

**LAPORAN PENELITIAN**  
**ANALISIS INSTRUMEN MONETER SYARIAH DALAM BENTUK**  
**SUKUK**



**Disusun Oleh:**

**Aqwa Naser Daulay, M.Si**

**NIP. 198812242020121009**

**FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS ISLAM (FEBI)**  
**UNIVERSITAS ISLAM NEGERI SUMATERA UTARA**  
**MEDAN**  
**2023**

**Judul : Analisis Instrumen Moneter Syariah dalam Bentuk Sukuk**

**Nama : Aqwa Naser Daulay, M.Si**

**NIP : 198812242020121009**

**Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam**  
**Program Studi Perbankan Syariah**

**AQWA NASER DAULAY**

**Analisis Instrumen Moneter Syariah dalam Bentuk Sukuk**

vii + 49 halaman

**ABSTRAK**

Penelitian ini mencoba menjelaskan permasalahan pada instrumen moneter syariah dalam bentuk sukuk dalam hal mekanisme operasional implementasinya. Oleh sebab itu penelitian ini bertujuan untuk menganalisis Instrumen Moneter Syariah dalam Bentuk Sukuk dan permasalahan yang muncul. Adapun penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif dengan jenis penelitian studi pustaka, adapun teknik analisis yang digunakan teknik analisis model Miles and Huberman. Adapun hasil penelitian menunjukkan akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Obligasi Syariah antara lain: Ijarah, mudharabah (muqaradah)/qiradh, musyarakah, murabahah, salam, dan istisna, serta mekanisme sukuk dilakukan melalui proses pensekuritan aset. Adapun masalah pada sekuritas sukuk berupa Tingkat *return* yang dipastikan pada sukuk, Bay' al Dayn, Risiko Tingkat Pengembalian, kredit, nilai tukar, tingkat harga, likuiditas, kepatuhan syariah.

**Kata Kunci:** Implemetasi, Permasalahan, Sukuk

**Faculty of Islamic Economics and Business**

**Islamic Banking Study Program**

**AQWA NASER DAULAY**

**Analysis of Islamic Monetary Instruments in the Form of Sukuk**

vii + 49 pages

### **ABSTRACT**

This study attempts to explain problems in Islamic monetary instruments the form of sukuk in terms of operational mechanisms during their implementation. Therefore this research aims to analyze Islamic Monetary Instruments in the Form of Sukuk and the problems that arise. This research uses a descriptive approach with the type of literature study, while the analysis technique used is the Miles and Huberman model analysis technique. The research results show that the contracts that can be used in the issuance of Sharia Bonds include: Ijarah, mudharabah (muqaradah)/qiradh, musyarakah, murabahah, salam, and istisna, as well as the sukuk mechanism is carried out through an asset security process. The problems with sukuk securities are in the form of guaranteed rates of return on sukuk, Bay' al Dayn, Risk of Return, credit, exchange rates, price levels, liquidity, sharia compliance.

**Keywords:** Implementation, Problems, Sukuk

## SURAT REKOMENDASI

Saya yang bertanda tangan di bawah ini, menyatakan bahwa penelitian saudara:

Nama : Aqwa Naser daulay, M.Si  
NIP : 198812242020121009  
Tempat/Tanggal Lahir : Medan, 24 Desember 1988  
Jenis Kelamin : Laki-laki  
Agama : Islam  
Pangkat/Gol : Penata Muda Tk.I (III/b)  
Unit Kerja : Fakultas Ekonomi dan Bisnis Islam UIN Sumatera  
Utara Medan  
Judul Penelitian : Analisis Instrumen Moneter Syariah dalam Bentuk  
Sukuk

Telah memenuhi syarat sebagai suatu karya ilmiah, setelah membaca dan memberikan masukan serta saran-saran terlebih dahulu.

Demikian surat rekomendasi ini diberikan untuk dapat dipergunakan seperlunya.

Medan, 11 April 2023  
Konsultan,

**Dr. Fauzi Arif Lubis, MA**  
NIP. 198412242015031004

## KATA PENGANTAR

Alhamdulillahirabbil'amin, segala puji bagi Allah Azza wa Jalla atas segala rahmat, nikmat, anugerah, dan karunianya sehingga saya dapat menyelesaikan laporan penelitian yang berjudul Analisis Instrumen Moneter Syariah dalam Bentuk Sukuk. Shalawat dan salam senantiasa tercurahkan kepada Nabi Muhammad Shalallahu'alaihi wa salam.

Laporan penelitian ini merupakan salah satu syarat untuk kenaikan pangkat saya sebagai Lektor. Dalam proses penyusunannya, semua tidak terlepas dari bantuan, support dan dorongan dari berbagai pihak. Oleh sebab itu, peneliti mengucapkan terima kasih kepada bapak Wakil Dekan II selaku konsultan yang memberi masukan-masukan positif untuk membuat laporan ini menjadi lebih baik. Peneliti juga menyadari bahwa laporan penelitian ini masih perlu peningkatan sehingga peneliti mengharapkan kritik dan saran demi kesempurnaan laporan penelitian ini. Akhirnya, Peneliti juga mengharap semoga laporan penelitian ini dapat berguna bagi pembaca, peneliti dan pihak-pihak yang membutuhkan.

Medan, 10 April 2023

Peneliti,

Aqwa Naser Daulay, M.Si

NIP. 198812242020121009

## DAFTAR ISI

|   |     |
|---|-----|
| <b>JUDUL</b> .....                                    | i   |
| <b>ABSTRAK</b> .....                                  | ii  |
| <b>ABSTRACT</b> .....                                 | iii |
| <b>SURAT REKOMENDASI</b> .....                        | iv  |
| <b>KATA PENGANTAR</b> .....                           | v   |
| <b>DAFTAR ISI</b> .....                               | vi  |
| <b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....                        | 1   |
| A. Latar Belakang .....                               | 1   |
| B. Rumusan Masalah .....                              | 3   |
| C. Tujuan Penelitian .....                            | 3   |
| D. Manfaat Penelitian .....                           | 4   |
| E. Ruang Lingkup, Batasan dan Asumsi Penelitian ..... |     |
| <b>BAB II Landasan Teoritis</b> .....                 | 5   |
| A. Definisi dan Landasan Hukum Sukuk.....             | 9   |
| B. Manfaat Sukuk .....                                | 19  |
| C. Sukuk Modal atau Surat Hutang .....                | 20  |
| D. Konsep Aset Ditinjau dari Sukuk.....               | 21  |
| E. Penelitian Terdahulu .....                         | 22  |
| F. Kerangka Konseptual .....                          | 27  |
| <b>BAB III METODOLOGI PENELITIAN</b> .....            | 28  |
| A. Pendekatan Penelitian .....                        | 28  |
| B. Lokasi dan Waktu Penelitian .....                  | 28  |
| C. Jenis dan Sumber Data.....                         | 28  |
| D. Teknik Pengumpulan Data.....                       | 28  |
| E. Teknik Analisis Data.....                          | 28  |

|   |    |
|---|----|
| <b>BAB IV PEMBAHASAN</b> .....  | 30 |
| A. Tantangan Mengembangkan Pasar Sukuk .....                                | 30 |
| B. Jenis Sukuk Berdasarkan Akad.....  | 31 |
| C. Jenis Sukuk Negara Yang Telah Diterbitkan Oleh Pemerintah Indonesia .... | 34 |
| D. Contoh Kasus dalam Sukuk Bermasalah .....                                | 46 |
| <b>BAB V KESIMPULAN DAN SARAN</b> .....                                     | 49 |
| A. Kesimpulan .....   | 49 |
| B. Saran .....  | 49 |
| <b>DAFTAR PUSTAKA</b> .....   | 50 |

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang**

Kebijakan moneter dalam Islam berpijak pada prinsip-prinsip dasar ekonomi Islam sebagai berikut ; (a) Kekuasaan tertinggi adalah milik Allah dan Allahlah pemilik yang absolut. (b) Manusia merupakan Pemimpin (khalifah) di bumi, tetapi bukan pemilik yang sebenarnya. (c) Semua yang dimiliki dan didapatkan oleh manusia adalah karena seizin Allah, dan oleh karena itu saudara-saudaranya yang kurang beruntung memiliki hak atas sebagian kekayaan yang dimiliki saudarasaudaranya yang lebih beruntung. (d) Kekayaan tidak boleh ditumpuk terus atau ditimbun. (e) Kekayaan harus diputar. (f) Menghilangkan jurang perbedaaan antara individu dalam perekonomian, dapat menghapus konflik antar golongan. (g) Menetapkan kewajiban yang sifatnya wajib dan sukarela bagi semua individu, termasuk bagi anggota masyarakat yang miskin<sup>1</sup>.

Dalam aspek teknis, kebijakan moneter Islam harus bebas dari unsur riba dan bunga bak. Dalam Islam riba, yang termasuk didalamnya bunga bank diharamkan secara tegas. Dengan adanya pengharaman ini maka bunga bank yang dalam ekonomi kapitalis menjadi instrument utama manajemen moneter menjadi tidak berlaku lagi. Menejement moneter dalam Islam didasarkan pada prinsip bagi hasil. Begitu juga dalam perkembangan pengelolaan pada pasar modal Syariah harus sesuai dengan prinsip-prinsi ekonomi Islam dan terbebas dari unsur riba dan kedzaliman.

Dalam rangka pengembangan pasar modal syariah agar dapat tumbuh stabil dan berkelanjutan diperlukan pengembangan infrastruktur pasar yang memadai. Salah satu infrastruktur penting adalah tersedianya regulasi yang jelas, mudah dipahami, dan implementatif sehingga regulasi tersebut menjadi regulasi yang market friendly. Selanjutnya, mengingat Efek syariah memiliki karakteristik yang khusus maka

---

<sup>1</sup> Budiono, Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi N-2.Ekonomi Makro (Yogyakarta: BPFE, 2001), h. 96

diperlukan pengaturan yang sesuai dengan karakteristik masing-masing jenis Efeknya. Adapun instrumen moneter yang akan dibahas dalam tulisan ini yaitu instrumen sukuk.

Sukuk berasal dari Bahasa Arab : *صكوك* yang berarti dokumen atau sertifikat. Istilah sukuk merupakan bentuk jamak (plural) jamak dari *صك* Sakk, “ instrument hukum, akta, cek” adalah istilah dalam bahasa Arab yang digunakan untuk obligasi yang berdasarkan prinsip syariah. Sukuk dapat pula diartikan dengan Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian pernyataan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas Kepemilikan aset berwujud tertentu; Nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau kepemilikan atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu<sup>2</sup>. Sukuk adalah Efek berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang diterbitkan berdasarkan prinsi syariah, yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atas aset yang mendasarinya<sup>3</sup> (*underlying asset*<sup>4</sup>).

Misalnya pelaksanaan instrumen sukuk yang diterbitkan oleh BMA (Bahrain Monetary Agency) pada bulan Juni 2001 perdana mengeluarkan sukuk salam jangka pendek (91 hari) senilai 25 juta \$ Amerika dan diterima dengan baik di pasar. Selanjutnya BMA melanjutkan program sukuk salam-nya dengan sukuk ijarah berjangka panjang sebelum Malaysia pada bulan Juni 2002. Begitu juga dengan Qatar pada tahun 2003 untuk menangkap pasar Internasional dengan menawarkan sukuk mega sovereign. Sedangkan Di banyak Negara non muslim, instrument sukuk memang semakin banyak diadopsi. Perusahaan atau lembaga keuangan di Negara nonmuslim yang sudah menerbitkan sukuk dalam lima tahun terakhir di antaranya: Sachsen-Anhalt di Jerman

---

<sup>2</sup> Muhammad Ayub, *Understanding Islamic Finance*, (England: John Wiley & Sons Ltd, 2007), h. 55

<sup>3</sup> Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014 Tentang Penerbitan Sukuk, [https://www.ojk.go.id/Files/201409/3\\_RPOJKtentangPenerbitanSukuk\\_1412047659.pdf](https://www.ojk.go.id/Files/201409/3_RPOJKtentangPenerbitanSukuk_1412047659.pdf). Di unduh 03 Juni 2018

<sup>4</sup> Underlying asset adalah aset yang menjadi dasar dalam penerbitan Sukuk, yang dapat terdiri atas: a. aset berwujud tertentu (a'yan maujudat); b. nilai manfaat atas aset berwujud (manafiul a'yan) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada; c. jasa (al khadamat) yang sudah ada maupun yang akan ada; d. aset proyek tertentu (maujudat masyru' mu'ayyan); dan/atau e. kegiatan investasi yang telah ditentukan (nasyath ististmarin khashah).

menerbitkan sukuk sebesar 100 juta Euro pada Tahun 2004, East Cameron di AS menerbitkan sukuk sebesar USD 165 juta pada Tahun 2006. Pada Tahun yang sama, Japan Bank International Corporation (JBIC) menerbitkan sukuk USD 300-500 juta dan Chinese Power di China menerbitkan sebesar USD 250 juta. Sedangkan Aston Martin di Inggris menerbitkan sukuk sebesar USD 225 juta pada tahun 2007. Dapat dilihat bahwa perkembangan sukuk ditahun-tahun awal lahir sampai sekarang sangat pesat perkembangannya, dan banyak perusahaan dari Negara muslim atau nonmuslim yang tertarik menggunakan sukuk. Bahkan diramalkan pada masa mendatang, sukuk juga diterbitkan oleh Negara-negara lain seperti Inggris, Thailand, dan Hong Kong<sup>5</sup>.

