

# **KAJIAN TERHADAP PENERAPAN SUKUK SEBAGAI ALTERNATIF SUMBER PEMBIAYAAN NEGARA**

**JURNAL ILMIAH**

**Disusun oleh :**

**Moch. Azkha Rinaldhy  
115020500111006**



**JURUSAN ILMU EKONOMI  
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS BRAWIJAYA  
MALANG  
2015**

## LEMBAR PENGESAHAN PENULISAN ARTIKEL JURNAL

Artikel Jurnal dengan judul :

### **KAJIAN TERHADAP PENERAPAN SUKUK SEBAGAI ALTERNATIF SUMBER PERMBIAYAAN NEGARA**

Yang disusun oleh :

Nama : Moch. Azkha Rinaldhy

NIM : 115020500111006

Fakultas : Ekonomi dan Bisnis

Jurusan : S1 Ilmu Ekonomi

Bahwa artikel Jurnal tersebut dibuat sebagai *persyaratan ujian skripsi* yang dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 29 Juni 2015

Malang, 29 Juni 2015

Dosen Pembimbing,

**Dra. Marlina Ekawaty, M.Si., Ph.D.**

NIP. 19750514 199903 2 001

## **KAJIAN TERHADAP PENERAPAN SUKUK SEBAGAI ALTERNATIF SUMBER PEMBIAYAAN NEGARA**

**Moch. Azkha Rinaldhy**

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: azkharml@gmail.com

### **ABSTRAK**

*Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui kelebihan sukuk negara yang diterbitkan oleh pemerintah dibanding utang luar negeri. Di mana sejauh ini utang luar negeri masih menjadi kegemaran pemerintah untuk menutup defisit APBN atau untuk sumber pembiayaan negara, meskipun utang luar negeri memiliki dampak positif namun dalam jangka panjang utang luar negeri juga memiliki dampak negatif yang pada akhirnya sangat merugikan negara. Penelitian ini juga untuk mengetahui bagaimana penerapan sukuk di Indonesia, Bahrain, Qatar dan Malaysia. Penelitian ini juga bertujuan untuk mengetahui peluang dan kendala penerapan sukuk negara yang sudah dilakukan pemerintah sejak tahun 2008. Teknik pengumpulan data yang dilakukan dalam penelitian ini adalah literature review dan menggunakan teknik penelusuran data content analysis. Penelitian ini mendapatkan hasil bahwa sukuk negara memiliki kelebihan dibanding utang luar negeri diantaranya adalah tidak terkena perbedaan nilai tukar mata uang asing, proses penerbitan yang sederhana, dan tidak memiliki dampak ketergantungan yang pada jangka panjang akan merugikan negara. Penerbitan sukuk di beberapa negara seperti Indonesia, Bahrain, Qatar dan Malaysia rata-rata menggunakan akad Ijarah dan menggunakan Barang Milik Negara (BMN) sebagai underlying asset. Regulasi yang matang dan banyaknya likuiditas merupakan salah satu keberhasilan penerapan sukuk di Malaysia, Bahrain dan Qatar. Penerbitan sukuk di Indonesia memiliki peluang karena didukung oleh regulasi pemerintah, kebutuhan pembiayaan yang banyak dan potensi sukuk yang sangat diminati di pasar. Sukuk juga melahirkan beberapa risiko seperti risiko pasar, risiko likuiditas, dan risiko antar negara yang bisa dihindari.*

**Kata Kunci:** APBN, Sukuk, Underlying Asset, Utang luar negeri.

---

### **A. PENDAHULUAN**

#### **Latar Belakang**

Dalam perekonomian suatu negara, kewajiban merealisasikan *falah* pada dasarnya merupakan tugas seluruh *economic agents*, termasuk pemerintah dan masyarakat, karena sejatinya banyak aktivitas ekonomi yang tidak dapat diselenggarakan pasar, sehingga mengharuskan adanya peran aktif dari pemerintah maupun masyarakat (Pusat Pengkajian dan Pengembangan Islam, 2012). Hal ini didukung dengan pernyataan Musgrave dalam Badrudin (2011) yang menyebutkan bahwa pemerintah memiliki tiga peran utama yaitu peran alokasi, distribusi dan stabilisasi (Prasetya, tt).

Semakin bertambahnya utang luar negeri pemerintah, berarti juga semakin memberatkan posisi APBN RI, karena utang luar negeri tersebut harus dibayarkan berikut dengan bunganya. Ironisnya, semasa krisis ekonomi, utang luar negeri itu harus dibayar dengan menggunakan bantuan dana dari luar negeri, yang artinya sama saja dengan utang baru, karena pada saat krisis ekonomi penerimaan rutin pemerintah, terutama dari sektor pajak, tidak dapat ditingkatkan sebanding dengan kebutuhan anggaran belanjanya.

Dalam upaya mengurangi ketergantungan pemerintah terhadap utang luar negeri serta menjaga tingkat pertumbuhan ekonomi, maka diperlukan sumber pembayaran yang bersifat aman atas risiko pinjaman luar negeri dan relatif produktif dalam mendukung pertumbuhan ekonomi, salah satu sumber pembayaran tersebut adalah penjualan Surat Berharga Negara (SBN), yang didalamnya terdapat penjualan Surat Utang Negara (SUN) dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang selanjutnya lebih *familiar* disebut sebagai sukuk. Penjualan surat berharga di dalam negeri ini selain membantu mengurangi resiko menurunnya nilai mata uang dan tingginya bunga juga membantu mempermudah pembangunan infrastruktur (Hakim, 2011), tidak menutup kemungkinan dalam menggunakan sukuk sebagai sumber pembayaran. Berikut adalah gambaran total sumber-sumber pembayaran di Indonesia selama 2008 – 2013 :

Tabel 1: **Posisi Utang Pemerintah dan Surat Berharga Negara (dalam triliun Rupiah)**

Tahun	SBN	SUN	Sukuk	Utang Luar Negeri
2008	906.51	520.99	4.70	730.25
2009	979.46	570.21	11.53	611.20
2010	1.064.40	615.49	25.71	616.86
2011	1.187.66	684.61	38.98	620.28
2012	1.361.10	757.23	63.03	614.81
2013	1.661.05	908.07	87.17	708.14

Sumber: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2013 (Diolah).

Sejak tahun 2005 SBN menjadi instrumen utama pembiayaan APBN, hal ini bisa dilihat dengan terus meningkatnya nilai SUN dan sukuk setiap tahunnya. Meskipun utang luar negeri tiap tahunnya mengalami penurunan dan nilai sukuk terus mengalami peningkatan, namun kalau dilihat dari jumlah nominalnya utang luar negeri masih pada angka yang sangat tinggi. Kenaikan SBN periode 2008-2012, antara lain untuk *refinancing* utang lama yang jatuh tempo, dan *refinancing* dilakukan dengan utang baru yang mempunyai syarat dan ketentuan yang lebih baik.

Pembiayaan melalui penerbitan SBN lebih menguntungkan daripada utang luar negeri. Keuntungan tersebut antara lain lebih akuntabel karena melalui *public offering* tanpa proses negosiasi yang lama dan eksklusif serta lebih murah karena struktur biaya SBN lebih sederhana dibandingkan dengan utang luar negeri pada umumnya (Departemen Keuangan Republik Indonesia).

Sementara Indonesia masih menggunakan utang sebagai salah satu sumber pembiayaan, di awal tahun 2000 negara-negara seperti Uni Emirat Arab, Bahrain, Qatar, Malaysia dan Pakistan telah mengembangkan lembaga keuangan Islam berikut instrumen-instrumen perbankan dan investasi dalam pembangunan ekonominya. Penerbitan sukuk sebagai instrumen alternatif pembiayaan negara baik untuk keperluan rutin maupun pembiayaan pembangunan proyek-proyek infrastruktur. Sebagai ilustrasi, Uni Emirat Arab dan Malaysia pada tahun 2007 menerbitkan sukuk senilai USD 25 milyar. Nilai tersebut setara dengan 75 % dari sukuk yang diterbitkan di seluruh dunia pada saat itu (Sudrajat, 2011).

Berdasarkan uraian yang dipaparkan di atas, maka penulis ingin mengetahui apa kelebihan sukuk negara dibandingkan dengan Utang Luar Negeri (ULN), penerapan sukuk di Indonesia dibandingkan dengan negara lain, serta peluang dan kendala sukuk di Indonesia. Untuk mengetahui tujuan yang ingin diteliti, kajian ini menggunakan teknik pengumpulan data *literature review* dan teknik penelusuran data *content analysis*. Penelitian ini dilakukan dengan cara meneliti bahan pustaka yang berupa buku teks, skripsi, tesis dan jurnal penelitian.

## B. TINJAUAN UMUM SUKUK

### Karakteristik Sukuk

Menurut fatwa DSN-MUI No. 69 Tahun 2008 tentang Sukuk Negara, sukuk negara adalah surat berharga syariah negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian kepemilikan aset, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

Sejak berlakunya Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Sukuk Negara, Pemerintah mulai menerbitkan sukuk sebagai alternatif pembiayaan belanja negara. Sebagai instrumen yang diterbitkan oleh Pemerintah dan Kementerian Keuangan, sukuk merupakan salah satu instrumen keuangan syariah yang dominan di pasar keuangan syariah Indonesia hingga saat ini (OJK, 2013).

### Penerbit Sukuk Negara

Sukuk negara diterbitkan oleh pemerintah atau *Special Purpose Vehicle* (SPV). SPV adalah badan hukum yang dibentuk untuk memfasilitasi penerbitan sukuk. Dalam hal SPV dibentuk oleh obligor maka perlu ditunjuk *co-trustee* untuk menghindari terjadinya benturan kepentingan. Penerbitan sukuk di luar negeri, umumnya menggunakan SPV dalam bentuk *limited liability company* yang didirikan di negara-negara *tax heaven countries* (Kementerian Keuangan, 2010).

