

SUKUK: INSTRUMEN PEMBIAYAAN ISLAMIS POTENSIAL

Munir Achyar

Institut Agama Islam Nahdlatul Ulama (IAINU) Kebumen
munirwahanasatria@gmail.com

ABSTRACT

Sukuk have become an important state budget financing instrument. At present, several countries have become regular issuers of sukuk, for example Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, United Arab Emirates, Qatar, Pakistan, and State of Saxony Anhalt - Germany. Issuance of sovereign sukuk is usually intended for general funding purposes or for financing certain projects, such as the construction of dams, power plants, ports, airports, hospitals and toll roads. In addition, sukuk can also be used for cash-mismatch financing, namely by using short-term sukuk (Islamic Treasury Bills) which can also be used as money market instruments.

The large number of residents who are Muslim is one of the opportunities why sukuk are in great demand by investors. Sukuk instruments are considered to have a unique profit-sharing system in which not only Muslim investors are interested, but non-Muslim investors are also interested. The government believes that the issuance of sukuk will be one of the main sources of financing for infrastructure in the future due to the enormous opportunities such as policy support from the government, enormous financing needs and the very broad potential of the sukuk market. Even though sukuk have many advantages, there are still some risks that must be considered, such as market risk, liquidity risk, credit risk, asset risk, country risk, counterparty risk, and sharia financial risk.

Keywords: *Sukuk, Retail Sukuk, Islamic Financing Instruments*

ABSTRAK

Sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi regular issuer dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Penerbitan *sovereign* sukuk biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, misalnya pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu, sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch* yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) yang juga dapat digunakan sebagai instrumen pasar uang.

Banyaknya penduduk yang beragama muslim menjadi salah satu peluang mengapa sukuk sangat diminati para investor. Instrumen sukuk dinilai memiliki sistem bagi hasil keuntungan yang unik dimana tidak hanya investor Muslim saja yang tertarik namun investor non-Muslim pun juga tertarik. Pemerintah meyakini bahwa penerbitan sukuk akan menjadi salah satu sumber utama untuk pembiayaan infrastruktur di masa yang akan datang karena peluangnya yang sangat besar seperti adanya dukungan

kebijakan dari pemerintah, kebutuhan pembiayaan yang sangat besar dan potensi pasar sukuk yang sangat luas. Meskipun sukuk banyak memiliki kelebihan, tapi tetap ada beberapa risiko yang harus diperhatikan seperti risiko pasar, risiko likuiditas, risiko kredit, risiko aset, *country risk*, *counterparty risk*, dan risiko keuangan syariah.

Kata Kunci: *Sukuk, Sukuk Ritel, Instrumen Pembiayaan Islami*

PENDAHULUAN

Konsep keuangan berbasis syariah Islam (*Islamic finance*) dewasa ini telah tumbuh secara pesat, 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. Selain itu, juga telah dibentuk lembaga internasional untuk merumuskan infrastruktur sistem keuangan Islam dan standar instrumen keuangan Islam, serta didirikannya lembaga rating Islam. Beberapa prinsip pokok dalam transaksi keuangan sesuai syariah antara lain berupa penekanan pada perjanjian yang adil, anjuran atas sistem bagi hasil atau *profit sharing*, serta larangan terhadap riba, gharar, dan maysir.

Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang telah banyak diterbitkan baik oleh korporasi maupun negara adalah sukuk. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara telah menjadi regular issuer dari sukuk, misalnya Malaysia, Bahrain, Brunei Darussalam, Uni Emirate Arab, Qatar, Pakistan, dan State of Saxony Anhalt – Jerman. Penerbitan sovereign sukuk biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan negara secara umum (*general funding*) atau untuk pembiayaan proyek-proyek tertentu, misalnya pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik, pelabuhan, bandar udara, rumah sakit, dan jalan tol. Selain itu, sukuk juga dapat digunakan untuk keperluan pembiayaan *cash-mismatch*, yaitu dengan menggunakan sukuk dengan jangka waktu pendek (*Islamic Treasury Bills*) yang juga dapat digunakan sebagai instrumen pasar uang.¹

¹ Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang – Depkeu
<https://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2008/12/08/mengenal-sukuk-instrumen-investasi-dan-pembiayaan-berbasis-syariah/>. Diakses 05 April 2018 pukul 20.00 WIB.
LABATILA: Jurnal Ilmu Ekonomi Islam - Volume 3 Nomor 1 (2019)
<https://ejournal.iainu-kebumen.ac.id/index.php/lab>

Islam tidak melarang umatnya untuk menanggung risiko dalam menjalankan investasi. Setiap mukmin harus melakukan tindakan yang terbaik untuk hari ini dan menyerahkan hasilnya kepada Allah. Sebab manusia tidak mengetahui hasil upaya yang dilakukan saat ini.² Investasi yang aman secara duniawi belum tentu aman dari sisi akhirnya, maksudnya investasi yang sangat menguntungkan sekalipun dan tidak melanggar hukum positif yang berlaku belum tentu aman kalau dilihat dari sisi syariah Islam.³

Dalam Islam, investasi merupakan kegiatan muamalah yang sangat dianjurkan, karena dengan berinvestasi harta yang dimiliki menjadi produktif dan juga mendatangkan manfaat bagi orang lain. Investasi menurut definisi adalah menanam atau menempatkan aset, baik berupa harta maupun dana pada sesuatu yang diharapkan akan memberikan hasil pendapatan atau akan meningkatkan nilainya di masa yang akan datang.⁴ Untuk mengimplementasikan anjuran dalam berinvestasi, maka harus diciptakan sarana untuk berinvestasi.