Kondisi tersebut menunjukkan bahwa sukuk saat ini sangat fenomenal dan bersifat lintas agama, budaya dan bangsa. Dan sukuk yang terlahir dari ajaran Islam menjadi sangat universal dan dapat diterima oleh semua masyarakat di dunia. Berdasarkan latar belakang diatas penulis tertarik untuk membahas mengenai “ANALISIS INSTRUMEN MONETER SYARIAH DALAM BENTUK SUKUK”.

## **B. Rumusan Masalah**

Berdasarkan latar belakang diatas adapun yang ingin penulis bahas dalam makalah ini, yaitu:

1. Bagaimana bentuk akad yang dipergunakan dalam sukuk?
2. Bagaimana mekanisme dan operasional sukuk di Indonesia?
3. Masalah apa saja yang ada dalam Sekuritas Sukuk?

## **C. Tujuan Penelitian**

Berdasarkan tujuan pembuatan makalah, adapun tujuan dalam pembuatan makalah ini yaitu:

1. Untuk mengetahui bentuk akad yang dipergunakan dalam sukuk
2. Untuk menganalisis mekanisme dan operasional sukuk di Indonesia

---

<sup>5</sup> Mohammad Heykal, *Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah*, (Jakarta: PT. Gramedia, 2012), h. 118. Lihat juga *Global Research-GCC*, 2008

3. Untuk menganalisis masalah yang ada dalam Sekuritas Sukuk

#### **D. Manfaat Penelitian**

Penelitian ini dapat memberikan informasi berkaitan dengan implementasi pengelolaan sukuk di Indonesia, serta diharapkan dapat memberikan manfaat dalam pengembangan instrumen sukuk di Indonesia. Bagi peneliti selanjutnya dengan membaca penelitian ini bisa menjadikan penelitian ini sebagai dasar penelitian mengenai instrumen sukuk secara berkelanjutan dalam meningkatkan analisis penelitian yang sama di masa yang akan datang. Serta hasil dalam penelitian ini dapat memberikan pengetahuan mengenai mekanisme, operasional dan masalah yang ada dalam sekuritas sukuk.

#### **E. Ruang Lingkup, Batasan dan Asumsi Penelitian**

Adapun ruang lingkup, batasan dan asumsi dalam penelitian ini pada tujuan untuk menganalisa dan memberi pengetahuan mengenai mekanisme, operasional dan masalah yang ada dalam sekuritas sukuk. Ruang lingkup penelitian ini berdasarkan studi literatur mengenai sekuritas sukuk di Indonesia yang bersumber dari Fatwa, buku dan produk sukuk yang ada di lembaga keuangan/ sekuritas syariah. Berkaitan dengan keterbatasan dan kelengkapan informasi yang diperoleh maka penelitian ini dibatasi berdasarkan tahun yang memiliki kelengkapan data dan informasi.

## **BAB II**

### **LANDASAN TEORITIS**

Untuk mencapai atau menjamin berfungsinya sistem moneter secara baik, biasanya otoritas moneter melakukan pengawasan pada keseluruhan sistem. Ini karena uang bukanlah suatu selubung yang sederhana. Sektor moneter merupakan jaringan yang penting dan mempengaruhi sektor riil. Kebijakan moneter merupakan instrument penting dari kebijakan publik dalam sistem ekonomi. Kebijakan moneter dalam Islam bertujuan<sup>6</sup>;

#### 1. Kesejahteraan ekonomi dengan kesempatan kerja penuh

Tujuan ini erat kaitannya dengan maqosid shar'iyah. Kesejahteraan ekonomi mengambil bentuk terpenuhinya semua kebutuhan pokok manusia, hapusnya semua sumber utama kesulitan dan peningkatan kualitas hidup secara moral dan material. Juga terciptanya suatu lingkungan ekonomi dimana khalifah Allah mampu memanfaatkan waktu, kemampuan fisik dan mentalnya bagi pengayaan diri, keluarga dan masyarakatnya. Kesejahteraan bukanlah memaksimalkan kekayaan dan konsumsi untuk diri sendiri tanpa menghiraukan orang lain, atau untuk kelompok tertentu dan mengabaikan kelompok yang lain. Manusia hidup didunia adalah sebagai khalifah Allah bersama manusia lain yang juga khalifah Allah juga. Sumber daya yang tersedia adalah untuk semua manusia. Karena itu pemanfaatan sumber daya oleh individu adalah syah, tetapi dibatasi sedemikian rupa tidak membahayakan bagi kebahagiaan dan kebaikan sosial<sup>7</sup>. Bahkan mendatangkan kebaikan bagi lingkungan sosialnya. Pemanfaatan sumber daya haruslah mempertimbangkan nilai-nilai Islam yang antara lain (a) Kemakmuran material tidak boleh dicapai lewat produksi barang dan jasa yang tidak sensial dan secara moral dipertanyakan. (b) Tidak boleh memperlebar kesenjangan sosial antara si kaya dan si miskin. (c) tidak boleh menimbulkan bahaya pada generasi sekarang atau yang akan datang dengan merusak lingkungan fisik dan moral<sup>8</sup>.

---

<sup>6</sup> M. Abdul Manan, *Teori dan Praktek Ekonomi Islam*, (Yogyakarta: Dana Bhakti Wakaf, 1997), h. 214

<sup>7</sup> Afzarul Rohman, *Doktrin Ekonomi Islam, Jilid I*, ( Yogyakarta: Dana Bhakti Primayasa, 1997), h. 51

<sup>8</sup> Umer Chapra, *Sistem Moneter Islam, terj. Ikhwan Abidin Bashri*, (Jakarta: Tazkia Cendikia, 2000), h. 3

## 2. Keadilan sosio-ekonomi dan distribusi pendapatan dan kekayaan.

Keadilan adalah meletakkan sesuatu pada tempat yang sebenarnya. Konsep ini mengandung dua unsur pengertian. (a) suatu bentuk keseimbangan dan perbandingan antara orang yang memiliki hak. (b) Hak seseorang hendaklah diberikan dan diserahkan dengan seksama<sup>9</sup>. Nilai-nilai keadilan berpijak pada prinsip persamaan dan persaudaraan. Setiap individu mempunyai hak yang sama untuk memperoleh kekayaan dalam meningkatkan kesejahteraan hidupnya tanpa membedakan ras dan golongan dan perbedaan-perbedaan lainnya. Persaudaraan mempunyai pengertian bahwa setiap individu adalah saudara. Mereka adalah makhluk Allah dan harus saling menyayangi. Namun, keadilan bukan penyamarataan dalam distribusi kekayaan. Hal ini karena setiap individu mempunyai perbedaan-perbedaan yang memungkinkan terjadinya perolehan kekayaan. Juga bukan penguasaan kekayaan yang maksimal dan mempertahankan kekayaan untuk diri sendiri sebagai refleksi hak atas jerih payahnya.

Keadilan ini merefleksikan, bahwa imbalan materi haruslah diberikan secara wajar atas kerja keras kreativitas dan kontribusinya yang diberikan kepada output. Kekayaan memang adalah hasil jerih payah individu, akan tetapi didalam kekayaan tersebut ada hak orang lain. Kekayaan dengan demikian harus didistribusikan kepada mereka yang memiliki hak. Terkait dengan tujuan ini, pengaturan bank central harus bersifat realist dan mengurangi konsentrasi kekayaan dan kekuasaan di tangan segelintir orang<sup>10</sup>.

## 3. Stabilitas Nilai Uang.

Stabilitas nilai uang mempunyai pengaruh besar terhadap kehidupan perekonomian baik secara edilogi maupun praktek, karena uang menentukan nilai dan harga suatu barang dan jasa. Ketidak menentukan uang mengakibatkan kerusakan perekonomian, karena orde ekonomi didasarkan pada prinsip penawaran sebelum permintaan, sehingga peramalan suatu harga dengan tepat menjadi sulit dilakukan. Ketidak menentukan nilai uang yang lebih berbentuk inflasi dari pada deflasi,

---

<sup>9</sup> Mohammad Nejetullah Sidiqi, *Kegiatan Ekonomi Islam, terj.* (Jakarta: Bumi Aksara, 1996), h. 45

<sup>10</sup> M. Azwir Daini Tara, *Strategi Pembangunan Ekonomi Kerakyatan* (Jakarta: Nuansa Madani, 2000). Lihat juga, Chapra, Sistem, 4

menunjukkan bahwa uang tidak dapat berfungsi sebagai suatu satuan hitung yang adil dan benar, dan menyebabkan pelaku ekonomi berlaku tidak adil pula terhadap pelaku lain dengan tidak disadarinya, dengan memerosotkan aset-aset moneter tanpa sepengetahuannya. Inflasi memperburuk iklim ketidak pastian dimana keputusan-keputusan ekonomi diambil, menimbulkan keawatiran pada formasi modal.

Instrumen kebijakan moneter dalam Islam dapat dikelompokkan menjadi dua kelompok besar yaitu (a) Kontrol Kuantitatif pada penyaluran dana dan (b) Metode yang dapat menjamin alokasi pembiayaan dapat berlangsung dengan baik pada sektor-sektor yang bermanfaat dan produktif<sup>11</sup>.

Untuk menjamin bahwa pertumbuhan moneter “mencukupi” dan tidak “berlebihan”, perlu memonitor secara hati-hati tiga sumber utama ekspansi moneter. Dua diantaranya adalah domestik. *Pertama*, membiayai defisit anggaran pemerintah dengan meminjam dari bank sentral. *Kedua*, ekspansi deposito melalui penciptaan kredit pada bank-bank komersil. *Ketiga*, bersifat eksternal, yaitu “menguangkan” surplus neraca pembayaran luar negeri<sup>12</sup>.

#### 1. Defisit Fiskal

Upaya-upaya yang dilakukan pemerintah untuk mengambil sumber-sumber riil pada laju yang lebih cepat dari yang berkesinambungan pada tingkat harga yang stabil, dapat menimbulkan peningkatan defisit fiskal dan mempercepat penawaran uang sehingga menambah laju inflasi. Bahkan di negara-negara industri utama, defisit fiskal yang besar telah menjadi sebab utama kegagalan memenuhi target suplai uang. Hal ini cenderung menggeser beban perjuangan dalam menghapuskan inflasi pada kebijakan moneter. Karena itu, kalau tidak ingin kebijakan moneter menjadi kurang efektif, harus ada koordinasi antara kebijakan moneter dan fiskal untuk merealisasikan tujuan-tujuan nasional.

Ini menggaris bawahi perlunya suatu kebijakan fiskal yang noninflasioner dan realistis dinegara-negara muslim. Karena itu, suatu pemerintahan muslim yang sungguh-sungguh komitmen kepada pencapaian sasaran ini harus melakukan suatu kebijakan

---

<sup>11</sup>Amien Wahyudi, *Kebijakan Moneter Berbasis Prinsip-Prinsip Islam*, (Ponorogo: Justitia Islamica, 2013), h. 73-75

<sup>12</sup>M. Umer Chapra, *Sistem Moneter Islam*, (Jakarta: Gema Insani, 2000), h.137-140.

fiskal yang konsisten dengan sasarannya. Ini lebih penting karena pasar-pasar uang di negara-negara muslim relatif terbelakang dan kebijakan moneter tidak dapat berperan efektif dalam meregulasi suplai uang, seperti yang dapat dilakukan dalam kebijakan fiskal. Ini tidak dengan sendirinya meniadakan defisit fiskal, tetapi memaksakan batasan bahwa defisit diperbolehkan hanya sejauh diperlukan untuk mencapai pertumbuhan jangka panjang yang berkesinambungan dan kesejahteraan yang berbasis luas dalam kerangka harga-harga yang stabil.

## 2. Penciptaan Kredit Bank Komersil

Deposito bank komersil merupakan bagian penting dari penawaran uang. Sebagai kemudahan untuk analisis, deposito ini dapat dibagi menjadi dua bagian. *Pertama*, “deposito primer” yang menyediakan sistem perbankan dengan basis uang (uang kontan dalam bank + deposito di bank sentral). *Kedua*, “deposito derivatif” yang dalam sebuah sistem cadangan proporsional mewakili uang yang diciptakan oleh bank komersial dalam perluasan kredit dan merupakan sumber utama ekspansi moneter dalam perekonomian dengan kebiasaan perbankan yang sudah maju. Deposito derivatif akan menimbulkan suatu peningkatan penawaran uang, seperti halnya mata uang yang dikeluarkan oleh pemerintah atau bank sentral.

Karena ekspansi ini, persis seperti defisit pemerintah, memiliki potensi inflasioner jika tidak ada pertumbuhan pengganti dalam output, ekspansi dalam deposito derivatif harus diatur jika pertumbuhan moneter yang diinginkan harus dicapai. Hal ini dapat direalisasikan dengan mengatur ketersediaan uang basis bagi bank-bank komersil.

Untuk tujuan ini, ketiadaan bunga sebagai mekanisme pengatur akan berguna. Sebenarnya, ia akan berguna karena akan menghapuskan efek yang menimbulkan ketidakstabilan suku bunga yang berfluktuasi, akan menstabilkan permintaan terhadap uang, dan secara substansial mengurangi amplitudo fluktuasi ekonomi.

