

PELUANG DAN TANTANGAN PERKEMBANGAN OBLIGASI SYARIAH (SUKUK) DI INDONESIA

Putri Armadiyanti
Universitas Negeri Surabaya
Email: putriarmadiyanti92@gmail.com

Abstract

Currently the existence of Islamic bonds (sukuk) in Indonesia is popular eventhough the amount of its issuers are not as many as conventional bonds. Islamic bonds in Indonesia are valued prospective because the development of sukuk in Indonesia since 2002 until today has increased from year to year. Eventhough Islamic bonds have been prospective, investors who want to invest their money in sukuk have to be careful because in Indonesia the implementation of sharia agreement is still not fully implemented. In improving the development of Indonesia's sukuk, sukuk issuers and governments faced some of opportunities and challenges. This research aims to analyze what kinds of opportunities that can be maximilized and kinds of challenges that can be minimized by governments and sukuk issuers in Indonesia.

Key words: Sukuk, Opportunity, Challenge

PENDAHULUAN

Saat ini, produk-produk syariah telah menjadi alternatif yang sangat baik bagi sistem keuangan di dunia, termasuk diantaranya di Indonesia. Produk-produk syariah yang dalam pengambilan hukumnya mengacu pada sumber hukum utama umat Islam yaitu *Al-Qur'an*, *Hadits*, *Qiyas*, dan *Ijma'* para ulama (ahli ilmu) sudah memasuki pasar modal. Produk syariah di pasar modal syariah antara lain berupa surat berharga atau efek syariah. Efek syariah adalah efek yang pelaksanaan akad, cara, dan kegiatan usaha yang menjadi landasan pelaksanaannya tidak bertengangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal (Peraturan Bapepam LK No IX A, 13). Beberapa contoh efek syariah yang telah

diterbitkan di pasar modal Indonesia adalah saham syariah, obligasi syariah (*sukuk*), dan reksa dana syariah.

Pembahasan pada penelitian ini akan berfokus tentang obligasi syariah (*sukuk*), perkembangannya, peluang, dan tantangannya di Indonesia. *Sukuk* merupakan salah satu instrumen investasi yang paling mudah diperdagangkan di pasar sekunder. Model pembiayaan dengan obligasi syariah merupakan salah satu yang dipilih oleh sektor korporat. Perkembangan obligasi syariah (*sukuk*) belakangan ini semakin populer di Indonesia. Sekuritas investasi syariah ini, tidak hanya berkembang di Timur Tengah, namun di Indonesia juga memperlihatkan bahwa sekuritas ini di pasar sekunder sedang mengalami kondisi yang membaik.

Beberapa perusahaan besar di Indonesia telah menerbitkan obligasi dengan *skim* syariah yang nilainya mencapai ratusan milyar rupiah bahkan sampai triliunan rupiah. Instrumen investasi syariah di pasar modal terus bertambah dengan kehadiran obligasi syariah PT Indosat, Tbk pada awal September 2002. Instrumen ini merupakan obligasi syariah pertama dengan *akad mudharabah*. Pada tahun-tahun yang akan datang diperkirakan produk-produk syariah akan terus mewarnai perekonomian di Indonesia termasuk produk *sukuk* ini.

Jumlah penerbit *sukuk* dari tahun ke tahun mengalami peningkatan karena peluang besar selama ini menunjukkan bahwa pasar akan sangat responsif terhadap penerbitan *sukuk*. Hampir semua *sukuk* yang diterbitkan, diserap habis oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan. Industri obligasi syariah di Indonesia diharapkan bisa berkembang seperti di Malaysia yang telah mencapai hasil di atas Rp 3 milyar. Selain itu, potensi investor dari negara muslim di seluruh dunia mencapai jumlah di atas US\$ 7000

milyar, suatu jumlah yang tidak sedikit dan sangat signifikan untuk dijadikan pasar yang prospektif bagi obligasi syariah ke depan. Hal itu merupakan peluang bagi perkembangan obligasi syariah terutama di Indonesia untuk menarik investor terutama investor asing karena mayoritas penduduk Indonesia adalah muslim (Dede, 2011).