Istilah Sukuk sudah dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakan dalam konteks perdagangan internasional. Sukuk merupakan bentuk jamak dari sakk yang memiliki arti yang sama dengan sertifikat atau note. Ia dipergunakan untuk para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersil lainnya. Namun demikian, sejumlah penulis barat yang memiliki concern terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab, menyatakan sakk inilah yang menjadi akar kata cheque dalam bahasa latin, yang saat ini telah menjadi sesuatu yang lazim digunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer.⁵

METODE PENELITIAN

Metode penelitian yang digunakan pada penelitian ini yaitu metode penelitian kualitatif dengan pendekatan deskriptif dengan jenis penelitian literature review. literature review yaitu mengumpulkan informasi atau karya tulis yang

² Muhammad Nafik HR, *Bursa Efek dan Investasi Syariah*, (Jakarta: PT Serambi Ilmu Semesta, 2009), hlm. 23.

³ Adiwirman A. Karim, *Ekonomi Islam: Suatu Kejadian Kontemporer*, (Jakarta: Gema Insani, 2001), Cet. 1, hlm. 140.

⁴ Ahmad Ghazali, *Halal, Berkah, Bertambah. Mengenal dan Memilih Produk Investasi Syariah*, (Jakarta: Elex Media Komputindo, 2004), hlm. 17.

⁵ Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*, (Jakarta: Sinar Grafika, 2009), hlm. 95

bersifat kepustakaan.⁶ Pengumpulan informasi dilakukan dengan cara menelaah dari beberapa sumber tertulis yaitu jurnal, buku, dan sumber-sumber lainnya yang tentunya sesuai dengan objek penelitian

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Obligasi Syariah (Sukuk)

1. Sejarah

Dalam periode klasik, sukuk berasal dari bentuk jamak dalam bahasa Arab yakni *_sak'* bermakna akta atau sertifikat kepemilikan. Sumber lain menyebutkan, kata tersebut kemudian menjadi asal dari kata *'cheque'* dalam bahasa Eropa yang berarti sebuah dokumen yang merepresentasikan sebuah kontrak atau pengalihan kepemilikan (obligasi) atau kewajiban yang harus dipenuhi berdasarkan prinsip syari'ah. Namun demikian, fakta historis menunjukkan bahwa sukuk merupakan produk yang digunakan secara luas pada abad pertengahan Islam untuk mentransfer kewajiban keuangan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya.⁷

Literatur lain menceritakan hal senada bahwa sukuk secara umum digunakan untuk perdagangan internasional di wilayah muslim pada abad pertengahan. Fakta historis menunjukkan bahwa sukuk secara nyata digunakan secara luas oleh masyarakat muslim pada abad pertengahan dalam bentuk surat berharga yang mewakili kewajiban pembiayaan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial.

Dalam perkembangannya, upaya mengembangkan dan meluncurkan surat berharga mirip obligasi yang sesuai syariah dilakukan kembali pada 1978 oleh Yordania. Pemerintah setempat mengizinkan Bank Islam Jordan menerbitkan obligasi Islami yang dikenal dengan obligasi mukharadah. Hal ini kemudian diikuti dengan diterbitkannya Muqaradah Bond Act 1981. Upaya senada juga dilakukan Pakistan yang menerbitkan undang-undang (UU) khusus yang disebut Peraturan tentang Perusahaan Mudarabah dan Aturan

⁶ Muannif Ridwan, Suhar AM, dkk, *pentingnya literature reviuw pada penelitian ilmaiah*, mashohi, volume 2 nomor 1, juli 2021, hal, 42-51

⁷ Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, (Jakarta: Bank Indonesia 2003), hlm. 200.

Pengembangan dan Kontrol Mudarabah 1980. Sayangnya, tidak satupun dari semua upaya ini yang menghasilkan aktivitas berarti karena minimnya infrastruktur yang sesuai dan kurangnya transparansi dalam pasar tersebut. Penerbitan obligasi Islam yang pertama kali sukses adalah *Government Investment Issues* (GII) —sebelumnya dikenal dengan *Government Investment Certificate* (GIC)— yang dilakukan oleh pemerintah Malaysia pada 1983. Namun, langkah inovasi yang ada lamban dan *institusi finansial* Islam saat itu tidak dapat mengembangkan pasar aktif bagi sekuritas tersebut. Berikutnya, kesuksesan sekuritisasi aset dalam pasar konvensional menghadirkan kerangka yang justru dapat diaplikasikan untuk aset Islam. Pada akhir 1990, struktur berbasis aset yang cukup diakui dalam bentuk sukuk dikembangkan di Bahrain dan Malaysia. Struktur ini menarik perhatian investor dan peminjam karena dianggap kendaraan potensial untuk mengembangkan pasar kapital Islam.⁸

2. Pengertian Obligasi Syariah

Pada dasarnya definisi sukuk yang berasal dari berbagai sumber literatur dapat dibedakan menjadi dua jenis, yaitu definisi secara bahasa dan istilah. Secara bahasa, kata sukuk berasal dari bahasa arab sukuk, bentuk jamak dari sakk, yang dalam peristilahan ekonomi berarti *legal instrument, deed*, atau *check*. Dari sisi istilah, sukuk didefinisikan suatu dokumen sah yang menjadi bukti penyertaan modal atau bukti utang terhadap pemilik suatu harta yang boleh dipindahmilikan dan bersifat jangka panjang.⁹

3. Karakteristik Sukuk

Terdapat beberapa karakter sukuk, diantaranya:

- a. merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*)
- b. Pendapatan berupa imbalan (kupon), marjin, dan bagi hasil, sesuai dengan jenis akad yang digunakan.

⁸ Zamir Iqbal and Abbas Mirakhor, *Pengantar Keuangan Islam: Teori dan Praktik*, (Jakarta: Kencana 2008), Edisi Pertama, hlm. 224.

⁹ Nazaruddin Abdul Wahid, *Sukuk, Memahami & Membedah Obligasi Pada Perbankan Syariah*, (Yogyakarta: Ar-Ruzz Media, 2010) hlm. 93.

- c. Terbebas dari unsur riba, gharar, dan maysir
- d. Penerbitan melalui *special purpose vehicle* (SPV)
- e. Memerlukan *Underlying Asset*
- f. Penggunaan *proceeds* harus sesuai dengan prinsip syariah.

