2012	105
2. Output SPSS	108

BAB I

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang

Krisis keuangan global telah menimbulkan kekhawatiran masyarakat dunia terhadap keberlanjutan (*sustainability*) sistem kapitalisme. Setelah krisis global melanda dunia yang dimulai dari Amerika, telah menimbulkan keyakinan bahwa sudah muncul era akhir kapitalisme yang selama ini didengung-dengungkan kehebatannya, bahkan oleh Francis Fukuyama (1989) dalam (Harahap, 2008 : 2), dinilai sebagai "*the end of history*", sebagai prestasi puncak peradaban manusia yang tidak akan ada lagi prestasi di atasnya, namun ternyata hancur ditelan sistemnya sendiri.

Sejak itu Konsep keuangan berbasis syariah Islam (*Islamic Finance*) pun mulai diminati, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa, dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah dan diterbitkannya berbagai instrumen keuangan berbasis syariah. Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk .

Sukuk korporasi pertama kali diterbitkan pada tahun 2002 oleh PT. Indosat, Tbk. Hingga sekarang terus mengalami peningkatan sehingga Pemerintah termotivasi untuk menerbitkan sukuk negara. Setelah

disahkannya UU SBSN tahun 2008, memacu perkembangan sukuk sebagai salah satu instrumen keuangan yang penting di Indonesia dengan diterbitkannya sukuk negara. Sukuk negara pertama kali diterbitkan oleh pemerintah Indonesia pada bulan Agustus 2008 yang dikenal dengan SBSN. Penerbitan sukuk edisi pertama tersebut berseri IFR-0001 dan IFR-0002, langsung mendapat apresiasi internasional dengan meraih penghargaan dari *International Finance Review Asia/IFR-Asia (Best Islamic Deal dan Best Indonesia Capital Markets Deal)*, *Alpha South East Asia (Best Deal of The Year & Best Sovereign Deal of The Year In Southeast Asia)*, *The Asset Asian Award (The Asset Triple A Islamic Deal of The Year & Triple A Best Sovereign Sukuk, PP SBSN (Issuer) Voted as The Islamic Deal of The Year, Voted As Islamic Deal Of The Year)* diakses di www.google.com (22-3-2013). Sosialisasi SBSN STAN, Jakarta Maret 2013.

Berdasarkan data Bapepam-LK dan DJPU (2012), Jumlah total nilai Emisi sukuk Indonesia 2002-2012 tampak pada tabel berikut:

Tabel 1.1
Jumlah Total nilai Emisi Sukuk Indonesia 2002-2012

Tahun	Sukuk Korporasi		Sukuk Global (SBSN)	Total Nilai Emisi (Rp Milyar)
	Total Nilai (Rp Milyar)	Total jumlah Emiten	Total Nilai (Rp Milyar)	
2002	175,0	1	-	175,0
2003	740,0	6	-	740,0
2004	1.394,0	13	-	1.394,0
2005	1.979,4	16	-	1.979,4
2006	2.179,4	17	-	2.179,4
2007	3.204,4	21	-	3.204,4
2008	5.498,4	29	-	10.198,1
2009	7.015,4	43	4.699,7	21.234,3
2010	7.815,4	47	14.218,9	46.315,4
2011	7.915,4	48	38.500,00	70.686,4
2012	9.790,4	54	62.839,78	72.630,32

Sumber: Statistik Bapepam-Lk dan DJPU. (data diolah)

Manfaat yang diperoleh dari penerbitan sukuk salah satunya sebagai diversifikasi sumber pendanaan untuk membiayai pembangunan infrastruktur bagi negara dan penambal defisit APBN. Melihat potensi sukuk yang besar ini, Pemerintah kemudian memanfaatkan dengan sebaik mungkin untuk mengatasi permasalahan pembiayaan APBN. Keputusan menerbitkan SBSN tersebut untuk menunjang pembiayaan defisit APBN merupakan solusi kebijakan Pemerintah yang sudah meninggalkan sistem anggaran berimbang beralih kepada kebijakan defisit anggaran (dimungkinkan belanja melebihi pendapatan negara) artinya untuk menambal defisit tersebut pemerintah mencari anggaran tambahan melalui pembiayaan. Berdasarkan LKKP, jumlah defisit APBN tahun 2008 -2012 terus membengkak. Seperti yang tampak pada tabel berikut ini:

Tabel 1.2
Laporan realisasi APBN 2008-2012

Uraian	Realisasi APBN (triliun)				
	2008	2009	2010	2011	2012
Pendapatan Negara dan Hibah	894,99	871,0	992,4	1.169,9	1.358,2
Belanja Negara	989,49	1.000,8	1.126,1	1.320,8	1.548,3
Surplus/(defisit)	(94,50)	(129,8)	(133,7)	(150,8)	(190,1)
Pembiayaan	94,50	129,8	133,7	150,8	190,1
Pembiayaan dari utang	78,4	86,5	107,3	123,9	155,2
Surat Berharga Negara (Neto)	85,9	99,3	107,5	126,7	159,6
Pembiayaan Pinjaman (neto)	(18,4)	(12,7)	0,8	(1,3)	(3,4)
Pembiayaan non Utang	50,2	43,3	26,4	27,0	34,9

Sumber: Laporan Realisasi APBN (diolah)

Setiap tahun, APBN Negara Indonesia selalu defisit, yang artinya lebih besar pengeluaran dibandingkan dengan penerimaannya. Lebih besar belanja negara dibandingkan dengan sumber-sumber pendapatan yang bisa

didapatkan. Dengan prinsip defisit tersebut, jelas negara memerlukan dana tambahan untuk menutup defisit tadi. Praktik gali lubang tutup lubang untuk membiayai pembangunan semakin membenamkan Indonesia dalam perangkap hutang. Disinilah kemudian muncul istilah pembiayaan. Banyak alternatif pembiayaan yang dapat dilakukan Pemerintah seperti melalui investasi Penanaman Modal Dalam Negeri (PMDN) dan Penanaman Modal Asing (PMA). Namun seringkali tawaran investasi semacam ini (khususnya dari luar negeri) selalu punya agenda politik yang merepotkan bangsa Indonesia dan pemerintah berkewajiban untuk membayar sejumlah bunga kepada investor yang bersifat *fixed* sehingga ketika kondisi keuangan dunia mengalami krisis menyebabkan utang negara semakin besar karena bertambahnya beban bunga. Bercermin dari kejadian tersebut, salah satu kebijakan Pemerintah untuk pembiayaan dengan memperluas dan mendiversifikasi sumber pendanaan melalui instrumen syariah seperti SBSN (Surat Berharga Syariah negara) atau yang lebih dikenal sebagai Sukuk Negara. Namun Syarat SBSN yang diterbitkan oleh Pemerintah yang secara syari'ah membutuhkan *underlying asset*. Fungsi *underlying asset* tersebut diantaranya untuk menghindari riba, sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkannya sukuk di pasar sekunder, dan untuk menentukan jenis struktur sukuk .

Sukuk negara sebagai alternatif sumber pembiayaan memiliki potensi besar untuk memobilisasi dana investor atau masyarakat dalam pembangunan. Sejak Pemerintah memutuskan menerbitkan sukuk negara

pada tahun 2008 yang mengharuskan digunakan suatu transaksi pendukung sebagai *underlying asset* berupa Barang Milik Negara dengan kriteria tertentu, nilai Barang Milik Negara terus mengalami perkembangan. Pemerintah meyakini bahwa nilai Barang milik negara yang dijadikan *Underlying asset* akan terus meningkat karena potensi Nilai BMN di K/L terus mengalami kenaikan seperti yang terlihat pada tabel berikut ini:

Tabel 1.3
Perkembangan nilai BMN dari tahun 2007-2011

No	Periode laporan	Nilai BMN	Perkembangan	
			Rupiah	Persen
1	31 Desember 2007	440.626.562.826.326	117.105.458.120.369	36%
2	31 Desember 2008 (audited)	726.983.942.941.088	286.357.380.114.762	65%
3	31 Desember 2009 (audited)	1.059.370.191.002.240	332.386.248.061.148	46%
4	31 Desember 2010 (audited)	1.287.583.051.075.310	228.212.860.073.070	22%
4	31 Desember 2011 (audited)	1.694.574.945.549.620	406.991.894.474.312	31%

Sumber: Catatan atas BMN- DJKN 2011 audited

Menurut Direktur Jenderal Kekayaan Negara Kementerian Keuangan Hadiyanto, Nilai BMN hingga pertengahan tahun 2012 terus meningkat hingga mencapai Rp1.726,33 triliun. Jumlah tersebut meningkat 626 persen dibandingkan angka aset BMN pada tahun 2005 yang hanya mencapai Rp 237,78 milyar. Kenaikan nilai tersebut salah satunya diakibatkan adanya inventarisasi dan penilaian aset atas BMN yang dilakukan untuk mempersiapkan *underlying asset* dalam rangka penerbitan sukuk negara. diakses di <http://id.berita.yahoo.com> (24-3-2013). Dari angka BMN yang sangat besar ini, baru sekitar 30% yang digunakan sebagai *underlying asset* dalam penerbitan sukuk negara.

Perdagangan sukuk di pasar sekunder baru dilakukan pada tahun 2009. Seri sukuk yang pertama diperdagangkan adalah IFR (*Income Fixed Rate*) 0001 kemudian di susul seri SR (Sukuk Ritel) 001. Banyaknya permintaan sukuk di pasar sekunder dapat diukur dari volume transaksi yang terjadi. Misalnya transaksi pada seri IFR0001, pada tahun 2009 volume transaksi sukuk berkisar 927,29 milyar, kemudian pada tahun 2010 volume perdagangan meningkat menjadi 969,338 milyar, sedangkan di tahun 2011 menurun menjadi 843,57 milyar, dan pada tahun 2012 volume transaksi meningkat menjadi 904,63 milyar.

Terjadinya fluktuasi permintaan sukuk negara di pasar sekunder dipengaruhi oleh banyak faktor diantaranya *underlying asset*. Sebagai konsep ekonomi yang berbasis syariah, penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara oleh Pemerintah mutlak harus menggunakan *underlying asset* untuk diterbitkan baik di pasar perdana maupun diperdagangkan di pasar sekunder. *Underlying asset* sangat berpengaruh dalam perdagangan sukuk di pasar sekunder karena dengan dasar tersebut investor dapat menentukan jenis struktur/akad dan sebagai pembeda dengan produk konvensional sehingga diharapkan bisa menarik minat investor dalam bertransaksi di pasar sekunder sehingga berpengaruh terhadap volume perdagangan. Dengan meningkatnya volume perdagangan tentu akan membantu pemerintah dalam pembiayaan defisit APBN dan memperbaiki struktur perekonomian negara.

Penelitian Ritonga (2013), menggunakan tingkat inflasi, rating, yield, tenor, *size* (nilai emisi sukuk) dan tingkat bagi hasil deposito untuk mengukur volume permintaan sukuk korporasi. Hasil penelitian menunjukkan bahwa hanya variabel *size* (nilai emisi yang berpengaruh terhadap volume permintaan sukuk korporasi. *Size* (nilai emisi) yang dimaksud adalah nilai nominal sukuk pada awal penerbitan. Karena sukuk merupakan representasi dari *underlying asset*, maka nilai nominal penerbitan sama dengan *nilai underlying asset* sehingga dalam penelitian ini istilah *size* peneliti ganti dengan *underlying asset*. Berdasarkan penelitian tersebut, peneliti ingin meneliti apakah *underlying asset* dalam sukuk negara juga berpengaruh terhadap volume transaksi sukuk negara di pasar sekunder dengan melihat fungsi *underlying asset* bagi investor sangat penting diantaranya dapat mengetahui struktur dan jenis sukuk yang diperdagangkan serta Investor merasa aman dengan modal yang diinvestasikan karena adanya jaminan aset dimana kontrak sukuk menggunakan *tangible aset* (aset tetap) yang riil dan stabil pasaran harganya dan ada jaminan oleh pemerintah untuk membeli kembali jika telah jatuh tempo sehingga bisa mempengaruhi minat beli investor yang bisa berimplikasi pada volume transaksi di pasar.