Meskipun obligasi syariah dinilai prospektif, namun beberapa tantangan yang di hadapi oleh Indonesia terkait obligasi syariah di Indonesia sangat banyak. Tantangan yang dihadapi Indonesia saat ini yaitu terbatasnya Sumber Daya Manusia dan pemahaman pelaku pasar terhadap produk pasar modal syariah, kurangnya sosialisasi terhadap produk syariah terutama obligasi syariah, terbatasnya jenis akad dan produk pasar modal syariah, dan kurang updatenya regulasi terkait pasar modal syariah. Hal ini berdampak terhadap keengganan suatu negara untuk berinvestasi melalui *sukuk* di negara lain.

Penelitian ini menganalisis peluang dan tantangan yang ada di Indonesia terkait dengan pengembangan obligasi syariah di Indonesia secara mendalam. Banyak potensi-potensi peluang bagi perkembangan obligasi syariah di Indonesia yang seharusnya dapat dimaksimalkan oleh Pemerintah dan pelaku pasar modal syariah. Tantangan yang dihadapi pada saat praktiknya, seharusnya dapat diminimalkan dengan melakukan introspeksi dan perbaikan secara teratur dan terus-menerus hingga menuju kata sempurna. Perkembangan obligasi syariah di Indonesia yang sangat cepat berubah baik dari sisi peluang dan tantangan di atas menjadi latar belakang pengambilan jurnal ilmiah ini dengan judul **“Peluang dan Tantangan Perkembangan Obligasi Syariah (*Sukuk*) Di Indonesia”**.

PEMBAHASAN

Pengertian Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Obligasi syariah adalah suatu 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 (Fatwa Dewan Syariah Nasional No: 32/DSN-MUI/IX/2002). Obligasi syariah di dunia internasional dikenal dengan nama *sukuk*. Kata *sukuk* merupakan bentuk jamak dari “*sakk*” merupakan istilah bahasa Arab yang dapat diartikan sebagai sertifikat. Dalam sejarah Islam, istilah *sukuk* dikenal sejak abad pertengahan, dimana umat Islam menggunakannya dalam konteks perdagangan internasional. *Sukuk* digunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban *financial* yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya.

Menurut Peraturan No. IX.A.13 hasil Keputusan Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang penerbitan efek syariah, yang dimaksud dengan *sukuk* adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan tau tidak terbagi atas: 1) kepemilikan aset berwujud tertentu; 2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas tertentu; atau 3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu. Dari pengertian diatas, dapat disimpulkan bahwa *sukuk* (obligasi syariah) merupakan surat pengakuan kerjasama yang memiliki ruang lingkup yang lebih beragam dibandingkan hanya sekedar surat pengakuan utang. Keberagaman tersebut dipengaruhi oleh berbagai macam akad yang digunakan

sesuai dengan kebutuhan proyek yang akan dijalankan seperti akad *mudharabah*, *murabahah*, *istisna*, dan *ijarah*.

Jenis-Jenis Obligasi Syariah (*Sukuk*)

Jenis-jenis obligasi syariah dapat diterbitkan dengan menggunakan prinsip *mudharabah*, *ijarah*, *istisna*, *salam*, dan portofolio gabungan (Manan, 2008).

Sukuk Mudharabah

Sukuk mudharabah dapat menjadi instrumen dalam meningkatkan partisipasi publik pada kegiatan investasi dalam suatu perekonomian. Jenis *sukuk* ini merupakan sertifikasi yang mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip *mudharabah* dengan menunjuk pihak lain sebagai *mudharib* untuk manajemen bisnis.

Sukuk Ijarah

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

Sukuk Istisna

Istisna adalah perjanjian kontrak untuk barang-barang industri yang memperbolehkan pembayaran tunai dan pengiriman di masa depan atau pembayaran di masa depan dan pengiriman di masa depan dari barang-barang

yang dibuat berdasarkan kontrak tertentu. Hal ini dapat digunakan untuk menghasilkan fasilitas pembiayaan pembuatan atau pembangunan rumah, pabrik, proyek, jembatan, jalan, dan jalan tol.