4. Jenis Jenis Sukuk¹⁰

a. Sukuk Mudharabah

Sukuk atau sertifikat mudharabah dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi dalam suatu perekonomian. Jenis ini merupakan sertifikasi yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip mudharabah dengan menunjuk partner atau pihak lain sebagai mudarib untuk manajemen bisnis. Berikut ini adalah ciri-ciri yang melekat pada sertifikat mudharabah:

- 1) Sukuk Mudharabah (SM) mewakili kepemilikan umum dan memberi hak pemegangnya untuk berbagi pada proyek khusus.
- 2) Kontrak SM didasarkan pada pengumuman resmi dan penerbit atau prospektus, yang harus memberikan seluruh informasi yang diperlukan oleh syariah untuk kontrak Qirad seperti jenis modal, rasio untuk distribusi profit dan kondisi lain yang berhubungan dengan penerbit, yang harus disesuaikan dengan syariah.
- 3) Manajer / supervisor yang menerima pendanaan yang dikumpulkan dari pelanggan untuk SM juga dapat menginvestasikan dananya sendiri. Ia akan memperoleh keuntungan untuk kontribusi modalnya sebagai tambahan pada bagian keuntungan sebagai mudarib.
- 4) Tidak prospektus dan tidak juga SM yang berisi

¹⁰ Abdul Manan, Obligasi Syariah, www.badilag.net diakses pada tanggal 05 April 2016, pukul 21.00 WIB.

jaminan, baik dari pihak penerbit atau manajer pendanaan, untuk modal atau suatu keuntungan tetap, atau keuntungan berdasarkan prosentase modal.

- 5) Pemegang SM diberikan hak untuk memindahkan kepemilikan dengan menjual sertifikat di pasar sekuritas sesuai nilainya. Nilai pasar sertifikat mudarabah bervariasi berdasarkan tatus bisnis dan keuntungan yang diantisipasi atau diharapkan dari

b. Sukuk Ijarah

Sukuk ijarah adalah sekuritas yang mewakili kepemilikan aset yang keberadaannya jelas dan diketahui, yang melekat pada suatu kontrak sewa beli (*lease*), sewa dimana pembayaran return pada pemegang sukuk. Berkat fleksibilitas pada aturan ijarah, pelaksanaan sekuritisasi kontrak ijarah merupakan faktor kunci dalam mengatasi masalah-masalah manajemen likuiditas dan untuk pembiayaan kebutuhan-kebutuhan sektor publik di negara-negara berkembang. Berikut ini ciri-ciri yang harus dipertahankan dalam memandang sekuritisasi dengan ijarah :

- 1) Penting untuk kontrak ijarah bahwa baik aset yang disewa beli dan jumlah yang disewa diketahui dengan jelas oleh pihak-pihak yang terkait pada saat kontrak dan jika kedua hal ini diketahui, ijarah dapat dikontrakkan pada suatu aset atau suatu bangunan yang belum dikonstruksi, selama hal tersebut dijelaskan sepenuhnya dalam kontrak asalkan pihak yang menyewakan secara normal mampu mendapatkannya, membangun atau membeli aset yang disewakan pada saat yang ditentukan untuk pengirimannya pada penyewa. Pihak yang menyewakan dapat menjual aset yang disewa asalkan hal itu tidak menghalangi penyewa untuk mengambil manfaat dari aset tersebut.

Pemilik baru mempunyai hak untuk menerima penyewaan pada sisa periode yang ada. Dengan cara yang sama, mereka dapat mengatur bagian dari aset mereka kepada pemilik baru secara individu atau secara kolektif.

- 2) Penyewaan dalam ijarah harus ditetapkan dalam bentuk yang jelas untuk bentuk pertama dari sewa beli, dan untuk bentuk perubahan di masa yang akan datang, mungkin saja konstan, meningkat atau menurun oleh percontohan/benchmarking atau menghubungkannya dengan variabel-variabel yang jelas, seperti tingkat inflasi, indeks harga yang diumumkan secara teratur, atau bentuk lain yang ditetapkan berdasarkan presentase.
- 3) Sebagai prosedur yang harus diperhatikan untuk penerbitan sukuk ijarah, SPV diciptakan untuk membeli aset yang mengeluarkan sukuk kepada para investor, yang memungkinkannya untuk membuat pembayaran untuk pembelian aset tersebut. Aset tersebut kemudian disewakan kepada pemerintah atau bentuk perusahaan tertentu untuk digunakan. Penyewa membuat pembayaran sewa secara teratur kepada SPV yang kemudian mendistribusikan hal yang sama kepada pemegang sukuk. Jadi, pihak yang menyewakan dapat menetapkan peningkatan penyewaan, peningkatan penyewaan pada sukuk dapat diindikasikan dengan kemungkinan variasi yang sangat kecil, yang mungkin dapat disebabkan oleh pembayaran dari pengeluaran-pengeluaran tidak terduga oleh pemilik oleh pihak yang menyewakan atau kemungkinan adanya pembatalan oleh penyewa.

c. Sukuk Istisna

Istisna adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran di masa depan dan pengiriman di masa depan dari barang-barang yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembuatan atau pembangunan rumah, pabrik, proyek, jembatan, jalan, dan jalan tol. Disamping kontrak istisna yang paralel dengan sub kontraktor, bank-bank Islam dapat melakukan pembangunan aset tertentu dan menjualnya untuk harga yang ditunda, dan melakukan subkontrak pembangunan aktual kepada perusahaan khusus.

d. Sekuritas / sukuk Salam

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian. Tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas salam sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang paralel dengan kontrak pertama. Dalam kasus ini, kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain. Spesifikasi dari barang dan jadwal pengiriman dari kedua kontrak harus sesuai satu sama lain, tetapi kedua kontrak dapat dilakukan secara independen. Kemungkinan untuk memiliki sertifikat salam yang dapat diperjualbelikan belum dapat diputuskan. Sejauh ini, para pakar cenderung belum dapat menerimanya. Diperlukan analisis tentang penjualan kembali barang yang dibeli dengan menggunakan salam sebelum dimiliki oleh pembeli pertama, khususnya pada situasi dimana ia memelihara persediaan dari barang tersebut.