Faktor lainnya adalah struktur sukuk. Struktur disini adalah jenis akad yang digunakan. Sukuk dengan akad *mudharabah* atau *musyarakah* dapat diperdagangkan di pasar sekunder apabila seluruh dana hasil penawaran umum sukuk telah diterima oleh Emiten. Sedangkan sukuk dengan akad *Ijarah* dan lainnya dapat diperdagangkan apabila seluruh dana hasil

penawaran umum sukuk telah diterima dan mulai digunakan oleh Emiten sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk. Praktek transaksi sukuk di pasar sekunder baru menggunakan akad *Ijarah*. Akad *Ijarah* dalam penerbitan sukuk negara yang dapat diperdagangkan terbagi atas dua yaitu akad *Ijarah Sale and lease back* yang menggunakan tanah dan bangunan sebagai *underlying asset* dan *Asset to be leased* menggunakan proyek sebagai *underlying asset*. Jenis seri sukuk negara yang menggunakan akad *Ijarah Sale and lease back* yaitu SR (Sukuk Ritel), IFR (*Income Fixed Rate*), SNI (Sukuk Negara Indonesia), dan SPN-S (Surat Perbendaharaan Indonesia-Syariah) sedangkan yang menggunakan akad *Asset to be leased* adalah seri PBS (*Project Based Sukuk*). Selain itu fungsi *underlying asset* sebagai pembeda antara produk konvensional dengan produk syariah.

Khanifa (2012 :119) mengungkapkan bahwa sukuk *Ijarah* termasuk jenis sukuk yang paling diminati oleh investor sehingga sukuk *Ijarah* ini berkembang sedemikian cepat dalam pasaran. Ada beberapa alasan yang mendasari yaitu tenornya pendek, bagi hasil bersifat *fixed rate* dan telah ditentukan lebih dulu serta *underlying asset* yang digunakan riil yang menyebabkan tingkat resiko kecil. Ketertarikan investor ini bisa berdampak kepada volume transaksi karena tingginya transaksi perdagangan sehingga bisa berpengaruh terhadap likuiditas perdagangan sukuk di pasar sekunder.

Berdasarkan uraian diatas peneliti tertarik mengambil judul “**Pengaruh Underlying Asset, Jenis Seri dan Struktur terhadap Volume Sukuk Negara di Pasar Sekunder 2008-2012**”

1.2 Rumusan Masalah

Berdasarkan latar belakang yang telah diuraikan di atas, maka permasalahan yang diangkat dalam penelitian ini adalah:

1. Seberapa besar pengaruh *underlying asset*, Jenis seri dan struktur terhadap volume sukuk negara di pasar sekunder?
2. Seberapa besar kontribusi yang diberikan *underlying asset*, Jenis seri dan struktur terhadap volume sukuk negara di pasar sekunder?

1.3 Tujuan Penelitian

Berdasarkan perumusan masalah diatas, maka tujuan dari penelitian ini adalah:

1. Untuk mengetahui seberapa besar *underlying asset*, Jenis seri dan struktur berpengaruh terhadap volume sukuk negara di pasar sekunder?
2. untuk mengetahui seberapa besar kontribusi yang diberikan oleh *underlying asset*, Jenis seri dan struktur terhadap volume sukuk negara di pasar sekunder?

1.4 Manfaat Penelitian

Manfaat yang diperoleh dari dilakukannya penelitian ini adalah sebagai berikut :

1. Bagi akademisi dan peneliti. Menambah pengetahuan dan wawasan yang mendalam tentang instrumen sukuk negara yang digunakan untuk

pembiayaan yang dapat diperdagangkan di pasar sekunder dan dapat menjadi bahan rujukan dan literatur untuk penelitian selanjutnya.

2. Memberikan gambaran mengenai instrumen investasi syariah berupa sukuk negara yang diaplikasikan untuk meningkatkan nilai BMN dan membuka wawasan masyarakat tentang sukuk negara sebagai salah satu instrumen investasi syariah yang dapat menjadi solusi investasi yang menguntungkan dan syar'i dibandingkan produk konvensional.

1.5 Batasan Penelitian

Penelitian ini membatasi ruang lingkup hanya pada jenis sukuk negara yang transaksinya menggunakan rupiah dan *Underlying asset* yang dapat diperdagangkan di pasar Sekunder berupa tanah, bangunan dan proyek dengan realisasi penerbitan sukuk negara sejak 2008 - 2012.

BAB II

TINJAUAN PUSTAKA

2.1 Tinjauan Teori dan Konsep

2.1.1 Teori Pasar Modal

Teori Pasar Modal menjelaskan tentang penetapan harga aset modal di pasar keuangan dimana pasar modal dapat dijadikan wahana penting diluar perbankan yang menyediakan fasilitas untuk memindahkan dana dari *lender* ke *borrower* dan menyediakan dana bagi dunia usaha melalui penjualan instrumen-instrumen keuangan jangka panjang yang diperdagangkan di pasar modal. Menurut Suad Husnan (2004:3) dalam bukunya yang berjudul Dasar-Dasar Teori Portofolio Dan Analisis Sekuritas, mendefinisikan bahwa pasar modal yaitu :

“Pasar modal dapat didefinisikan juga sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan (atau sekuritas) jangka panjang yang bisa diperjual belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, baik yang diterbitkan pemerintah, *public aothorities*, maupun perusahaan swasta.“

Dari definisi di atas, disebutkan bahwa di pasar modal diperdagangkan berbagai komoditas modal sebagai instrument jangka panjang. Komoditas modal tersebut dibagi menjadi dua kelompok yaitu modal hutang dan modal sendiri. Modal sendiri adalah surat berharga yang bersifat penyertaan atau ekuitas seperti sukuk, saham, dan waran. Sedangkan modal hutang adalah surat berharga yang bersifat hutang atau sering juga disebut sebagai surat

berharga pendapatan tetap (*fixed income*) seperti obligasi dan obligasi konversi.

Lebih luas lagi, Jogiyanto (2009:3) dalam bukunya yang berjudul Teori Portofolio dan Analisis Investasi, mendefinisikan tiga istilah yang berkaitan dengan pasar modal yaitu pasar, modal, dan pasar modal yaitu sebagai berikut :

“Pasar adalah suatu situasi dimana para pelakunya (penjual dan pembeli) dapat menegosiasikan pertukaran suatu komoditas atau kelompok komoditas. Modal adalah suatu yang digunakan oleh perusahaan sebagai sumber dana untuk melaksanakan kegiatan perusahaan. Sedangkan pasar modal merupakan suatu situasi dimana para penjual dan pembeli dapat melakukan negosiasi terhadap pertukaran suatu komoditas atau kelompok komoditas dan komoditas yang dipertukarkan disini adalah modal”.

Berdasarkan definisi di atas, pengertian pasar modal tidak jauh berbeda dengan makna pasar pada umumnya yakni sebagai tempat bertemunya penjual dan pembeli untuk melakukan transaksi. Namun yang membedakannya adalah komoditas yang diperjual belikan, dimana komoditas yang diperdagangkan di pasar modal adalah berupa komoditas modal.

Undang-Undang Pasar Modal No.8 tahun 1955, pengertian pasar modal yang lebih spesifik, yaitu :

“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”.

Berdasarkan UUPM tersebut, pengertian pasar modal lebih mengacu pada kegiatan yang terjadi di pasar modal, dimana pasar modal bersangkutan dengan kegiatan penawaran umum dan perdagangan efek. Penawaran

umum atau sering juga disebut sebagai *go publik* adalah kegiatan penawaran saham atau efek lainnya di pasar perdana untuk dijual kepada masyarakat oleh emiten berdasarkan UUPM. Sedangkan perdagangan efek adalah kegiatan jual beli efek yang terjadi di pasar sekunder.

Dari berbagai definisi yang telah diuraikan diatas, maka terdapat berbagai karakteristik dari pasar modal, yaitu:

1. Sebagai jembatan perdagangan antara dua pihak, yaitu pihak yang mengeluarkan dana (*investor/Leender*), dan pihak yang membutuhkan dana (*Emiten/borrower*).
2. Komoditas yang diperdagangkan adalah komoditas modal.
3. Menyediakan sumber pembiayaan (jangka panjang) bagi dunia usaha sekaligus memungkinkan alokasi dana secara optimal.
4. Pasar yang menggunakan sistem terorganisir dengan melalui jasa para komisioner, *underwriter* dan pialang.
5. Alternative investasi yang memberikan potensi keuntungan

Berdasarkan pernyataan UUPM tersebut, perdagangan sukuk negara di pasar modal dilakukan melalui dua jenis pasar yaitu pasar perdana dan pasar sekunder.

Menurut Siaman (2005:371) dalam bukunya "Bank dan Lembaga Keuangan Lainnya" mendefinisikan:

"Pasar perdana adalah penawaran efek secara langsung oleh emiten kepada investor tanpa melalui bursa efek. Pemasaran efek dilakukan berdasarkan perjanjian emisi efek. Harga efek yang ditawarkan dipasar perdana tidak berfluktuasi. Setelah selesai masa penawaran di pasar

perdana efek tersebut akan diperdagangkan secara terus menerus dan harganya juga akan berfluktuasi”.

Di bawah ini di uraikan lebih rinci mengenai mekanisme perdagangan efek di pasar perdana dan pasar sekunder

1. Pasar Perdana

Bagi perusahaan yang akan melakukan penawaran publik di Indonesia, pada dasarnya dilakukan melalui dua prosedur. Pertama perusahaan (emiten) tersebut dengan bantuan professional dan lembaga pendukung pasar modal akan menyiapkan berbagai dokumentasi serta persyaratan yang diperlukan untuk *go publik*. Salah satu professional pendukung pasar modal yang memegang peranan penting adalah *Underwriter*. *Underwriter* atau pinjaman emisi membantu perusahaan dalam proses *go publik*, mulai dari menentukan harga perdana hingga memasarkan efek yang ditawarkan kepada calon investor. Professional dan lembaga-lembaga lain yang terkait dengan penawaran publik antara lain adalah akuntan publik, notaris, konsultan hukum, dan guarantor. Setelah semua dokumen lengkap, maka emiten akan menyerahkan pernyataan pendaftaran kepada badan pengawas pasar modal (BAPEPAM). Laporan registrasi antara lain berisikan informasi keuangan dan informasi lainnya mengenai emiten, beserta prospektus yang memberikan informasi mengenai penawaran publik kepada calon pembeli. BAPEPAM akan mempelajari dokumen yang diserahkan dan akan mengevaluasi aplikasi dari tiga aspek:

- a. Kelengkapan dokumen
- b. Kejelasan dan kecukupan informasi

c. Pengungkapan aspek manajemen, keuangan, akuntansi, dan legal

Setelah dokumentasi dianggap layak maka pernyataan pendaftaran dianggap efektif yang berarti emiten dapat melakukan penawaran publik. Untuk memastikan tidak terjadi keterlambatan pemrosesan, jika dalam waktu 30 hari BAPEPAM belum memberikan tanggapan, maka secara otomatis pernyataan pendaftaran dianggap berlaku. Setelah itu emiten dengan bantuan lembaga dan profesional pendukung akan melakukan penawaran publik di pasar perdana.

2. Pasar Sekunder

Pasar sekunder ini adalah sangat penting bagi suatu pasar modal yang modern dan efisien. Pada dasarnya pasar sekunder ini menghubungkan preferensi investor untuk likuiditas dengan preferensi pengguna modal yang ingin menggunakan modal tersebut dalam jangka waktu panjang. Misalnya, pada pinjam meminjam uang secara tradisional dimana peminjam dapat membayar kembali pinjaman yang dilakukannya beserta bunganya pada suatu masa tertentu. Setelah efek dijual di pasar perdana, maka suatu mekanisme harus tersedia dimana investor dapat memperdagangkan efek tersebut. Pasar sekunder dalam hal ini memungkinkan investor untuk memperdagangkan efek mereka. Jika seorang ingin menjual atau membeli efek, mereka tidak dapat langsung membeli atau menjual efek langsung dilantai bursa, melainkan harus melalui anggota bursa yang bertindak sebagai pembeli dan penjual.

Aktivitas jual dan beli efek dilantai bursa dilakukan perusahaan pialang melalui orang yang ditunjuk sebagai Wakil Perantara Perdagangan Efek (WPPE). Di perusahaan pialang tersebut, calon investor diminta untuk membuka dua macam rekening. Rekening yang satu diperuntukan bagi efek yang dimiliki (yang dijual atau dibeli) oleh calon investor tersebut. Sedangkan rekening yang kedua untuk menyimpan uang yang dapat dipakai membeli ataupun menerima uang dari hasil penjualan efek. Setelah proses perdagangan selesai, maka proses penyelesaian transaksi akan dilakukan oleh kedua lembaga penyelesaian transaksi yaitu Lembaga Kliring dan Penjamin (LKP) dan Lembaga Penyelesaian dan Penyimpanan (LPP).

2.1.2 Teori Investasi

Wahid (2008: 162) menyatakan bahwa seorang investor biasanya bertindak rasional dan akan melakukan investasi jika yakin mengenai keamanan terhadap modalnya, harapan akan memperoleh *return* serta manajemen yang ringkas dan mudah.

Dalam kerangka dasar penyusunan dan penyajian laporan keuangan (2004:3) pada "Standar Akuntansi Keuangan" paragraf 3 yang menyatakan bahwa:

"Investasi adalah suatu aktiva yang digunakan perusahaan untuk pertumbuhan kekayaan (*accretion of wealth*) melalui distribusi hasil investasi (seperti bunga, *royalty*, *dividend* dan uang muka), untuk apresiasi nilai investasi, atau untuk manfaat lain perusahaan yang berinvestasi seperti manfaat yang diperoleh melalui hubungan perdagangan."