Tujuan pembentukan SPV pada dasarnya untuk mengasingkan risiko yang mungkin dihadapi oleh investor dan penerbit. Untuk itu, risiko akan dipindahkan pada pihak ketiga, yaitu SPV. Dengan demikian, segala kerugian hanya akan ditanggung oleh pihak SPV saja; pemodal

dan penerbit sebenarnya tidak akan kehilangan modal mereka, mereka akan mendapat perlindungan undang-undang atas aset yang dijadikan objek sukuk. SPV disyaratkan sebagai berikut: (Wahid, 2010).

- Tidak berkuasa memasuki tujuan aktivitas lain yang melenceng dari tujuan asal yang berkaitan dengan transaksi persukukan.
- Tidak memiliki perjanjian tambahan dengan pihak ketiga dalam semua kegiatan yang dilakukan untuk mempertahankan SPV dan asetnya.

### Prinsip Syariah

Suatu sukuk yang diterbitkan dapat dikatakan memenuhi prinsip syariah apabila seluruh kegiatan penerbitan sukuk, termasuk akad/perjanjian penerbitnya tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Prinsip syariah tersebut antara lain transaksi yang dilakukan oleh para pihak harus bersifat adil, halal, *thayyib*, dan maslahat serta harus terbebas dari berbagai unsur larangan, antara lain *riba*, *maysir*, dan *gharar*. Untuk itu, penerbitan sukuk memerlukan adanya pernyataan kesesuaian syariah (*sharia compliance*). Dana hasil penerbitan sukuk (*proceeds*) hanya dapat digunakan untuk hal-hal yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah (Kementerian Keuangan, 2010).

### Underlying Asset

*Underlying asset* adalah aset yang dijadikan sebagai objek atau dasar transaksi dalam kaitannya dengan penerbitan sukuk. Aset yang dijadikan sebagai *underlying* dapat berupa barang berwujud maupun tidak berwujud, seperti tanah, bangunan, berbagai jenis proyek pembangunan, serta aset non fisik lainnya seperti jasa (Kementerian Keuangan, 2010).

Sesuai dengan ketentuan dalam Undang-Undang sukuk, penjualan dan/atau penyewaan Barang Milik Negara sebagai *underlying asset* hanyalah dalam bentuk hak manfaat (*beneficial title*) dan tidak diikuti adanya kewajiban penyerahan fisik serta pengalihan kepemilikan BMN dari Pemerintah kepada SPV (Kementerian Keuangan, 2010).

### Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

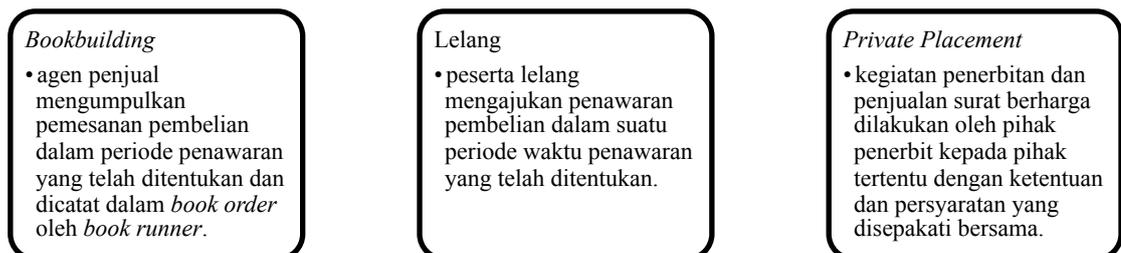
Agar berlangsungnya proses penerbitan sukuk yang baik dan tidak lepas dari prinsip-prinsip syariah yang ditetapkan, ada beberapa pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk: (Kementerian Keuangan, 2010)

1. Obligor, yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil sukuk yang diterbitkan;
2. *Special Purpose Vehicle* (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk menerbitkan sukuk;
3. Investor, yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak kepentingan atas *Underlying Asset* melalui SPV;
4. *Sharia Advisor*, yaitu sebagai pihak yang memberikan fatwa-fatwa atau pernyataan kesesuaian dengan prinsip-prinsip syariah atas sukuk yang diterbitkan
5. Wali amanat, yaitu pihak yang mewakili kepentingan pemegang sukuk sesuai dengan yang diperjanjikan.

### Metode Penerbitan Sukuk Negara

Metode penerbitan sukuk dapat dilakukan dengan beberapa cara. Sesuai dengan *international best practice* penerbitan sukuk dapat dilakukan dengan beberapa metode, yaitu: (Kementerian Keuangan, 2010)

Gambar 1: Metode Penerbitan Sukuk Negara



Sumber: Kementerian Keuangan, 2010.

### Seri dan Jenis Akad Sukuk

Di Indonesia, ada empat seri sukuk negara yang sudah diterbitkan oleh pemerintah yaitu: (Kementerian Keuangan, 2010).

Tabel 2: **Seri Sukuk Negara Indonesia**

Seri Sukuk	Keterangan
<i>Islamic Fixed Rate (IFR)</i>	Diterbitkan di pasar perdana dalam negeri dengan nominal pembelian yang besar. Bisa diperdagangkan dengan tingkat imbal hasil tetap.
Sukuk Ritel (SR)	Menggunakan cara <i>bookbuilding</i> ditujukan kepada investor individu dengan minimal pembelian Rp 5.000.000,- dan maksimal Rp 5 Milyar.
Sukuk Negara Indonesia (SNI)	Diterbitkan pemerintah dalam denominasi valuta asing.
Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI),	Diterbitkan berdasarkan penempatan dana haji dan dana Abadi Umat dalam sukuk yang diterbitkan oleh Departemen Agama dengan cara <i>private placement</i> .

Mengacu pada Standar Syariah, *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI), terdapat 14 jenis akad yang dapat digunakan dalam penerbitan sukuk, yaitu: *Ijarah, Salam, Istishna', Musyarakah, Mudharabah, Wakalah, Muzara'ah dan Musaqah*.

### Perbedaan Sukuk, SUN dan Obligasi Konvensional

Beberapa tahun terakhir ini, kebutuhan APBN banyak yang bersumber dari Surat Berharga Negara (SBN). Di bawah ini adalah tabel perbedaan antara sukuk, SUN dan obligasi konvensional:

Tabel 3: **Perbedaan Sukuk, SUN dan Obligasi Konvensional**

Aspek	Sukuk Negara/SBSN	Surat Utang Negara	Obligasi
Prinsip Dasar	Surat berharga berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti kepemilikan/penyertaan terhadap aset sukuk	Surat berharga yang merupakan surat pengakuan utang tanpa syarat dari penerbit	Surat pengakuan hutang menggunakan bunga
<i>Underlying Asset</i>	Memerlukan	Umumnya tidak ada	Tidak Ada
Fatwa/Opini Syariah	Memerlukan	Tidak ada	Tidak ada
Penggunaan Dana	Sumber pembiayaan APBN, termasuk pembiayaan pemerintah	Sumber pembiayaan APBN	Tidak ada
Dasar Hukum	Undang Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara	Undang Undang Nomor 24 tahun 2001 tentang SUN	Peraturan Pemerintah RI Nomor 6 Tahun 1963
Return	Imbalan, bagi hasil, margin, capital gain	Bunga, capital gain	Bunga

Sumber: (Kementerian Keuangan, 2010)

### **Tujuan Penerbitan Sukuk dan Imbalan Sukuk**

Tujuan penerbitan sukuk adalah untuk membiayai APBN termasuk membiayai pembangunan proyek seperti infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat. Sejalan dengan tujuan utama tersebut penerbitan sukuk oleh pemerintah diperlukan antara lain untuk:

- a. Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara.
- b. Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di Indonesia.
- c. Menciptakan *benchmark* instrumen keuangan syariah baik di pasar keuangan syariah domestik maupun internasional.
- d. Memperluas dan mendiversifikasi basis investor.
- e. Mengoptimalkan pemanfaatan barang milik negara (BMN).

Imbalan (kupon) sukuk dapat bersifat tetap (*fixed rate*) atau mengambang (*floating*), sesuai dengan jenis akad dan struktur yang digunakan dalam penerbitan. Imbalan sukuk tersebut biasanya dinyatakan dalam bentuk presentase dan dibayarkan secara periodik sesuai ketentuan dan persyaratan yang ada dalam penerbitan sukuk. Adapun akad yang memberikan imbalan bersifat tetap antara lain akad *ijarah* (sewa), *murabahah* (jual beli) dan *istishna'* (Kementerian Keuangan, 2010).

## **C. PERBANDINGAN UTANG LUAR NEGERI DENGAN SUKUK**

### **Utang Luar Negeri**

Utang Luar Negeri (ULN) menurut Todaro (2000) didefinisikan sebagai semua pinjaman konsensional dan bantuan pemerintah dalam bentuk uang atau barang yang secara umum ditujukan untuk mengalihkan sumber-sumber dari negara-negara kaya ke negara dunia ketiga, dengan tujuan utamanya pembangunan dan atau pemerataan pendapatan.

### **Tujuan Utang Luar Negeri**

Filosofi dari ULN sendiri sebetulnya merupakan komitmen dari negara maju untuk mengisi kesenjangan sumberdaya dalam ekonomi makro negara berkembang. Dalam konteks ini, efektivitas pemanfaatan ULN didesain untuk menjembatani kesenjangan tabungan/investasi dan ketimpangan neraca pembayaran di negara berkembang dan meletakkannya sebagai jalur untuk membantu negara berkembang mengerjakan pembangunan yang mandiri. Dengan begitu, untuk menutupi kekurangan modal tersebut negara maju memberikan bantuan pembangunan (*official development assistance/ODA*) dalam wujud proyek ULN yang didesain untuk mengembangkan infrastruktur negara berkembang. Melalui langkah seperti itu, secara akademik agenda kebijakan ULN mendapatkan dukungan yang sangat kuat dari komunitas bisnis dari negara-negara donor yang memiliki pretensi untuk menanamkan modalnya dalam jumlah yang besar bagi proyek-proyek pembangunan di negara berkembang (Sobhan, 2005 dalam Yustika, 2007).