e. Sekuritas / Sukuk Portofolio Gabungan

Bank dapat membuat sekuritas gabungan dari kontrak

musyarakah, ijarah, dan beberapa murabahah, salam, istisna, dan ju'alah (kontrak untuk melaksanakan tugas tertentu dengan menetapkan pembayaran pada periode tertentu). Return / resiko pada sekuritas tersebut akan bergantung pada gabungan kontrak yang dipilih. Contoh yang terkenal dari sukuk portofolio gabungan adalah Solidarity Trust Sukuk dari IDB untuk 400 juta dollar Amerika yang diterbitkan pada tahun 2003.

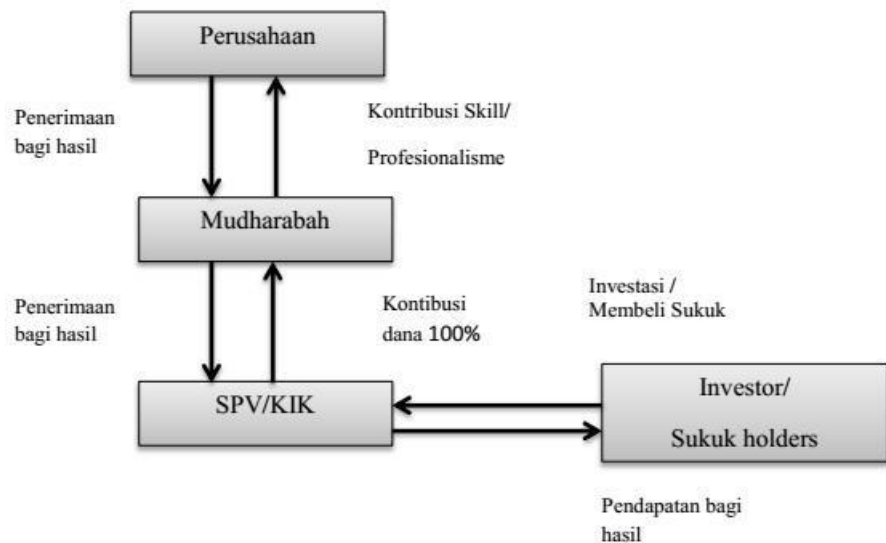
Walaupun bentuk akad yang diterapkan dalam obligasi syariah itu banyak, namun dilihat dari akad yang digunakan sampai saat ini baru dua jenis obligasi syariah yang sedang berkembang di Indonesia, yaitu: obligasi Mudharabah dan Ijarah. Keduanya sesuai kaidah syariah namun berbeda dalam perhitungan, penilaian, dan pemberian bagi hasil (return).

Obligasi Mudharabah adalah skema kerja sama dengan skema bagi hasil pendapatan atau keuntungan, obligasi jenis ini akan memberikan return dengan menggunakan *term indicative / expected return* karena sifatnya yang *floating* dan tergantung kinerja pendapatan yang dibagihasilkan. Beberapa hal pokok mengenai obligasi syariah mudharabah meliputi:

- 1) Kontrak atau akad mudharabah harus dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan (*trusty*)
- 2) Rasio bagi hasil (nisbah) didasarkan pada pembagian pendapatan (*revenue sharing*)
- 3) Nisbah dapat ditetapkan konstan, meningkat atau menurun tetapi harus ditetapkan dengan jelas di dalam kontrak
- 4) Penerbit obligasi membayar semua keuntungan yang ditetapkan dalam kontrak bagi hasil, dan total keuntungan di dalam laporan keuangan.
- 5) Pembayaran keuntungan atau tingkat pengembalian ini dapat dilakukan secara periodik.

- 6) Obligasi mudharabah ini memberikan indikasi tingkat pengembalian, sebab besarnya pendapatan bagi hasil didasarkan pada kinerja yang aktual dari emiten.

Berikut model struktur obligasi mudharabah menurut nafik (2009)



Investor yang membeli sukuk mudharabah berarti telah menjadi shahibul maal bagi emiten yang komposisinya adalah sebesar rasio total nilai sertifikat sukuk dibagi total modal yang dibutuhkan. Komposisi ini juga memberikan porsi bagian pembagian hasil dari pengelolaan dana.

Total modal yang terkumpul pada SPV dan para investor diberikan kepada Mudharib oleh SPV. Pembagian hasil antara

SPV dan emiten didasarkan atas nisbah yang disepakati antara SPV dan emiten.

Pendapatan bagi hasil akan diterima secara periodik oleh SPV sesuai nisbahnya, kemudian SPV kan membagikannya secara periodik kepada para pemegang sukuk mudharabah sesuai dengan komposisi kepemilikan masing-masing sukuk. Pokok sukuk akan dibayar kembali pada saat jatuh tempo sebesar nilai penyertaan masing-masing investor.