Sedangkan istilah investasi bisa berkaitan dengan berbagai aktivitas, menginvestasikan sejumlah dana pada asset riil atau tanah, emas, mesin (bangunan), maupun asset financial (deposito, saham atau obligasi) merupakan aktivitas investasi yang umum dilakukan.

2.1.3 Tujuan Investasi

Pada dasarnya, tujuan orang melakukan investasi adalah untuk menghasilkan sejumlah uang. Tetapi lebih luas tujuan investasi adalah untuk meningkatkan kesejahteraan investor. Kesejahteraan dalam hal ini merupakan kesejahteraan moneter, yang bisa diukur dengan penjumlahan pendekatan saat ini pendapatan masa datang.

Menurut Jogiyanto (2009:4) dalam bukunya "Analisis Investasi dan Portofolio", mengemukakan bahwa:

"Ada beberapa alasan mengapa seseorang melakukan investasi, antara lain :Untuk mendapatkan kehidupan yang lebih layak di masa datang. Seseorang yang bijaksana akan berpikir bagaimana meningkatkan taraf hidupnya dari waktu atau setidaknya berusaha bagaimana mempertahankan tingkat pendapatannya yang ada sekarang agar tidak berkurang di masa yang akan datang. "

Lebih lanjut Jogiyanto mengatakan bahwa dasar keputusan investasi terdiri dari tingkat *return* yang diharapkan, tingkat resiko, serta hubungan antara *return* dan resiko. Dalam bukunya "Analisis Investasi dan Portofolio", (2009:6) mengemukakan bahwa:

"Dasar keputusan investasi terdiri dari *Return* dan Resiko. *Return* merupakan alasan utama orang berinvestasi yaitu untuk memperoleh keuntungan. Sudah sewajarnya jika investor mengharapkan *return* yang setinggi-tingginya dari investasi yang dilakukannya. Tetapi, ada hal penting yang harus selalu dipertimbangkan, yaitu berapa besar resiko

yang harus ditanggung dari investasi tersebut. Umumnya semakin besar risiko, maka semakin besar pula tingkat *return*. ”

Dari uraian diatas maka dapat disimpulkan bahwa dasar keputusan seseorang berinvestasi yaitu mencari keuntungan atau mengharapkan tingkat pengembalian yang setinggi-tingginya, untuk mengamankan dan dan tingkat resiko yang rendah.

2.1.4 Investasi dalam Prinsip Keuangan Syariah

Dalam ekonomi konvensional, teori investasi sangat bergantung dengan peran bunga dimana bunga tersebut merupakan indikator fluktuasi yang terjadi di investasi dan tabungan. Ketika bunga (bunga simpanan dan bunga pinjaman) tinggi maka kecenderungan volume tabungan akan meningkat, sementara investasi relatif turun. Begitu sebaliknya, ketika bunga rendah, maka tabungan akan menurun dan investasi akan meningkat. Jika dihubungkan dengan praktek investasi instrumen keuangan berlandaskan syariah di pasar modal yang semakin marak, dikalangan masyarakat muncul pertanyaan mengenai kesesuaian syariah atas mekanisme perdagangan efek syariah khususnya di Pasar Modal dimana sistem perdagangan yang digunakan masih bersifat konvensional. Berdasarkan pertimbangan tersebut , DSN-MUI /2008 menetapkan fatwa tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek syariah untuk dijadikan pedoman. Adapun Pedoman- pedoman tersebut antara lain:

1. QS. al-Ma'idah [5]: 1:

“Hai orang yang beriman! Tunaikanlah akad-akad itu....”

2. QS. al-Baqarah [2]: 278:

“Hai orang yang beriman! Bertakwalah kepada Allah dan tinggalkan sisa riba jika kamu orang yang beriman.”

3. Hadis Nabi riwayat Muslim dari Abu Hurairah:

Diriwayatkan dari Abi Hurairah r.a, ia berkata, Rasulullah s.a.w. melarang jual beli hashah dan jual beli yang mengandung gharar” (HR. Muslim).

4. Hadist Nabi Riwayat Imam al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani

“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”.

Jika melihat beberapa pedoman Al Qur’an dan Al Hadits diatas maka 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. 80 tahun 2011 tidak membolehkan adanya transaksi efek yang tidak sesuai dengan prinsip syariah bahwa transaksi harus dilakukan menurut prinsip kehati-hatian serta tidak diperbolehkan melakukan spekulasi dan manipulasi yang didalamnya mengandung unsur *dharar*, *gharar*, *riba*, *maysir*, *risywah*, maksiat dan kezaliman.

Dalam perspektif ekonomi Islam, investasi tidak hanya bertujuan mencari keuntungan (profit) semata tidak seperti pada sistem konvensional yang mengandung bunga. Keharaman bunga dalam syariah membawa konsekuensi adanya penghapusan bunga secara mutlak. Teori bagi hasil pun

dibangun sebagai tawaran baru di luar sistem bunga yang cenderung tidak mencerminkan keadilan (*injustice/dzalim*) karena memberikan diskriminasi terhadap pembagian resiko maupun untung bagi para pelaku ekonomi.

Investasi merupakan bentuk aktif dari ekonomi syariah Islam, sebab setiap harta ada zakatnya. Jika harta tersebut didiamkan, maka lambat laun akan termakan oleh zakatnya. Sedangkan harta yang diinvestasikan tidak akan termakan oleh zakat, kecuali keuntungannya saja. Suatu pernyataan penting Al-Ghozali sebagai ulama besar adalah keuntungan merupakan kompensasi dari kepayahan perjalanan, risiko bisnis dan ancaman keselamatan diri pengusaha. Sehingga sangat wajar seseorang memperoleh keuntungan yang merupakan kompensasi dari risiko yang ditanggungnya.

Prinsip - prinsip Islam dalam muamalah yang harus diperhatikan oleh pelaku investasi syariah (pihak terkait) adalah : Tidak mencari rizki pada hal yang haram, baik dari segi zatnya maupun cara mendapatkannya, Tidak mendzalimi dan didzalimi, Keadilan pendistribusian kemakmuran, Transaksi dilakukan atas dasar ridha sama ridha, Tidak ada unsur riba, maysir (perjudian, spekulasi) dan gharar (ketidakjelasan/samar-samar).

Menurut Dewi (2010), 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*), kesepahaman 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! Penuhilah akad-akad itu...*" (QS. al-Ma'idah: 1). "*...kamu tidak (boleh) menganiaya dan tidak (pula) dianiaya*" (QS. al-Baqarah: 279).

Lembaga Keuangan Syariah sebagai bagian dari Sistem Ekonomi Syariah, dalam menjalankan bisnis dan usahanya juga tidak terlepas dari saringan Syariah. Oleh karena itu, Lembaga Keuangan Syariah tidak akan mungkin membiayai usaha-usaha yang di dalamnya terkandung hal-hal yang diharamkan, proyek yang menimbulkan kemudharatan bagi masyarakat luas, berkaitan dengan perbuatan mesum/ asusila, perjudian, peredaran narkoba, senjata ilegal, serta proyek-proyek yang dapat merugikan syiar Islam. Lembaga Keuangan Syariah, dalam setiap transaksi tidak mengenal bunga, baik dalam menghimpun tabungan investasi masyarakat ataupun dalam pembiayaan bagi dunia usaha yang membutuhkannya. Pengalaman pahit Investor konvensional pada waktu krisis keuangan global yang memicu jatuhnya pasar surat berharga Amerika Serikat, telah mengguncang sistem keuangan pasar modal dan mengakibatkan seluruh surat berharga konvensional terkena imbas dari krisis keuangan ini. Hal tersebut membuat para investor kehilangan kepercayaan dengan sistem pinjaman konvensional dan kini mulai mengalihkan perhatian ke lembaga-lembaga keuangan Islami untuk mengamankan dana-dana mereka .

Selama ini investasi syariah hanya identik dengan bank syariah. Padahal banyak instrumen-instrumen aneka investasi Islami yang dapat dipilih. Menurut Malik Cahyadin (2008), produk keuangan syariah meliputi bidang:

- a. Perbankan
- b. Asuransi

- c. Perusahaan pembiayaan
- d. Obligasi Syariah (sukuk)
- e. Reksadana Syariah.

2.2 Mengenal Sukuk sebagai Instrumen Investasi

2.2.1 Pengertian Sukuk

Istilah sukuk bukan sesuatu yang baru dalam sejarah perkembangan ekonomi syariah. Istilah ini telah dikenal sejak abad ke 7 zaman khalifah Umayyah. Ketika itu disebut sukuk *Al-Badai* yaitu semacam kupon yang menandakan bahwa Pemilik memiliki barang yang disimpan di suatu gudang. Menurut Muhamed & Radzi (2011), sukuk (tunggal sak) berasal dari bahasa Arab.

Kata-kata sakk, sukuk dan sakaik dapat ditelusuri di literatur Islam komersial klasik. Kata tersebut secara umum digunakan untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan. Namun, sejumlah penulis barat tentang sejarah perdagangan Islam/Arab abad pertengahan memberikan kesimpulan bahwa *sakk* merupakan kata dari Latin *cheque* atau *check* yang biasanya digunakan pada perbankan kontemporer.

Di Indonesia, pada awalnya sukuk lebih dikenal dengan istilah obligasi syariah. Namun, sejak peraturan mengenai penerbitan efek syariah dan ditetapkannya UU. No.19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, istilah sukuk menjadi lebih sering digunakan.

Terdapat beberapa referensi yang menjelaskan pengertian sukuk yaitu:

1. AAOIFI (*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*)

Sesuai dengan Sharia Standard No.17 tentang Investment menyatakan definisi sukuk adalah:

“Investment sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets or particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued.”

Jadi sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang dipresentasikan setelah menutup pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.

2. Dewan Syariah Nasional –Majelis Ulama Indonesia

Dalam Fatwa DSN-MUI Nomor 40/DN-MUI/IX/2003 pasal 4 tentang jenis efek syariah, DSN masih menggunakan istilah obligasi syariah, belum menggunakan istilah sukuk. Menurut fatwa tersebut, obligasi syariah adalah surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

3. Bapepam-LK dan ED PSAK 110

Dalam Peraturan Nomor Kep-181/BL/2009 tentang Penerbitan Efek Syariah dan ED PSAK 110 tentang sukuk, didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

- a. kepemilikan aset berwujud tertentu; (*a'yan maujudat*)
- b. nilai manfaat dan jasa 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; aset proyek tertentu;
- d. aset proyek tertentu (*maujudat masyru' mu'ayyan*); dan/atau
- e. kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyath istismarin khashah*).

4. Islamic Financial Services Board (IFSB) dalam Habbe (2011) definisi sukuk adalah:

“Certificates that represent the holder’s proportionate ownership in an undivided part of an underlying asset where the holder assumes all rights and obligations to such asset.”

Dari definisi di atas, sukuk dapat lebih didefinisikan sebagai sertifikat yang memberikan investor nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya dengan kepemilikan *underlying asset*. Jika diperbandingkan dengan instrumen konvensional seperti obligasi dan saham, maka sukuk tidak termasuk dalam dua kategori tersebut. Perbedaan sukuk dengan obligasi dan saham dapat dilihat pada tabel dibawah ini:

Tabel 2.1
Perbedaan sukuk, obligasi dan saham

Deskripsi	Sukuk	Obligasi Konvensional	Saham
Prinsip dasar	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset atau proyek.	Surat pernyataan utang dari <i>issuer</i>	Kepemilikan saham dalam perusahaan
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada aset atau proyek yang spesifik	Emiten menyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
Pokok dan Imbalan Hasil	Tidak dijamin oleh <i>issuer</i>	dijamin oleh <i>issuer</i>	Tidak dijamin oleh <i>issuer</i>
Penggunaan dana	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	Dapat digunakan untuk apa saja
Jenis Penghasilan	Imbalan, Bagi hasil	Bunga/kupon , <i>Capital gain</i>	Dividen, <i>capital gain</i>
<i>Underlying Asset</i>	Perlu	Tidak perlu	Tidak perlu
<i>Syariah Endorsement</i>	Perlu	Tidal perlu	Tidak perlu

Sumber: Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah (2009)

Menurut Nazar (2011:3), sukuk mirip dengan obligasi konvensional, sedangkan perbedaannya adalah bahwa sukuk dihasilkan dari kepemilikan aset riil, bukan kewajiban pembayaran bunga seperti yang ditemukan pada obligasi konvensional. Ramasamy (2011:8) menyiratkan bahwa sukuk adalah investasi yang lebih tepat untuk *averters* risiko, apakah mereka mengikuti Islam atau agama lain. Lebih lanjut diungkapkan kelebihan sukuk bahwa Investor sukuk akan mendapatkan tingkat hasil yang lebih baik bila dibandingkan dengan obligasi pemerintah dan tarif yang lebih rendah bila dibandingkan dengan obligasi konvensional. Informasi ini menyampaikan

bahwa kelebihan sukuk adalah berisiko lebih rendah daripada obligasi konvensional dan saham.