## 3. Surplus Neraca Pembayaran

Hanya sebagian kecil negara-negara muslim menikmati surplus neraca pembayaran, sedangkan sebagian besar dari mereka mengalami defisit. Mereka yang mengalami surplus, surplus itu tidak terjadi dalam sektor swasta dan tidak menyebabkan suatu ekspansi otomatis dalam penawaran uang. Ia terjadi hanya karena pemerintah

menguangkan surplus dengan membelanjakannya secara domestik, sedangkan defisit neraca pembayaran sektor swasta tidak menggantikan ini secara memadai. Jika dalam suatu negara dengan suatu surplus, pengeluaran pemerintah diatur menurut kapasitas ekonomi untuk menghasilkan penawaran riil, seharusnya tidak ada inflasi yang dihasilkan secara internal sebagai akibat dari adanya surplus neraca pembayaran.

Berkaitan dengan peningkatan akan kebutuhan dalam mengembangkan sumber-sumber pembiayaan pada tahun 2008 pemerintah resmi menerbitkan SBN yg berdasarkan prinsip-prinsip keuangan syariah yg dikenal sebagai Surat Berharga Negara Syariah (SBSN) atau SUKUK negara. Sukuk diterbitkan berdasarkan uu nomor 19 tahun 2008 dan Fatwa DSN-MUI (Lembaga yg berfungsi sebagai pengawas keuangan syariah agar sesuai dengan prinsip syariah). Berdasarkan UU, sukuk negara bertujuan untuk membiayai APBN, termasuk pembiayaan proyek lainnya. Penerbitan sukuk mensyaratkan adanya owned-assets atau bahasa sederhanya adalah aktiva tetap seperti: tanah dan bangunan pemerintah, dalam pembangunan asset seperti proyek-proyek pemerintah.

#### **A. Definisi dan Landasan Hukum Sukuk**

Berdasarkan Standar Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) No. 17 tentang Investment Sukuk (Sukuk Investasi), Sukuk didefinisikan sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti atas bagian kepemilikan yang tak terbagi terhadap suatu aset, hak manfaat, dan jasa-jasa, atau atas kepemilikan suatu proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Berdasarkan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam–LK) Nomor KEP-181/BL/2009, 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
- b. Nilai manfaat dan jasa atas asset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu

c. Kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

Berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSNMUI) No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, Sukuk (Obligasi Syariah) didefinisikan sebagai 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. Ada pula yang menyebut sukuk dengan istilah obligasi syariah.

Beberapa karakteristik *sukuk* yang menjadi pembeda dengan obligasi konvensional antara lain: 1) Merupakan bukti kepemilikan atas aset yang berwujud atau hak manfaat; 2) Pendapatan dapat berupa imbalan, *fee*, bagi hasil, atau margin, sesuai dengan akad yang dipakai pada penerbitan *sukuk*; 3) Mensyaratkan adanya aset yang mewadahnya (*underlying aset*); 4) Tidak mengandung unsur *riba*, *maisyir*, dan *gharar*; 5) Dalam penerbitannya, memerlukan peran *Special Purpose Vehicle* (SPV)<sup>13</sup>.

**Tabel 1. Perbandingan *Sukuk* dan Obligasi<sup>14</sup>**

| <b>Deskripsi</b>        | <b><i>Sukuk</i></b>   | <b>Obligasi</b>                             |
|-------------------------|---|---|
| <b>Penerbit</b>         | Pemerintah dan korporasi  | Pemerintah dan korporasi                    |
| <b>Sifat instrument</b> | Sertifikat kepemilikan /<br>penyertaan atas suatu asset/<br>investasi | Instrumen pengakuan utang<br>(surat hutang) |

<sup>13</sup> Special Purpose Vehicles (SPV) adalah sebuah perusahaan dengan tujuan atau fokus yang terbatas. Perusahaan ini dibentuk oleh suatu badan hukum untuk melakukan aktivitas khusus atau bersifat sementara.

<sup>14</sup> Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah

|                           |   |                                    |
|---------------------------|---|------------------------------------|
| <b>Penghasilan</b>        | Imbalan/ bagi hasil/ margin               | Bunga / kupon/ <i>capital gain</i> |
| <b>Jangka waktu</b>       | Pendek – menengah                         | Menengah- panjang                  |
| <b>Underlying</b>         | Perlu                                     | Tidak perlu                        |
| <b>Price</b>              | <i>Market price</i>                       | <i>Market price</i>                |
| <b>Jenis investor</b>     | Syariah dan konvensional                  | Konvensional                       |
| <b>Pihak yang terkait</b> | Obligor, SPV,<br>investor, <i>trustee</i> | <i>Obligor/ issuer</i> , investor  |
| <b>Penggunaan dana</b>    | Harus sesuai syariah                      | Bebas                              |

**Tabel. 2 Karakteristik Umum Sukuk**

|  |  |
|--|--|
| Dapat diperdagangkan ( <i>Tradable</i> )         | <i>Sukuk</i> mewakili pihak pemilik aktual dari asset yang jelas, manfaat asset, atau kegiatan bisnis, dan dapat diperdagangkan menurut harga pasar ( <i>market price</i> )                                |
| Dapat diperingkat ( <i>Rateable</i> )            | <i>Sukuk</i> dapat diperingkat oleh Agen Pemberi Peringkat, baik regional maupun Internasional.  |
| Dapat ditambah ( <i>Enhanceable</i> )            | Sebagai tambahan terhadap asset yang mewadahnya ( <i>underlying asset</i> ) atau aktivitas bisnis, <i>sukuk</i> dapat dijamin dalam dengan jaminan ( <i>collateral</i> ) lain berdasarkan prinsip syariah. |
| Fleksibilitas Hukum ( <i>Legal Flexibility</i> ) | <i>Sukuk</i> dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global dengan perlakuan pajak yang berbeda.   |

Dapat ditebus (*Redemable*)

Struktur pada *sukuk* memungkinkan untuk dapat ditebus.

Sumber: Adam (2006)

Beberapa kelebihan sukuk antara lain<sup>15</sup>:

- a. Dapat menjangkau investor yang lebih luas, terutama bagi investor yang *concern* terhadap aspek Syariah,
- b. Untuk mendiversifikasikan portofolio sebagai sumber dana,
- c. Penawaran yang relatif masih rendah, dengan tingkat permintaan yang tinggi,
- d. Pada umumnya, sukuk memiliki harga yang rendah atau minimal sama dibandingkan dengan obligasi konvensional.

Sedangkan beberapa kelemahan sukuk antara lain;

- 1) Struktur yang lebih rumit karena mensyaratkan adanya asset yang mewadahnya (*underlying asset*),
- 2) Pajak dan ketidakpastian hukum,
- 3) Tidak memiliki benchmark yang resmi, karena sukuk pemerintah belum diterbitkan.

Landasan syariah yang digunakan oleh para penerbit (*issuer*) baik itu sukuk Negara ataupun sukuk korporasi (Fatwa DSN MUI) adalah didasarkan pada:

1. Al-Qur'an

QS. Al-baqarah: 275

الَّذِينَ يَأْكُلُونَ الرِّبَا لَا يَقُومُونَ إِلَّا كَمَا يَقُومُ الَّذِي يَتَخَبَّطُهُ الشَّيْطَانُ مِنَ الْمَسِّ ذَلِكَ  
بِأَنَّهُمْ قَالُوا إِنَّمَا الْبَيْعُ مِثْلُ الرِّبَا وَأَحَلَّ اللَّهُ الْبَيْعَ وَحَرَّمَ الرِّبَا فَمَنْ جَاءَهُ مَوْعِظَةٌ

<sup>15</sup> Ascarya dan Diana Yumanita, *Comparing The Development Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia*, (Saudi Arabia: IRTI Publications, 2008), h. 23

مَنْ رَبَّيْهَ فَأَنْتَهَى فَلَهُ مَا سَلَفَ وَأَمْرُهُ إِلَى اللَّهِ وَمَنْ عَادَ فَأُولَئِكَ أَصْحَابُ النَّارِ هُمْ فِيهَا  
خَالِدُونَ ٢٧٥

Artinya: Orang-orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu, adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba, padahal Allah telah menghalalkan jual beli dan mengharamkan riba. Orang-orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan); dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang kembali (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal di dalamnya.

QS. Al-Maidah: 1

يَا أَيُّهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا أَوْفُوا بِالْعُقُودِ أُحِلَّتْ لَكُمْ بَهِيمَةُ الْأَنْعَامِ إِلَّا مَا يُتْلَى عَلَيْكُمْ غَيْرَ  
مُجْلِي الصَّيِّدِ وَأَنْتُمْ حُرْمٌ إِنَّ اللَّهَ يَحْكُمُ مَا يُرِيدُ ١

Artinya: Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya.

QS. Al-isra': 34

..... وَأَوْفُوا بِالْعَهْدِ إِنَّ الْعَهْدَ كَانَ مَسْئُولًا ٣٤

Artinya: .....dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawaban

## 2. Al- Hadits

a.Hadits Nabi riwayat Imam At-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani, Nabi bersabda:

الصُّلْحُ جَائِزٌ بَيْنَ الْمُسْلِمِينَ إِلَّا صُلْحًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا وَالْمُسْلِمُونَ عَلَى شُرُوطِهِمْ إِلَّا شَرْطًا حَرَّمَ حَلَالًا أَوْ أَحَلَّ حَرَامًا

Artinya: “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”

b.Hadits Nabi riwayat Imam Ibnu Majah, al-Daruqiuthni, dan yang lain, dari abu Sa’id al-Khudri, Nabi bersabda;

لَا ضَرَرَ وَلَا ضِرَارَ

Artinya: “Tidak boleh membahayakan (merugikan) diri sendiri maupun orang lain.”

## 3. Kaidah Fiqih

- a. “Pada dasarnya, semua bentuk mu’amalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”
- b. “Keperluan dapat menduduki posisi darurat.”

## 4. Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, Tentang Penerbitan Sukuk

Berdasarkan pasal 4, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, Setiap Pihak yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib mematuhi ketentuan

Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal, Peraturan ini dan peraturan perundang-undangan lain di bidang Pasar Modal.

Berdasarkan pasal 5, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, adapun pihak yang melakukan penawaran umum harus memenuhi persyaratan dibawah ini, yaitu:

- a. Pihak yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib mendapatkan Pernyataan Kesesuaian Syariah atas Sukuk yang diterbitkannya dari seorang atau lebih Ahli Syariah yang telah mendapatkan izin sebagai Ahli Syariah Pasar Modal.
- b. Dalam hal Pihak yang melakukan Penawaran Umum Sukuk telah memiliki Dewan Pengawas Syariah (DPS) yang merupakan Ahli Syariah Pasar Modal, maka DPS dapat bertindak sebagai Ahli Syariah sebagaimana dimaksud dalam angka 1.
- c. Ahli Syariah bertanggung jawab terhadap pemenuhan prinsip syariah pada saat penerbitan Sukuk.

Berdasarkan pasal 6, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, pihak yang melakukan Penawaran Umum Sukuk wajib menyampaikan kepada Otoritas Jasa Keuangan, antara lain:

- a. Hasil pemeringkatan dan Perjanjian Perwaliamanatan Sukuk serta Akad Syariah yang terkait dengan penerbitan Sukuk dimaksud;
- b. Surat pernyataan yang menyatakan bahwa:
  - 1) kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana diatur dalam Peraturan tentang Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal; dan
  - 2) selama periode Sukuk underlying asset yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana

diatur dalam Peraturan tentang Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal.

- c. Surat pernyataan dari Wali Amanat Sukuk yang menyatakan bahwa Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggung jawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
- d. Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan tahunan terbaru kepada Otoritas Jasa Keuangan, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek tempat Sukuk dicatatkan serta mengumumkan hasil pemeringkatan dimaksud paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional selambat-lambatnya 14 (empat belas) hari setelah berakhirnya masa berlaku hasil pemeringkatan tahunan terakhir;
- e. Surat pernyataan yang menyatakan kesanggupan Emiten untuk menyampaikan hasil pemeringkatan terbaru, pernyataan atau pendapat dari perusahaan pemeringkat efek (termasuk pencabutan/pembatalan peringkat) akibat terdapatnya fakta material atau kejadian penting yang dapat mempengaruhi kemampuan Emiten untuk memenuhi kewajibannya dan mempengaruhi risiko yang dihadapi pemegang Sukuk, kepada Otoritas Jasa Keuangan, Wali Amanat Sukuk dan Bursa Efek dimana sukuk tersebut dicatatkan, paling kurang dalam satu surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah diterimanya hasil pemeringkatan baru, pernyataan, atau pendapat dimaksud; dan
- f. Surat pernyataan yang menyatakan bahwa Emiten wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab melakukan pembayaran bagi hasil, marjin, atau imbal jasa (fee) selama masih ada *underlying asset*.