Sukuk Salam

Salam adalah kontrak dengan pembayaran harga dimuka, yang dibuat untuk barang-barang yang dikirim kemudian dan tidak diperbolehkan menjual komoditas yang diurus sebelum menerimanya. Untuk itu, penerima tidak boleh menjual kembali komoditas *salam* sebelum menerimanya, akan tetapi ia boleh menjual kembali komoditas tersebut dengan kontrak yang lain yang paralel dengan kontrak pertama. Dalam kasus ini, kontrak pertama dan kedua harus independen satu sama lain.

Sukuk Portofolio Gabungan

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

Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia

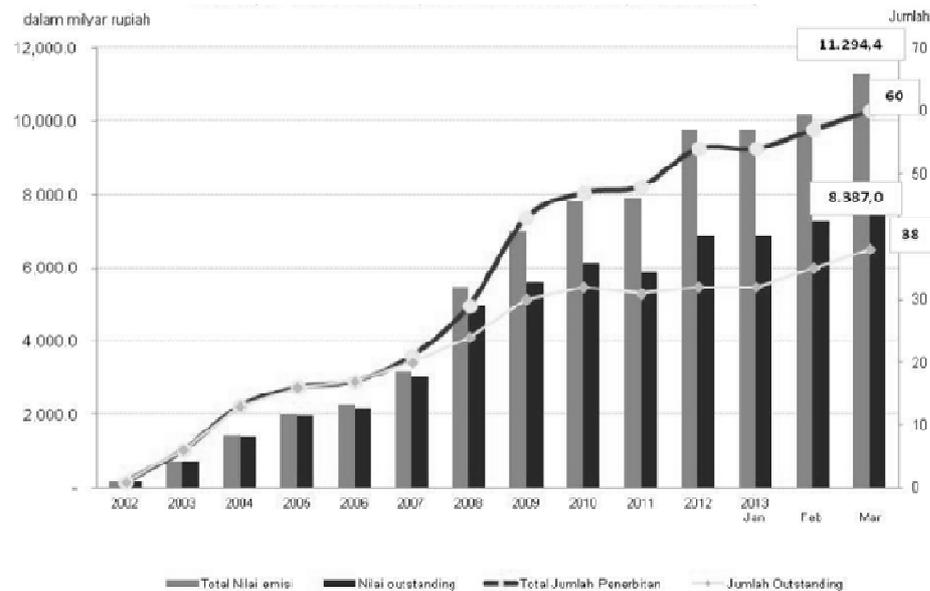
Pada awalnya, penerbitan obligasi syariah di Indonesia dipelopori oleh PT Indonesian Satellite Corporation Tbk, (Indosat). Saat itu Indosat hanya

menawarkan sekitar 10-20% saja dari obligasinya dengan skema syariah. Dari sejumlah Rp 1 triliun, Indosat menjual sekitar Rp 100 milyar ke pangsa pasar modal syariah. Pada saat peluncurannya, respon pasar sangat positif bahkan Indosat mengalami kelebihan permintaan (*oversubscribe*) hingga meningkatkan penawaran mudharabahnya menjadi Rp 175 milyar (Bachruddin, 2008).

Obligasi syariah yang diterbitkan oleh PT Indosat saat ini merupakan salah satu obligasi syariah yang memberikan *return* rata-rata paling tinggi. Dengan *return* setara *rate* yang pernah mencapai 20% dan terendah 16%, obligasi syariah PT Indosat merupakan obligasi syariah pertama yang tercatat di Bursa Efek Surabaya (BES) (Bachruddin, 2008). Kesuksesan obligasi syariah yang diluncurkan oleh PT. Indosat Tbk membuat beberapa emiten menyusul meluncurkan obligasi syariah. Emiten-emiten tersebut diantaranya PT. Berlian Laju Tanker Tbk dengan nilai emisi Rp 60 milyar, PT. Bank Bukopin dengan nilai emisi Rp 50 milyar, PT. Bank Muamalat Indonesia Tbk (BMI) dengan nilai emisi Rp 200 milyar, PT. Bank Syariah Mandiri (BSM) dengan nilai emisi Rp 200 milyar, dan PT. Indofood Sukses Makmur Tbk (Indofood) dengan nilai emisi Rp 1,5 triliun (Nugraha, 2003).