2.2.2 Syarat Penerbitan Sukuk

Di dalam Fatwa DSN-MUI/2003 diungkapkan syarat-syarat yang harus dipenuhi dalam menerbitkan sukuk adalah:

1. Aktivitas utama (core business) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No.20/DSNMUI/ IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan bahwa jenis kegiatan usaha yang bertentangan dengan syariah Islam diantaranya adalah :
 - a. Usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
 - b. Usaha lembaga keuangan konvensional (ribawi) termasuk perbankan dan asuransi konvensional.
 - c. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan serta memperdagangkan makanan dan minuman haram.
 - d. Usaha yang memproduksi, mendistribusikan dan atau menyediakan barang-barang atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.
2. Peringkat investasi grade
 - a. Memiliki fundamental usaha yang kuat.
 - b. Memiliki fundamental keuangan yang kuat.
 - c. Memiliki citra yang baik bagi publik.
3. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen Jakarta Islamic Index (JII).

2.2.3 Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Dalam fatwa DSN-MUI juga dijelaskan pihak-pihak yang terlibat dalam proses penerbitan sukuk, di antaranya adalah

1. Obligor, adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan jatuh tempo. dalam hal *sovereign* sukuk, obligornya adalah pemerintah.
2. *Special Purpose Vehicle* (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk dengan fungsi:
 - a. Sebagai penerbit sukuk ,
 - b. Menjadi *counterpart* pemerintah dalam transaksi pengalihan aset,
 - c. Bertindak sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
3. Investor adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

ED PSAK 110 No 03 juga menjelaskan bahwa entitas yang menerbitkan sukuk dan entitas yang memiliki sukuk dapat terdiri dari entitas swasta ataupun entitas sektor publik.

2.2.4 Karakteristik Sukuk

Menurut Habbe (2011), beberapa karakteristik dari instrumen sukuk , di antaranya adalah:

1. Sukuk bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek.

2. Setiap sukuk yang diterbitkan harus mempunyai aset yang dijadikan dasar penerbitan (*underlying asset*)
3. Klaim kepemilikan pada sukuk didasarkan pada aset/proyek yang spesifik.
4. Penggunaan dana sukuk harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal.
5. Imbalan bagi pemegang sukuk dapat berupa imbalan, bagi hasil, atau marjin, sesuai dengan jenis akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk. .

ED PSAK 110 juga memberikan penjelasan mengenai karakteristik dari sukuk, diantaranya harus berdasarkan akad-akad syariah. Akad syariah yang digunakan dalam penerbitan sukuk antara lain adalah akad *Ijarah* dan akad *mudharabah*, dan dapat juga dikombinasikan dengan akad lain (multi akad).

2.2.5 Struktur Sukuk

Struktur / akad syariah menurut Peraturan Bapepam nomor ix.a.13 Nomor: Kep-181/bl/2009 tentang penerbitan efek syariah adalah perjanjian / kontrak yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal sebagaimana ditetapkan dalam peraturan nomor ix.a.14 dan/atau akad lainnya yang tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal. Menurut *The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI), dalam buku tanya jawab SBSN (2010) direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, terdapat 14 jenis akad sukuk yang dapat digunakan dalam penerbitan sukuk yaitu antara lain sukuk *Ijarah*,

sukuk *Murabahah*, sukuk *salam*, sukuk *istishna*, sukuk *mudharabah*, sukuk *musyarakah*, sukuk *wakalah*, sukuk *mugharabah*, sukuk *muzara'ah*, sukuk *musaqah*.

. Di dalam Fatwa DSN-MUI juga diungkapkan ketentuan khusus mengenai akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain:

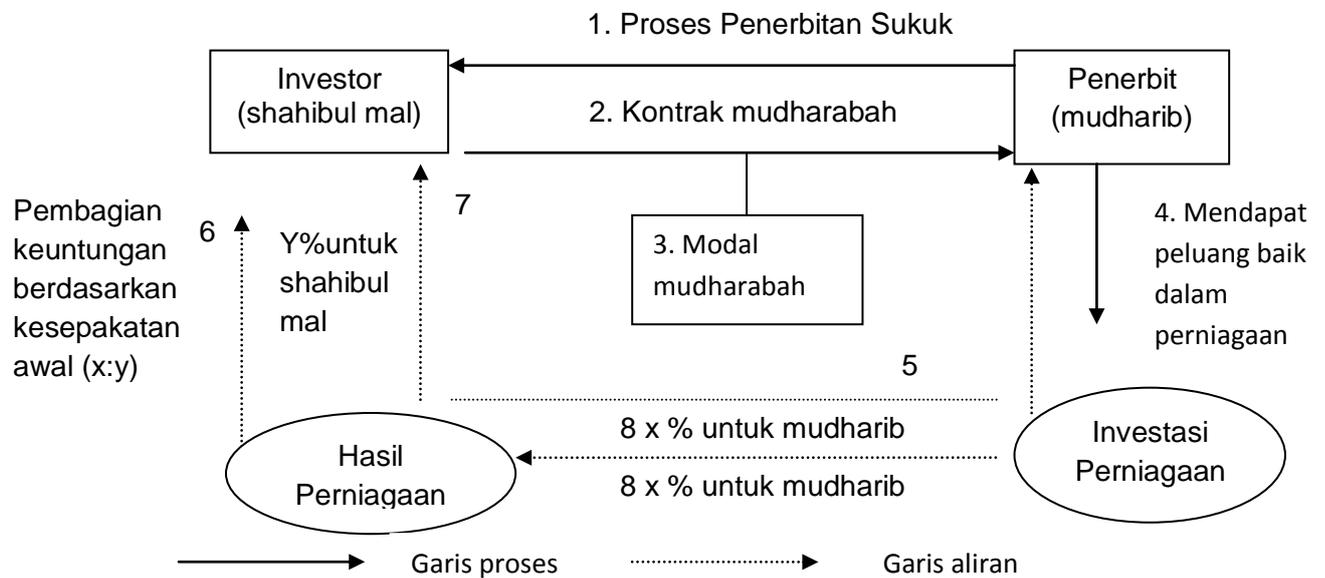
1. *Mudharabah (Muqaradhah)/Qiradh*

Akad *Mudharabah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Mudharabah* di mana 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. Peraturan nomor: Kep-430/BL/2012 mendefinisikan *mudharabah* sebagai berikut:

"Mudharabah (*qiradh*) adalah perjanjian (akad) kerjasama antar Pihak pemilik modal (*Shahib al-mal*) dan pihak pengelola usaha (*mudharib*) dengan cara pemilik modal (*Shahib al-mal*) menyerahkan modal dan pengelola usaha mengelola modal tersebut dalam suatu usaha."

PSAK 110 menjelaskan bahwa sukuk *mudharabah* diakui sebesar biaya nominal dengan biaya transaksi diakui secara terpisah dan sukuk *mudharabah* sebagai bagian dari dana syirkah temporer atau liabilitas bagi entitas konvensional. Adapun Model skim Sukuk *Mudharabah* dapat dilihat pada gambar 2.1 di bawah ini,

Gambar 2.1
Model Skim Sukuk *Mudharabah*



Sumber: Fatah(2011)

Keterangan Bagan:

- Penerbit memproses penerbitan sukuk *mudharabah* untuk keperluan mobilisasi modal dengan kadar tertentu
- Penerbit (sebagai *mudharib*) dan investor (shahibul mal) membuat kontrak mudharabah dengan perjanjian keuntungan yang disepakati (X:Y)
- Atas kontrak tersebut, terkumpul sejumlah modal *mudharabah*
- Penerbit menanamkan modal pada proyek perniagaan sebagai peluang baik dalam alternatif perniagaan.
- Atas investasi yang dilakukan *mudharib* dapat menghasilkan keuntungan tertentu.

- f. Keuntungan yang diperoleh dari aktivitas perniagaan tersebut dibagikan antara *shahibul mal* dan *mudharib* berdasarkan kesepakatan awal (X:Y).
- g. Keuntungan untuk *shahibul mal* bernilai Y %
- h. Keuntungan untuk *mudharib* bernilai X %
- i. Jika dalam investasi tersebut terjadi kerugian, kerugian ditanggung oleh *shahibul mal*, sedangkan *mudharib* menanggung kerugian tenaga dan manajemen.

2. *Musarakah*

Akad *Musarakah*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Musarakah* di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

3. *Murabahah*

Sukuk yang diterbitkan berdasarkan prinsip jual beli, penerbit sertifikat sukuk adalah penjual komoditi, sedangkan investornya adalah pembeli komoditi tersebut. Penerbitan sukuk *Mudrabahah* hanya dapat dilakukan pada *primary market* dan tidak dapat diperjualbelikan pada *secondary market*, karena sertifikar *murabahah* menunjukkan kepemilikan pembiayaan.

4. *Salam*

Salam adalah kontrak jual beli suatu barang yang jumlah dan kriterianya telah ditentukan secara jelas, dengan pembayaran dilakukan dimuka sedangkan barangnya diserahkan kemudian pada waktu yang disepakati bersama. Sukuk *Salam* adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk mendapatkan dana untuk modal dalam akad *Salam*, sehingga barang yang akan disediakan melalui akad *Salam* menjadi milik pemegang sukuk .

5. *Istishna*

Akad *Istishna'*, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Istishna'* di mana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

6. *Ijarah*

Dalam Peraturan Bapepam dan LK No. Kep-430/BL/2012, *Ijarah* didefinisikan sebagai berikut:

"*Ijarah* adalah perjanjian (akad) dimana Pihak pemberi sewa / pemberi jasa (mu'jir) dan pihak penyewa/pengguna jasa (*musta'jir*) untuk memindahkan hak guna (manfaat) atas suatu objek *Ijarah* yang dapat berupa manfaat barang dan/atau jasa dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa dan atau upah (ujrah), tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan objek *Ijarah* itu sendiri."

Kamali (2007), *Ijarah* berasal dari akar kata *ajara* - untuk balasan, kompensasi atau memberikan pertimbangan dan kembali. *Ajara* mengacu pada upah pekerja, dan ujah pembayaran sewa. Di penggunaan hukumnya, *ijarah* terutama mengacu baik sewa maupun kontrak sewa yang melibatkan jasa orang. Hussin, *et al.* (2012) bahwa sukuk dengan akad *al-Ijarah* adalah sukuk terstruktur dengan konsep sewa bersama-sama dengan *endowmen* hak kepada penyewa untuk membeli aset sewaan pada tanggal akhir sewa. Dalam *ijarah* penggunaan saat ini juga terjadi dalam dua jenis, sewa yaitu operasional dan financial lease. yang terakhir dikenal sebagai *ijarah wa iqtina'*. *Ijarah* divalidasi oleh Al-Qur'an, Sunnah, dan ijma. Beberapa ayat yang ditemukan dalam Al-Qur'an (al-Kahfi, 77: al-Qashash, 26: al-Talaq, 65-6) pada hak pekerja untuk upah sehingga menunjukkan bahwa *ijarah* merupakan *instance* dari kontinuitas dalam Qur'an dari hukum negara sebelumnya. Sukuk *Ijarah* dapat diklasifikasikan menjadi:

a. Sukuk kepemilikan aset berwujud yang disewakan

Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset yang disewakan atau yang akan disewakan, dengan tujuan untuk menjual aset tersebut dan mendapatkan dana dari hasil penjualan, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik aset tersebut.

b. Sukuk kepemilikan manfaat

Yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset atau pemilik manfaat aset, dengan tujuan untuk menyewakan aset/manfaat dari aset dan

menerima uang sewa, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.

c. Sukuk kepemilikan jasa

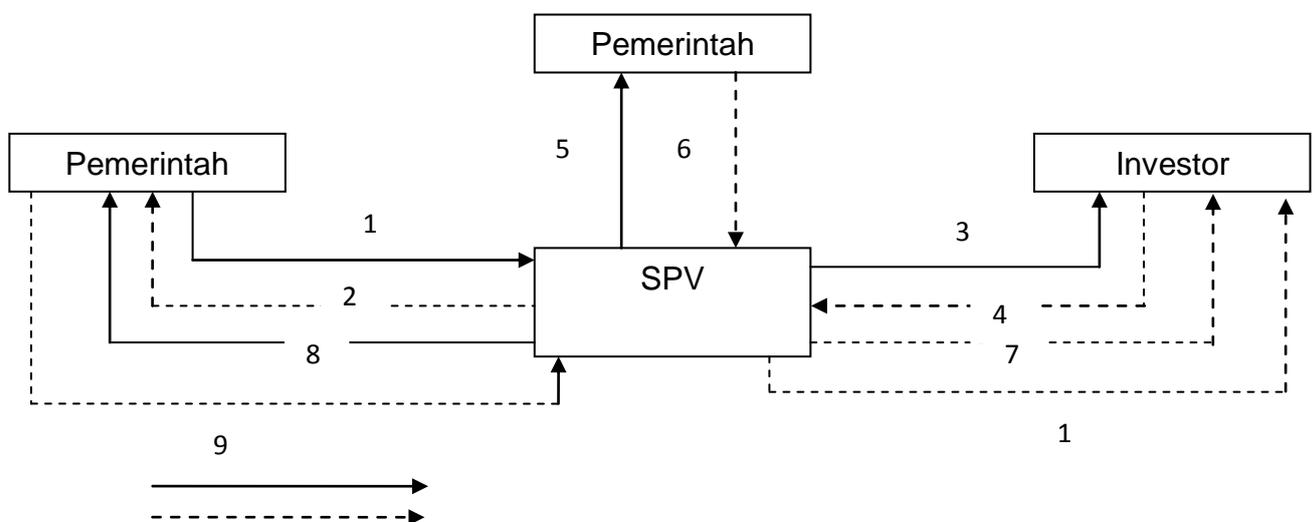
Yaitu sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk menyediakan suatu jasa tertentu melalui penyedia jasa (seperti jasa pendidikan pada universitas) dan mendapatkan *fee* atas penyediaan jasa tersebut, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik jasa.