Berdasarkan pasal 7, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, pihak yang melakukan Penawaran<sup>16</sup> Umum Sukuk wajib mengungkapkan informasi dalam Prospektus paling kurang meliputi:

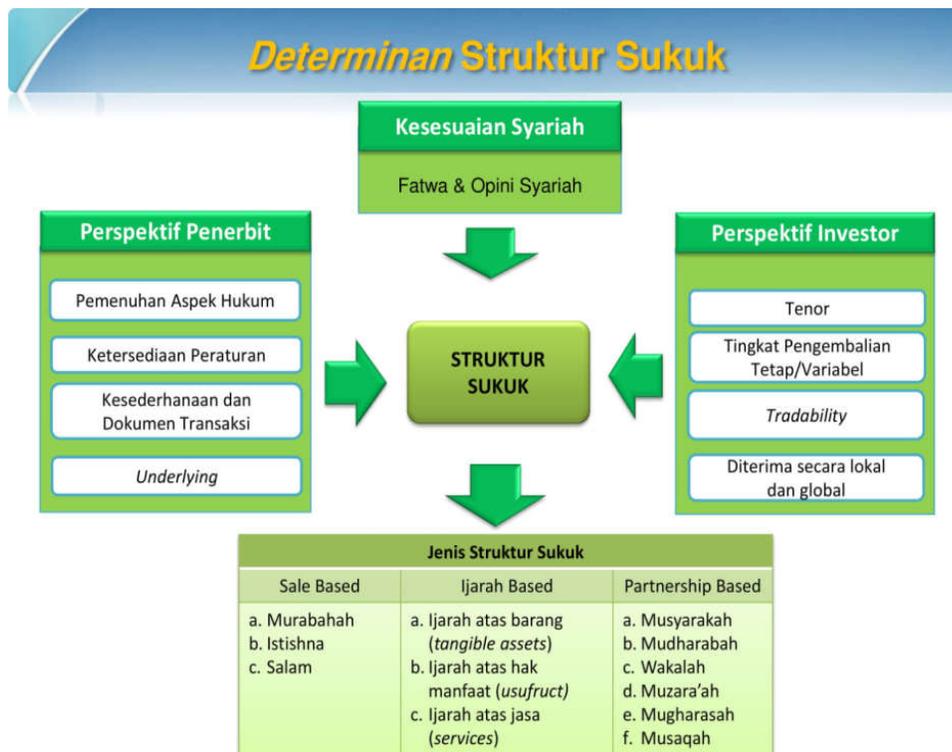
- a. Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana diatur dalam Peraturan tentang Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal, dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah sebagaimana diatur dalam Peraturan tentang Penerapan Prinsip-Prinsip Syariah di Pasar Modal;
- b. Wali Amanat Sukuk mempunyai pejabat penanggungjawab dan/atau tenaga ahli di bidang perwaliamanatan dalam penerbitan Sukuk yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal;
- c. Jenis Akad Syariah dan skema transaksi syariah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk, yang disertai dengan penjelasan tentang skema transaksi syariah;
- d. Ringkasan Akad Syariah atau perjanjian berdasarkan syariah yang dilakukan oleh para Pihak;
- e. Sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (fee);
- f. Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (fee);
- g. Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, margin, atau imbal jasa (fee); dan
- h. Hasil pemerinkatan Sukuk.

Berdasarkan pasal 11 dan 12, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014, sukuk dikatakan default dan sukuk *fasakh*, karena:

---

<sup>16</sup> Pihak yang melakukan Penawaran Umum Obligasi dan Sukuk secara bersamaan dapat menyampaikan informasi mengenai Sukuk dan Obligasi tersebut dalam 1 (satu) Prospektus yang sama. Serta Dalam hal Pihak yang melakukan Penawaran Umum Sukuk telah menjadi Emiten, maka Emiten wajib menyajikan Laporan Keuangan yang telah diaudit sebagai bagian dari Prospektus untuk jangka waktu 2 (dua) tahun terakhir.

- a. Dalam hal Emiten tidak mampu memenuhi kewajibannya pada saat jatuh tempo, maka Sukuk tersebut dinyatakan default.
- b. Dalam hal terjadi kondisi sebagaimana dimaksud pada angka 1, maka Emiten wajib dengan itikad baik mengambil tindakan untuk menyelesaikan kewajibannya kepada pemegang Sukuk.
- c. Dalam hal terjadi kondisi berikut:
  - 1) Sukuk tidak lagi memiliki underlying asset; dan/atau
  - 2) Terjadi perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, dan kegiatan usaha atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk, sehingga menyebabkan bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal, maka Sukuk tersebut dapat menjadi batal (fasakh).
- d. Dalam hal terjadi kondisi sebagaimana dimaksud pada angka 1, maka Sukuk berubah menjadi utang piutang dan Emiten wajib menyelesaikan kewajibannya secara Syariah kepada pemegang Sukuk.



**Gambar. Determinan Struktur Sukuk**

Adapun perbedaan suku dengan produk konvensional dapat terlihat pada penjelasan dibawah ini:

**Tabel.**

**Perbandingan *Sukuk* dengan Produk Konvensional**

| <b>PEMBANDING</b> |  | <b><i>SUKUK</i></b>  |
|-------------------|--|--|
| Obligasi          | Surat obligasi murni mewakili hutang kepada penerbit   | <i>Sukuk</i> mewakili pihak yang memiliki asset yang berwujud atau jelas, kegiatan ekonomi dan jasa.   |
| Saham             | Saham mewakili pihak yang memiliki seluruh perusahaan  | <i>Sukuk</i> diterbitkan oleh perusahaan akan menunjukkan kepemilikan atas asset, proyek, jasa, dan kegiatan tertentu terkait perusahaan.  |
| Produk Derivatif  | Produk derivatif mewakili turunan berganda dari kontak yang berbeda yang dibuat berdasarkan kontrak dasar utama.   | <i>Sukuk</i> hanya berhubungan dengan satu kontrak dan memelihara kesinambungan aset sepanjang waktu.  |
| Sekuritisasi      | Sekuritisasi secara umum berhubungan dengan perubahan pinjaman dan berbagai jenis tagihan menjadi sekuritas yang dapat dipasarkan melalui penggabungan pinjaman menjadi satu kesatuan kemudian menjual kepemilikannya. | <i>sukuk</i> adalah sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian kepemilikan yang sepenuhnya terhadap aset yang <i>tangibel</i> , manfaat dan jasa, kepemilikan aset atas suatu proyek, atau kepemilikan dalam aktivitas investasi khusus (Standar AAOIFI) |

Sumber: Adam (2006)

## **B. Manfaat Sukuk**

Di antara manfaat Sukuk dapat kita lihat sebagai berikut: Sukuk adalah modal yang dapat diperdagangkan produk pasar yang menyediakan tarif tetap atau variabel jangka menengah hingga jangka panjang kembali. Itu dinilai dan diberi peringkat oleh lembaga pemeringkat internasional, yang investor gunakan sebagai pedoman untuk menilai parameter risiko / pengembalian Sukuk masalah. Ini memiliki aliran pendapatan

berkala reguler selama periode investasi dengan penyelesaian yang mudah dan efisien dan kemungkinan kenaikan modal Sukuk. Akhirnya, Sukuk adalah instrumen likuid dan dapat diperdagangkan pasar sekunder.

### **C. Sukuk Modal atau Surat Hutang**

Sukuk adalah instrumen keuangan yang memiliki karakteristik yang sama dengan obligasi dan saham yang dikeluarkan untuk membiayai perdagangan atau produksi berwujud aset<sup>17</sup>. Mirip dengan obligasi, Sukuk memiliki tanggal jatuh tempo dan beberapa di antaranya mereka pemegang akan menerima pendapatan reguler selama periode dan final pembayaran pada tanggal jatuh tempo. Sementara harga obligasi konvensional hanya ditentukan oleh kelayakan kredit penerbit, harga Sukuk ditentukan oleh kelayakan kredit penerbit dan nilai aset.

Meskipun Sukuk juga mirip dengan saham dalam arti mewakili kepemilikan dan tidak ada jaminan pengembalian tetap (setidaknya secara teoritis dan in model standar Sukuk) tetapi saham tidak memiliki tanggal jatuh tempo. Sukuk juga harus terkait dengan aset, proyek, atau layanan tertentu. Sukuk adalah instrumen keuangan yang relatif masih bayi, dirancang untuk menjadi alternatif yang sesuai dengan syariah dibandingkan obligasi konvensional, betapapun banyak perdebatan telah diangkat pada sifat instrumen, khususnya dalam kasus wanprestasi, di mana penunjukan pemegang Sukuk dibingungkan antara ekuitas pemegang dan debitur. Ada banyak alasan di balik kebingungan tersebut; Namun, beberapa orang mengatakan bahwa, Sukuk memang merupakan ekuitas dan bukan obligasi. Sukuk dapat disusun berdasarkan model berbasis hutang seperti Ijarah atau Murabahah, namun pemegang sertifikat masih merupakan pemilik aset dasar yang disewakan kepada penerima manfaat. Jadi baik Sukuk disusun berdasarkan ekuitas model berbasis di mana pemegang Sukuk bermitra dengan pencetus dalam usaha yang benar-benar baru atau dalam bisnis yang sudah ada atau berdasarkan hutang berdasarkan model, pemegang Sukuk selalu dan pasti pemegang ekuitas dan bukan debitur.

---

<sup>17</sup> Hakim. S, Islamic money market instruments, in M. Hasan & M. Lewis, (eds), Handbook of Islamic Banking, Edward Elgar Publishing, 2007, pp. 161-171 and Godlewski, C, Turk-Ariss, R, & Weill, L., Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, Journal of Comparative Economics, 41, 2013, pp. 745-761.

Ada banyak perdebatan mengenai apakah sukuk instrumen mirip dengan hutang konvensional atau keuangan ekuitas. Ini karena ada dua jenis Sukuk<sup>18</sup>:

- 1) Sukuk Berbasis Aset yaitu menghimpun pembiayaan dimana pokoknya berada ditutupi oleh nilai modal aset tetapi pengembalian dan pembayaran kepada pemegang Sukuk tidak secara langsung dibiayai oleh aset tersebut.
- 2) Sukuk Beragun Aset yaitu menghimpun pembiayaan dimana pokoknya berada ditutupi oleh nilai modal aset tetapi pengembalian dan pembayaran kepada pemegang Sukuk dibiayai langsung oleh aset ini. Menurut yang didukung aset atau berbasis aset, Sukuk bisa lebih mirip dengan obligasi atau saham jadi kami jelaskan strukturnya keduanya.

#### **D. Konsep Aset Ditinjau dari Sukuk**

Aset dasar berbeda dalam hal obligasi, dibandingkan dengan Sukuk. Secara umum, apa yang dimaksud dengan istilah "aset" dalam penerbitan obligasi termasuk material dan immaterial, menyangkut klaim atau uang tunai yang belum dibayar bertindak sebagai dukungan dan jaminan untuk penerbitan obligasi tersebut. "Aset" di proses penerbitan Sukuk (Asset-backed Sukuk) menunjukkan sesuatu yang nyata aset yang dikonversi menjadi jenis surat berharga yang dimiliki oleh pemegang Sukuk; sementara, ini tidak dianggap sebagai jaminan untuk pokok dan keuntungan dihasilkan dari sana. Dengan demikian, aset milik penerbit obligasi konvensional yang dianggap sebagai dasar penerbitan tersebut disebut "underlying asset", karena menjadi dasar penerbitan obligasi.

Namun, obligasi yang diterbitkan akan dipisahkan dari aset dasar dan tidak lagi menjelaskannya. Sedangkan dalam pembiayaan syariah dan sukuk (asset-backed one), underlying asset dianggap sebagai dasar penerbitan sekuritas syariah dan Sukuk dianggap tepat sebagai judul perbuatan dan menjelaskan aset semacam itu. Misalnya dalam ijarah (berbasis sewa) Sukuk, aset dasar adalah aset yang dijual kepada SPV, berdasarkan dimana SPV menerbitkan Sukuk dan pemegang Sukuk dianggap langsung pemilik aset yang mendasarinya. Aset adalah apa yang disebut "yang mendasari aset"<sup>19</sup>.

---

<sup>18</sup> Islamic finance – theory and practical use of Sukuk bonds, ACCA, FEBRUARY 2013.

<sup>19</sup>

## E. Penelitian Terdahulu

Adapun penelitian terdahulu dalam penelitian ini yaitu:

**Tabel.**  
**Penelitian Terdahulu**

| No | Judul, Nama dan Tahun  | Metode   | Hasil Penelitian   |
|----|--|--|--|
| 1  | Sukuk ijarah vs. sukuk musyarakah: investigating post-crisis stock market reactions (Ahmad, N., & Rahim, A. S. (2013)) <sup>20</sup> | Penelitian ini menggunakan metodologi event study dengan menggunakan kumulatif average abnormal return (CAAR) pada kejadian simetris dan asimetris | Hasilnya menunjukkan reaksi pasar yang positif, signifikan dan simetris dan asimetris terhadap penerbitan sukuk. Oleh karena itu, pasar bereaksi positif dan asimetris terhadap pengumuman ijarah dan musyarakah setelah krisis baru-baru ini. Temuan ini akan bermanfaat bagi emiten, investor, dan pengambil keputusan untuk memastikan stabilitas pasar modal syariah dan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. |
| 2  | Regulating the governing law clauses in sukuk transactions (Oseni, U., & Hassan, M. K. (2015)) <sup>21</sup>                         | Pendekatan yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pendekatan kualitatif dengan deep interview   | Temuan awal dari penelitian ini adalah adanya pergeseran paradigma arbitrase sebagai alternatif atau prasyarat   |

<sup>20</sup> Ahmad, N., & Rahim, A. S. (2013). Sukuk ijarah vs. sukuk musyarakah: investigating post-crisis stock market reactions. *International Journal of Humanities and Management Sciences*, 1(1), 87–91.