### **Implikasi Utang Luar Negeri**

Utang luar negeri merupakan beban bagi generasi yang akan datang. Utang luar negeri yang berbentuk valuta asing itu sangat terasa sekali bebannya terutama terhadap APBN pada saat Indonesia mengalami keterpurukan ekonomi pada tahun 1997, dimana nilai rupiah terus melemah terhadap dollar AS, yang akibatnya berdampak pada pengeluaran negara yang membengkak pada waktu membayar pokok dan cicilan pinjaman (Kunarjo, 2001).

Selain itu, banyak aspek yang dilupakan oleh pemerintah negara berkembang dalam mencermati instrumen ULN ini. Setidaknya terdapat beberapa alasan kritis yang menyebabkan ULN memiliki implikasi yang sangat serius terhadap negara berkembang yaitu tidak seperti yang dipahami oleh banyak kalangan, ULN tidak datang dalam wujud uang melainkan sebagian besar justru dalam bentuk barang atau teknologi. Penggunaan ULN menjadi tidak fleksibel karena produk atau teknologi tersebut hanya bisa dipakai untuk program-program tertentu saja. Karena yang datang barang atau teknologi, maka kemungkinan yang muncul barang atau teknologi itu sesungguhnya tidak sesuai dengan program yang sedang digunakan (Yustika, 2000).

### **Keunggulan Penerapan Sukuk**

Pemerintah berkewajiban untuk membangun infrastruktur publik seperti bangunan, jalan, irigasi, rumah sakit dan berbagai proyek publik lainnya untuk mendukung percepatan

pembangunan. Bahkan, pemerintah juga ikut memelihara infrastruktur tersebut dari kerusakan dan kehilangan fungsinya. Penyediaan sarana publik atau layanan publik tersebut dapat dilakukan pemerintah dengan ketersediaan sejumlah sumber dana yang diperlukan (Wahid, 2010).

### **Sukuk sebagai Alternatif Sumber Pembiayaan**

Berkenaan dengan kebijakan pemerintah menerbitkan sukuk sebagai instrumen fiskal yang ditujukan untuk pembiayaan defisit APBN, Ibn Nujaim memberikan pendapat mengenai kebijakan pemerintah terhadap kekayaan Negara, dalam kitab *al-Asybah wa al-Nazha'ir*: (Harahap, 2009).

Artinya: Imam (kepala negara, pemegang otoritas tertinggi dalam suatu Negara boleh melakukan kebijakan terhadap kekayaan negara untuk hal-hal yang dipandanginya mengandung maslahat bagi mereka (warga negara); di antara kemaslahatan tersebut adalah menjual sebagian kekayaan baitul mal (perbendaharaan negara) guna menghimpun dana yang cukup untuk membiayai kemaslahatan dan kebutuhan umum mereka. Hal itu mengingat bahwa kebijakan imam, apabila didasarkan pada maslahat yang berhubungan dengan urusan umum dipandang tidak sah menurut hukum syariah kecuali sesuai dengan masalah, jika tidak sesuai dengan masalah maka kebijakan tersebut tidak sah.

Dapat ditarik kesimpulan dari penjelasan Ibn Nujaim bahwa untuk menciptakan kemaslahatan di masyarakat, pemerintah dibolehkan untuk menjual sebagian kekayaan yang dimiliki oleh negara.

Dalam hal prospek penerbitan sukuk sebagai instrumen pembiayaan fiskal, Rahmat Waluyanto dalam Sutedi (2011) mengatakan bahwa permintaan sukuk di pasar internasional jumlahnya sangat besar dan menjanjikan. Hal ini didukung data bahwa aset keuangan syariah diperkirakan mencapai USD 250 Miliar – USD 400 Miliar dengan tingkat pertumbuhan 15% per tahun. Seiring dengan perkembangan pasar keuangan syariah internasional, pasar keuangan syariah Indonesia juga tumbuh pesat. Untuk mengimbangi pesatnya pertumbuhan permintaan investasi syariah, mengingat terbatasnya instrumen keuangan berbasis syariah yang dapat dijadikan sebagai outlet investasi, pada tahap awal pemerintah menerbitkan sukuk negara dengan struktur *al-ijarah sale and lease back*. Dipilihnya struktur ini karena mekanismenya lebih mudah dan diminati pasar (Sutedi, 2009).

### **Sukuk Menarik Investor Asing**

Seiring dengan semakin meluasnya penggunaan prinsip syariah di pasar keuangan dalam dan luar negeri, yang ditandai dengan semakin banyaknya negara yang menerbitkan instrumen pembiayaan berbasis syariah dan semakin meningkatnya jumlah investor dalam instrumen keuangan syariah, Indonesia perlu memanfaatkan momentum melalui penerbitan sukuk, baik di pasar domestik maupun di pasar internasional sebagai alternatif sumber pembiayaan. Dengan bertambahnya instrumen SBN yang terdiri dari SUN dan sukuk, diharapkan kemampuan pemerintah dalam pengelolaan anggaran negara terutama dari sisi pembiayaan akan semakin meningkat (Sutedi, 2009).

Sukuk merupakan peluang untuk mengundang para investor muslim dan non muslim untuk mau terlibat berinvestasi di tanah air. Dengan demikian, sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar akan sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang dikeluarkan, diserap habis oleh pasar dan bahkan, pada beberapa kasus, sampai menimbulkan kelebihan permintaan (Sutedi, 2009).

### **Sukuk Mengurangi Ketergantungan Utang Luar Negeri**

Setidaknya ada empat keuntungan menggunakan SBN untuk menutup pembiayaan defisit APBN dibandingkan menggunakan ULN. *Pertama*, lebih transparan karena mudah untuk mendapatkan *benchmark price* di pasar modal yang selalu *update* setiap saat. *Kedua*, lebih fleksibel karena dapat dilakukan setiap saat dengan instrumen yang semakin beragam. *Ketiga*, lebih akuntabel karena melalui *public offering* tanpa proses negosiasi yang lama dan eksklusif. *Keempat*, lebih murah karena struktur biaya SBN lebih sederhana dibandingkan dengan pinjaman luar negeri pada umumnya (Sutedi, 2009).

Pemanfaatan sukuk dapat lebih diarahkan untuk menutup defisit anggaran pemerintah dan dapat mengakhiri ketergantungan skema pembiayaan pembangunan yang selama ini berbasis utang karena perangkat utang dapat mereduksi alokasi anggaran belanja pembangunan dan

kesejahteraan rakyat. Pembiayaan melalui pinjaman luar negeri yang berjalan sekarang hanya menambah beban utang dan sekaligus cicilan bunganya serta meningkatnya arus modal ke luar negeri.

#### **Analisis Perbandingan Utang Luar Negeri dengan Sukuk**

Utang luar negeri masih menjadi cara yang digemari pemerintah untuk menutup defisit dan menambah sumber pembiayaan yang dapat dilihat pada APBN. Meskipun utang luar negeri memiliki dampak positif untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan sebagai sarana untuk menjalin kerjasama antar negara, namun dampak negatif dari utang luar negeri juga dinilai dapat merugikan bagi negara ke depannya. Di bawah ini adalah tabel perbandingan antara utang luar negeri dengan sukuk negara:

**Tabel 4: Perbandingan ULN dengan Sukuk Negara**

No.	Aspek	Utang Luar Negeri	Sukuk Negara
1.	Sumber	Negara lain	Dalam negeri
2.	Bentuk	Biasanya barang dan teknologi	Fresh money
3.	Proses	Memperluan negosiasi dengan negara lain	Tidak memerlukan negosiasi dengan negara lain
4.	Imbalan	Bunga	Kupon, bukan bunga
5.	Dampak	Ketertagungan	Tidak ketergantungan
6.	Waktu Proses	Lama	Tidak lama
7.	Kreditur	Sedikit	Banyak

Niat baik dari negara maju untuk mengucurkan dananya dalam bentuk utang ke negara berkembang justru membuat negara berkembang makin kesulitan ke depannya. Dalam jangka pendek, utang luar negeri dapat menutup defisit APBN dan ini lebih baik daripada pemerintah harus mencetak uang yang akan menyebabkan inflasi. Namun dalam jangka panjang, utang luar negeri tidak hanya menimbulkan permasalahan ekonomi namun juga menimbulkan psikologis politis yang harus diterima negara peminjam akibat ketergantungannya dengan bantuan dari negara maju. Terlebih lagi, utang luar negeri tidaklah selalu berbentuk uang melainkan sebagian besar berbentuk barang atau teknologi yang terkadang tidak sesuai dengan kebutuhan program yang sedang dilaksanakan.

Keterlibatan negara dalam melakukan utang luar negeri pasti akan berinteraksi dengan sistem bunga. Dalam persepektif Islam, bunga dalam bentuk apapun akan dipandang sebagai riba dan dilarang oleh agama dengan tegas seperti yang tertera dalam surat Ali-Imran ayat 130:

“Hai orang-orang yang beriman, janganlah kamu memakan riba dengan berlipat ganda dan bertakwalah kamu kepada Allah supaya kamu mendapat keberuntungan.”

Utang luar negeri juga dipandang menjatuhkan martabat bangsa dimana Islam pada dasarnya mengajarkan untuk senantiasa menjaga integritas baik secara individu maupun bangsa. Dilihat dari segi proses dan pembayaran utang dapat dikatakan jauh dari kata adil sehingga keuntungan hanya berpihak di negara kreditur dan kerugian bagi negara debitur.