ED PSAK 110 menjelaskan tentang pengakuan sukuk *Ijarah* bahwa dari sisi penerbit, sukuk *Ijarah* diakui sebesar biaya nominal dan biaya transaksi. Sukuk *Ijarah* disajikan di laporan posisi keuangan sebagai liabilitas. Dari sisi Investor, investasi pada sukuk *Ijarah* dan sukuk *mudharabah* diakui sebesar harga perolehan. Klasifikasi investasi sukuk didasarkan pada model usaha investor. Untuk pendapatan investasi dan beban amortisasi biaya transaksi disajikan secara neto dalam laba rugi.

Dari berbagai akad sukuk, ada beberapa jenis akad yang cukup populer dikalangan Investor sukuk dan merupakan jenis akad sukuk yang paling banyak diterbitkan di Indonesia, yaitu akad *Ijarah* dan akad *Mudharabah*. Sukuk dengan akad *Ijarah* lebih diminati karena strukturnya mirip dengan struktur Obligasi Konvensional, yang 'cenderung' memberikan keuntungan tetap, karena transaksi yang bersifat sewa serta lebih mudah dalam menentukan *fee Ijarah* (bukan bunga) yang dibayarkan secara periodik. Biasanya penerbitan sukuk *Al-Ijarah* memiliki beberapa tujuan seperti untuk tujuan pendanaan dan likuiditas. Hussin, *etal.* (2012).

Penerbitan sukuk *Al-Ijarah* purposive untuk pembiayaan dilakukan ketika perusahaan yang sangat membutuhkan aset tertentu tidak mampu untuk membeli aset-aset, sehingga perusahaan melalui *Special Purpose Vehicle* (SPV) akan menerbitkan sukuk *Ijarah* untuk mengumpulkan dana dari investor dan bertindak atas nama mereka, untuk membeli aset yang dibutuhkan secara tunai dari produsen atau penjual, dan kemudian menyewa mereka untuk perusahaan. Perusahaan akan membayar sewa kepada investor melalui SPV berdasarkan kesepakatan dan membeli aset pada periode jatuh tempo berdasarkan pilihan. Penerbitan sukuk *al-Ijarah* untuk tujuan likuiditas terjadi ketika perusahaan membutuhkan dana untuk modal kerja atau sebagai perputaran modal. Dalam situasi ini, perusahaan akan memilih properti yang berharga seperti bangunan yang dimiliki atau pabrik.

Gambar 2.2
Model Skim Sukuk *Ijarah*



Sumber: Fatah (2011)

- a. Pemerintah menjual aset kepada SPV dengan akad *bay' al-wafa'* (jual beli dengan janji akan membeli kembali barang yang dijualnya)
- b. Pemerintah menerima bayaran tunai dari SPV sebagai harga aset (dengan demikian sekarang SPV sebagai pemilik aset)
- c. SPV mengeluarkan sukuk dengan menggunakan kontrak *ijarah* dan menjualnya kepada investor.
- d. Investor membayarnya dengan harga tunai kepada SPV
- e. SPV menyewakan aset kepada pemerintah dengan harga sewa tertentu.
- f. Pemerintah membayar sewa aset kepada SPV secara kwartal.
- g. SPV membayar sewa tersebut kepada masing-masing investor sebagai pendapatan investor.
- h. Pada masa maturity, SPV menjual kembali aset kepada pemerintah dengan nilai harga jual semula.
- i. Pemerintah membayar tunai harga aset.
- j. SPV menebus sukuk kepada investor dengan nilai harga yang sama.

Pengklasifikasian jenis akad sukuk mengikuti jenis pembiayaan dalam aset finansial yang disarankan dalam Islam. Berdasarkan kontrak aset finansial di pasar sekunder, Yaumudin (2011), menggolongkan aset keuangan dalam Islam menjadi dua, yaitu:

1. Aset keuangan yang dapat diperdagangkan

- a. Sertifikat Mudharabah: Sertifikat kepemilikan yang permanen, yang dimiliki oleh sebuah perusahaan maupun unit bisnis tanpa adanya pengawasan dari pihak manajemen
 - b. Sertifikat musharakah: Sertifikat kepemilikan yang permanen, yang dimiliki oleh sebuah perusahaan maupun dengan pengawasan dari pihak manajemen.
 - c. Sertifikat *Redeemable Musharakah* (*Musharakah Term finance certificate*): sertifikat kepemilikan sementara dalam sebuah bisnis atau usaha dengan/tanpa pengawasan dari manajemen.
 - d. Sertifikat *Ijarah* dengan biaya sewa yang berubah-ubah: kepemilikan atas aktiva tetap yang disewa. Biaya sewa tetap sepanjang periode kontrak berlangsung.
 - e. Sertifikat *Ijarah* dengan biaya sewa yang berubah-ubah: kepemilikan aktiva dengan besarnya biaya sewa yang diperhitungkan ulang secara periodik sesuai dengan perubahan yang spesifik dari *benchmark* yang telah dipilih dalam persetujuan kontrak yang didasarkan pada akad *Ijarah*.
2. Sertifikat Diskon yang tidak dapat diperdagangkan (*non tradable zero-coupon certificate*) :
- a. Sertifikat Istisna and/or murabaha: kepemilikan hutang yang semakin meningkat yang diperoleh dari jenis pembiayaan Istisna' dan atau Murabaha.

- b. Sertifikat salam: dalam bentuk ini dana dibayarkan dimuka dan komoditi menjadi hutang.

2.3 Perkembangan Sukuk di Indonesia

Di Indonesia pasar keuangan syari'ah termasuk sukuk tumbuh dengan cepat, meskipun posisinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif kecil. Terdapat 2 (dua) jenis sukuk yang berkembang yaitu sukuk korporasi dan sukuk negara.

2.3.1 Sukuk Korporasi

Jenis sukuk ini diterbitkan oleh perusahaan (*corporate sukuk*) di Indonesia yang dikenal dengan istilah obligasi syariah. Pada tahun 2002, Dewan Syariah Nasional mengeluarkan fatwa No: 32/DSN-MUI/IX/2002, tentang Obligasi Syariah. Sebagai tindak lanjut atas fatwa di atas, pada Oktober 2002 PT. Indosat Tbk mengeluarkan obligasi syariah yang pertama kali di pasar modal Indonesia dengan tingkat imbal hasil 16,75%. Berdasarkan data bapepam, pada akhir tahun 2012, sedikitnya telah ada 54 perusahaan yang telah menerbitkan obligasi syariah seperti yang tampak pada tabel dibawah ini:

Tabel 2.2
Jumlah Emiten Sukuk Korporasi dari tahun 2002-2012

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total nilai(miliar)	Total Jumlah
2002	175,0	1	175,0	1
2003	740,0	6	740,0	6
2004	1.424,0	13	1.394,0	13
2005	2.009,0	16	1.979,0	16
2006	2.282,0	17	2.179,4	17
2007	3.174,0	21	3.029,4	20
2008	5.498,0	29	4.958,4	24
2009	7.015,0	43	5.621,4	30

2010	7.815,0	47	6.121,0	32
2011	7.915,4	48	5.876,0	32
2012	9.790,4	54	6.883,0	32

Sumber: Bapepam statistik pasar modal syariah 2012

Total emisi hingga akhir 2012 baru mencapai 9.790,4 milyar rupiah, dibandingkan dengan Malaysia yang pada pertengahan 2007 saja telah membukukan total emisi Rp 111,5 triliun (\$33 triliun). Endri (2011) menjelaskan bahwa banyak tantangan yang dihadapi dalam pengembangan obligasi syariah di Indonesia, diantaranya adalah sosialisasi kepada investor, *opportunity cost*, aspek likuiditas, sampai regulasi atau perundang-undangan. Oleh karena itu, Lahsasna & Lee Sze Lin (2012) berpendapat bahwa untuk melindungi hak-hak pihak yang terlibat dalam kontrak sukuk, ketentuan yang telah ditetapkan oleh Mazhab Maliki dan kekhawatiran risiko oleh Mazhab Hanafi dapat diatasi oleh regulasi dan pengawasan. Nazar (2011) menegaskan lebih lanjut bahwa untuk memastikan agar sukuk dapat lebih berkembang dengan menghilangkan tantangan hukum melalui pendekatan langkah demi langkah, yang memang membutuhkan upaya terpadu dan bersinergi dari semua pemain kunci dalam industri keuangan Islam.

Seharusnya sebagai salah satu Negara dengan penduduk Islam terbesar sepatutnya bercermin pada negara-negara Islam yang telah berhasil mengatasi problem keuangan dengan menggunakan sukuk sebagai instrumen Investasi seperti Malaysia. Majid, *et al.* (2010), di Malaysia, penerbitan sukuk pertama perusahaan pada tahun 1990 oleh *Shell MDS Sdn* dan sekarang telah menjadi pemimpin sukuk terbesar di dunia dengan penerbit sukuk lebih dari 60% dari sukuk global beredar (pada akhir tahun 2009). Dari sukuk yang

diterbitkan secara global, 66,8% dengan nilai USD 67.872 juta yang diterbitkan di pasar Malaysia, Pada akhir Juni 2010, mata uang pasar sukuk lokal berdiri di% USD 76.4 triliun atau 35,5 kekalahan pasar obligasi total *outstanding*. Hal ini disebabkan berbagai faktor termasuk kebijakan dilaksanakan dengan baik, lingkungan peraturan fasilitatif, meningkatkan jumlah dan kecanggihan perantara yang terus mendorong batas-batas dalam hal inovasi produk serta keberadaan sebuah sistem, lengkap, matang dan keuangan Islam yang mapan.

2.3.2 Sukuk Negara

Penerbitan sukuk negara dapat dilakukan secara langsung oleh pemerintah yaitu oleh satuan kerja di lingkungan departemen keuangan yang tugas pokok dan fungsinya menyelenggarakan pengelolaan SBSN, maupun melalui perusahaan penerbit SBSN yang merupakan badan hukum khusus (*special legal entity*) yang dibentuk berdasarkan undang-undang SBSN khusus untuk menerbitkan SBSN. Berdasarkan Peraturan Perundang-undangan No.19 Tahun 2008, telah dinyatakan bahwa:

“Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara (*sovereign sukuk*) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing (Pasal 1 angka 1)”.

Dari definisi diatas dapat disimpulkan bahwa sukuk negara Merupakan salah satu instrumen pembiayaan APBN yang berbentuk Surat Berharga Negara yang penerbitannya didasarkan pada UU No. 19/2008. Penerbitan sukuk negara perikatannya menggunakan prinsip syariah dan menggunakan *underlying asset* berupa BMN atau proyek APBN, ada fatwa dan opini syariah

dari DSN-MUI serta dapat menjadi instrumen investasi bagi masyarakat, aman karena default risk tidak ada serta memberikan imbalan tetap (*fixed return*) yang dibayarkan secara periodik dan dapat diperjualbelikan di pasar sekunder.