<sup>21</sup>Oseni, U., & Hassan, M. K. (2015). Regulating the governing law clauses in sukuk transactions. *Journal of Banking Regulation*, 16(3), 220–249.

|   |   |   |  |
|---|---|---|--|
|   |   |   | litigasi pada beberapa prospektus Sukuk yang ditinjau. Karena ada lembaga arbitrase regional dan internasional yang didirikan khusus untuk sengketa keuangan Islam, mungkin lebih tepat untuk menyelesaikan sengketa apa pun yang timbul dari transaksi Sukuk berdasarkan aturan yang sesuai dengan syariah dan diawasi oleh para ahli hukum Islam. Wawancara yang dilakukan untuk penelitian ini dengan 10 sarjana syariah terkemuka yang telah terlibat dalam sertifikasi struktur Sukuk membuktikan hipotesis ini, dan data kualitatif konsisten dengan hipotesis tersebut, meskipun dengan beberapa perbedaan pandangan. |
| 3 | Analysis on the thoughts of Imam Abu Hanifah and Imam Syafi'i on the Ijtihad method for sukuk instrument, (Rohim, M., & Shereeza, M. S. (2013)) <sup>22</sup> | Jenis analisis yang digunakan adalah studi literatur dengan pendekatan kualitatif | Ditemukan bahwa kedua mazhab tersebut (Hanafi dan Syafii) pada dasarnya menerima   |

<sup>22</sup>Rohim, M., & Shereeza, M. S. (2013). Analysis on the thoughts of Imam Abu Hanifah and Imam Syafi'i on the Ijtihad method for sukuk instrument. *Jurnal Teknologi*, 62(1), 17-24.

|   |  |  |   |
|---|--|--|---|
|   |  |  | <p>sukuk sebagai instrumen keuangan Islam. Hal ini karena Imam Abu Hanifah mengandalkan metode istihsan sedangkan ketika Imam Syafi'i menyimpang dari metode qiyas dan menggunakan teori takhsis, teori tingkat sumber hukum dan teori pendekatan bahasa. Teori-teori yang dianut oleh Imam Syafi'i ini pada hakekatnya adalah teori istihsan menurut Imam Abu Hanifah.</p> |
| 4 | <p>Development of sukuk: pragmatic and idealist approaches to sukuk structures, (Saeed, A., &amp; Salah, O. (2014))<sup>23</sup></p> | <p>Jenis analisis yang digunakan adalah studi literatur dengan pendekatan kualitatif</p> | <p>Tinjauan sejarah sukuk, kemudian, akan diberikan dengan fokus khusus pada asal kata "sukuk", penggunaannya di abad pertengahan dan sejarah sukuk baru-baru ini, yang sekarang dikenal sebagai instrumen pasar modal. Terakhir, perkembangan beberapa bentuk sukuk akan dijelaskan dengan menjelaskan</p>   |

<sup>23</sup> Saeed, A., & Salah, O. (2014). Development of sukuk: pragmatic and idealist approaches to sukuk structures. *Journal of International Banking Law and Regulation*, 1, 41–52.

|   |  |   |   |
|---|--|---|---|
|   |  |   | sejumlah struktur dan mekanisme yang telah dikembangkan dalam praktik selama bertahun-tahun, menyoroti ketegangan antara pendekatan idealis dan pragmatis terhadap struktur sukuk saat ini.   |
| 5 | Comparative analysis of return on sukuk and conventional bonds, (Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013)) <sup>24</sup> | Penelitian ini menggunakan pendekatan kuantitatif untuk mengukur dan membandingkan yield to maturity antara sukuk dan obligasi. | Hasil penelitian menunjukkan bahwa rata-rata sukuk dan obligasi konvensional berbeda secara keseluruhan secara signifikan. Dari kesepuluh kelompok pembanding, kelompok 3, 6, dan 10 memiliki perbedaan yang signifikan yaitu rata-rata YTM sukuk lebih besar dibandingkan obligasi konvensional. Penelitian ini merekomendasikan agar penelitian selanjutnya lebih memperhatikan kaidah kepatuhan syariah. |

<sup>24</sup>Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013). Comparative analysis of return on sukuk and conventional bonds. *American Journal of Economics*, 3(3), 159–163.

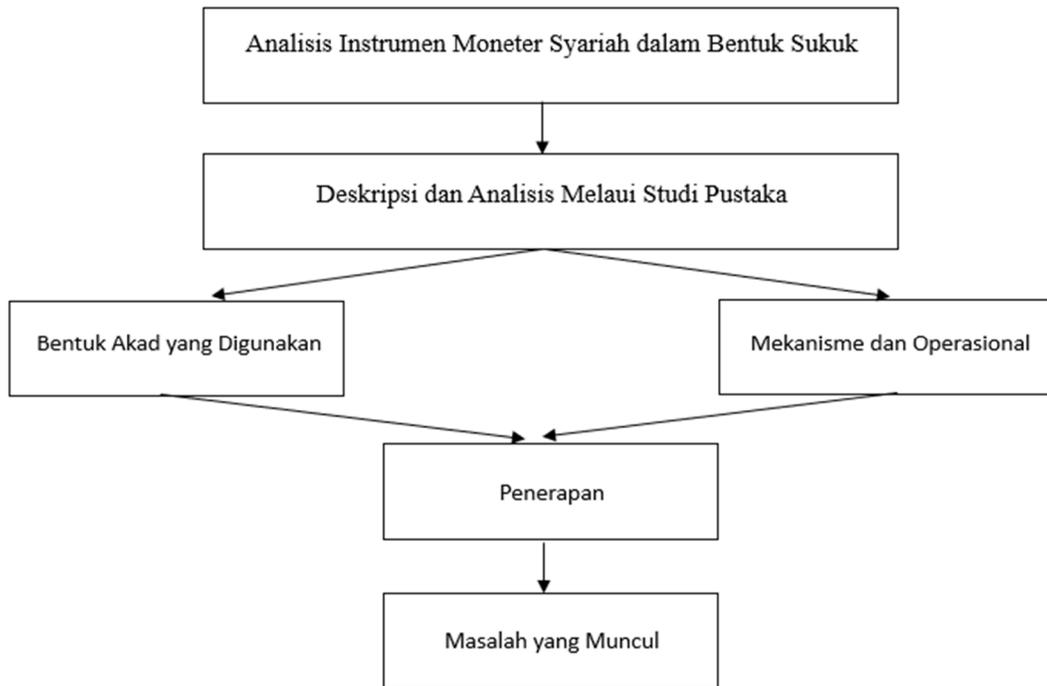
|   |  |   |   |
|---|--|---|---|
| 6 | Sukuk market: innovations and challenges, (Al-Amine, M. A. (2008)) <sup>25</sup> | Jenis analisis yang digunakan adalah studi literatur dengan pendekatan kualitatif | Tulisan ini membahas beberapa masalah dan tantangan penting tersebut. Secara khusus, ini berkaitan dengan masalah jaminan modal, struktur kontrak, penetapan harga, dan substitusi aset dalam kasus sukuk ijarah, sukuk musyarakah, dan berbagai bentuknya. Ini juga mencakup masalah yang berkaitan dengan peringkat sukuk, harmonisasi aturan Syariah, dan masalah yang terlibat dalam menentukan hukum yang mengatur penerbitan sukuk. |
|---|--|---|---|

---

<sup>25</sup>Al-Amine, M. A. (2008). Sukuk market: innovations and challenges. *Islamic Economic Studies*, 15(2), 1–22.

## F. Kerangka Konseptual

Berdasarkan penjelasan di atas adapun kerangka konseptua yang dapat menjelaskan penelitian ini yaitu:



Gambar. Kerangka Konseptual

Kerangka konseptual di atas menjelaskan alur penelitian untuk menganalisis instrumen moneter syariah dalam bentuk sukuk, setelah peneliti memahami konsep sukuk yang peneliti susun di dalam landasan teoritis dan melalui pengembangan informasi dan data yang peneliti peroleh dari studi pustaka yang peneliti lakukan, maka peneliti akan mendeskripsikan berkaitan dengan akad yang digunakan, serta mekanisme dan operasional yang dijalankan di Indonesia sehingga peneliti dalam menganalisis penerapan dan menemukan masalah yang dihadapi pada saat pengimplementasian sukuk secara umum dan di Indonesia.

## **BAB III METODOLOGI PENELITIAN**

### **A. Pendekatan Penelitian**

Penelitian ini menggunakan jenis penelitian dengan metode studi kepustakaan. Penggunaan jenis penelitian ini sesuai dengan tujuan penelitian untuk menganalisis instrumen moneter syariah dalam bentuk sukuk. Metode kepustakaan merupakan salah satu dari metode penelitian kualitatif dimana tempat/ lokasi penelitiannya dilakukan di pustaka, dokumen, arsip, jurnal, website dan lain sejenisnya. Adapun pendekatan penelitian yang digunakan dalam penelitian ini yaitu pendekatan deskriptif. Pendekatan deskriptif dalam penelitian ini digunakan untuk menggambarkan fenomena dan implementasi dari objek penelitian.

### **B. Lokasi dan waktu Penelitian**

Penelitian ini dilakukan di website lembaga keuangan yang menerbitkan sukuk di Indonesia, misalnya Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Bank Syariah Mandiri (Bank Syariah Indonesia), dan Lembaga Keuangan lainnya. Adapun waktu penelitian dilakukan pada 1-7 April 2023.

### **C. Jenis dan Sumber Data**

Adapun jenis data yang digunakan dalam penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari buku, jurnal, informasi website dan lain sebagainya yang digunakan sebagai sumber dalam penelitian ini.

### **D. Teknik Pengumpulan Data**

Adapun teknik pengumpulan data dalam penelitian ini menggunakan studi pustaka dan studi dokumentasi.

### **E. Teknik Analisis Data**

Analisis data merupakan langkah yang terpenting dalam suatu penelitian. Data yang telah diperoleh akan dianalisis pada tahap ini sehingga dapat ditarik kesimpulan. Dalam penelitian ini menggunakan teknik analisis model Miles and Huberman. Adapun tahap analisis yang dilakukan oleh peneliti ada 3 (tiga) tahap, yaitu:

- a. *Data Reduction* (Reduksi Data)

Mereduksi data berarti mengikhtisarkan, dengan menentukan pokok dari informasi yang diteliti, memperhatikan dengan seksama pada informasi yang dianggap penting. Data yang direduksi menjelaskan gambaran yang lebih jelas, dan membantu peneliti untuk melakukan pengumpulan data berikutnya, dan menambahkan data atau informasi bila diperlukan.

b. *Data Display* (Penyajian Data)

Kemudian langkah selanjutnya setelah data direduksi, maka yang dilakukan peneliti yaitu data di display atau disajikan. Dalam penulisan kualitatif, penyajian data bisa dilakukan dengan bentuk uraian singkat, bagan, hubungan antar kategori dan sejenisnya, tetapi yang paling sering digunakan adalah teks yang bersifat naratif.

c. *Conclusion Drawing/Verification* (Simpulan/Verifikasi)

Terakhir tahapan yang dilakukan dalam analisis data deskriptif adalah penarikan kesimpulan dan verifikasi. Simpulan awal yang dikemukakan masih bersifat sementara, dan akan berubah apabila tidak ditemukan bukti yang kuat yang mendukung pada tahap pengumpulan data berikutnya. Simpulan dalam penulisan kualitatif merupakan temuan baru yang sebelumnya belum pernah ada. Temuan dapat berupa deskripsi atau gambaran suatu obyek yang sebelumnya kurang jelas sehingga menjadi jelas setelah diteliti.

## **BAB IV PEMBAHASAN**

### **A. Tantangan Mengembangkan Pasar Sukuk<sup>26</sup>**

Sukuk berkembang menjadi kelas aset global, mendukung pengembangan dengan partisipasi dari berbagai emiten dan investor terlepas dari orientasi agama. Internasional lembaga pembangunan dan lembaga multilateral, seperti Bank Dunia dan Bank Pembangunan Asia, bisa menjajaki berbagai pilihan penataan dan penerbitan yang lebih inovatif sukuk sekaligus mengatasi keterbatasan yang ada saat ini di pasar sukuk untuk mengeluarkan potensi mereka sebagai sumber keuangan pembangunan. Isu ini menarik, karena rekayasa keuangan sukuk tampaknya terjadi hanya dengan memodifikasi produk konvensional yang ada agar sesuai dengan Persyaratan hukum Islam dan mempertahankan tujuan lainnya dari sistem keuangan kapitalis. Oleh karena itu, sukuk harus pada hakikatnya harus disusun dalam semangat menciptakan Islam sistem keuangan yang berdasarkan prinsip-prinsip Islam dan melayani tujuan mulia yang ditentukan oleh Islam (Maqasid al-Syariah). Namun, upaya para sarjana dan praktisi Islam condong ke arah penataan produk dan kontrak menyerupai yang ada produk konvensional untuk memastikan kontrak adalah sah secara hukum.