Banyaknya penerbitan obligasi syariah ini disebabkan karena *sukuk* mempunyai prospek yang menjanjikan, kemasannya yang ada pada obligasi syariah telah menarik minat orang untuk berinvestasi, serta telah mempunyai legitimasi dari Dewan Syariah Nasional (DSN) akan kehalalannya dengan keluarnya fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/ 2002. Perkembangan yang cukup signifikan dalam investasi obligasi syariah di Indonesia juga dibuktikan dengan meningkatnya jumlah penerbit *sukuk* di Indonesia dari tahun 2002 sampai sekarang yang terus

mengalami peningkatan. Seperti pada gambar 1, produk syariah berupa *sukuk* baik *sukuk* negara (SBSN) maupun *sukuk* korporasi di industri pasar modal saat ini masing-masing telah mencapai jumlah 21 SBSN dan 43 *sukuk* korporasi. Nilai nominal penerbitan *sukuk* tersebut sebesar Rp 21,28 triliun untuk SBSN dan Rp 7,02 triliun untuk *sukuk* korporasi (BAPEPAM LK, 2010)



Gambar 1. Perkembangan Penerbitan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Sukuk (Obligasi Syariah) yang masih beredar (Outstanding) di Indonesia

Sumber: BAPEPAM LK. 2013. Statistik Sukuk Bulan Maret.

Industri obligasi syariah di Indonesia diharapkan bisa berkembang seperti di Malaysia yang telah mencapai hasil di atas Rp 3 milyar. Selain itu, potensi investor dari negara Muslim di seluruh dunia mencapai jumlah di atas US\$ 7000 milyar, suatu jumlah yang tidak sedikit dan sangat signifikan untuk dijadikan pasar yang prospektif bagi obligasi syariah ke depan.

Peluang Pengembangan Obligasi Syariah di Indonesia

Meskipun obligasi syariah (*sukuk*) di Indonesia masih baru dan jumlahnya tidak sebanyak di Negara Arab dan non Arab yang sudah lama menerbitkannya, prospek obligasi syariah di Indonesia sebagai investasi masih diprediksi akan terus berkembang. Beberapa potensi yang dapat menjadi peluang bagi pengembangan *sukuk* di Indonesia antara lain: (a) *sukuk* sebagai potensi penyaluran likuiditas yang aman; (b) peluang populasi penduduk muslim Indonesia yang besar; (c) pertumbuhan ekonomi Indonesia yang menjanjikan; dan (d) *sukuk* sebagai alternatif cadangan defisit APBN dan kebijakan moneter.

Potensi Penyaluran Likuiditas yang Aman

Kesulitan likuiditas pada sektor keuangan di negara-negara kawasan Amerika dan Eropa merupakan salah satu dampak dari krisis ekonomi global. Sementara itu, negara-negara kawasan Timur Tengah sebagai daerah penghasil minyak saat ini masih menjadi area yang mengalami surplus likuiditas. Kondisi ini dapat menjadi peluang bagi negara-negara yang menginginkan aliran dana dari Timur Tengah dan Indonesia masuk ke negara tersebut. Obligasi syariah menjadi alternatif investasi jangka panjang untuk menyalurkan kelebihan likuiditas yang aman dan *return*-nya cukup baik. Contohnya adalah Indosat yang memberi *return* setara 16%, bahkan pada periode awal *return*-nya mencapai 17,82%.

Menurut Direktur Utama PT Mega Capital Indonesia, Nany Susilowati, menyatakan bahwa investasi di *sukuk* negara lebih aman, *likuid*, dijamin pemerintah, dan menguntungkan daripada deposito. Selain memiliki hasil yang lebih tinggi, investasi *sukuk* juga dikenakan biaya pajak hanya 15% dibanding

deposito sebesar 20%. Namun, investasi *sukuk* juga memiliki tingkat risiko, namun tidak tinggi. Risikonya hanya jika tingkat suku bunga naik, maka imbal hasil bisa turun (Kusuma, 2013).