Dalam SBN terdapat dua instrumen yaitu SUN dan sukuk dimana tidak semua kalangan investor bisa berinvestasi dalam instrumen SUN karena menggunakan konsep konvensional. Terutama para investor *syariah minded* dimana mereka lebih tertarik berinvestasi di instrumen yang sesuai dengan prinsip syariah agar terhindar dari ketentuan yang ditetapkan dalam Islam seperti riba, maysir dan gharar.

Sukuk memiliki potensi yang sangat besar karena dapat meningkatkan peran masyarakat dalam berinvestasi pada pembangunan proyek infrastruktur. Hal ini dinilai positif sebagai bentuk partisipasi masyarakat dalam pembangunan dan kelak infrastruktur tersebut dapat dinikmati hasilnya oleh masyarakat. Bagi masyarakat, berinvestasi di sukuk relatif aman sebab dijamin 100% oleh pemerintah. Pembayaran imbalan dan nilai nominal dijamin undang-undang sehingga risiko gagal bayar akan sangat kecil terjadi.

## D. KEUANGAN NEGARA DAN PENERAPAN SUKUK DI BEBERAPA NEGARA

### Tinjauan Umum Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara

Dalam pengelolaan perekonomian suatu bangsa, kebijakan fiskal dan moneter merupakan kebijakan yang dijalankan bersama agar kondisi perekonomian mencapai tujuan yang diharapkan. Keserasian antara kedua kebijakan tersebut sangat penting karena akan menciptakan suatu stabilitas perekonomian dengan pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan (Hariyanto, 2015).

APBN mencakup seluruh penerimaan dan pengeluaran. Penerimaan berasal dari perpajakan maupun non perpajakan, termasuk hibah yang diterima oleh pemerintah. Pengeluaran atau belanja adalah belanja pemerintah pusat dan daerah. Jika terjadi defisit, yaitu pengeluaran lebih besar dari penerimaan, maka dicari pembiayaan baik yang bersumber dari dalam negeri maupun dari luar negeri (Saefulloh, 2010).

### Fungsi APBN

Fungsi APBN berdasarkan Pasal 3 Ayat 4 UU No. 17 Tahun 2003 tentang Keuangan Negara, yaitu: (Saefulloh, 2010)

1. Fungsi otorisasi, berarti bahwa anggaran negara menjadi dasar untuk melaksanakan pendapatan dan belanja pada tahun yang bersangkutan.
2. Fungsi alokasi, berarti bahwa anggaran negara harus diarahkan untuk mengurangi pengangguran dan pemborosan sumberdaya, serta meningkatkan efisiensi dan efektivitas perekonomian.
3. Fungsi distribusi, berarti bahwa kebijakan anggaran negara harus memperhatikan rasa keadilan dan kepatutan.
4. Fungsi stabilisasi, berarti bahwa anggaran pemerintah menjadi alat untuk memelihara dan mengupayakan keseimbangan fundamental per-ekonomian.

### Aggaran Defisit

Prioritas kebijakan fiskal yang sangat penting adalah mengatasi defisit APBN baik yang bersifat struktural maupun siklikal. Samuelson dan Nordhaus (2004) menjelaskan bahwa defisit struktural muncul karena kebijakan pemerintah dalam menentukan besaran pajak, jaminan sosial, dan belanja negara yang dapat memunculkan adanya defisit anggaran. Dapat diartikan pula bahwa defisit struktural merupakan defisit yang muncul karena kebijakan pemerintah bukan karena siklus ekonomi yang menyebabkan defisit anggaran (defisit siklikal). Dalam membiayai defisit anggaran, pemerintah memiliki beberapa opsi. Pilihan yang paling mudah dilakukan adalah dengan melakukan pencetakan uang. Namun hal ini akan mendorong terjadinya inflasi. Pilihan yang dapat dilakukan adalah dengan melakukan pinjaman kepada masyarakat dengan menerbitkan Surat Berharga Negara (SBN).

### Keuangan Negara dalam Islam

Pada zaman pemerintahan Rasulullah SAW dan Khulafaur Rasyidin, jarang sekali APBN mengalami defisit karena para pemimpin berpegang pada prinsip bahwa pengeluaran hanya boleh dilakukan apabila ada penerimaan. Pada masa Rasulullah SAW, *budget deficit* hanya terjadi satu kali yaitu sebelum Perang *Hunayn* (pada saat jatuhnya kota Makkah). Selama masa kepemimpinan Rasulullah SAW dan Khulafaur Rasyidin tidak pernah lagi terjadi *budget deficit*, bahkan di zaman Ustman bin Affan r.a., APBN mengalami surplus (Karim, 2011).

Rasulullah SAW menggunakan sistem ekonomi dan keuangan negara, sesuai dengan ketentuan Al-Qur'an. Secara garis besar, ketentuan dan kebijakan ekonomi pada Rasulullah SAW adalah sebagai berikut: (Muhammad, 2002).

1. Kekuasaan tertinggi adalah milik Allah dan Allah adalah pemilik yang absolut atas semua yang ada
2. Manusia merupakan *khalifah* Allah di bumi, tetapi bukan pemilik yang sebenarnya
3. Semua yang dimiliki dan didapatkan oleh manusia adalah karena seizin Allah, oleh karena itu saudara-saudara yang kurang beruntung memiliki hak atas sebagian kekayaan yang dimiliki saudara-saudaranya yang lebih beruntung
4. Kekayaan tidak boleh ditimbun dan harus diputar
5. Eksploitasi ekonomi dalam segala bentuknya harus dihilangkan

### **Kebijakan dan Instrumen Fiskal Pemerintahan Islam**

Dalam pemerintahan Islam, kebijakan fiskal telah dikenal sejak zaman Rasulullah SAW. hingga zaman pertengahan. Pada zaman Rasulullah SAW. dan para sahabat, *Baitul Mal* adalah lembaga pengelolaan keuangan negara sehingga terdapat kebijakan fiskal seperti yang kita kenal saat ini. Kebijakan fiskal di *Baitul Mal* memberikan dampak positif terhadap tingkat investasi, penawaran agregat, dan secara tidak langsung memberikan dampak pada tingkat inflasi dan pertumbuhan ekonomi.

### **Anggaran Pendapatan dan Pengeluaran Pemerintahan Islam**

Di zaman pemerintahan Islam, sudah dikenal struktur APBN, misalnya di zaman Rasulullah SAW. dan Khulafaur Rasyidin. Bentuk struktur APBN tersebut adalah sebagai berikut: (Karim, 2011)

Tabel 5: **Penerimaan dan Pengeluaran Baitul Mal**

Penerimaan	Pengeluaran
1. <i>Kharaj</i>	1. Penyebaran Islam
2. <i>Zakat</i>	2. Pendidikan dan Kebudayaan
3. <i>Khums</i>	3. Pengembangan Ilmu Pengetahuan
4. <i>Jizya</i>	4. Pembangunan Infrastruktur
5. Penerimaan lain	5. Pembangunan Armada Perang dan Keamanan
	6. Penyediaan Layanan Kesejahteraan Sosial

Sumber: Karim (2011)

### **Penerapan Sukuk di Beberapa Negara**

Sukuk selalu mendapat tanggapan baik dari seluruh penjuru dunia. Penerbitan pertama sukuk dengan mata uang dollar senilai 600 juta telah ditawarkan oleh Malaysia pada tahun 2002. Diikuti dengan peluncuran USD 499 juta "*trust sukuk*" dari *Islamic Development Bank* pada bulan September 2003. Setelah itu, penerbitan sekitar tiga puluh sukuk negara dan perusahaan telah ditawarkan di Bahrain, Malaysia, Arab Saudi, Qatar, *Uni Emirates Arab*, *United Kingdom*, Jerman, dan Pakistan (Huda dan Nasution, 2008).

### **Penerapan Sukuk di Bahrain**

Kegiatan ekonomi di Bahrain berada di bawah pengawasan satu badan, yaitu *Bahrain Monetary Agency* (BMA). BMA merupakan pihak regulator yang tidak hanya membidangi produk perbankan, tetapi juga kegiatan pasar modal Bahrain. *Bahrain Monetary Agency* sebagai otoritas keuangan di Bahrain terus melakukan pengkajian dan meluncurkan produk-produk pasar modal yang inovatif dan *modern*. Pada 20 Juni 2004, BMA meluncurkan *Islamic International Bonds* yang pertama, yaitu berupa sukuk *ijarah* senilai USD 250 juta sehingga total nilai sukuk yang diluncurkan oleh BMA menjadi USD 1,03 miliar (Sutedi, 2011). Akad *Ijarah* dan *Salam* paling sering digunakan dalam penerbitan sukuk negara di Bahrain pada tahun 2015 ini. Tercatat di *Central Bank of Bahrain*, sukuk menggunakan akad *Ijarah* dan *Salam* yang dikeluarkan pada tahun ini selalu mengalami *over subscribed* (cbb.gov5.bh, 2015)

Penerbitan sukuk sekarang ini merupakan bagian integral dari strategi kerajaan dan tercatat bahwa negara telah melakukan program jangka panjang untuk mengubah terbitan-terbitan konvensional menjadi terbitan-terbitan yang diterima secara Islami (Huda dan Nasution, 2008).