2.3.3 Jenis Seri dan Metode Penerbitan Sukuk Negara

Hariyanto (2012) mengungkapkan bahwa untuk Program penerbitan sukuk negara, dilakukan pada segmen pasar yang terbagi atas 2 yaitu:

1. Pasar Domestik penerbitannya dengan cara:
 - a. Lelang, dilaksanakan secara reguler 1-2 kali sebulan berdasarkan kelender penerbitan dan diikuti oleh peserta lelang. Hal ini dapat dilakukan pada sukuk negara seri IFR, SPN-S, dan PBS
 - b. *Bookbuilding*, penerbitannya dilaksanakan sekali dalam setahun melalui agen lelang. Hal ini dilakukan pada sukuk ritel
 - c. *Private placement*, dilakukan berdasarkan kesepakatan bilateral khusus pada seri SDHI (Sukuk Dana Haji Indonesia). Struktur sukuk *Ijarah al-khadamat* dan tidak diperdagangkan, kupon di bayar setiap bulan dan bersifat jangka pendek.
2. Pasar Internasional, penerbitannya dengan cara *Bookbuilding*. Diterbitkan setahun sekali sesuai kebijakan pengelola utang dengan mata uang USD (SNI). Adapun format penerbitannya mengacu pada regulasi 144/Reg-S. Untuk lebih jelasnya dapat di lihat pada tabel berikut ini:

Tabel 2.3
Jenis & Metode Penerbitan Sukuk Negara

Seri	IFR(islamic Fixed Rate)	SR (Sukuk negara Ritel)	SNI(Sukuk negara Indonesia)	SPN-S(Surat Perbendaharaan Negara-Syariah)	SDHI(Sukuk Dana Haji Indonesia)	PBS(Proje Based Sukuk)
Struktur Sukuk	<i>Ijarah Sale & Lease Back</i>				<i>Ijarah al khadamat</i>	<i>Ijarah Asset to be leased</i>
Underlying	Barang Milik Negara				Jasa Penyelenggaraan Haji	Proyek Pemerintah
Imbalan	Fixed rate					
Tradability	Tradable				Non tradable	Tradable
Metode Penerbitan	Book building Lelang	Book Building	Book Building	Lelang	Private Placement	Lelang
Deskripsi	Sukuk dalam mata uang Rupiah ditujukan untuk institusi, tenor menengah hingga panjang.Kupon dibayar persemester	Sukuk dalam mata uang Rupiah ditujukan untuk investor ritel. Kupon dibayar setiap bulan	Sukuk dalam mata uang USD. Diterbitkan di pasar Internasional. Kupon dibayar persemester	Sukuk dalam mata uang rupiah. Tenor jangka pendek(6 bulan).Diskonto	Private placement .Jangka pendek kupon dibayar setiap bulan	Sukuk dalam mata uang Rupiah ditujukan untuk institusi, tenor menengah hingga panjang.Kupon dibayar persemester

Sumber: Bapepam-LK

Jika di lihat dari jenis sukuk negara, berdasarkan data laporan pertanggungjawaban SBN dari awal penerbitan tahun 2008 hingga 2012, Pemerintah telah beberapa kali menerbitkan sukuk negara menggunakan *underlying asset* berupa BMN dan proyek seperti yang terlihat pada tabel di bawah ini:

Tabel 2.4
Jumlah Penerbitan Sukuk Negara Tahun 2008-2012

Jenis SBSN	2008	2009	2010	2011	2012
IFR	4.699.700	1.277.000	6.150.000	4.610.000	400.000
SR		5.556.290	8.033.860	7.341.410	13.613.805
SNI		7.081.700		9.035.000	9.639.000
SDHI		2.686.000	12.783.000	11.000.000	15.342.000
SPN-S				1.320.000	1.380.000
PBS					16.714.000
Jumlah	4.699.700	16.550.990	26.966.860	33.306.410	57.088.805
Total	138.612.765				

Sumber: Makalah Sosialisasi SBSN STAN 2013

Dalam buku tanya jawab Surat Berharga Syariah Negara (2010:30) seri Sukuk dapat berupa:

1. SBSN seri IFR (*Islamic Fixed Rate*) adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri yang ditunjukkan bagi investor institusi dengan nominal pembelian yang cukup besar bersifat *tradable* dengan tingkat imbal hasil tetap.
2. SBSN seri SR (Sukuk Ritel) adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah dengan cara *bookbuilding* di pasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor individu atau orang perseorangan Warga Negara Indonesia bersifat *tradable* dengan imbal hasil tetap.
3. SBSN seri SNI (Sukuk Negara Indonesia) adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah dalam denominasi valuta asing(USD) dengan cara *bookbuilding* bersifat *tradable* dengan imbal hasil tetap.
4. SBSN seri SDHI (Sukuk Dana Haji Indonesia) adalah SBSN yang diterbitkan berdasarkan penempatan Dana Haji Abadi Umat oleh Departemen agama dengan cara *private placement* yang merupakan tindak lanjut dari Nota Kesepahaman (MoU) antar Menteri keuangan dengan Menteri Agama tahun 2009 dengan menggunakan akad *Ijarah Al- Khadamat* dan bersifat *non tradable*.
5. SBSN seri PBS adalah sukuk negara yang diterbitkan dengan menggunakan proyek APBN sebagai *underlying asset*.

2.3.4 Struktur Sukuk Negara

Muhamed & Radzi (2011) berpendapat bahwa pemilihan struktur sukuk sangat penting untuk proses penerbitan sukuk karena memiliki implikasi yang berbeda bagi investor, terutama dalam hal terjadi default. Yaumudin (2011) mengungkapkan bahwa struktur sukuk dapat berupa:

1. Bagi hasil berdasarkan akad mudharabah/muqaradhadh/qirad ataupun musyarakah. Akad mudharabah/musyarakah adalah kerjasama dengan skema bagi hasil pendapatan ataupun keuntungan.
2. Margin/fee berdasarkan akad murabahah, salam, dan Ijarah

Adapun jenis struktur sukuk negara menurut Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah (2010), yang baru digunakan di Indonesia adalah sukuk dengan akad *Ijarah*, yang meliputi:

1. *Ijarah Sale & lease back*

Sukuk dengan struktur *Ijarah Sale & lease back* adalah jual beli suatu aset yang kemudian pembeli menyewakan aset tersebut kepada penjual. Akad yang digunakan adalah akad *bai'* (jual beli) dan akad *Ijarah* (sewa) yang dilaksanakan secara terpisah. Penjualan aset pada dasarnya hanyalah penjualan hak manfaat (*beneficial title*) tanpa disertai dengan penyerahan fisik dan pemindahan hak kepemilikan (*legal title*). Jenis struktur ini digunakan pada sukuk seri IFR, SR, SNI dan SPN-S.

Adapun proses penerbitannya di pasar perdana sebagai berikut:

- a. Penerbitan SBSN

- 1). Penjual hak manfaat BMN (Barang Milik Negara) oleh pemerintah kepada perusahaan penerbit SBSN untuk digunakan sebagai aset SBSN(akad Ba'i)
 - 2). Penerbitan SBSN oleh Perusahaan Penerbit SBSN sebagai bukti penyertaan kepemilikan investor terhadap Aset SBSN
 - 3). Dana hasil penerbitan SBSN dari investor (pembeli SBSN) kepada perusahaan penerbit SBSN
 - 4). Pembayaran atas pembelian hak manfaat Aset SBSN oleh Perusahaan penerbit SBSN kepada Pemerintah
- b. Pembayaran Imbalan SBSN
- 1). Penyewaan aset SBSN oleh Pemerintah untuk digunakan dalam operasional pemerintahan sehari-hari (akad Ijarah).
 - 2). Pembayaran imbalan (ujrah) atas penyewaan Aset SBSN oleh pemerintah sebagai penyewa (Musta'jir/Lessee) kepada pemegang SBSN selaku pemberi sewa (Mu'jir/ Lessor) melalui agen pembayar.
- c. Jatuh Tempo SBSN:
- 1). Pembelian Aset SBSN oleh Pemerintah dari pemegang SBSN melalui perusahaan penerbit SBSN (akad Bai')
 - 2). Pembayaran atas pembelian aset SBSN oleh pemerintah kepada pemegang SBSN melalui Agen pembayar sebagai pelunasan SBSN
 - 3). Jatuh tempo SBSN

Adapun mekanisme sukuk negara dengan akad *Ijarah-sale and lease* (*al Bay' ma'al Isti'jar*) menurut Nurkholis (2010) adalah sebagai berikut:

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

2. *Ijarah al-Khadamat*

Sukuk negara dengan Struktur *Ijarah al-Khadamat* adalah akad *ijarah* yang obyek *Ijarah*nya adalah Jasa yang digunakan sebagai *Underlying asset* seperti jasa penyediaan layanan haji yang meliputi jasa penerbangan, penginapan, dan lain-lain.

3. *Ijarah Asset to be leased*

Sukuk negara dengan Struktur *Ijarah Asset to be leased* diterbitkan sejak 2012 dengan tujuan dalam rangka pembiayaan dan mempercepat

pelaksanaan proyek pemerintah, diversifikasi instrumen dan mengoptimalkan potensi *underlying asset* berupa proyek-proyek pemerintah yang telah dialokasikan dalam APBN, termasuk proyek infrastruktur yang merupakan pemesanan oleh pemerintah kepada Perusahaan Penerbit SBSN (PP SBSN) untuk disewa melalui akad *Ijarah asset to be leased*. Jenis struktur ini digunakan pada penerbitan sukuk seri *PBS*.

Dari beberapa jenis struktur sukuk negara, berdasarkan data penerbitan sukuk negara diatas, yang baru diterbitkan pemerintah saat ini adalah SBSN *Ijarah Muntahiya Bittamlik* (*Ijarah-sale and lease*) dan *Ijarah Asset to be leased*

2.3.5 Landasan Hukum

Dalam memorandum Informasi, Departemen Keuangan Republik Indonesia (2009) dan brosur sukuk negara yang diterbitkan oleh direktorat pembiayaan syaria (2013) dinyatakan tentang landasan hukum sukuk negara yaitu: Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara yang disahkan pada tanggal 7 Mei 2008 yang mengatur tentang sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Pusat

1. Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, antara lain mengatur hal-hal sebagai berikut:
 - Pasal 5 ayat (2), Menteri Keuangan berwenang untuk melaksanakan penerbitan SBSN;
 - Pasal 6 ayat (1), Penerbitan SBSN dapat dilakukan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN;

- Pasal 9 ayat (2), Pemerintah wajib membayar Imbalan dan Nilai Nominal SBSN pada saat jatuh tempo;
 - Pasal 9 ayat (3), dana untuk pembayaran Imbalan dan Nilai Nominal SBSN disediakan dalam Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) setiap tahun sampai dengan berakhirnya kewajiban tersebut;
2. Peraturan Pemerintah No. 56 Tahun 2008 tentang Perusahaan Penerbit SBSN.
 3. Peraturan Pemerintah No. 57 Tahun 2008 tentang Pendirian Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara Indonesia.

Peraturan Pelaksanaan UU SBSN terdiri dari PP terkait Perusahaan Penerbit SBSN, PMK terkait Penerbitan SBSN di Pasar Dalam & Luar Negeri dan PMK terkait Pengelolaan Aset SBSN.

2.3.6 Karakteristik Sukuk Negara

Dalam brosur sukuk negara (2013) dijelaskan bahwa SBSN diterbitkan oleh Pemerintah atau SPV (*Special Purpose Vehicle*) memiliki karakteristik sebagai berikut:

1. Sesuai prinsip syariah;
2. *Tradable atau non tradable*, tergantung pada jenis akad dan *term and conditions*;
3. *Fixed coupon atau variable coupon*;
4. Pembayaran imbalan dan jatuh tempo dijamin oleh UU No. 19 Tahun 2008 dan UU APBN;
5. Pembayaran imbalan dilakukan secara bulanan atau semesteran;

6. Dijual pada harga par, premium atau diskon;
7. Investor SBSN terdiri atas:
 - a. Investor syariah dan konvensional;
 - b. Individual dan institusi.
 - c. Diterbitkan dalam Rupiah atau dalam mata uang asing;
 - d. Pada saat jatuh tempo, pelunasan dibayarkan secara penuh.

2.3.7 Tujuan Penerbitan Sukuk Negara

Dalam UU no.19 tahun 2008 pasal 4 ditegaskan bahwa Surat Berharga Syariah Negara diterbitkan dengan tujuan untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara termasuk membiayai pembangunan proyek. Selanjutnya di jelaskan pula bahwa tujuan dari adanya penerbitan sukuk negara, di antaranya adalah

1. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara;
2. Mendorong pengembangan pasar keuangan syariah;
3. Menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah;
4. Diversifikasi basis investor;
5. Mengembangkan alternatif instrumen investasi;
6. Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara; dan
7. Memanfaatkan dana-dana masyarakat yang belum terjangkau oleh sistem perbankan konvensional.