Populasi Penduduk Muslim Indonesia yang Besar

Sukuk merupakan salah satu instrumen investasi yang memberikan peluang bagi investor muslim dan *non-muslim* untuk berinvestasi di Indonesia. Sebagai negara dengan populasi penduduk muslim terbesar di dunia, industri keuangan syariah sebenarnya berpotensi berkembang pesat di Indonesia. Populasi penduduk Indonesia yang besar dengan jumlah sekitar 230 juta jiwa dan sekitar 85% beragama Islam merupakan peluang yang sangat besar sebagai investor produk syariah di Indonesia. Populasi penduduk Indonesia yang besar juga dapat dijadikan sebagai nilai tambah atau faktor lebih jika dilihat dari sisi investor dibandingkan dengan produk konvensional. Investor produk syariah dapat meliputi investor konvensional dan investor syariah, sedangkan investor produk konvensional belum tentu termasuk investor syariah.

Pertumbuhan Ekonomi Indonesia yang Menjanjikan

Indonesia sebagai negara dengan populasi muslim terbesar di dunia, tentu memiliki prospek yang sangat bagus dalam pengembangan obligasi syariah. Indonesia juga dinilai oleh para praktisi ekonomi syariah sebagai prototif negara Islam penganut demokrasi terbesar di dunia dengan tingkat pertumbuhan ekonomi yang sangat menjanjikan. Kemudahan persyaratan seperti yang telah dikeluarkan oleh fatwa MUI dan Bapepam tentang obligasi syariah di Indonesia, *investment grade* yang telah didapat kembali oleh Indonesia, serta dibentuknya *Jakarta*

Islamic Index (JII) sebagai Bursa Efek Islam Jakarta menjadikan Indonesia memiliki prospek yang bagus kedepan dalam pengembangan obligasi syariah.

Alternatif Cadangan Defisit APBN dan Kebijakan Moneter

Selain sebagai investasi baik bagi pemerintah dan investor, *sukuk* juga dapat dijadikan sebagai alternatif cadangan dalam mengatasi defisit APBN selain sumber dana anggaran yang didapat dari pajak. Pemerintah juga mencari alternatif sumber dana melalui *sukuk* yang termasuk dalam sumber pendapatan bukan pajak. Di Indonesia, *sukuk* digunakan oleh pemerintah sebagai instrumen kebijakan moneter yang efektif bagi Bank Indonesia di masa yang mendatang. Pemerintah menjadikan pembiayaan syariah yang berbasis *sukuk* sebagai instrumen kebijakan moneter Bank Indonesia dalam kebijakan operasi pasar terbuka. *Outstanding sukuk* negara yang melimpah hingga lebih dari Rp 100 triliun dengan pertumbuhan di atas 100% setiap tahunnya sejak 2008 merupakan indikasi kuat bahwa *sukuk* Indonesia memiliki prospek yang baik.

Tantangan Pengembangan Obligasi Syariah Di Indonesia

Beberapa tantangan yang dihadapi oleh Indonesia dalam pengembangan pasar obligasi syariah (*sukuk*) di Indonesia antara lain: (a) terbatasnya Sumber Daya Manusia dan pemahaman pelaku pasar terhadap produk pasar modal syariah; (b) kurangnya sosialisasi terhadap produk syariah terutama obligasi syariah; (c) masih terbatasnya jenis akad dan produk pasar modal syariah; (d) regulasi terkait pasar modal syariah yang kurang *update*; (e) sulitnya pembentukan *Special Purpose Vehicle* (SPV); dan (f) perlakuan *sukuk* tidak diatur dalam PSAK syariah.

Terbatasnya Sumber Daya Manusia dan Pemahaman Pelaku Pasar Terhadap Produk Pasar Modal Syariah

Pesaing industri keuangan syariah termasuk pasar modal syariah tidak hanya sesama pelaku keuangan syariah, namun juga pelaku industri keuangan konvensional. Pelaku industri keuangan syariah dituntut untuk dapat menggandeng investor baru dari kalangan masyarakat yang memiliki dana lebih untuk dapat diinvestasikan. Keaktifan para pelaku pasar terutama pada pasar modal syariah merupakan salah satu pendukung perkembangan obligasi syariah di Indonesia. Namun, saat ini di Indonesia, keaktifan para pelaku pasar modal syariah masih sangat sedikit.