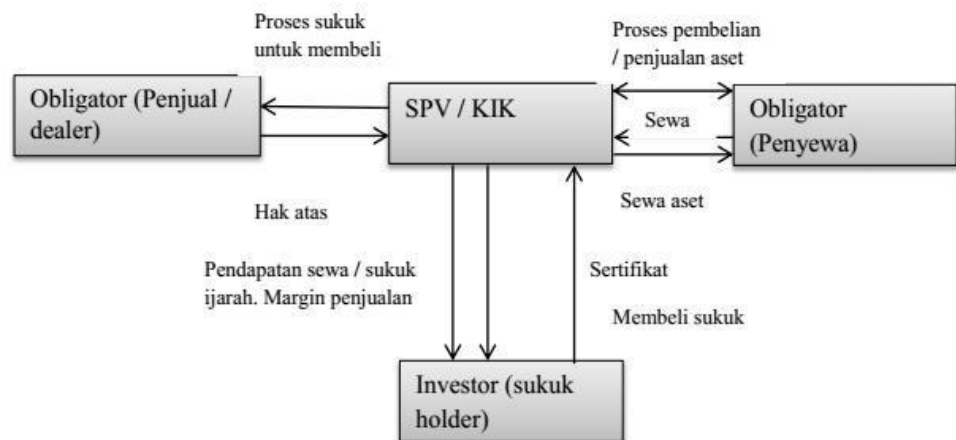
- b. Obligasi Ijarah adalah pemilik hak atas manfaat penggunaan suatu aset sebagai ganti pembayaran. Obligasi ijarah adalah surat berharga yang berisi akad pembiayaan berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten), pemerintah atau institusi lainnya yang mewajibkan penerbit obligasi untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi berupa fee hasil penyewaan aset serta membayar dana pokok obligasi pada saat jatuh tempo.

Dalam praktik, obligasi ijarah dapat dilakukan dengan dua cara:

- 1) Investor sebagai penyewa (*musta'jir*) dan emiten sebagai perwakilan (*agent*) investor dan pemilik properti sebagai orang yang menyewakan properti (*mu'jir*). Dengan cara ini ada dua jenis kontrak yaitu: kontrak antara investor dengan emiten disebut kontrak wakala (*agent contract*) dan kontrak antara emiten dengan pemilik properti disebut kontrak ijarah.
- 2) Investor menyewakan properti kepada emiten dengan kontrak ijarah dan menertbitkan obligasi syariah ijarah. Emiten wajib membayar *margin / fee* kepada investor dan membayar dana obligasi syariah setelah waktu yang telah ditetapkan (pada

waktu obligasi jatuh tempo).

Berikut model struktur obligasi syariah ijarah menurut nafik (2009):



f. Sukuk dan Konsep Keuangan Islam

Konsep keuangan Islam didasarkan pada prinsip moralitas dan keadilan. Oleh karena itu, sesuai dengan dasar operasionalnya yakni syariah Islam yang bersumber dari Al Qur'an dan Hadist serta Ijma, instrument pembiayaan syariah harus selaras dan memenuhi prinsip syariah, yaitu antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, thayyib, dan maslahat. Selain itu, transaksi dalam keuangan Islam sesuai dengan syariah harus terbebas dari unsur larangan berikut: (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 unsure ketidakpastian yang antara lain terkait

dengan penyerahan, kualitas, kuantitas, dan sebagainya.

SBSN ini merupakan surat berharga dalam mata uang rupiah maupun valuta asing berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan oleh Negara Republik Indonesia, baik dilaksanakan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, serta wajib dibayar atau dijamin pembayaran imbalan dan nilai nominalnya oleh Negara Republik Indonesia, sesuai dengan ketentuan perjanjian yang mengatur penerbitan SBSN tersebut. Menurut Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) Fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002:

Perbedaan Obligasi Syariah dengan Obligasi Konvensional

Instrumen	Obligasi Syariah (sukuk)	Obligasi
Sifat	Bukan merupakan hutang bagi penerbitnya tetapi merupakan lembar saham kepemilikan atas aset/proyek/jasa spesifik yang tidak dibagikan	Hutang bagi penerbitnya
Nilai buku aset	Minimum 51% aset berwujud (tangile aset) pada kontrak mereka disyaratkan untuk menyokong penerbitan sukuk al-ijarah	Secara umum tidak mensyaratkan
Tuntutan (claim)	Pemilik menuntut atas aset/proyek/jasa yang dijaminakan dan lain-lain	Kreditor peminjaman hutang, beberapa hukum gadai atas aset

Keamanan	Keamanan dijamin oleh hak kepemilikan atas aset atau proyek yang dijamin dalam penjaminan aset atau proyek selain bentuk-bentuk peningkatan jaminan yang telah ditentukan	Secara umum obligasi tidak aman kecuali mortgage dijamin equipment (obligasi aset tertentu) dan lain-lain.
----------	---	--

Prinsip pengembalian (return)	Tidak dijamin oleh penerbit	Dijamin oleh penerbit
Tujuan	Harus diterbitkan hanya untuk tujuan halal secara islami	Dapat diterbitkan untuk beberapa tujuan
Perdagangan Sekuritas	Penjualan atas minat kepemilikan pada aset/proyek/jasa spesifik dan lain-lain	Penjualan atas instrumen hutang
Tanggung jawab pemegang/pemilik	Tanggung jawab untuk kewajiban yang telah ditentukan berkaitan dengan aset/proyek/transaksi yang dijamin terbatas pada partisipasi dalam penerbitan	Bondholder/pemegang obligasi tidak bertanggungjawab atas kondisi keuangan penerbit

g. Pihak- Pihak Yang Terlibat Dalam Penerbitan Obligasi Syariah (Sukuk)¹¹ Dalam penerbitan obligasi syariah, akan melibatkan beberapa pihak yang saling terkait dengan yang lainnya.

1) Obligor

Adalah pihak yang bertanggungjawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk / obligasi syariah jatuh tempo. Dalam hal sovereign sukuk, obligornya adalah pemerintah.

Adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas

¹¹ Khairul Umam, *Pasar Modal Syariah & Praktek Pasar Modal Syariah*, (Bandung : Pustaka Setia, 2013), hlm. 180.
LABATILA: Jurnal Ilmu Ekonomi Islam - Volume 3 Nomor 1 (2019)
<https://ejournal.iainu-kebumen.ac.id/index.php/lab>

imbangan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing. Investor yang dimaksud disini bisa islamic investor ataupun konvensional.

Adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk. *Special Purpose Vehicle* (SPV) berfungsi (i) sebagai penerbit sukuk, (ii) menjadi *counterpart* pemerintah atau *corporate* dalam transaksi aset, (iii) sebagai wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor).