Meski pasar sukuk masih dalam tahap formatif, mereka telah berkembang dengan kecepatan yang signifikan. Jika sukuk korporasi adalah diterbitkan secara berkala, dibarengi dengan inisiatif untuk mengembangkan pasar sekunder dan menyelaraskan kerangka peraturan, sukuk pasar akan matang. Saat ini, hanya sebagian kecil dari sukuk diperdagangkan, dengan sebagian besar investor mengambil buy-and-hold mendekati. Kendala utama pada investasi sukuk meliputi:

1. Tidak ada pasar sekunder yang diakui atau aktif jual beli;
2. Sebagian besar investor besar menggunakan strategi buy-and-hold;
3. Hanya sedikit, jika ada, pembuat pasar;
4. Beberapa negara kekurangan dukungan regulasi;

---

<sup>26</sup> Muhamed Zulkhibri, *A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk*, (Istambul: Borsa Istambul, 2015), h. 239-240.

5. Kurangnya harmonisasi antara struktur sukuk; dan
6. Berbagai dewan syari'at menggunakan yang berbeda-beda interpretasi.

Pengembangan pasar sukuk akan difasilitasi oleh pembuatan pedoman bagi emiten dan investor yang dapat bertindak sebagai referensi lengkap tentang keputusan syari'ah yang transparan dan diungkapkan sepenuhnya. Panduan ini akan membantu memastikan tata kelola yang tepat dan penerimaan keputusan Syariah yang lebih luas, khususnya pada transaksi lintas batas serta pencapaian dari konvergensi prinsip-prinsip syariah dan interpretasi untuk memastikan kepercayaan pasar di kalangan investor. Kontinu investasi dalam modal intelektual dan keterlibatan yang lebih besar di kalangan sarjana syariah diperlukan untuk mencapai konvergensi dalam pasar sukuk. Harmonisasi standar dan praktik juga penting untuk penerimaan global keuangan Islam produk termasuk sukuk. Dalam beberapa tahun terakhir, Keuangan Islam Services Board (IFSB) telah merumuskan kehati-hatian yang komprehensif perlakuan investasi sukuk oleh lembaga keuangan syariah, sebagaimana diatur dalam standar kecukupan modal berdasarkan Basel-III untuk memastikan kepercayaan pasar di kalangan investor. Pedoman baru dapat membantu meningkatkan penerbitan sukuk dengan berperingkat tinggi pemerintah dan perusahaan serta memenuhi peningkatan permintaan untuk berinvestasi di sukuk oleh bank syariah yang berusaha memenuhi Basel-III kebutuhan likuiditas.

## **B. Jenis Sukuk Berdasarkan Akad**

Merujuk pada fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah, akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Obligasi Syariah antara lain: *Ijarah, mudharabah (muqaradah)/qiradh, musyarakah, murabahah, salam, dan istisna*<sup>27</sup>:

### **1. Sukuk *Ijarah***

*Ijarah* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak

---

<sup>27</sup> Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, (Kresna: Jakarta). h. \_\_\_\_

manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset itu sendiri.

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah *Ijarah* disebutkan bahwa Obligasi Syariah *Ijarah* adalah Obligasi Syariah berdasarkan akad *ijarah* yaitu akad pemindahan hak guna (manfaat) atas suatu barang dalam waktu tertentu dengan pembayaran sewa (*ujrah*), tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri. Ditambah dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No. 09/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *ijarah*.

## **2. Sukuk *Mudharabah***

*Mudharabah* yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak menyediakan modal (*rab-al-maal/shahibul maal*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudharib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (*nisbah*) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard (niat tidak baik dari *mudharib*).

Dalam fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah *Mudharabah* disebutkan bahwa Obligasi Syariah *Mudharabah* adalah Obligasi Syariah yang berdasarkan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi Fatwa Dewan Syariah Nasional MUI No.7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *Mudharabah*.

## **3. Sukuk *Murabahah***

*Murabahah* adalah jual beli barang pada harga asal dengan tambahan keuntungan yang disepakati. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 04/DSN-MUI/IV/2000 tentang *murabahah* disebutkan bahwa pihak pertama membeli barang yang diperlukan nasabah atas nama pihak pertama sendiri, dan pembelian ini harus sah dan bebas riba. Kemudian nasabah membayar harga

barang yang telah disepakati tersebut pada jangka waktu tertentu yang telah disepakati.

#### **4. Sukuk Musyarakah**

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

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 08/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *musyarakah* disebutkan bahwa pembiayaan *musyarakah* yaitu pembiayaan berdasarkan akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk suatu usaha tertentu, yang masing-masing pihak memberikan kontribusi dana dengan ketentuan bahwa keuntungan dan resiko akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan.

#### **5. Sukuk Salam**

*Salam* adalah penjualan suatu komoditi, yang telah ditentukan kualitas dan kuantitasnya yang akan diberikan kepada pembeli pada waktu yang telah ditentukan di masa depan pada harga sekarang. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No.05/DSN-MUI/IV/2000 tentang jual beli *salam* disebutkan bahwa jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat-syarat tertentu disebut dengan *salam*.

#### **6. Sukuk Istishna**

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

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 06/DSN-MUI/IV/2000 tentang jual beli *istishna* disebutkan bahwa jual beli *istishna* yaitu akad jual beli

dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli, *mustashni*) dan penjual (pembuat, *shani*).

### C. Jenis Sukuk Negara Yang Telah Diterbitkan Oleh Pemerintah Indonesia

Surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta Asing<sup>28</sup>.



**Gambar. Peluang dan Tantangan Sukuk**

<sup>28</sup> Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan berbasis Syariah*, Depkeu: Jakarta

## 1. Sukuk Ritel<sup>29</sup>

Sukuk Ritel adalah produk investasi Syariah berbasis surat berharga Syariah yang diterbitkan oleh Pemerintah Indonesia dan dijual kepada masyarakat (Warga Negara Indonesia). Penerbitan didasarkan pada prinsip Syariah dan mendapat Opini Syariah (Pernyataan Kesesuaian Syariah) dari Dewan Syariah Nasional – Majelis Ulama Indonesia (DSN – MUI).

Sukuk Ritel dijual melalui agen penjual (*selling agent*), seperti Bank dan perusahaan sekuritas. Investasi ini terjangkau bagi masyarakat Indonesia, kita dapat berinvestasi mulai dari Rp5 juta dan kelipatan Rp5 juta, sampai dengan maksimal Rp5 miliar.

Sukuk Ritel adalah surat berharga syariah yang berisi bukti kepemilikan investor atas Aset SBSN (*underlying asset*) yang disewakan. Akad syariah yang digunakan adalah akad Ijarah *Asset to be Leased*, yaitu akad ijarah yang obyek ijarahnya sudah ditentukan spesifikasinya dan sebagian obyek ijarah sudah ada pada saat akad dilakukan, tetapi penyerahan keseluruhan obyek ijarah dilakukan pada masa yang akan datang sesuai kesepakatan.

SBSN Ijarah *Asset to be Leased* adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan atas bagian dari aset SBSN yang menjadi obyek ijarah, baik yang sudah ada maupun akan ada (Fatwa DSN-MUI Nomor 76/2010).

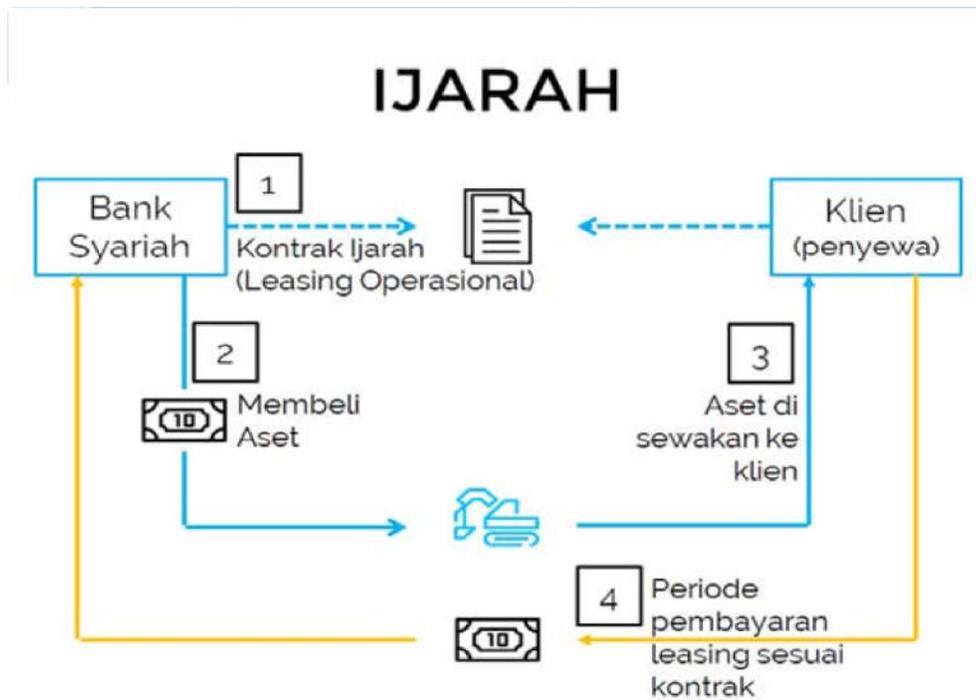
*Underlying asset* yang digunakan dalam penerbitan adalah proyek/kegiatan APBN serta Barang Milik Negara berupa tanah dan bangunan, yang kemudian disewakan kepada Pemerintah melalui akad Ijarah *Asset to be Leased*. Bagi hasil yang diterima investor berasal dari pembayaran sewa (ujrah) dalam jumlah tetap yang dibayar secara berkala.

---

<sup>29</sup> Fiansialku, Definisi sukuk ritel, <https://www.finansialku.com/definisi-sukuk-ritel-adalah/>, Diunduh 03 Juni 2018

Setidaknya ada tiga keuntungan utama dalam berinvestasi Sukuk Ritel yaitu:

- a. Bagi Hasil yang Tetap, mendapatkan bagi hasil berupa kupon yang keuntungan tetap setiap bulannya (fixed coupon). Besarnya kupon disesuaikan dengan produk. Sukuk Ritel diluncurkan dengan nomor seri tertentu (SR-xxx). Contoh SR-009 yang ditawarkan pada tanggal 27 Februari 2017 sampai dengan 16 Maret 2017 (bagi hasil tetap sebesar 6,9% per tahun).
- b. Potensi Keuntungan di Pasar Sekunder, diperdagangkan di bursa (pasar sekunder), setelah satu periode pembagian hasil investasi. Artinya produk tersebut bersifat tradeable.
- c. Tenor atau Periode Investasi Jangka Menengah yaitu jangka waktu untuk sukuk ritel adalah 3 tahun.



### Gambar. Skema Sukuk Ritel<sup>30</sup>

Risiko-risiko dalam investasi sukuk ritel adalah:

- a. Risiko Gagal Bayar; Investor tidak mendapat pembayaran dana seperti kesepakatan di awal.
- b. Risiko Pasar; Kerugian karena kita investor menjual sukuk sebelum jatuh tempo, dengan nilai yang lebih rendah daripada harga beli (harga beli saat ditawarkan adalah 100%).
- c. Risiko Likuiditas; Kerugian karena investor sulit untuk mencairkan investasi, karena produk investasi syariah umumnya ditahan hingga jatuh tempo.

Biaya Biaya Investasi Sukuk Ritel

- a. Biaya meterai untuk membuka rekening bank umum (tidak perlu jika sudah punya rekening bank umum).
- b. Biaya meterai untuk membuka rekening surat berharga (tidak perlu jika sudah punya rekening surat berharga).
- c. Biaya transfer dana (berbeda-beda pada setiap Agen Penjual).
- d. Pajak atas pembagian hasil sukuk, sebesar pajak final 15%.