Menurut Syauqi Beik (2010) orientasi penerbitan SBSN dengan berbasis kepada tiga hal utama:

1. Orientasi penerbitan SBSN hendaknya diarahkan sebagai sumber dana investasi bagi pembangunan infrastruktur, seperti transportasi, telekomunikasi, energi, dan lain-lain. Hal ini sangat penting mengingat infrastruktur di Indonesia masih tertinggal dibandingkan negara-negara lain seperti Malaysia dan Thailand. Secara ekonomi, *multiplier effect* yang dapat dihasilkan dari pembangunan infrastruktur ini akan sangat besar.
2. Hendaknya sukuk negara berorientasi pada sektor-sektor ekonomi yang bersifat padat karya, seperti pertanian dan kelautan. Penulis melihat bahwa peningkatan kesejahteraan petani merupakan kunci bagi peningkatan kesejahteraan masyarakat secara keseluruhan. Tidak mungkin upaya pengentasan kemiskinan akan berhasil tanpa melibatkan peningkatan kesejahteraan petani.
3. Hendaknya sukuk negara juga berorientasi pada optimalisasi potensi daerah. Untuk daerah-daerah yang memiliki potensi pariwisata misalnya, pemerintah dapat menerbitkan sukuk bagi pembangunan infrastruktur pariwisata diperlukan, seperti pembangunan fasilitas kereta gantung. Sedangkan untuk daerah yang memiliki potensi migas, negara dapat menerbitkan sukuk bagi pengadaan kebutuhan modal kerja pertambangan migas.

Menurut Fatah (2011), kondisi utama mengapa sukuk diterbitkan adalah sebagai penyeimbang dari kekayaan yang terdapat dalam neraca

keuangan pemerintah, penguasa moneter, perusahaan, bank, dan lembaga keuangan serta bentuk entitas lainnya yang memobilisasi dana masyarakat.

2.3.8 Syariah Compliance

Untuk menjamin kesesuaian sukuk negara dengan prinsip syariah, penerbitan sukuk negara memerlukan Fatwa dan Pernyataan Kesesuaian Syariah (Opini Syariah) dari Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia. Dalam brosur sukuk negara (2013) dijelaskan bahwa

“Fatwa adalah suatu ketetapan hukum yang dikeluarkan oleh pihak yang memiliki keahlian di bidang syariah.”

Adapun Fatwa DSN-MUI terkait sukuk negara:

1. Fatwa No.69/DSN-MUI/VI/2008 tentang SBSN
2. Fatwa No.70/DSN-MUI/VI/2008 tentang Metode Penerbitan SBSN
3. Fatwa No.71/DSN-MUI/VI/2008 tentang *Sale and Lease Back*
4. Fatwa No.72/DSN-MUI/VI/2008 tentang SBSN *Ijarah Sale and Lease Back*
5. Fatwa No.76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN *Ijarah Asset to be Leased*

Sedangkan opini syariah adalah

“Pernyataan kesesuaian syariah yang dikeluarkan oleh pihak yang memiliki kewenangan dan keahlian di bidang syariah, yang menyatakan bahwa sukuk yang diterbitkan tidak bertentangan dengan prinsip syariah.”

2.3.9 Mekanisme Penerbitan Sukuk di Pasar Sekunder

Pada pasar modal yang berparadigma Islami, setiap transaksi senantiasa harus dilandasi oleh aturan hukum-hukum Islam (syariah) karena transaksi adalah manifestasi amal manusia yang bernilai ibadah di hadapan Allah swt. Dalam kaidah muamalah, semua hal diperbolehkan kecuali ada

larangannya. Ini berarti ketika transaksi baru muncul, maka transaksi tersebut dapat diterima, kecuali ada dalil Al-Qur'an dan Al-Hadist yang melarangnya.

DSN MUI telah mengeluarkan fatwa No: 40/DSN-MUI/X/2003 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah Di Bidang Pasar Modal sebagai respon atas pertumbuhan pasar modal berdasarkan prinsip syariah yang telah dikembangkan di berbagai negara khususnya di Indonesia. Selain itu sebagai respon atas kejelasan perdagangan efek syariah di pasar sekunder, DSN-MUI pada tahun 2011 juga telah menerbitkan fatwa terkait perdagangan efek syariah di pasar sekunder yaitu Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek.

Secara umum terdapat beberapa peraturan perundang-undangan yang menjadi landasan dalam pelaksanaan pasar sekunder sukuk di Indonesia, antara lain sebagai berikut:

1. Undang – Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal;
2. Peraturan Bapepam-LK No.III.A.10 tentang Transaksi Efek;
3. Peraturan Bapepam-LK No.IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah;
4. Peraturan Bursa Efek Indonesia No. II.F.1 SK-08/LGL/BES/VIII/2006 tahun 2006 tentang Tata Cara Perdagangan Efek Bersifat Utang

Perdagangan sukuk di pasar sekunder juga telah diatur dalam *Standar Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI). Salah satu hal yang perlu diperhatikan dalam perdagangan sukuk yaitu terkait dengan jenis akad sukuk. Dalam AAOIFI,

sukuk dapat dikelompokkan menjadi dua, yaitu sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable*) dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan (*non tradable*). Sukuk yang dapat diperdagangkan adalah sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu. Sukuk yang berdasarkan akad *ijarah*, *mudharabah*, *musyarakah*, *muzara'a*, *musaqoh*, *mugharasa* adalah contoh-contoh dari sukuk yang tradable. Sedangkan sukuk dengan akad *istishna* dan salam adalah contoh dari sukuk yang *non tradable*. Namun demikian, sukuk dengan akad *Istishna* dapat diperdagangkan atau dibeli kembali jika dana sukuk telah dikonversi dalam periode *Istishna* menjadi aset yang dimiliki oleh pemegang sukuk.

Perdagangan dapat dilakukan melalui bursa dan/atau di luar bursa yang biasa disebut *over the counter* (OTC). Biaya transaksi sukuk negara di pasar sekunder dapat berbeda-beda baik dengan mekanisme Bursa Efek maupun transaksi di luar Bursa Efek (*over the counter*). Biaya transaksi di pasar sekunder antara lain berupa biaya transfer surat berharga/dana dan biaya perantara pedagang.

2.3.10 Sukuk Negara sebagai Instrumen Pembiayaan APBN

Konsekuensi dari kebijakan pembiayaan APBN yang menetapkan sukuk negara sebagai bagian dari surat berharga negara, sejalan dengan keinginan pemerintah untuk memberi landasan bagi instrumen keuangan berbasis syariah yang dapat berperan dalam pembangunan ini. Jika menilik secara lebih dalam, melihat bahwa orientasi penerbitan SBSN saat ini lebih didominasi pada upaya untuk menambal defisit APBN. Hal ini sah-sah saja,

karena Pemerintah membutuhkan dana yang dapat menopang kebutuhan belanja negara yang sangat besar, dan pendapatan pajak belum mampu meng-cover kebutuhan tersebut secara penuh. Secara undang-undang pun tidak ada masalah. Namun demikian, *multiplier effect*-nya terhadap perekonomian nasional menjadi tidak terlalu besar, apalagi jika dana yang didapat digunakan untuk membiayai kegiatan operasional rutin pemerintah.

Pembiayaan pembangunan nasional melalui sukuk ini lebih baik bila dibandingkan dengan berutang secara langsung. Hal ini dapat dilihat dari sudut pandang hubungan kesetaraan antar bangsa dan kedaulatan negara. Apabila melalui utang secara langsung, berdasarkan pengalaman selama ini, besar kemungkinan negara-negara donor mempersyaratkan berbagai ketentuan yang boleh jadi merugikan Indonesia. Belum lagi posisi Indonesia akan sedikit "lebih rendah" dalam diplomasi internasional, karena memiliki 'cap' sebagai negara pengutang. Berbeda dengan sukuk, dimana hubungan kesetaraan antara Indonesia dan para investor lebih terlihat. Intervensi asing yang merugikan negara juga dapat diminimalisir, dan negara dapat mengelola potensi sumberdaya yang dimiliki dengan lebih baik lagi. Peluang penerbitan sukuk negara memiliki potensi perkembangan yang cukup besar. Menurut laporan Tim sosialisasi SBSN (2008), potensi perkembangannya dapat dilihat dari:

1. Perkembangan institusi keuangan syariah yang pesat
2. Tingginya *demand* atas instrumen keuangan syariah

3. Basis Investor sukuk yang lebih luas, mencakup syariah dan konvensional
4. *Market share* produk keuangan syariah yang masih kecil dibandingkan produk keuangan konvensional
5. Tingginya kecenderungan negara-negara yang berpenduduk minoritas muslim untuk mengadopsi konsep keuangan syariah
6. Komitmen Pemerintah dalam mengembangkan industri keuangan syariah
7. Terus meningkatnya peringkat kredit (*credit rating*) Indonesia

2.4 Barang Milik Negara

Sejak 18 Januari 2008 Menteri Keuangan mengeluarkan peraturan baru, yaitu Peraturan Menkeu Nomor 02/PMK.06/2008 mengenai Penilaian Barang Milik Negara. Peraturan ini dimaksudkan untuk memberi kepastian menyangkut nilai Barang Milik Negara (BMN). Peraturan Menteri Keuangan Nomor 02/PMK.06/2008 dijelaskan bahwa yang dimaksud barang milik negara adalah semua barang yang dibeli atau diperoleh atas beban APBN dan perolehan lainnya yang sah. Barang dari perolehan lainnya yang sah meliputi:

1. Barang yang diperoleh dari hibah/sumbangan atau yang sejenis;
2. Barang yang diperoleh sebagai pelaksanaan dari perjanjian/kontrak;
3. Barang yang diperoleh berdasarkan ketentuan undang-undang; atau

4. Barang yang diperoleh berdasarkan putusan pengadilan yang telah memperoleh kekuatan hukum tetap.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa Nilai barang milik Negara adalah semua barang yang memiliki manfaat yang dibeli atau diperoleh atas beban APBN dan perolehan lainnya yang sah yang ditentukan berdasarkan harga pasar atau nilai wajar (tanah), kalkulasi biaya (bangunan) dan pendekatan kapitalisasi pendapatan selain tanah dan bangunan yang dilakukan oleh Tim penilai yang ditetapkan oleh Pengelola Barang. Pengelola Barang adalah Pejabat yang berwenang dan bertanggung jawab menetapkan kebijakan dan pedoman serta melakukan pengelolaan Barang Milik Negara.

2.4.1. Jenis Barang Milik Negara

BMN memiliki variasi jenis yang beragam, baik dalam hal bentuk, tujuan perolehannya, maupun masa manfaat yang diharapkan. Dalam Pusdiklat Keuangan RI. 2009, membagi BMN menjadi aset lancar, aset tak berwujud, aset lainnya, dan aset bersejarah.

1. Dikategorikan sebagai aset lancar apabila BMN tersebut diadakan dengan tujuan segera dipakai atau dimiliki untuk dijual dalam waktu 12 (dua belas) bulan sejak tanggal perolehan. BMN yang memenuhi kriteria ini diperlakukan sebagai Persediaan. diantaranya:
 - a. BMN dapat berupa barang atau perlengkapan yang dimaksudkan untuk mendukung kegiatan operasional pemerintah, dan barang-barang yang diadakan yang dimaksudkan untuk dijual dan / atau diserahkan dalam rangka pelayanan kepada masyarakat.