4) *Trustee*, bisa *Principal Trustee* atau *Co Trustee*

Trustee mewakili kepentingan pembeli obligasi, *trustee* melakukan semacam penilaian terhadap perusahaan yang akan menerbitkan obligasi untuk meminimalkan resiko yang ditanggung obligor.

5) *Appraiser*

Adalah perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan yang akan melakukan emisi untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar.

6) *Custody*

Custody menyelenggarakan kegiatan penitipan, bertanggungjawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai kontrak antara kustodian dan pemegang rekening. Kustodian bisa berupa lembaga penyimpanan dan penyelesaian, perusahaan efek, dan bank umum.

7) *Shariah Advisor*

Penerbitan sukuk (obligasi syariah) harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah untuk meyakinkan investor bahwa sukuk telah distruktur sesuai syariah. pernyataan syariah *compliance* tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah

atau institusi yang membidangi masalah syariah. untuk penerbitan sukuk (obligasi syariah) di dalam negeri, syariah *compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional – MUI. Untuk penerbitan sukuk internasional, diperlukan *endorsement* dari ahli / lembaga syariah internasional misalnya IIFM.

8) Arranger atau Manajer Investasi

Manajer investasi merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan investor untuk diinvestasikan di pasar modal.

9) *Paying Agent*

Biasanya sebuah bank komersial yang diberi wewenang oleh penerbit surat berharga untuk membayar kewajiban pokok dan bunga kepada pemegang surat berharga, agen tersebut bertindak sebagai pembayar dan menarik biaya untuk jasa pelayanan.

B. Prospek Sukuk di Indonesia

Dengan diberlakukannya UU Sukuk Negara adanya penerbitan sukuk oleh pemerintah, itu berarti bahwa sukuk kini menjadi instrumen pembiayaan yang diakui sehingga dapat meningkatkan kepercayaan investor terhadap sukuk kita, baik sukuk negara maupun korporasi. Diperkirakan perkembangan pasar sukuk di Indonesia akan lebih semarak dibandingkan sebelumnya. Terlebih lagi, minat investor terhadap sukuk ini sangat besar.

C. Sukuk Negara Ritel

Sukuk ritel merupakan salah satu dari sekian banyak produk investasi yang berbasis syariah yang ditawarkan untuk para investor. Sukuk ritel diterbitkan dengan kode SR memiliki kekhasan dibandingkan produk investasi lain. Sukuk ritel merupakan produk investasi yang

dikhususkan untuk investor ritel sehingga untuk berinvestasi tidak membutuhkan jumlah uang yang besar, memiliki tingkat imbalan hasil yang kompetitif dibanding deposito, dan penerbitannya dijamin oleh pemerintah yang didasarkan pada underlying asset. Underlying asset yang dimaksud adalah jaminan aset berupa barang milik negara, sehingga Sukuk Ritel (SR) memiliki tingkat risiko yang lebih rendah dan sesuai dengan investor yang menghindari risiko tinggi.¹²

Surat berharga syariah negara ritel (sukuk ritel) merupakan surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset surat berharga syariah negara, yang dijual kepada individu atau perorangan warga negara Indonesia melalui agen penjual, dengan volume minimum yang ditentukan. Sukuk ritel negara merupakan sukuk yang dikeluarkan oleh pemerintah dan ditujukan bagi individu warga negara Indonesia. Sukuk harus memiliki *underlying* asset yang jelas sebagai penjamin.¹³

Tujuan penerbitan sukuk ritel ini memiliki tujuan yang sama dengan obligasi yang diterbitkan pemerintah lainnya (SUN, ORI, SBSN) yaitu untuk membiayai anggaran negara, diversifikasi sumber pembiayaan, memperluas basis investor, mengelola pembiayaan negara dan menjamin tertib administrasi pengelolaan Barang Milik Negara.¹⁴

Penerbitan sukuk negara ritel adalah wujud konkret dari penerbitan salah satu surat berharga negara. Penerbitan Sukuk ini memang ditujukan untuk investor kecil dengan denominasi yang —relatif terjangkau— yaitu dengan investasi Rp. 5 juta dan kelipatannya. Dengan adanya Sukuk Negara Ritel ini untuk melengkapi instrumen investasi masyarakat umum yang mana instrumen ini bertujuan untuk penggalangan dana masyarakat sebagai salah satu sumber pembiayaan negara.

¹² Tim Redaksi Iqtishodia dan Program Studi Ilmu Ekonomi Syariah, Departemen Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Manajemen IPB, | *Jurnal Ekonomi Islam Republika Iqtishodia*, Edisi Kamis 23 Oktober 2014, hlm. 23.

¹³ Handityo Nugroho, —*Perkembangan Sukuk di Indonesia, Karya Ilmiah*, (Jakarta: Universitas Indonesia,

¹⁴ Wiku Suryomurti, *Super Cerdas Investasi Syariah, Hidup Kaya Raya, Mati Masuk Surga*, (Jakarta: Qultum Media, 2011), hlm. 152.

SBSN/Sukuk Negara ditujukan untuk investor institusi dengan nilai minimal investasi Rp. 1 miliar, sedangkan setiap unit penyertaan ritel adalah Rp 1 juta dengan minimal pembelian 5 unit dan kelipatannya (misal : 5 unit penyertaan @ Rp 1.000.000 = Rp 5 juta dan kelipatannya). Dengan adanya peluncuran/penerbitan —Sukuk Negara Ritel ini maka investor kecil dapat mendiversifikasi portofolio investasinya mengingat beberapa —lahan| investasi konvensional belum memberikan sinyal yang positif karena imbas krisis keuangan global. Imbal hasil dari Sukuk Negara Ritel ini juga relatif tinggi dengan dibandingkan imbal hasil dari tabungan ataupun deposito. Sebagai peluncuran perdana pemerintah menerbitkan Sukuk Ritel seri SR001 dengan kupon 12 % pertahun dan jangka waktu jatuh tempo 3 tahun.