Contoh:

Bank Syariah Mandiri sebagai Agen Penjual di Pasar Perdana, menawarkan produk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang bersifat ritel atau yang dikenal dengan istilah Sukuk Negara Ritel. Sukuk Negara Ritel adalah Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) yang dijual kepada individu atau perseorangan Warga Negara Indonesia melalui Agen Penjual di Pasar Perdana dalam negeri. Pemesanan pembelian Sukuk Negara Ritel hanya dapat dilakukan oleh perseorangan Warga Negara Indonesia

---

<sup>30</sup> Sukuk Ritel – Kemenkeu.go.id

yang dibuktikan dengan Kartu Tanda Penduduk (KTP) yang masih berlaku, dengan jumlah minimum pembelian ditetapkan oleh Pemerintah berdasarkan Memorandum Informasi yang diterbitkan setiap Penerbitan Sukuk Negara Ritel. Penunjukan Bank Syariah Mandiri sebagai Agen Penjual Sukuk Negara Ritel ditetapkan oleh Pemerintah. Produk Sukuk Negara Ritel yang ditawarkan oleh Bank Syariah Mandiri adalah sebagai berikut<sup>31</sup>:

---

<sup>31</sup> BSM, Sukuk Ritel 010, <https://www.syariahmandiri.co.id/consumer-banking/investasi/sukuk-negara-retail>. Diunduh 03 Juni 2018

|  |   |
|--|---|
| <b>Sukuk<br/>Negara<br/>Ritel Seri<br/>SR-010</b>    | <b>SBSN tanpa warkat (scriptless)</b>   |
| <b>Akad</b>  | <i>Ijarah - Asset To Be Leased</i>  |
| <b>Underlying<br/>Asset</b>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Proyek dalam APBN tahun 2018</li> <li>• Barang Milik Negara (BMN) berupa tanah dan/atau bangunan</li> <li>• Menteri Keuangan menetapkan rincian Proyek dan BMN yang akan digunakan sebagai Aset SBSN dalam rangka penerbitan Sukuk Negara Ritel seri SR-010</li> </ul> |
| <b>Issuer</b>  | Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia  |
| <b>Investor</b>                                      | Individu Warga Negara Indonesia (WNI) yang telah memiliki rekening di BSM   |
| <b>Nilai<br/>Nominal Per<br/>Unit</b>                | Rp1 juta  |
| <b>Nilai<br/>Nominal<br/>Pemesanan<br/>pembelian</b> | Rp5 juta (5 unit) dan kelipatan Rp5 juta serta batas maksimum sebesar Rp5 mil.  |
| <b>Tenor</b>   | 3 tahun   |
| <b>Tradability</b>                                   | Tradable, dengan holding period selama 1 (satu) periode kupon terhitung mulai tanggal 21 Maret 2018 sampai dengan   |

## 2. *Islamic Fixed Rate (IFR)*

IFR jenis sukuk negara yang dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement* dalam jangka waktu diatas 1 tahun. Jenis imbalan atau kupon IFR

bersifat *fixed* dengan pembayaran tiap 6 bulan sekali menggunakan mata uang Rupiah. IFR dapat diperdagangkan di pasar sekunder.

IFR terbit perdana pada tahun 2008, penerbitan IFR dilakukan dengan cara *backbuilding* di pasar dalam negeri. Namun sejak tersedianya sistem lelang Sukuk Negara, maka sejak tahun 2009 penerbitan IFR dilakukan dengan metoda lelang yang dilaksanakan secara regular dan diikuti oleh Peserta Lelang. Namun mulai tahun 2011, Sukuk Negara seri IFR ini tidak diterbitkan lagi, dan digantikan dengan seri PBS (Project Based Sukuk) yang memiliki fitur relative sama dengan seri IFR<sup>32</sup>. IFR bersifat tradable (dapat diperdagangkan) dengan tingkat imbal hasil tetap.

Penerbitan IFR seri IFR-0001 dan IFR-0002 dilakukan pertama kali pada tanggal 26 Agustus 2008, yang metode penjualannya dilakukan dengan menggunakan metode *bookbuilding* melalui 3 (tiga) Agen Penjual yang telah ditunjuk melalui seleksi oleh Pemerintah. *Bookbuiding* dilakukan mulai tanggal 15 s.d. 21 Agustus 2008. Masa efektif *bookbuilding* relatif singkat, yakni empat hari kerja mulai tanggal 15 s.d. 21 Agustus 2008. Dari hasil penerbitan perdana tersebut terlihat tingginya minat dan kepercayaan pasar terhadap Sukuk Negara, yang tercermin dari kelebihan permintaan (*over-subscription*) hingga 1,6 kali dengan total permintaan mencapai Rp. 8,070 triliun dari target indikatif sebesar Rp. 5 trilliun. Porsi permintaan dari investor domestik cukup tinggi yakni kurang lebih Rp. 7,1 triliun atau 88 % dari total permintaan.

### **3. Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS)**

SPNS atau bisa juga disebut SBSN Jangka Pendek adalah SBSN yang berjangka waktu sampai dengan 12 (dua belas) bulan dengan pembayaran imbalan berupa kupon dan/atau secara diskonto. SPNS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement* dengan mata uang Rupiah. Akad yang dapat digunakan pada produk ini adalah Akad Ijarah, Akad Istishna', Akad Musyarakah, Akad Mudarabah, atau akad lain yang sesuai dengan prinsip syariah.

---

<sup>32</sup> Info Syariah, Mengenal Sukuk Negara Indonesia <http://www.infosyariah.com/2016/12/mengenal-jenis-sukuk-negara-indonesia.html>, Diunduh 03 Juni 2018

SPNS pertama kali terbit dilakukan melalui lelang pada tanggal 4 Agustus 2011, dan selanjutnya diterbitkan secara reguler melalui lelang.

#### **4. Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)**

SDHI adalah penempatan Dana Haji dan Dana Abadi Umat (DAU) dalam SBSN yang dilakukan dengan cara *private placement*, berdasarkan kesepakatan bersama (MoU) antara Departemen Agama dengan Departemen Keuangan. SDHI dijual kepada investor institusi lembaga pengelola dana haji melalui *private placement*. Imbalan SDHI berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap bulan dengan menggunakan mata uang Rupiah. SDHI tidak dapat diperdagangkan. Jenis akad yang digunakan adalah *Ijarah al-Khadamat* dengan *underlying assets* berupa jasa (*services*) layanan haji yang terdiri dari jasa *flight* (penerbangan), catering (makanan), dan housing (pemondokan).

Sukuk Dana Haji Indonesia dengan cara *private placement* pertama kali dilaksanakan pada bulan Mei 2009. Selanjutnya penempatan dana haji dalam SBSN dilakukan secara periodik setiap tahunnya oleh Kementerian Agama RI.

Dalam rangka meningkatkan manfaat dalam pengelolaan Dana Haji dan Dana Abadi Umat serta memberikan manfaat bagi pembiayaan APBN melalui penyediaan sumber pembiayaan yang berkelanjutan, pada tanggal 22 April 2009 Kementerian Agama dan Kementerian Keuangan menandatangani Memorandum of Understanding (MoU) terkait penempatan dana haji dan Dana Abadi Umat ke dalam Sukuk Negara. Program penerbitan SDHI dengan cara *private placement* pertama kali dilaksanakan pada bulan Mei 2009, dimana pada saat itu Kementerian Agama menempatkan dana setoran haji sebesar Rp1,5 triliun dalam SDHI dengan tenor 1 tahun. Selanjutnya, penempatan dana haji dalam SBSN dilakukan secara periodik setiap tahun oleh Kementerian Agama.



**Gambar. SDHI**

### 5. *Project Based Sukuk (PBS)*

PBS adalah sumber pendanaan melalui penerbitan SBSN untuk membiayai kegiatan tertentu yang dilaksanakan oleh Kementerian Negara/Lembaga. SBSN PBS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement*, menggunakan underlying berupa proyek maupun kegiatan APBN. Imbalan SBSN PBS berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap 6 bulan sekali dengan jenis mata uang Rupiah. SBSN PBS dapat diperdagangkan.

Project Based Sukuk itu sendiri disusun dengan menggunakan struktur *ijarah Asset to be Leased* dengan menggunakan underlying asset berupa proyek Pemerintah dalam APBN.

### 6. **Sukuk Valas**

Sukuk Valas adalah SBSN yang diterbitkan dalam denominasi valuta asing di pasar perdana internasional, dengan tingkat imbalan tetap, serta dapat diperdagangkan (*tradable*). Sukuk Valas diterbitkan di pasar internasional dalam mata uang USD, melalui penjualan *Joint Lead Manager (JLM)*. Sukuk Valas pertama kali terbit pada maret 2016 dengan jangka waktu 10 tahun.

## 7. Sukuk Tabungan

Sukuk Tabungan merupakan jenis dari SBSN yang diterbitkan untuk individu Warga Negara Indonesia. Sukuk Tabungan dijual kepada investor individu WNI melalui Agen Penjual dengan pembelian minimal 2 juta Rupiah. Kupon Sukuk Ritel bersifat fixed dan dibayarkan tiap bulan. Sukuk Tabungan tidak dapat diperdagangkan, namun memiliki fasilitas *early redemption*. Akad yang digunakan adalah Wakalah. Mulai dipasarkan pertama kali pada agustus 2016.

**Tabel. Instrumen Sukuk Negara**

| Instrumen Sukuk Negara |  |  |   |  |  |  |
|------------------------|--|--|---|--|--|--|
|                        | IFR  | SR   | SNI   | SPN-S  | SDHI   | PBS  |
| Seri                   | Islamic Fixed Rate (IFR)   | Sukuk Negara Ritel (SR)  | Sukuk Negara Indonesia (SNI)  | Surat Perbendaharaan Negara - Syariah (SPN-S)  | Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)   | Project Based Sukuk (PBS)  |
| Struktur sukuk         | Ijarah <i>Sale &amp; Lease Back</i> /<br>Ijarah <i>Asset to be Leased</i> *  |  |   |  | Ijarah <i>al-Khadamat</i>  | Ijarah <i>Asset to be Leased</i>   |
| Underlying             | Barang Milik Negara  |  |   |  | Jasa Penyelenggaraan Ibadah Haji   | Proyek-Proyek Pemerintah   |
| Imbalan                | Fixed Rate   |  |   |  |  |  |
| Tradability            | Tradable   |  |   |  | Non-Tradable   | Tradable   |
| Metode Penerbitan      | - <i>Bookbuilding</i><br>- Lelang  | <i>Bookbuilding</i>  | <i>Bookbuilding</i>   | Lelang   | <i>Private Placement</i>   | Lelang   |
| Deskripsi              | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi rupiah</li> <li>• Untuk investor institusi</li> <li>• Tenor menengah - panjang</li> <li>• Pembayaran imbalan per semester</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi rupiah</li> <li>• Untuk investor ritel WNI.</li> <li>• Tenor pendek</li> <li>• Pembayaran imbalan per bulan</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi USD</li> <li>• Diterbitkan di pasar internasional</li> <li>• Tenor menengah - panjang</li> <li>• Pembayaran imbalan per semester</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi rupiah</li> <li>• Untuk investor institusi</li> <li>• Tenor pendek (6 bulan)</li> <li>• Penjualan dengan diskonto</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi rupiah</li> <li>• Tenor pendek.</li> <li>• Untuk penempatan Dana Haji</li> <li>• Pembayaran imbalan per bulan</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Denominasi rupiah</li> <li>• Untuk investor institusi</li> <li>• Tenor menengah - panjang</li> <li>• Pembayaran imbalan per semester</li> </ul> |

\* Mulai SR-004 tahun 2012 menggunakan struktur *Ijarah Asset to Be Leased*

## D. Masalah Sekuritas Sukuk

### 1. Tingkat *return* yang dipastikan pada sukuk

Tingkat return pada sebagian besar sukuk secara pasti disetujui di awal bahkan tanpa proporsi tertentu untuk jaminan pihak ketiga. Beberapa sukuk yang diterbitkan menjadi sasaran kritikan tajam disebabkan karena keterlibatannya dari bay' al-inah, bay' al-dayn dan sifat-sifat landasan nonsyariah yang membuat sukuk sama dengan obligasi berdasarkan buka. Bay' al-inah merupakan penjualan dua kali di mana

pinjam dan orang yang meminjam menjual dan kemudian menjual kembali suatu objek di antara mereka sekali untuk tujuan memperoleh uang tunai dan sekali lagi untuk tujuan harga yang lebih tinggi berdasarkan kredit, dengan hasil bersih dari suatu pinjaman dengan bunga.

Menurut aturan syariah, pemegang sukuk secara bersama memiliki resiko terhadap harga aset dan biaya-biaya yang terkait dengan kepemilikan dan bagian dari uang sewanya dengan melakukan sewa pada pengguna tertentu.

## 2. Bay' al Dayn

Perdagangan pasar sekunder untuk sekuritas Islam dimungkinkan melalui bay' aldayn sebagaimana berbagai kasus di Malaysia yang didasarkan pada sukuk. Akan tetapi, jumbuh ulama tidak menerima keadaan ini karena utang yang diwakili oleh sukuk didukung oleh aset-aset utama. Ahli-ahli hukum muslim tradisional dengan suara bulat menyatakan bahwa bay'al-dayn dengan diskon tidak diperbolehkan dalam syariah.

## 3. Risiko Sukuk

Secara umum, risiko pada sukuk mirip dengan risiko obligasi konvensional karena keduanya merupakan instrumen pada pasar modal. Menurut *Chartered Financial Analyst*, risiko-risiko yang dihadapi investor sukuk sebagai berikut<sup>33</sup>:

### a. Risiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*)

Risiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau benchmark konvensional lainnya membuat return pada sukuk dipengaruhi suku bunga. Sedangkan pada akad mudharabah, imbal hasil sangat bergantung pada kinerja perusahaan yang dapat naik dan turun.