### **Penerapan Sukuk di Malaysia**

Di Malaysia, penerbitan sukuk diatur oleh *Securities Commission Malaysia* dalam hal tata cara dan pedoman penerbitan sukuk. Struktur sukuk harus dikonfirmasi dan disetujui oleh penasihat syariah yang ditunjuk oleh pemerintah (MIFC, 2014). Pada tahun 2002, pemerintah Malaysia telah menerbitkan *global sukuk* sebesar US\$600 juta. Pada tahun 2005, kalangan swasta di Malaysia setidaknya telah menerbitkan dan mengumumkan penerbitan *sukuk* sekitar US\$ 4.545 juta. Sedangkan di tahun 2006, diketahui bahwa Rantau Abang Capital Sukuk telah menerbitkan *sukuk* senilai US\$ 2.726 juta pada bulan Maret 2006 (Sunarsip, 2011)

Malaysia Global Sukuk didirikan di Labuan, Malaysia sebagai SPV hanya untuk bertujuan berpartisipasi dalam penerbitan transaksi sukuk. Pada tanggal 23 Juli 2002, pemerintah Malaysia

mengeluarkan sertifikat sukuk dengan nilai US\$ 600 juta yang akan berakhir pada tahun 2007. Setiap sertifikat mempresentasikan keuntungan kepemilikan yang lengkap atas kekayaan yaitu *theland parcels*. Tujuan dari penerbitan sukuk ini untuk pembangunan seperti rumah sakit dan jalan raya (Yaumidin, 2008).

### **Penerapan Sukuk di Qatar**

Pada tanggal 8 Oktober 2003, pemerintah Qatar menerbitkan sukuk dengan nilai US\$ 700 juta yang berakhir pada tahun 2010. Penerbitan sukuk ini ditujukan untuk membiayai pembangunan rumah sakit *the Hamad Medical City* yang berlokasi di Doha, Qatar (Yaumiddin, 2008).

Bank syariah terbesar di Negara Teluk, Bank Islam Qatar (QIB), kembali ke pasar global dengan penawaran penjualan obligasi syariah. Kondisi saat ini, bank-bank di Qatar sangat likuid, banyak uang tunai beredar dalam bentuk riyal Qatar. Dengan sejumlah proyek infrastruktur di jalur pipa dan rencana Qatar sebagai tuan rumah Piala Dunia 2022, pemberi pinjaman tertarik untuk pendanaan dolar jangka panjang (Republika, 2015).

Di Qatar sukuk merupakan instrumen keuangan yang likuid bagi pemerintah Qatar. Qatar termasuk negara yang mendapatkan keuntungan yang luar biasa dimana harga minyak dunia yang meningkat secara signifikan mempengaruhi kondisi ekonomi negara tersebut dan akhirnya begitu banyak dana yang mengalir, sehingga pada akhirnya Qatar akan mengalirkan dananya kepada negara-negara yang membutuhkan untuk mendanai proyek (Salim, 2011).

### **Penerapan Sukuk di Indonesia**

Pembiayaan infrastruktur melalui penerbitan sukuk sebenarnya telah dilaksanakan mulai tahun 2010, yaitu sejak diterbitkannya sukuk dengan seri *Project Based Sukuk* (PBS). Alur mekanisme pengusulan kegiatan Kementerian atau Lembaga yang akan dibiayai menggunakan dana sukuk yaitu:

1. Pengajuan usulan proyek/kegiatan oleh Kementerian/Lembaga yang dilengkapi dengan Kerangka Acuan Kerja dan Studi Kelayakan.
2. Penilaian kelayakan dan kesiapan proyek/kegiatan yang akan dibiayai sukuk oleh Bappenas.
3. Bappenas melakukan penyusunan dan penyampaian daftar prioritas kegiatan kepada Kementerian Keuangan.
4. Kementerian keuangan melakukan penganggaran terhadap proyek yang memenuhi kriteria dari penilaian Bappenas.
5. Penerbitan DIPA proyek yang akan dilanjutkan penerbitan sukuk untuk proyek tersebut oleh Kementerian keuangan untuk membiayai proyek tersebut (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2008).

Pemerintah meyakini bahwa penerbitan sukuk akan menjadi salah satu sumber utama untuk pembiayaan infrastruktur di masa yang akan datang (Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan, 2014).

*Project based sukuk* yang diterbitkan pada semester II/2014 digunakan untuk membiayai tiga proyek infrastruktur, yaitu:

1. Jalur ganda kereta api lintas Cirebon-Kroya Segmen II. Sukuk itu akan menyumbang Rp 745 miliar terhadap proyek rel melalui Kementerian Perhubungan.
2. Proyek perbaikan asrama haji serta peningkatan sarana dan prasarana embarkasi haji oleh Kementerian Agama senilai Rp 200 miliar.
3. Pembangunan rel dwiganda atau empat trek (*double-double track*) kereta api lintas Manggarai-Bekasi sebesar Rp 625 miliar (Kontan, 2015).

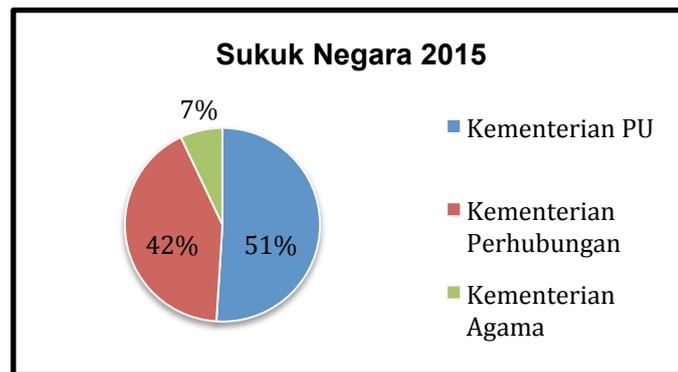
Dirjen Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan, Robert Pakpahan mengatakan bahwa total pengajuan pembiayaan menggunakan sukuk untuk proyek infrastruktur tahun 2014 mencapai 20 proposal. Kendati demikian, pemerintah hanya sanggup menerima tiga proyek. Tiga proyek ini telah melalui tahap seleksi dan dipilih oleh Bappenas karena sesuai dengan rencana pemerintah jangka menengah (Kontan, 2015).

Pada tahun 2014 sukuk berhasil diserap pasar karena likuiditas dunia terutama domestik masih terjaga. Robert Pakpahan mengatakan bahwa pemerintah harus memperhatikan faktor eksternal dan internal seperti inflasi, tingkat bunga obligasi Amerika Serikat dan

China. Menurutnya, peran investor asing bagi sukuk cukup besar persentasenya meskipun didominasi investor domestik (Kontan, 2015).

Pada tahun 2015, Dewan Perwakilan Rakyat (DPR) menyetujui usulan pemerintah untuk menerbitkan sukuk sebesar Rp 6,936 triliun. Sukuk yang akan diterbitkan sepanjang tahun 2015 merupakan *project based* sukuk karena akan menggunakan proyek infrastruktur sebagai underlying assets. Di bawah ini adalah diagram proyek sukuk yang diterbitkan pada tahun 2015: (ICMSpecialist.com, 2015).

Gambar 2: Sukuk Negara 2015



Sumber: DJPU 2015

Jumlah total nilai proyek yang dibutuhkan pemerintah senilai Rp 6.936 triliun, terdiri dari:

1. Kementerian Pekerjaan Umum membutuhkan Rp 2.924 triliun untuk pembangunan jalan *bypass* Tegal – Brebes, jalan *bypass* Manado, Ringroad Jayapura, lingkaran Raja Ampat, jalan Jayapura – Wamena – Mulia, dan beberapa jembatan di propinsi lainnya.
2. Kementerian Perhubungan membutuhkan Rp 3.535 triliun untuk pembangunan *double track* Manggarai – Bekasi, *double track* Muara Enim – Lahat, jalan layang kereta api Medan – Kualanamu, monorail Surabaya dan trem Surabaya.
3. Kementerian Agama membutuhkan Rp 477 miliar untuk proyek revitalisasi enam asrama haji. *Project based* sukuk menggunakan akad ijarah sesuai dengan fatwa DSN-MUI No. 76 tahun 2010 (DJPU, 2015).

### Analisis Keuangan Negara dalam Islam dan Penerapan Sukuk di Beberapa Negara

Rasulullah memegang prinsip bahwa pengeluaran negara harus menggunakan anggaran yang ada. Dapat disimpulkan bahwa Rasulullah SAW. mengajarkan pemerintah untuk menggunakan anggaran sesuai dengan kebutuhan dan tidak memaksakan apabila anggaran yang dimiliki terbatas. Namun hal ini memang tidak bisa dilaksanakan di Indonesia mengingat pemerintah menganut sistem penganggaran defisit struktural dimana defisit ini merupakan kebijakan pemerintah bukan karena siklus ekonomi yang membuat anggaran menjadi defisit.

Negara-negara seperti Qatar, Malaysia dan Bahrain sudah menerapkan sukuk terlebih dahulu sehingga banyak investor dalam negeri dan luar negeri yang percaya untuk menginvestasikan uangnya di negara tersebut. Keberhasilan sukuk negara yang diperdagangkan global oleh Malaysia ditunjang oleh pemerintah dengan menetapkan desain regulasi yang sangat matang. Keberhasilan ini menarik para investor asing untuk menanamkan modalnya pada sukuk dan membuat Malaysia menjadi pusat pasar sukuk di Asia. Hal ini juga dipengaruhi oleh banyaknya simpanan likuiditas yang dimiliki Malaysia.

Di Asia Tenggara maupun di Dunia, Malaysia masih menjadi yang paling unggul dalam hal penerbitan sukuk. Pemerintah Malaysia sukses menerbitkan sukuk pada denominasi ringgit senilai USD 39,548 miliar antara tahun 2002 sampai Oktober 2008. Ini belum termasuk sukuk yang diterbitkan dalam denominasi dolar AS.

Berdasarkan *Securities Commission Annual Report 2006* terlihat bahwa penerbitan sukuk di Malaysia 70% menggunakan akad musyarakah. Pemerintah Malaysia menerbitkan sukuk menggunakan akad musyarakah untuk membiayai proyek di sektor jasa dan sektor riil di negara tersebut. Negara di timur tengah seperti Bahrain menerapkan sukuk menggunakan akad *istishna-ijarah*.