1. Bagaimana menghitung imbal hasil Sukuk Ritel

Seperti halnya instrumen investasi lainnya, maka harga pasar yang terjadi dipasar sekunder untuk Sukuk Negara Ritel ini mengikuti hukum pasar, bilamana ada ketidakseimbangan permintaan dan penawaran maka harga pasar Sukuk Negara Ritel ini juga akan terkoreksi juga bisa naik ataupun turun. Berikut ini adalah ilustrasi sederhana bagaimana menghitung investasi Sukuk Negara Ritel :

Ilustrasi Perhitungan Hasil Investasi Sukuk pada Bank Muamalat

Investor A membeli Sukuk Ritel di pasar perdana, dengan setelmen tanggal 21 Maret 2012 sebesar Rp 10.000.000,- (10 unit) dengan kupon 6% per tahun dan tidak dijual sampai masa jatuh tempo pada 21 September 2015 (3,5 tahun/ 42 bulan). Hasil yang diperoleh adalah:						
Imbalan yang diterima per bulan (sebelum pajak penghasilan final 15%)	6.00%	x	10.000.000	x	1/12	= 50.000
Imbalan yang diterima dikurangi pajak	50.000	x	(15% x 50.000)	=	42.500	

Imbalan yang diperoleh investor A sampai dengan jatuh tempo	42.500	x	42	=	1.785.000
Prinsipal yang diterima pada saat jatuh tempo	10.000.000	x	100%	=	10.000.000
Total pendapatan yang diterima oleh investor A selama 3,5 tahun memegang Sukuk Ritel	1.785.000	x	10.000.000	-	10.000.000 = 1.785.000

2. Cara Pembelian

Sebagai contoh dalam penawaran Sukuk Ritel Negara seri SR001, secara ringkas proses pembelian Sukuk Ritel Negara di pasar perdana adalah sebagai berikut :

- a. Mendatangi kantor pusat/cabang agen penjual yang telah ditunjuk oleh pemerintah;
- b. Membuka rekening dana pada salah satu bank umum (jika diperlukan) dan rekening surat berharga;
- c. Mengisi formulir pemesanan;
- d. Menyampaikan formulir pemesanan, fotokopi identitas diri (KTP/SIM) dan bukti setor (jika dibutuhkan) kepada agen penjualan dan menerima bukti penyerahan dokumen.

Sukuk merupakan instrumen investasi yang aman dan menguntungkan. Dibilang aman karena dijamin negara, dibidang menguntungkan karena imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan tabungan dan deposito, dan yang yang terpenting adalah halal karena tidak mengandung riba karena sudah mendapatkan syariah *compliance endorsement* dari Dewan Syariah Nasional – MUI.¹⁵

Salah satu langkah strategis yang dilaksanakan oleh Pemerintah yaitu menerbitkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara pada bulan Oktober tahun 2008. Penerbitan Sukuk Negara ini merupakan upaya Pemerintah untuk memperoleh sumber pembiayaan

¹⁵ Instrumen Investasi Baru: Sukuk Negara Ritel, [https://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2009/02/27/instrumen-investasi-baru-sukuk-negar a-ritel-bag-2/](https://pengelolaankeuangan.wordpress.com/2009/02/27/instrumen-investasi-baru-sukuk-negar-a-ritel-bag-2/) Diakses 05 April 2018 pukul 21.30 WIB.

baru terutama dari sektor keuangan syariah domestik maupun global yang berkembang pesat dalam sepuluh tahun terakhir.

Pemerintah telah mengarahkan penerbitan Sukuk Negara digunakan untuk pembiayaan kegiatan yang menghasilkan barang atau jasa misalnya pembiayaan pembangunan infrastruktur melalui penerbitan Sukuk Negara. Hal ini sejalan dengan maqosid (tujuan) dari prinsip-prinsip keuangan Islam bahwa perkembangan transaksi keuangan harus diikuti oleh perkembangan produksi barang dan jasa atau mewajibkan keterkaitan antara sektor keuangan dan sektor riil.

Pembiayaan infrastruktur melalui penerbitan Sukuk Negara sebenarnya telah dilaksanakan sejak tahun 2010, yaitu ketika diterbitkannya Sukuk Negara dengan seri *Project Based Sukuk* (PBS). Saat ini porsi penerbitan Sukuk Negara untuk pembiayaan infrastruktur terus mengalami peningkatan. Hal ini seiring dengan semakin banyaknya kementerian/lembaga yang memanfaatkan penerbitan Sukuk Negara untuk pembiayaan proyek. Meningkatnya peran Sukuk Negara dalam pembiayaan infrastruktur, memberi ruang fiskal bagi pemerintah untuk lebih banyak lagi membangun infrastruktur. Dengan demikian, Sukuk Negara dapat menjadi salah satu solusi pembiayaan APBN terutama pembiayaan pembangunan di Indonesia terutama pembiayaan infrastruktur.¹⁶

E. Sukuk Negara sebagai Instrumen Fiskal dan Moneter

Seiring meningkatnya kebutuhan pembiayaan dan pentingnya untuk mengembangkan sumber-sumber pembiayaan, pada tahun 2008 pemerintah menerbitkan SBN yang didesain sesuai dengan prinsip-prinsip keuangan syariah yang dikenal sebagai Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara. Saat ini penerbitan Sukuk Negara tidak hanya untuk pembiayaan defisit umum APBN, tetapi lebih diarahkan untuk pembiayaan proyek infrastruktur. Hal ini bukan saja

¹⁶ Eri Hariyanto, *Sukuk Negara: Instrumen Pembiayaan Pembangunan dan Sarana Investasi Masyarakat*, <http://www.syariahfinance.com/opini/359-sukuk-negara-instrumen-pembiayaan-pembangunan-dan-sarana-investasi-masyarakat.html>, Diakses 05 April 2018, pukul 21.35 WIB.

sejalan dengan program Kabinet Kerja, tetapi juga sejalan dengan tujuan (*maqosid*) keuangan syariah yang turut menjadi pendorong berkembangnya sektor riil dan memberi *multiplier-effects* bagi pertumbuhan ekonomi.