Beberapa faktor yang menyebabkan rendahnya keaktifan para pelaku pasar di pasar modal syariah antara lain: 1) keterbatasan informasi dan edukasi tentang obligasi syariah di pasar modal yang menyebabkan kurangnya tingkat pemahaman dan pemahaman pelaku pasar modal tentang instrumen keuangan syariah; 2) perusahaan lebih cenderung menerbitkan obligasi konvensional karena lebih *familiar* dibandingkan menerbitkan *sukuk* yang belum dipahami dengan baik; 3) perusahaan tidak mampu memenuhi syarat penerbitan obligasi syariah yaitu menyediakan *underlying asset*; 4) *buy and hold strategy* yang dilakukan investor obligasi syariah (*sukuk*) sehingga pasar sekunder cenderung tidak *likuid*; 5) kurangnya Sumber Daya Manusia profesional yang memahami instrumen keuangan syariah, terutama pada perusahaan-perusahaan sekuritas.

Industri pasar modal syariah dituntut dapat melakukan inovasi produk dan memberikan pelayanan berkualitas dengan didukung oleh Sumber Daya Manusia yang profesional. Tantangan yang dihadapi oleh industri pasar modal syariah

dalam meningkatkan profesionalisme sumber daya manusianya antara lain adalah perlunya ahli keuangan syariah yang memahami keuangan syariah. Perkembangan produk keuangan syariah yang cepat dan pesat perlu diimbangi dengan tersedianya sumber daya yang memahami praktik keuangan modern dan memahami aspek-aspek syariah dalam keuangan. Peningkatan pola pemahaman mengenai sistem keuangan Islam yang sistematis dapat diberikan melalui jalur pendidikan formal atau melalui sarana edukasi lainnya.

Kurangnya Sosialisasi Terhadap Produk Syariah Terutama Obligasi Syariah

Di Indonesia, obligasi syariah merupakan salah satu produk syariah baru yang terdapat di pasar modal syariah Indonesia. Masih banyak masyarakat Indonesia yang belum paham tentang keberadaan obligasi syariah, sistem yang digunakannya, praktik, dan akadnya. Hal tersebut tidak lepas dari ruang sosialisasi obligasi syariah yang dikondisikan hanya terbatas oleh para pemodal yang memiliki dana lebih dari cukup. Pandangan masyarakat akan konsep dan praktik dari investasi obligasi syariah yang masih belum sempurna menjadi dorongan pemerintah untuk terus melakukan sosialisasi.

Saat ini, program sosialisasi masih hanya sebatas dilakukan di perguruan-perguruan tinggi, emiten dan emiten potensial, serta masyarakat umum melalui seminar, pameran atau brosur yang intensitasnya terbatas. Dalam jangka waktu 5 tahun ke depan, diharapkan program edukasi dan promosi dapat dilakukan dengan lebih intensif melalui berbagai media dan melibatkan lebih banyak pihak secara lebih terintegrasi sehingga masyarakat dapat mengenal lebih dalam dan benar mengenai pasar modal khususnya pasar modal syariah dan produk-produknya terutama obligasi syariah. Jika hal tersebut dapat terwujud, maka adanya keraguan

mengenai kegiatan di pasar modal syariah dan praktik obligasi syariah yang sebagian orang masih menganggap tidak sesuai dengan prinsip syariah dapat teratasi dan jumlah investor di pasar modal syariah dapat terus meningkat.

Masih Terbatasnya Jenis Akad dan Produk Pasar Modal Syariah

Dibandingkan dengan produk-produk sejenis konvensional seperti obligasi, produk syariah seperti *sukuk* di pasar modal Indonesia masih sangat terbatas baik dari segi jumlah, variasi produknya, dan jenis akadnya. Jika dilihat dari sisi jumlah penerbitan dan nilai emisi, penerbitan *sukuk* di pasar modal Indonesia relatif masih sangat minim jika dibandingkan dengan penerbitan obligasi konvensional. Berdasarkan data statistik pasar modal tahun 2012, produk syariah berupa *sukuk* baik *sukuk* negara (SBSN) maupun *sukuk* korporasi masing-masing telah mencapai jumlah 21 SBSN dan 43 *sukuk* korporasi. Nilai nominal penerbitan *sukuk* tersebut sebesar Rp 21,28 triliun untuk SBSN dan Rp 7,02 triliun untuk *sukuk* korporasi (Bapepam LK, 2013).