Banyaknya penduduk yang beragama Islam juga menjadi salah satu sebab mengapa sukuk sangat diminati. Qatar dan Malaysia menggunakan dana hasil penjualan sukuk untuk membangun rumah sakit. Negara-negara ini menjamin dana dari hasil penjualan sukuk hanya untuk membangun infrastruktur yang benar-benar dibutuhkan masyarakat, mengandung manfaat dan sesuai dengan prinsip syariah. Sehingga penggunaan dana sukuk dalam jangka panjang dapat meningkatkan kualitas kesehatan dan pendidikan masyarakat.

## **E. PELUANG DAN KENDALA PENERAPAN SUKUK**

### **Peluang Penerapan Sukuk**

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor Muslim dan non-Muslim untuk berinvestasi di Indonesia. Sukuk dapat dimanfaatkan untuk membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat responsif terhadap penerbitan sukuk. Hampir semua sukuk yang diterbitkan diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan (Fatah, 2011).

Keberadaan sukuk dapat memperkuat kondisi ekonomi Indonesia dan menahan *bubble* ekonomi karena akan memperbanyak portfolio mata uang asing selain dollar. Sukuk merupakan instrumen yang tepat untuk menarik para investor Timur Tengah dengan memberikan alternatif pembiayaan sesuai syariat Islam. Saatnya Indonesia melakukan portfolio tidak hanya pada dolar saja, tetapi juga pada mata uang yang lain. Ini akan menambah portfolio mata uang asing di luar dolar (Fatah, 2011). Pemerintah meyakini bahwa penerbitan sukuk akan menjadi salah satu sumber utama untuk pembiayaan infrastruktur di masa yang akan datang karena peluangnya yang sangat besar, peluang tersebut adalah:

### **Dukungan Kebijakan**

Dukungan penuh pembiayaan infrastruktur melalui penerbitan sukuk tercermin dari disahkannya Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Negara atau Sukuk Negara. Adanya Undang-Undang tersebut menjadi landasan hukum utama bagi pemerintah untuk menerbitkan sukuk (Hariyanto, 2014). Dengan adanya regulasi yang pasti membuat masyarakat semakin percaya untuk berinvestasi pada sukuk karena hukumnya sudah jelas. Terlebih, pemerintah menjamin untuk membayar imbalan bagi hasil sehingga kemungkinan untuk terjadi gagal bayar sangat rendah.

Selain itu, peraturan tersebut memberi kewenangan bagi pemerintah untuk menggunakan Barang Milik Negara (BMN) sebagai *underlying asset* dan membiayai pembangunan infrastruktur melalui penerbitan sukuk. Melalui peraturan ini pemerintah dapat mengatur komposisi penerbitan sukuk untuk pembiayaan proyek, sehingga hasil penerbitan sukuk dapat diarahkan untuk mendorong percepatan pembangunan infrastruktur (Hariyanto, 2014).

### **Kebutuhan Pembiayaan yang Sangat Besar**

Infrastruktur merupakan sistem fisik yang menyediakan transportasi, pengairan, drainase, bangunan-bangunan gedung dan fasilitas publik yang lain yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan dasar manusia dalam lingkup sosial dan ekonomi (Grigg, 1988 dalam Adiatna dan Pradono, 2013). Dalam rangka mempercepat laju pembangunan infrastruktur, Pemerintah telah menetapkan prioritas-prioritas pembangunan infrastruktur yang dituangkan dalam *Masterplan* Percepatan dan Perluasan Pembangunan Ekonomi Indonesia (MP3EI). Dari data MP3EI kebutuhan dana untuk pembangunan infrastruktur berjumlah total sebesar 1.786 triliun rupiah, yang terdiri dari pembangunan jalan, pelabuhan, bandara, rel kereta, utilitas air, telematika dan infrastruktur lainnya (Hariyanto, 2014).

Kebutuhan dana yang tidak sedikit tersebut menjadi peluang bagi sukuk untuk berperan dalam mendorong pembangunan infrastruktur. Sukuk juga memberi ruang fiskal yang lebih luas bagi pemerintah untuk mengalokasikan sumber-sumber penerimaan negara lainnya untuk pendanaan infrastruktur.

### **Potensi Pasar Sukuk**

Seiring dengan perkembangan ekonomi Islam yang sangat fantastis, maka berkembang pula kesadaran untuk memilih instrumen investasi yang sesuai syariah. Kesadaran ini telah menumbuhkan investor yang berwawasan '*syariah minded*' atau hanya berinvestasi pada

instrumen syariah. Di sisi lain, instrumen investasi syariah biasanya memberikan imbalan yang lebih menarik dibandingkan instrumen investasi konvensional. Hal ini menjadi daya tarik bagi investor konvensional untuk ikut berinvestasi di instrumen syariah. Kondisi ini tentu menjadi penyebab potensi pasar instrumen syariah menjadi lebih luas (Hariyanto, 2014).

Menurut Pramono (2008), ada beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan sukuk:

1. Pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan sukuk.
2. Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan sukuk maupun *project financing* secara syariah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan.

### **Kendala Penerapan Sukuk**

Sejumlah tantangan yang dihadapi oleh Indonesia dalam pengembangan sukuk negara adalah pasar keuangan syariah di Indonesia tidak terlalu likuid. Penyebabnya, pangsa pasarnya yang relatif kecil, yaitu kurang dari 5% dari seluruh sistem keuangan di Indonesia. Kecilnya pangsa pasar keuangan syariah ini diperkirakan akan menyebabkan pertumbuhan pasar sukuk domestik akan tetap terbatas (Pramono, 2008).

Tidak ada standarisasi fatwa mengenai struktur produk-produk instrumen syariah dari masing-masing negara dan standar AAOIFI belum digunakan sebagai acuan oleh semua negara yang penduduknya mayoritas Muslim. Kurangnya pemahaman masyarakat akan keberadaan sukuk menjadi permasalahan klasik yang bukan hanya terjadi pada sukuk saja, akan tetapi terjadi juga pada instrumen-instrumen investasi lainnya seperti saham syariah, reksadana syariah, asuransi syariah, pegadaian syariah dan lain sebagainya, terutama sistem bagi hasil yang hanya dikenal oleh kalangan pemodal saja (Fatah, 2011).

Ketidakhahaman masyarakat terutama investor terhadap sukuk syariah, menimbulkan kecenderungan masyarakat (*investor*) dalam berinvestasi masih berorientasi pada keuntungan (*return*) yang ditawarkan, sehingga mereka sering membandingkan dengan keuntungan yang ditawarkan obligasi konvensional, atau instrumen lainnya yang lebih menguntungkan. Keadaan ini diperparah dengan adanya ketidakjelasan dalam aspek operasional, karena belum ada standar baku untuk operasional dan ketentuan akuntansinya. Selain itu ketentuan fikih *versus* hukum formal yang seringkali tidak sejalan (Fatah, 2011).

Dalam konteks sosial, undang-undang sukuk sangat inklusif terhadap segmen pasar. Investor yang membeli sukuk lebih didominasi oleh lembaga konvensional. Pada tahun 2010, tercatat dari total sukuk yang dijual pemerintah, 90% investornya berasal dari lembaga keuangan konvensional. Di samping sebagai indikator konsepsi Islam dapat diterima oleh semua kalangan karena faktor profitabilitas dan diversifikasi yang dominan, hal ini menegaskan kurangnya partisipasi dan kontribusi lembaga-lembaga keuangan syariah di sektor moneter (Fatah, 2010). Walaupun sukuk menunjukkan perkembangan yang pesat namun masih ditemui beberapa hambatan antara lain (Jobst, 2008):

1. Struktur sukuk yang masih butuh banyak inovasi di mana saat ini masih banyak mengadopsi struktur obligasi konvensional.
2. Karakteristik investor yang lebih cenderung "*buy and hold*" membuat pasar sekunder tidak likuid.
3. Pajak yang dapat menjadi halangan dalam menerbitkan sukuk, yang terkadang dalam struktur *aset backed* dikenakan *double taxation*.

### **Risiko Sukuk**

Berdasarkan bentuk kontrak sukuk dan hubungan antara pihak yang berkontrak, Wahid (2010) mengelompokkan risiko sukuk secara keseluruhan pada beberapa risiko. Risiko tersebut dapat dilihat pada gambar di bawah ini:

### **Risiko Pasar**

Risiko pasar terdiri dari dua bentuk, yaitu risiko pasar yang sistematis dan yang kurang sistematis. Risiko pasar yang sistematis disebabkan terjadinya pergerakan harga pasar secara menyeluruh atau disebabkan kebijakan suatu negara dalam urusan ekonomi. Sedangkan risiko pasar yang kurang sistematis dapat terjadi ketika harga suatu aset atau instrumen tertentu berubah atau perubahan variabel lainnya yang mengakibatkan perubahan terhadap harga aset.

Sekiranya terjadi suatu perubahan pada harga akan menyebabkan terjadinya perubahan dalam berbagai sektor komoditas pasar, keadaan ini secara keseluruhan akan menyebabkan terjadinya risiko eksternal, yaitu risiko nilai tukar asing, dan risiko likuiditas. Perubahan harga pasar dapat mengakibatkan perubahan nilai harga aset sukuk yang telah ditentukan sejak awal dan berlaku sehingga jangka masa kontrak berlangsung. Perubahan ini akan mempengaruhi perubahan nilai sukuk, perubahan pendapatan investor, dan perubahan nilai tukar asing. Risiko pasar ini akan berlaku untuk jenis kontrak sukuk *ijarah, murabahah, istisna, musyarakah, dan mudharabah*.

Untuk menghindari risiko berbentuk *currency risk*, dapat dilakukan dengan menggunakan *standard LIBOR*, di mana kontrak sukuk dihubungkan sesuai harga pasar, dengan menggunakan sistem *floating rate return* atau dapat dilakukan dengan sistem kadar tetap dengan penyesuaian ulang secara berkala pada setiap *semiannual* sehingga relevan dengan standar harga pasar.