SPN-S secara resmi diterbitkan oleh pemerintah pada bulan Agustus 2011. Saat ini investor SPN-S bukan hanya para pelaku pasar keuangan, tetapi juga oleh regulator sektor moneter yaitu Bank Indonesia (BI). Langkah BI untuk membeli SBN termasuk Sukuk Negara jangka pendek merupakan kebijakan BI untuk mengganti secara bertahap instrumen moneter dari Sertifikat Bank Indonesia (SBI) ke SBN. Dengan begitu, adanya kebijakan Bank Indonesia ini telah membuktikan bahwa Sukuk Negara bukan hanya menjadi instrumen fiskal tetapi juga menjadi instrumen moneter. Melalui Sukuk Negara, otoritas moneter dapat mengatur likuiditas uang yang beredar untuk menstabilkan kondisi perekonomian. Kehadiran Sukuk Negara dapat dijadikan instrumen untuk mengelola *excess/lack of liquidity*. Tantangan pemerintah ke depan agar peran Sukuk Negara sebagai instrumen fiskal maupun moneter semakin baik adalah pengembangan pasar Sukuk Negara. Kebutuhan pemerintah untuk menggunakan Sukuk Negara sebagai instrumen fiskal harus ditopang oleh pasar Sukuk Negara yang terbangun secara aktif dan likuid. Kondisi tersebut akan memudahkan pemerintah dalam menerbitkan Sukuk Negara dalam jumlah besar dengan permintaan imbalan (*yield*) yang wajar. Di sisi lain, otoritas moneter juga akan semakin banyak membutuhkan Sukuk Negara sebagai instrumen operasi moneter dan membantu perkembangan industri keuangan syariah. Tantangan tersebut dapat dihadapi dengan meningkatkan koordinasi dan harmonisasi peraturan-peraturan dengan pihak-pihak terkait.¹⁷

KESIMPULAN

¹⁷ Eri Hariyanto, Peran Sukuk Negara sebagai Instrumen Fiskal dan Moneter, http://www.kemenkeu.go.id/sites/default/files/Peran%20Sukuk%20Negara%20sebagai%20Instrumen%20Fiskal%20dan%20Moneter_0.pdf. Diakses 05 April 2018, pukul 21.43 WIB.

Dari paparan tersebut di atas, jelaslah bahwa secara historis sukuk merupakan produk yang digunakan secara luas pada abad pertengahan Islam untuk mentransfer kewajiban keuangan yang berasal dari perdagangan dan kegiatan komersial lainnya. Dalam konteks aplikasi dalam keuangan Islam modern, sukuk merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: (1) kepemilikan aset berwujud tertentu; (2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. Ketika sukuk diterbitkan oleh negara disebut dengan sukuk negara. Sukuk negara yang diperuntukkan untuk perorangan disebut sukuk negara ritel yaitu surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Sukuk merupakan peluang investasi yang halal, sesuai Syariah dan sangat menjanjikan. Sukuk risiko sangat kecil karena mendapat jaminan dari pemerintah, dalam jumlah yang tidak terbatas. Berbeda dengan deposito yang dibatasi maksimal yang dijamin adalah 2 Milyar. Berdasarkan fakta yang demikian itu, sudah selayaknya umat Islam yang kelebihan dana memanfaatkannya sebagai media investasinya karena sukuk sesuai dengan Syariah.

Banyaknya penduduk yang beragama muslim menjadi salah satu peluang mengapa sukuk sangat diminati para investor. Instrumen sukuk dinilai memiliki sistem bagi hasil keuntungan yang unik dimana tidak hanya investor Muslim saja yang tertarik namun investor non-Muslim pun juga tertarik. Pemerintah meyakini bahwa penerbitan sukuk akan menjadi salah satu sumber utama untuk pembiayaan infrastruktur di masa yang akan datang karena peluangnya yang sangat besar seperti adanya dukungan kebijakan dari pemerintah, kebutuhan pembiayaan yang sangat besar dan potensi pasar sukuk yang sangat luas. Meskipun sukuk banyak memiliki kelebihan, tapi tetap ada beberapa risiko yang harus diperhatikan seperti risiko pasar, risiko likuiditas, risiko kredit, risiko aset, *country risk*, *counterparty risk*, dan risiko keuangan syariah.

DAFTAR PUSTAKA

- Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk: Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*, Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. <http://www.dmo.or.id>.
- Diyanti. 2011. *Tinjauan Ekonomi Islam Terhadap Alokasi Dana Sukuk dalam APBN*. Skripsi diterbitkan. Jakarta: Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah.
- Fatah, Abdul Dede. 2011. *Perkembangan Sukuk di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan*. Al-Adalah, Vol. 10, (No. 1) Jakarta.
- Hariyanto, Eri. 2014. *Peluang Pembiayaan Infrastruktur melalui Sukuk*. Direktorat Jendral Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan. Jakarta.
- Pramono Sigit dan Aziz. 2008. *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*. Tesis diterbitkan. Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Karim, Adiwirman Azwar. 2011. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: Rajawali Pers. Cet. 4
- Yaumudin, Umi Karomah. 2008. *Investasi Syariah (Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik)*. Yogyakarta: Kreasi Wacana.
- Huda, Nurul & Edwin, Mustafa Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana.
- Huda, Nurul, dkk. 2012. *Keuangan Publik Islam*. Jakarta: Kencana.
- Sudarsono, Heri. 2002. *Konsep Ekonomi Islam – Suatu Pengantar*. Yogyakarta: Ekonisia.
- Sutedi, Adrian. 2009. *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, Jakarta: Sinar Grafika.
- Sunarsih. 2008. *Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Jangka Panjang bagi Perusahaan Indonesia*. Jurnal Asy-Syir'ah.