- b. Persediaan ini mencakup barang atau perlengkapan yang dibeli dan disimpan untuk digunakan, barang habis pakai seperti komponen peralatan dan pipa, dan barang bebas pakai seperti komponen bekas.
 - c. Persediaan dapat meliputi , barang konsumsi, amunisi, bahan untuk pemeliharaan, suku cadang, persediaan untuk tujuan strategis / berjaga-jaga, pita cukai dan leges, bahan baku, barang dalam proses/setengah jadi, tanah/bangunan untuk dijual atau diserahkan kepada masyarakat, dan hewan dan tanaman untuk dijual atau diserahkan kepada masyarakat. Persediaan untuk tujuan strategis/ berjaga-jaga antara lain berupa cadangan energi (misalnya minyak) atau cadangan pangan (misalnya beras).
2. Dikategorikan sebagai aset tetap apabila BMN mempunyai masa manfaat lebih dari 12 (duabelas) bulan, tidak dimaksudkan untuk dijual dalam operasi normal Kuasa Pengguna Barang, dan diperoleh atau dibangun dengan maksud untuk digunakan. Termasuk dalam kategori aset tetap adalah:
- a. Tanah
- Tanah yang dikelompokkan sebagai asset tetap ialah tanah yang diperoleh dengan maksud untuk dipakai dalam kegiatan operasional pemerintah dan dalam kondisi siap dipakai. Tanah yang dimiliki atau dikuasai oleh instansi pemerintah di luar negeri , misalnya tanah yang digunakan perwakilan Republik Indonesia di luar negeri, hanya

diakui bila kepemilikan tersebut berdasarkan isi perjanjian penguasaan dan hukum serta perundang-undangan yang berlaku di negara tempat Perwakilan Republik Indonesia berada bersifat permanen

b. Peralatan dan Mesin

Peralatan dan mesin mencakup mesin-mesin dan kendaraan bermotor, alat elektronik, dan seluruh inventaris kantor yang nilainya signifikan dan masa manfaatnya lebih dari 12 (dua belas) bulan dan dalam kondisi siap pakai. Wujud fisik Peralatan dan Mesin bisa meliputi: Alat besar, Alat Angkutan, Alat Bengkel dan Alat Ukur, Alat Pertanian, Alat Kantor dan Rumah Tangga, Alat Studio, Komunikasi dan Pemancar, Alat Kedokteran dan Kesehatan, Alat Laboratorium, Alat Persenjataan, Komputer, Alat Eksplorasi, Alat Pemboran, Alat Produksi, Pengolahan, dan Pemurnian, Alat Bantu Eksplorasi, Alat Keselamatan Kerja, Alat Peraga, serta Unit Proses/produksi.

c. Gedung dan Bangunan

Gedung dan bangunan mencakup seluruh gedung dan bangunan yang dibeli atau dibangun dengan maksud untuk dipakai dalam kegiatan operasional pemerintah dan dalam kondisi siap dipakai. Termasuk dalam kategori Gedung dan Bangunan adalah BMN yang berupa Bangunan Gedung, Monumen, Bangunan Menara, Rambu-rambu, serta Tugu Titik Kontrol.

d. Jalan, Irigasi, dan Jaringan

Jalan, irigasi, dan jaringan mencakup Jalan, irigasi, dan jaringan yang dibangun oleh pemerintah serta dikuasai oleh pemerintah dan dalam kondisi siap dipakai. BMN yang termasuk dalam kategori asset ini adalah jalan dan jembatan, bangunan air, instalasi, dan jaringan.

e. Aset Tetap Lainnya

Aset tetap lainnya mencakup aset tetap yang tidak dapat dikelompokkan ke dalam tanah, peralatan dan mesin, gedung dan bangunan, jalan, irigasi dan jaringan, yang diperoleh dan dimanfaatkan untuk kegiatan operasional pemerintah dan dalam kondisi siap dipakai. BMN yang termasuk dalam kategori aset ini adalah koleksi perpustakaan/buku, barang bercorak kesenian/kebudayaan/olahraga, hewan, ikan dan tanaman.

f. Konstruksi dalam Pengerjaan

Konstruksi dalam pengerjaan adalah aset-aset yang sedang dalam proses pembangunan pada tanggal laporan keuangan. Konstruksi dalam pengerjaan mencakup tanah, peralatan dan mesin, gedung dan bangunan, jalan, irigasi dan jaringan, dan aset tetap lainnya yang proses perolehannya dan / atau pembangunannya membutuhkan suatu periode waktu tertentu dan belum selesai.

3. Dikategorikan sebagai aset tak berwujud adalah aset non keuangan yang dapat diidentifikasi dan tidak mempunyai wujud fisik serta dimiliki untuk digunakan dalam menghasilkan barang atau jasa atau

digunakan untuk tujuan lainnya termasuk hak atas kekayaan intelektual. Aset tak berwujud meliputi software komputer, lisensi dan *franchise*, hak cipta (*copyright*), paten, dan hak lainnya, dan hasil kajian/ penelitian yang memberikan manfaat jangka panjang.

4. Dikategorikan sebagai Aset Lainnya adalah
 - a. Aset yang tidak dapat dikelompokkan ke dalam aset tak berwujud, berupa tagihan penjualan angsuran, tuntutan perbendaharaan, tuntutan ganti rugi, dan kemitraan dengan pihak ketiga.
 - b. Aset tetap yang dihentikan dari penggunaan aktif pemerintah yang tidak memenuhi definisi aset tetap dan harus dipindahkan ke pos aset lain-lain. Aset tetap diakui sebagai aset lain-lain pada saat dinilai kondisi aset tetap tersebut adalah rusak berat, tetapi belum ada Surat Keputusan Penghapusan.
5. Dikategorikan Aset Bersejarah adalah bangunan bersejarah, monument, tempat-tempat purbakala seperti candi, dan karya seni. Beberapa aset tetap dijelaskan sebagai aset bersejarah dikarenakan kepentingan budaya, lingkungan dan sejarah aset bersejarah tidak disajikan dalam neraca namun aset tersebut harus diungkapkan dalam catatan atas laporan keuangan.

2.4.2 BMN sebagai *Underlying Asset* SBSN

Direktorat Pembiayaan Syariah (2010) menyatakan bahwa *underlying asset* adalah aset yang dijadikan sebagai objek atau dasar transaksi dalam kaitannya dengan penerbitan sukuk. Ini merupakan salah satu aspek utama

yang menjadi pembeda antara sukuk dengan obligasi konvensional. *Underlying asset* bukan merupakan jaminan/kolateral. Aset yang dijadikan *underlying* dapat berupa barang berwujud seperti Barang Milik Negara (tanah dan bangunan, Barang Milik Negara lainnya yang dibeli dengan menggunakan APBN dan penggunaan BMN harus mendapat persetujuan dari DPR, proyek Pemerintah merupakan kegiatan Pemerintah yang dialokasikan dalam APBN yang dibiayai dengan sukuk, yang meliputi proyek infrastruktur, pengadaan barang dan jasa, serta barang tak berwujud seperti jasa (servisi) layanan Haji yang dapat berupa transportasi darat dan udara, akomodasi dan logistik

Tidak semua aset dapat dijadikan sebagai *underlying asset* karena ada bagian-bagian yang tidak sesuai prinsip syariah seperti adanya cafe, minuman beralkohol di hotel, dan lainnya. Sebagai konsep ekonomi yang berbasis syariah, penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara mutlak harus menggunakan *underlying transaction* yang antara lain dapat berupa jual beli atau sewa menyewa atas "hak manfaat" BMN, jasa (*services*), pembangunan proyek atau objek pembiayaan lainnya. Menurut surat keputusan Nomor 143/PUU-VII/2009 Mahkamah Konstitusi Republik Indonesia, penggunaan *underlying transaction* tersebut dimaksudkan agar terhindar dari adanya unsur-unsur (1) *Riba*, yaitu unsur bunga atau *return* yang diperoleh dari penggunaan uang untuk mendapatkan uang (*money for money*); (2) *Maysir*, yaitu unsur spekulasi, judi, dan sikap untung-untungan; dan (3) *Gharar*, yaitu unsur ketidakpastian terkait dengan penyerahan, kualitas, dan kuantitas. Dalam sukuk *Ijarah Al Muntahiyah Bittamlik* atau

Ijarah Sale and Lease Back, penjualan aset tidak disertai penyerahan fisik aset tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial title*) sedangkan kepemilikan aset (*legal title*) tetap pada obligor. Pada akhir periode sukuk, SPV wajib menjual kembali aset tersebut kepada obligor.

Dalam keputusan Mahkamah Konstitusi RI, dijelaskan juga tentang kriteria pemilihan Barang milik Negara sebagai *underlying Asset* SBSN adalah:

1. Memiliki nilai ekonomis
2. Dalam kondisi layak/baik
3. Telah tercatat dalam dokumen Penatausahaan BMN
4. Bukan merupakan alat utama sistem persenjataan
5. Tidak sedang dalam sengketa
6. Tidak sedang digunakan sebagai aset SBSN

Jenis, nilai, spesifikasi BMN yang akan digunakan sebagai aset BMN ditetapkan oleh Menteri Keuangan. Kemudian Pasal 10 UU 19/2008 yang menyatakan bahwa Barang Milik Negara dapat digunakan sebagai dasar penerbitan SBSN, yang untuk selanjutnya Barang Milik Negara dimaksud disebut sebagai aset SBSN dan aset SBSN sebagaimana dimaksud dapat berupa tanah dan/atau bangunan, dan .selain tanah dan/atau bangunan.

Berdasarkan data Direktorat Jenderal Kekayaan Negara bahwa realisasi penerbitan sukuk negara sampai dengan february 2012 yang menggunakan *underlying asset* adalah sebesar Rp 55.474.960 (triliun) dengan nilai BMN

sebagai *underlying asset* sebesar Rp 55. 469. 840 (triliun) Adapun perincian sebagai berikut:

Tabel 2.5
Penggunaan BMN yang underlying dari tahun 2008-2012(dalam miliar)

Jenis SBSN	2008	2009	2010	2011	2012	Total
IFR 0001	2.714.70					2.714.70
IFR 0002	1.985.01					1.985.01
IFR 0003		2.632.59				2.632.59
IFR 0004		550.43				550.43
IFR 0005			1.171.63			1.171.63
IFR 0006			2.175.26			2.175.26
IFR 0007			1.547.09			1.547.09
IFR 0008			252.28			252.28
IFR 0010				4.110.10		4.110.10
SR 001		5.556.34				5.556.34
SR 002			8.033.87			8.033.87
SR 003				7.341.43		7.341.43
SPNS03022012				570.02		570.02
SPNS24022012				330.01		330.01
SPNS12042012				420.00		420.00
SNI 14		6.952.99				6.952.99
SNI 18				9.080.10		9.080.10
PBS0001					0.51	0.51
PBS0002					5.91	5.91
PBS0003					6.92	6.92
PBS0004					32.66	32.66
Total	4.699.71	15.692.34	13.180.13	21.851.66	46.00	55.469.84

Sumber: Catatan atas BMN- DJKN 2011 audited

2.4.3 Hak Investor terhadap *Underlying Asset* SBSN

Wahid (2010:162) mengungkapkan bahwa para investor sukuk mempunyai tiga hak dasar yaitu:

1. Mendapatkan Pengembalian
2. Mendapatkan kucuran dana tunai
3. Mendapatkan jaminan aset

Lebih lanjut diungkapkan bahwa diantara hak-hak yang dimiliki oleh investor terhadap *pool asset* (aset yang tidak dibagikan kepada pemilik) dapat diuraikan sebagai berikut:

1. Hak yang bertalian antara investor dengan aset
2. Hak eksploitasi bagi penggunaan aset
3. Hak mengambil keuntungan dan kerugian yang timbul atas aset
4. Hak pemeliharaan terhadap aset
5. Hak bertindak di depan mahkamah sekiranya terjadi kasus terhadap aset

Selama kontrak sukuk masih berlaku sebelum terjadi penebusan, selama itu pula hak-hak tersebut masih melekat pada investor.

2.5 Tinjauan Empiris

1. Reza (2010), Analisis Pembiayaan Defisit APBN : Peranan Surat Berharga Negara (SBN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Hasil menunjukkan Surat Bepharga Syariah Negara (SBSN) yang memiliki prospek menjanjikan, dan tidak hanya bisa dipakai sebagai instrumen pembiayaan defisit APBN, namun juga dapat menjadi gerbang investasi sektor riil.
2. Diyanti (2010), Tinjauan ekonomi islam terhadap alokasi dana sukuk dalam APBN. Hasil menunjukkan bahwa implementasi sukuk oleh pemerintah masih digunakan untuk membiayai defisit APBN dan bukan untuk pembiayaan produktif.
3. Khanifa (2012), Tinjauan Hukum Islam terhadap transaksi jual Beli sukuk ritel menggunakan sistem akad *Ijarah* serta relevansinya dengan Perlindungan investor. Hasil menunjukkan bahwa sukuk *Ijarah* termasuk jenis sukuk yang paling diminati oleh investor sehingga sukuk *Ijarah* ini berkembang sedemikian cepat dalam pasaran.

4. Khoirul Wafa (2010), Analisa Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Tingkat Permintaan Sukuk Ritel-I (periode Maret 2009-Juni 2010). Hasil Menunjukkan Secara Bersama-sama faktor independen yang terdiri dari harga sukuk negara ritel, harga obligasi ritel, tingkat bagi hasil deposito bank syariah, dan tingkat suku bunga mempunyai pengaruh yang signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel pada periode Maret 2009-Juni 2010. Secara parsial setiap variabel independen di atas mempunyai pengaruh secara signifikan terhadap tingkat permintaan sukuk negara ritel periode Maret 2009- Juni 2010.
5. Ritonga (2013) Pengaruh tingkat inflasi, rating, yield, tenor, zise dan tingkat bagi hasil deposito terhadap permintaan sukuk korporasi pada pasar modal syariah. Hasil menunjukkan bahwa secara simultan tingkat inflasi, rating, yield, tenor, size (nilai nominal sukuk negara) dan imbal hasil deposito berpengaruh signifikan terhadap permintaan sukuk dengan uji signifikan F dibawah 5% ($0,026 < 0,05$). Namun secara parsial hanya size (nilai emisi) yang berpengaruh secara signifikan terhadap permintaan sukuk korporasi.