### **Risiko Likuiditas**

Risiko likuiditas dapat terjadi disebabkan kemampuan mendapatkan *cash* secara utang merupakan sesuatu yang dilarang oleh syariah sehingga investor akan kesulitan mendapatkan kontan untuk kepentingan likuiditas dalam masa yang cepat pada saat diperlukan. Demikian juga syariah tidak membenarkan menjual sertifikat sukuk pada kadar nilai ke depan dengan harga yang berbeda, disebabkan perbedaan nilai harga sekarang dengan nilai harga nanti mengarah pada bentuk riba, sedangkan menjual aset yang didasarkan pada utang untuk kepentingan meningkatkan likuiditas, bukanlah suatu pilihan yang baik bagi instrumen pembiayaan sukuk.

Faktor risiko likuiditas akan dialami oleh semua jenis sukuk dalam pasaran, karena kecenderungan investor untuk keluar lebih awal sebelum kontrak sukuk berakhir merupakan ciri-ciri investasi jangka panjang. Oleh karena itu, jika pasar likuiditas tidak diperoleh secara mudah, maka investasi dalam kontrak sukuk akan menghadapi risiko likuiditas.

Risiko likuiditas ini dapat diminimalisir dengan cara pemerintah wajib menyediakan cadangan yang likuid sehingga apabila ada investor yang ingin keluar dan mencairkan aset sukuknya, maka pemerintah telah mempersiapkan sarana likuiditas secara baik.

### **Risiko Kredit**

Risiko kredit adalah risiko yang dihubungkan dengan kualitas aset atau pinjaman yang kemungkinan tidak dapat diperoleh lagi apabila terjadi kelalaian para pihak dalam penyelesaiannya. Dapat dikatakan bahwa risiko kredit adalah kegagalan pihak-pihak yang berkontrak dalam menyelesaikan kontrak baik kegagalan disebabkan kelalaian originator ataupun kegagalan yang disebabkan kelalaian SPV, maka pihak lainnya akan menanggung kerugian. Risiko kredit akan dialami semua jenis kontrak sukuk karena melibatkan aset sebagai jaminan dan melibatkan SPV dalam menerbitkan sukuk.

Risiko kredit dapat dihindari dengan cara menerapkan denda bagi yang lalai membayar kewajiban yang harus ditunaikan. Cara pelaksanaan dapat ditempuh dengan pihak originator diwajibkan membayar sejumlah deposit kepada SPV, deposit itulah yang nantinya akan digunakan sebagai denda apabila originator gagal membayar kewajiban secara berkala.

### **Risiko Aset**

Risiko aset dapat terjadi karena proses pensukuritan dan penebusan sukuk, di mana aset yang terdiri dari tanah, gedung, dan bentuk-bentuk aset nyata lainnya telah dijadikan sebagai objek akad dan jaminan bagi pengeluaran sukuk. Aset sebagai jaminan yang dimaksud terdiri dari:

#### **a. Aset berwujud**

Yaitu aset yang sudah dimiliki oleh originator yang dijadikan sebagai jaminan sukuk. Aset ini bermakna mentransfer manfaat aset kepada pihak investor dengan memperoleh bayaran sewa. Sedangkan aset yang akan dijadikan sebagai proyek sewa adalah *mentransfer* aset yang akan disediakan pada masa yang akan datang. Dalam kontrak sukuk *ijarah*, risiko aset bisa disebabkan karena kegagalan mentransfer aset pada waktu yang disepakati.

#### **b. Aset tidak berwujud**

Yaitu aset belum berwujud yang akan dijadikan sebagai proyek dan akan dibiayai dengan menggunakan dana sukuk. Dalam kasus ini risiko aset akan timbul apabila terjadi kegagalan *transfer* aset disebabkan kelalaian penyewa mewujudkan aset dan *mentransfer* aset pada waktu yang telah ditentukan.

Risiko aset dapat dilihat berdasarkan benda aset dan berdasarkan nilai aset. Risiko yang berhubungan dengan benda aset terjadi disebabkan bencana alam atau kebakaran (*total loss risk*), jika *underlying asset* menyebabkan bendanya hilang maka akan terjadi sekurang-kurangnya tiga kemungkinan, yaitu mengganti aset lain kepada kontrak sukuk yang ada, kontrak sukuk menjadi batal jika objek akad hilang barangnya, atau investor akan menanggung kerugian modal dan harga sewa atas aset tersebut.

Sedangkan risiko nilai aset disebabkan oleh perubahan harga pasar dan perubahan nilai manfaat di mana kemungkinan aset akan kehilangan nilai harga. Jika aset dimaksud suatu bangunan, tentu bangunan tersebut akan mengalami pengurangan atau penambahan nilai dalam jangka waktu tertentu. Oleh karena itu, apabila aset tersebut mengalami penurunan nilai, maka pemilik aset akan mengalami kerugian disebabkan ia melakukan kontrak tersebut. Risiko lainnya adalah ketika aset yang telah dijadikan jaminan sukuk tidak dapat dijual, disewakan, atau dijadikan sebagai jaminan dalam kontrak lainnya, sekalipun aset tersebut berada di dalam pengawasan pihak SPV.

### **Country Risk**

Risiko dalam bentuk ini disebut juga sebagai risiko ketentuan hukum dan problem perundang-undangan suatu negara, di mana sertifikat sukuk diperjualbelikan di pasar yang melibatkan berbagai negara. Perundang-undangan dan kebijakan ekonomi suatu negara dapat dikatakan memiliki perbedaan, yaitu:

1. Perbedaan jenis mata uang yang digunakan
2. Perbedaan undang-undang cukai (*taxable*)
3. Perbedaan standar penggunaan hukum syariah
4. Perbedaan aturan regulasi dan aturan-aturan mengenai *financial reporting*

Perbedaan-perbedaan tersebut tentu akan memberikan pengaruh berbagai risiko terhadap kontrak sukuk. Apalagi melibatkan penerbit dan investor sukuk dari golongan yang berbeda agama, akan memberikan risiko yang beragam untuk investor dalam bentuk penentuan perundang-perundangan bagi penyelesaian kegagalan kontak sukuk.

Selain itu, terdapat sejumlah ketidaksepakatan pendapat para ulama dalam pelaksanaan instrumen pembiayaan Islam seperti sukuk. Tanggapan yang berbeda dari pakar fiqh di negara tempat sukuk dikeluarkan, dan perbedaan pemikiran ulama fiqh antar negara, akan memberikan akibat pada risiko pelaksanaan sukuk itu sendiri.

Untuk mengatasi *country-risk* dapat dilakukan dengan menyediakan kontrak dan perjanjian yang disetujui bersama, dan menyebutkan hal-hal penting yang perlu dipahami sehingga dapat disetujui oleh pihak yang bersangkutan.

### **Counterparty Risk**

Kontrak sukuk umumnya melibatkan *counterparty* (originator, SPV, dan investor) yang dibentuk mengikuti peranan dan tanggung jawab masing-masing. Kontrak yang melibatkan *counterparty* biasanya akan mengalami risiko *mora l hazard*, di mana pihak yang berkontrak dituntut untuk menjalankan tanggung jawab secara benar dan jujur, karena ia merupakan kontrak amanah seperti kontrak *murabahah*, *salam*, *istishna'*, *musyarakah* dan *mudharabah*. Risiko *counterparty* mungkin akan timbul karena kelalaian kemitraan terhadap pengelolaan manajemen sukuk.

### **Risiko Kesesuaian Syariah**

Risiko dalam bentuk ini timbul disebabkan pemahaman teoretikal fiqh hasil formulasi mujtahid yang dipahami dan diamalkan berbeda oleh masing-masing pihak yang berkontrak, akibatnya akan memberi pengaruh pada bentuk kontrak sukuk yang diamalkan.

Untuk menghindari risiko kesesuaian syariah diperlukan suatu bentuk regulasi yang sesuai dengan standar fiqh untuk setiap jenis kontrak sukuk. Standar regulasi diperlukan untuk menjadi alat evaluasi terhadap jenis-jenis sukuk yang ada di pasar. AAOIFI memang sudah menjadi standar yang diakui namun belum sepenuhnya dijadikan aturan regulasi secara global.

### **Analisis Kendala dan Peluang Penerapan Sukuk**

Sukuk pertama kali diterbitkan di Indonesia pada tahun 2008 dan mendapatkan tanggapan yang positif di kalangan para investor. Namun, walaupun penduduk Indonesia 88% menganut agama Islam ternyata masih banyak masyarakat yang belum mengerti tentang sukuk dan letak

perbedaan antara sukuk dengan obligasi konvensional. Kecenderungan masyarakat juga masih berorientasi pada tingkat *return* yang ditawarkan bukan berdasarkan dari keberkahan yang didapat karena menggunakan instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

Imbalan berupa kupon yang dihasilkan oleh sukuk negara ritel sekitar 8,5%-9,25% dan bunga dari obligasi ritel sekitar 8,2%-8,6% dengan pajak yang sama yaitu 15%. Sukuk memiliki tingkat imbalan yang lebih tinggi daripada instrumen deposito, dikarenakan deposito memiliki *risk premium* sedangkan sukuk minimal terhadap risiko. Tingginya preferensi investor muslim yang lebih tertarik berinvestasi di instrumen syariah membuat sukuk digemari beberapa golongan.

DSN-MUI harus mengawasi proses berlangsungnya sukuk mulai dari penerbitan sampai pembayaran imbalan kepada masyarakat agar tidak terjadi hal-hal yang tidak sesuai dengan standar syariah. Karena jika tidak ada pengawasan yang ketat, sukuk dapat menyerupai obligasi konvensional.