### b. Risiko Kredit (*Credit Risk*)

---

<sup>33</sup> CFA (Chartered Financial Analyst), 2007

Risiko kredit pada sukuk ijarah dihadapi oleh investor disebabkan kegagalan pembayaran (default) atas sewa underlying asset. Kecenderungan default menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas hutang dengan imbal hasil/suku bunga lebih tinggi tidak diperbolehkan dalam hukum Islam. Risiko kredit pada sukuk harus dinilai secara independen khususnya jika pemberi pinjaman memiliki alternatif penggantian lain ketika underlying asset tidak dapat menutupi kerugian yang terjadi.

c. Risiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)

Risiko nilai tukar dapat terjadi jika return atas pengelolaan underlying asset diberikan dalam mata uang asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas risiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar.

d. Risiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*)

Risiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai underlying asset. Sukuk ijarah paling rentan menghadapi risiko ini karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga dibawah harga pasar. Pengelolaan yang baik atas aset menjadi faktor penting dalam menghadapi risiko ini.

e. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor sukuk menghadapi risiko likuiditas. Kecenderungan membeli dan menahan (buy and hold) pada mayoritas investor sukuk membuat mekanisme transfer kepemilikan sukuk tidak efisien. Hal ini terjadi pula pada Sukuk Salam, dimana aset yang mewanahi kontrak merupakan komoditas pertanian. Sehingga perdagangan pada sekuritas tersebut menimbulkan

unsur spekulasi. *Zero Coupon* Sukuk seperti Sukuk Istisna dan Murabahah juga tidak dapat diperdagangkan dipasar sekunder karena mirip dengan jual beli hutang (bai ad-dayn) yang dilarang oleh mayoritas ulama.

f. Risiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur sukuk yang tidak memenuhi aspek syariah. Standarisasi dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada sukuk dibuat dalam rangka melindungi investor muslim dari praktek-praktek yang prinsip-prinsip Islam.

### **E. Contoh Kasus dalam Sukuk Bermasalah**

Adapun beberapa contoh kasus yang pernah terjadi, yaitu:

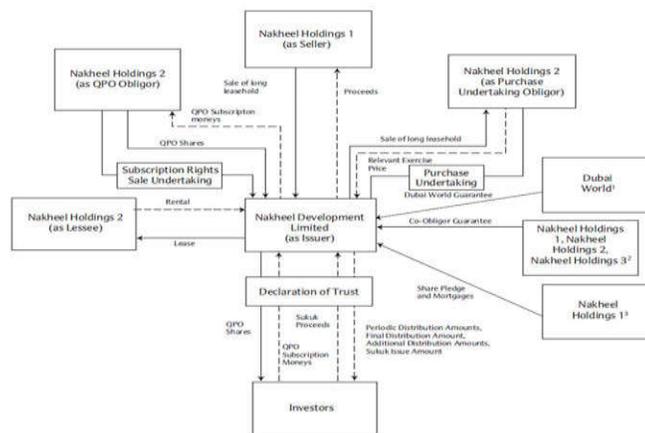
1. Kasus Nakheel Sukuk milik Dubai World<sup>34</sup>.

Nakheel adalah anak perusahaan Dubai World (BUMN) yang bergerak di bidang real estate/properti di seluruh dunia. Salah satu yang paling terkenal mungkin adalah Palm Islands yang ada di Uni Emirat Arab.

Nakheel menerbitkan sukuk berkonsep al-jarah. Namun dana yang diperlukan begitu besar mencapai 3.52 triliun US Dolar untuk aset senilai 4.22 triliun US Dolar. Nah untuk menarik investornya, ada beberapa janji yang diungkapkan di dalam prospektus mereka (sayang link-nya sudah di putus): (i) fixed income, (ii) pembayaran di jamin oleh Dubai World (induk BUMN Dubai), (iii) penyelesaian sengketa di lakukan mengikuti hukum barat dan hukum yang berlaku di Dubai.

---

<sup>34</sup> Sang Gelombang, Seleksi Kasus Tentang Sukuk dan Islamic Capital Market Bermasalah Islamic Capital Market, Special Issues. Diunduh tanggal 13 Mei 2018



- 1 The Dubai World Guarantee guarantees all of the Co-Obligors' payment obligations under the Transaction Documents.
- 2 The Co-Obligor Guarantee guarantees the obligations of each Co-Obligor under the Transaction Documents.
- 3 Mortgages granted by Nakheel Holdings 1 over the Property and Share Pledge granted by Nakheel Holdings 1 over shares to secure the payment obligations of the Co-Obligors under the Transaction Documents.

### Gambar. Skema Nakheel Sukuk

Properti di maksudkan dijual melalui Nakheel-SPV kepada investor melalui sukuk yang dikeluarkan oleh SPV dengan catatan bahwa hanya Nakheel yang dapat menyewa properti tersebut. Nakheel membayar uang sewa yang nilainya tetap. Saat jatuh tempo, atau dalam kasus *default*, Nakheel berjanji untuk membeli kembali properti tersebut dan membayar sisa sewanya walaupun disisa waktu tersebut kepemilikan sudah berpindah kembali ke Nakheel. Dan dalam situasi tidak ada penawaran umum, yang telah terjadi lalu, Nakheel diwajibkan untuk membayar jumlah tambahan kepada investor melalui SPV.

Sebagai sukuk berprinsipkan *al-ijarah, fixed income* tidak menjadi persoalan disebabkan pembayarannya berdasarkan rental yang sifatnya memang fixed. Permasalahan disini sekali lagi adalah kedisiplinan dari manusia-manusia pengelolanya dalam hal manajemen dan kepatuhannya terhadap prinsip-prinsip syariah.

Melihat gelagat kurang mampu dari Nakheel, dengan meminta para investor mulai gelisah. Mereka memahami bahwa, walaupun Nakheel dilindungi oleh Dubai World (DW), DW sendiri adalah *holding company* yang *cash-flow* nya bersandar pada subsidiari (perusahaan anak-termasuk Nakheel) mereka, jadi DW tidak bisa diandalkan. Kesalahan lebih banyak terjadi pada human-error dengan janji-janji muluk yang

menyerupai konvensional. Namun demikian, pada Maret 2010, pemerintah Dubai sudah turun tangan untuk mengatasi masalah ini.

## 2. Kasus East-Cameron di Louisiana, US.

Karena terlilit hutang yang besar, Manajemen East Cameron mencari cara untuk mendapatkan investasi yang aman dan cepat. Terfikirlah mereka untuk menerbitkan sukuk dengan harapan dana segar dari timur tengah dapat mengalir. Dengan model sukuk al-musharakah, East Cameron mendapatkan dana segar berlimpah. Namun tanpa di sangka-sangka, topan dan badai menghantam Louisiana pada pertengahan 2008 menghempaskan kilang penyedotan minyak lepas pantai milik East Cameron ke tengah lautan sedangkan minyak bumi berlimpah masih di sana. Disebabkan East Cameron tak beroperasi lagi, maka mereka tak mampu untuk membayar modal dasar para investor tersebut. Maka terjadilah sengketa antara East Cameron dengan Investors. East Cameron bersikukuh bahwa mereka ingin sukuk tersebut dianggap hutang saja, dan akan dibayar dalam waktu tertentu. Namun Allah telah mengatur semua, pengadilan Amerika memenangkan para investor dengan memutuskan bahwa sukuk bukan-lah hutang, ianya adalah kepemilikan atas aset terkait. Maka dengan demikian, minyak di lepas pantai tersebut diserahkan kepada para investor.

## 3. Kasus Investment Dar di Kuwait dengan Bloom Bank.

Permasalahan dalam Kasus Investment Dar di Kuwait dengan Bloom Bank berupa pelanggaran terhadap prinsip-prinsip syariah. *Investment DAR* mengeluarkan wakalah investment dengan jaminan *return* tertentu. Dan pada saatnya mengalami kerugian, para investor minta return mereka.

## **BAB V KESIMPULAN**

### **A. Kesimpulan**

Berdasarkan penjelasan diatas dapat, adapun kesimpulan dalam makalah ini, yaitu:

1. Merujuk pada fatwa Dewan Syariah Nasional tentang Obligasi Syariah, akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Obligasi Syariah antara lain: *Ijarah, mudharabah (muqaradah)/qiradh, musyarakah, murabahah, salam, dan istisna.*
2. Mekanisme sukuk dilakukan melalui proses penssekuritan aset, dimana mekanisme yang dilakukan secara syariah harus sesuai dengan karakteristik atau kriteria yang dikemukakan di dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor 70/DSN- MUI/VI/2008 yang berkaitan dengan Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara, berupa penggunaan aset yang nyata dan real, serta kontarka harus sesuai dengan akad yang ditentukan di dalam Islam.
3. Masalah Sekuritas Sukuk, yaitu; Tingkat *return* yang dipastikan pada sukuk, Bay' al Dayn, Risiko Tingkat Pengembalian, kredit, nilai tukar, tingkat harga, likuiditas, kepatuhan syariah.

### **B. Saran**

Adapun saran dalam penelitian ini yaitu:

1. Sebagai seorang investor kita harus memahami berkaitan dengan kriteria sukuk yang akan dipilih dan melihat ketentuan yang berlaku, serta permasalahan yang akan dihadapi yang terikat pada instrumen sukuk
2. Implikasi untuk penelitian berikutnya memerlukan justifikasi secara kuantitatif untuk mengukur tingkat permasalahan yang muncul dari permasalahan dalam sekuritas sukuk yang ditemukan peneliti dalam penelitian ini.

## DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, N., & Rahim, A. S. (2013). *Sukuk ijarah vs. sukuk musyarakah: investigating post-crisis stock market reactions*. *International Journal of Humanities and Management Sciences*, 1(1), 87–91.
- Al-Amine, M. A. (2008). *Sukuk market: innovations and challenges*. *Islamic Economic Studies*, 15(2), 1–22.
- Ascarya dan Diana Yumanita. *Comparing The Development Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia*. Saudi Arabia: IRTI Publications, 2008.
- Ayub, Muhammad. *Understanding Islamic Finance*. England: John Wiley & Sons Ltd, 2007.
- Azwir, M. Daini Tara. *Strategi Pembangunan Ekonomi Kerakyatan*. Jakarta: Nuansa Madani, 2000.
- BSM, Sukuk Ritel 010, <https://www.syariahmandiri.co.id/consumer-banking/investasi/sukuk-negara-retail>. Diunduh 03 Juni 2018
- Budiono. *Seri Sinopsis Pengantar Ilmu Ekonomi N-2. Ekonomi Makro*. Yogyakarta: BPFE, 2001
- CFA (Chartered Financial Analyst), 2007
- Chapra, Umer. *Sistem Moneter Islam, terj. Ikhwan Abidin Bashri*. Jakarta: Tazkia Cendikia, 2000.
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan berbasis Syariah*, Depkeu: Jakarta
- Fathurahman, H., & Fitriati, R. (2013). *Comparative analysis of return on sukuk and conventional bonds*. *American Journal of Economics*, 3(3), 159–163.
- Fiensialku, Definisi sukuk ritel, <https://www.finansialku.com/definisi-sukuk-ritel-adalah/>, Diunduh 03 Juni 2018
- Global Research-GCC*, 2008.

- Hakim. S, Islamic money market instruments, in M. Hasan & M. Lewis, (eds), *Handbook of Islamic Banking*, Edward Elgar Publishing, 2007, pp. 161-171 and Godlewski, C, Turk-Ariss, R, & Weill, L., Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective, *Journal of Comparative Economics*, 41, 2013, pp. 745-761.
- Heykal, Mohammad. *Tuntunan dan Aplikasi Investasi Syariah*. Jakarta: PT. Gramedia, 2012.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Kresna: Jakarta, 2007.
- Info Syariah, Mengenal Sukuk Negara Indonesia  
<http://www.infosyariah.com/2016/12/mengenal-jenis-sukuk-negara-indonesia.html>, Diunduh 03 Juni 2018
- Islamic finance – theory and practical use of Sukuk bonds, ACCA, FEBRUARY 2013.
- Manan, M. Abdul. *Teori dan Praktek Ekonomi Islam*. Yogyakarta: Dana Bhakti Wakaf, 1997.
- Muhamed Zulkhibri, *A synthesis of theoretical and empirical research on sukuk*, (Istanbul: Borsa Istanbul, 2015), h. 239-240.
- Nejetullah, Mohammad Sidiqi. *Kegiatan Ekonomi Islam, terj.* Jakarta: Bumi Aksara, 1996.
- Oseni, U., & Hassan, M. K. (2015). *Regulating the governing law clauses in sukuk transactions*. *Journal of Banking Regulation*, 16(3), 220–249.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor /POJK.04/2014 Tentang Penerbitan Sukuk, [https://www.ojk.go.id/Files/201409/3\\_RPOJKtentangPenerbitanSukuk\\_1412047659.pdf](https://www.ojk.go.id/Files/201409/3_RPOJKtentangPenerbitanSukuk_1412047659.pdf). Di unduh 03 Juni 2018
- Rohim, M., & Shereeza, M. S. (2013). *Analysis on the thoughts of Imam Abu Hanifah and Imam Syafi'i on the Ijtihad method for sukuk instrument*. *Jurnal Teknologi*, 62(1), 17–24.
- Rohman, Afzarul. *Doktrin Ekonomi Islam, Jilid I*. Yogyakarta: Dana Bhakti Primayasa, 1997.
- Saeed, A., & Salah, O. (2014). *Development of sukuk: pragmatic and idealist approaches to sukuk structures*. *Journal of International Banking Law and Regulation*, 1, 41–52.

Sang Gelombang, Seleksi Kasus Tentang Sukuk dan Islamic Capital Market Bermasalah. Islamic Capital Market, Special Issues. Diunduh tanggal 13 Mei 2018

Sukuk Ritel – Kemenkeu.go.id. Diunduh 03 Juni 2018

Wahyudi, Amien. *Kebijakan Moneter Berbasis Prinsip-Prinsip Islam*. Ponorogo: Justitia Islamica , 2013.