Dari sisi akad yang digunakan dalam struktur penerbitan *sukuk*, saat ini baru ada dua akad yang diterapkan, yaitu akad *mudharabah* dan akad *ijarah*. Sementara di negara lain, telah digunakan beberapa akad seperti *musyarakah*, *istishna*, *murabahah*, dan *salam*. Untuk itu perlu didorong penerbitan *sukuk* yang dengan penggunaan alternatif akad yang dapat digunakan dalam struktur penerbitan *sukuk* di Indonesia seperti akad *musyarakah* dan akad *istishna*. Hal ini dimaksudkan agar dalam struktur penerbitan *sukuk*, *akad* yang digunakan tidak terbatas hanya pada 2 (dua) *akad* yang telah ada dan diharapkan dapat memperluas alternatif pembiayaan bagi perusahaan dan sarana investasi bagi investor terhadap produk syariah di pasar modal yang lebih beragam.

Regulasi Terkait Pasar Modal Syariah yang Kurang Update

Salah satu hal yang masih menghantui investor Timur Tengah untuk menginvestasikan dananya di Indonesia adalah mengenai regulasi perpajakan. Keberadaan *double tax* masih menjadi salah satu kendala besar yang belum terdapat solusi dari pemerintah. Bagi investor, selama ini *sukuk* dipandang tidak layak dikenakan pajak karena dianggap sebagai *pay on paper transaction*. Jika pemerintah terus memaksakan diri untuk tetap mengenakan pajak maka hal ini dapat berakibat para investor akan lebih memilih menginvestasikan dananya di Malaysia, Singapura, atau Inggris yang saat ini sudah tidak mengenakan pajak terhadap transaksi *sukuk*. Hal yang perlu dilakukan pemerintah dalam menghadapi hal tersebut adalah melakukan pembaharuan amandemen Undang-Undang Perpajakan mengingat UU SBSN tidak bisa mewakili untuk menyelesaikan masalah perpajakan karena hal tersebut merupakan wewenang Direktorat Perpajakan bukan Direktorat Pengelolaan Hutang.

Sulitnya Pembentukan Special Purpose Vehicle (SPV)

Special Purpose Vehicle (SPV) berfungsi sebagai wali amanat bagi investor atau sebagai jembatan antara emiten dengan investor sekaligus sebagai pengelola aset baik fisik maupun hak pemanfaatannya yang dijadikan jaminan penerbitan *sukuk*. Keberadaan *Special Purpose Vehicle (SPV)* ini sangat penting karena merupakan penentu status kehalalan *sukuk*. Namun yang menjadi permasalahan di Indonesia adalah sulitnya pembentukan SPV dan menentukan statusnya.

Sulitnya pembentukan SPV di Indonesia disebabkan oleh beberapa faktor. *Pertama*, jika bentuk *Special Purpose Vehicle* (SPV) merupakan BUMN, secara otomatis lembaga ini harus patuh pada UU No. 19 Tahun 2003, yang menetapkan bahwa BUMN harus diawasi, diatur, disupervisi, dan dibina oleh Menteri Negara BUMN. Padahal, apabila berkaitan dengan *sukuk* ataupun Surat Utang Negara (sesuai UU No. 1 Tahun 2004), seharusnya hal tersebut diatur dan dikendalikan oleh Menteri Keuangan sebagai bendahara negara.

Kedua, apabila SPV tersebut berbentuk Perseroan Terbatas, maka perusahaan ini harus melakukan registrasi dan memiliki laporan keuangan yang diaudit oleh akuntan publik. Padahal, sebuah perusahaan yang baru dibentuk tentu mengalami kesulitan dalam memenuhi persyaratan tersebut. Sehingga, harus melakukan diskusi yang intensif dengan DPR agar masalah ini bisa dituntaskan tanpa melanggar regulasi. Posisi SPV sendiri, selain mewakili pemerintah, juga bertanggung jawab kepada investor. Sehingga apabila terjadi *dispute* atau *default*, maka lembaga tersebut yang akan mewakili investor untuk bernegosiasi dengan pemerintah. Terdapat kemungkinan SPV yang ada nantinya posisinya disamakan dengan kedudukan Perusahaan Pengelolaan Aset (PPA) yang mengelola dan memelihara aset-aset milik pemerintah serta bertanggung jawab langsung kepada Menkeu.