Terkait mengenai risiko likuiditas, sebaiknya perbankan syariah juga ikut berperan untuk semakin melakukan inovasi sehingga semakin banyak likuiditas yang pada akhirnya akan terkumpul di bank sentral dan bisa digunakan untuk instrumen sukuk. Risiko-risiko lain yang mungkin timbul akibat penerbitan sukuk seperti risiko pasar, risiko kredit, risiko aset, *country risk*, *counterparty risk*, dan risiko keuangan syariah juga dapat diantisipasi dengan melakukan beberapa cara seperti yang penulis sampaikan di sub bab sebelumnya.

Penelitian terdahulu yang dilakukan Fahmi Salim pada tahun 2011 dengan judul skripsi "Konsep dan Aplikasi Sukuk Negara dalam Kebijakan Fiskal di Indonesia" mendapatkan hasil yaitu, risiko-risiko yang mungkin akan terjadi pada sukuk memiliki potensi yang sangat kecil terutama risiko gagal bayar, karena pembayaran dana sukuk tersebut selalu dianggarkan pada APBN. Sehingga setiap tahunnya pemerintah sudah menyiapkan dananya untuk membayar imbalan kepada investor.

Tidak hanya mengalihkan kebiasaan pemerintah melakukan utang luar negeri, sukuk pun diyakini dapat menggantikan Surat Utang Negara (SUN) sebagai alternatif sumber pembiayaan negara karena struktur sukuk dinilai lebih baik. Sukuk juga mendapatkan perhatian lebih dari investor-investor dari negara-negara di Timur Tengah karena mereka sangat tertarik dengan instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.

Dengan diberlakukannya Undang-Undang tentang Sukuk, pemerintah menjadi lebih tertib melakukan pencatatan aset negara yang dijadikan sebagai *underlying asset*, karena sebelum sukuk diterbitkan banyak aset negara yang tersebar di lembaga dan kementerian yang tidak diperhatikan catatan administrasinya. Walaupun dari segi materiil keuntungan sukuk tidak tergolong banyak bagi masyarakat, namun setidaknya sukuk merupakan jenis investasi yang sesuai dengan syariah Islam dan mengandung banyak masalah.

## F. PENUTUP

### Kesimpulan

1. Kelebihan sukuk negara dibanding utang luar negeri adalah hasil yang diterbitkan oleh sukuk berupa *fresh money* berbeda dengan utang luar negeri yang biasanya berbentuk barang dan teknologi sehingga lebih fleksibel dalam penggunaannya. Utang luar negeri memiliki dampak positif untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi dan sebagai sarana untuk menjalin kerjasama antar negara, namun dampak negatif dari utang luar negeri dinilai dapat merugikan negara ke depannya. Utang luar negeri yang terus bertambah akan memberatkan posisi APBN, karena utang tersebut harus dibayar dengan bunganya. Belum lagi utang yang dilakukan oleh pemerintah menggunakan mata uang asing dimana nilai mata uang rupiah sangatlah rendah yang pada akhirnya akan mendatangkan krisis negara. Berbeda dengan kebijakan pemerintah untuk meminjam ke dalam negeri dengan menggunakan instrumen sukuk.
2. Penerbitan sukuk di Indonesia bisa melalui tiga cara yaitu dengan cara *bookbuilding*, *private placement* dan lelang. Sukuk sudah diterapkan lebih dahulu di beberapa negara seperti Malaysia, Bahrain dan Qatar sehingga sudah banyak para investor yang mempercayai dananya untuk berinvestasi menggunakan sukuk di negara-negara tersebut. Rata-rata akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk menggunakan akad *ijarah*. Penerapan sukuk di beberapa negara tersebut digunakan untuk pembangunan infrastruktur yang dibutuhkan masyarakat. Qatar dan Malaysia menggunakan dana hasil penjualan sukuk untuk membangun rumah sakit. Negara-negara ini menjamin dana dari

hasil penjualan sukuk hanya untuk membangun infrastruktur yang benar-benar dibutuhkan masyarakat, mengandung manfaat dan sesuai dengan prinsip syariah.

3. 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. Masih ada beberapa masyarakat yang tidak memahami sukuk dan menimbulkan kecenderungan masyarakat untuk melakukan investasi hanya berorientasi pada keuntungan dan tidak mempertimbangkan nilai-nilai yang sesuai dengan prinsip syariah.

#### Saran

1. Pemerintah harus dengan tegas untuk mulai meninggalkan kebiasaan utang ke luar negeri karena sudah terbukti hanya memberikan banyak mudharat (kerugian) bagi generasi selanjutnya.
2. Pemerintah harus bisa menjamin investasi masyarakat dalam sukuk untuk pembiayaan proyek infrastruktur yang sesuai dengan ketentuan syariah dan tidak digunakan untuk hal-hal yang dilarang oleh prinsip syariah.
3. Pemerintah harus terus mensosialisasikan dan memberikan penawaran menarik agar sukuk semakin diminati oleh semua kalangan sehingga tertarik berinvestasi di instrumen sukuk.

#### G. DAFTAR PUSTAKA

- Adam, Nathif J dan Abdulkader Thomas. 2004. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books
- Atmadja, Adwin Surya, 2000, *Utang Luar Negeri Pemerintah Indonesia: Perkembangan dan Dampaknya*, Jurnal Akuntansi & Keuangan Vol. 2, No. 1.
- 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
- Hakim, Maskanul Cecep. 2011. *Belajar Mudah Ekonomi Islam*. Tangerang Selatan: Shuhuf Media Insani. Cet.1
- Harahap, Fadlyka Himmah S. 2009. *Kebijakan Penerbitan Sukuk sebagai Instrumen Pembiayaan Defisit APBN*. Skripsi diterbitkan. Jakarta: Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah
- Hariyanto, Eri. 2014. *Peluang Pembiayaan Infrastruktur melalui Sukuk*. Direktorat Jendral Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan. Jakarta
- Hariyanto, Eri. 2015. *Peran Sukuk sebagai Instrumen Fiskal dan Moneter*. Direktorat Jendral Pengelolaan Utang Kementerian Keuangan. Jakarta.
- Huda, Nurul dan Nasution, Mustafa Edwin. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta. Kencana. Cet 2
- Huda, Nurul. 2008. *Ekonomi Makro Islam: Pendidikan Teoritis*. Jakarta. Kencana
- Jatmiko. 2012. *Kendala dan Kelayakan Sukuk sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur*. Tesis diterbitkan. Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Jobst, Andreas, Peter Kunzel, paul Mills, dan Amadou Sy. 2008. *Islamic Bond issuance: What Sovereign Debt Managers Need to Know*. Washington DC. USA: IMF Policy Discussion Paper.
- Karim, Adiwirman Azwar. 2011. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: Rajawali Pers. Cet. 4
- Kementerian Keuangan. Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah. *Tanya Jawab Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk): Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*. 2010. Jakarta.

- Kementerian Keuangan. Direktorat Surat Utang Negara. Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. 2009. *Mengenal Surat Utang Negara*. Jakarta.
- Nasution, Edwin Mustafa. 2010. *Pengenalan Eksklusif: Ekonomi Islam*. Jakarta. Kencana. Cet 3
- Otoritas Jasa Keuangan. 2013. Laporan Keuangan Perkembangan Keuangan Syariah. Jakarta
- Pramono, Sigit dan Setiawan, Aziz. 2006. *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*. Tesis diterbitkan. Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Purwanto, Hery. 2005, "Kontroversi PMA dan ULN di Indonesia", eds. Yustika, Ahmad Erani, Malang
- Pusat Pengkajian dan Pengembangan Ekonomi Islam (P3EI). 2012. *Ekonomi Islam*. Jakarta: Rajawali Pers. Cet. 4
- Saefulloh A Ahmad. 2010. Kebijakan Pengelolaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara dari Masa ke Masa. (KOTA). Pusat Pengkajian Pengolahan Data dan Informasi.
- Salim, Fahmi. 2011. *Konsep dan Aplikasi Sukuk dalam Kebijakan Fiskal di Indonesia*. Skripsi diterbitkan. Jakarta: Fakultas Syariah dan Hukum Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah
- Sudirman, I Wayan. 2011. *Kebijakan Fiskal dan Moneter: Teori dan Empirikal*. Jakarta. Kencana
- Sudrajat, Imam. 2011. *Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara dalam Kerangka Kebijakan Pembiayaan APBN terhadap Kualitas Tata Kelola Barang Milik Negara*. Tesis diterbitkan. Jakarta: Program Pascasarjana Universitas Indonesia.
- Syamsi, Ibnu. 1988. *Dasar-dasar kebijaksanaan keuangan negara*: Jakarta. Bina Aksara
- Todaro, Michael P. 1997. 6<sup>th</sup> Edition. *Economic Development*. London and Newyork. Longman.
- Tuckman, Bruce. 1978. *Conducting Educational Research*. Harcourt Brace Jovanovich
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk)
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 24 Tahun 2002 tentang Surat Utang Negara
- Wahid, Nazaruddin Abdul. 2010. *Sukuk Memahami dan Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*: Yogyakarta. Ar-Ruzz Media
- Yaumiddin, Umi Karomah. 2008. *Investasi Syariah: Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*. Yogyakarta. Kreasi Wacana. Cet. 1
- Yuliana, Indah. 2010. *Investasi: Produk Keuangan Syariah*. Malang. Universitas Islam Negeri Maliki Press.
- Yustika, Ahmad Erani. 2002. *Pembangunan dan Krisis: Memetakan Perekonomian Indonesia*. Grasindo.
- Yustika, Ahmad Erani. 2007. *Perekonomian Indonesia: Satu Dekade Pasca Krisis Ekonomi*. Malang. Badan Penerbit Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
- Yustika, Ahmad Erani. 2011. *Dari Krisis ke Krisis: Potret Terkini Perekonomian Nasional*. Malang. UB Press