Perlakuan Sukuk Tidak Diatur Dalam PSAK Syariah

Salah satu hal yang harus segera di benahi oleh pemerintah terkait penerbitan *sukuk* di Indonesia adalah mengenai pengaturan Standar Akuntansi Syariah. *Sukuk* merupakan instrumen keuangan syariah sehingga dalam perlakuan akuntansinya juga harus berdasarkan prinsip syariah karena karakter *sukuk*

berbeda dengan obligasi konvensional. Saat ini PSAK yang mengatur transaksi keuangan syariah diatur oleh PSAK 101-106 yang berlaku mulai 1 Januari 2008 atau untuk pembukuan tahun yang berakhir tahun 2008. Namun, ternyata aturan baru ini belum mengatur beberapa hal termasuk salah satunya mengenai pengaturan *sukuk*.

SIMPULAN DAN SARAN

Simpulan

1. Perkembangan obligasi syariah atau yang sering dikenal dengan istilah *sukuk* belakangan ini semakin populer di Indonesia. Sekuritas investasi syariah ini, tidak hanya berkembang di Timur Tengah, namun di Indonesia juga memperlihatkan bahwa sekuritas ini di pasar sekunder sedang mengalami kondisi yang membaik. Beberapa perusahaan besar di Indonesia telah menerbitkan obligasi dengan *skim* syariah yang nilainya mencapai ratusan milyar rupiah bahkan sampai triliunan rupiah. Kemunculan sekuritas yang berbasis syariah ini, diharapkan dapat menjadi langkah awal dalam rangka terciptanya pasar modal syariah di Indonesia.
2. Potensi-potensi yang menjadi peluang dalam mendukung pengembangan obligasi syariah (*sukuk*) di Indonesia antara lain, yaitu: (a) *sukuk* sebagai potensi penyaluran likuiditas yang aman; (b) populasi penduduk muslim Indonesia yang besar; (c) pertumbuhan ekonomi Indonesia yang menjanjikan; (d) *sukuk* sebagai alternatif cadangan defisit APBN dan kebijakan moneter.
3. Beberapa tantangan harus dihadapi oleh Indonesia terkait dengan perkembangan obligasi syariah antara lain: (a) terbatasnya Sumber Daya

Manusia dan pemahaman pelaku pasar terhadap produk pasar modal syariah; (b) kurangnya sosialisasi terhadap produk syariah terutama obligasi syariah; (c) masih terbatasnya jenis akad dan produk pasar modal syariah; (d) regulasi terkait pasar modal syariah yang kurang *update*; (e) sulitnya pembentukan *Special Purpose Vehicle* (SPV); (f) perlakuan *sukuk* tidak diatur dalam PSAK syariah.

Saran

Dalam menghadapi tantangan tersebut, pemerintah dan para pelaku pasar modal syariah di Indonesia dapat melakukan langkah strategis agar pemerintah dapat memaksimalkan peluang *sukuk* di Indonesia. Langkah-langkah strategis yang dapat dilakukan oleh Pemerintah Indonesia dan pelaku pasar modal syariah antara lain: (a) meningkatkan pemahaman para pelaku pasar dalam sektor keuangan beserta masyarakatnya mengenai pasar modal syariah dan pola pemahaman mengenai sistem keuangan Islam yang sistematis dengan cara pemberian edukasi melalui jalur pendidikan formal maupun yang disampaikan melalui sarana edukasi lainnya; (b) program promosi dan sosialisasi dapat dilakukan dengan lebih intensif melalui berbagai media dan melibatkan lebih banyak pihak secara lebih terintegrasi sehingga masyarakat dapat mengenal lebih dalam dan benar mengenai pasar modal khususnya pasar modal syariah; (c) Pemerintah Indonesia harus cermat memperhatikan kondisi yang ada dan segera bertindak cepat dan proaktif untuk memanfaatkan segala peluang dengan segera memperbaiki regulasi terutama regulasi perpajakan yang ada dan merubah beberapa regulasi yang dianggap kurang mendukung dalam penerbitan *sukuk* ini.

Departemen Pajak dan Departemen Pengelolaan Utang dapat segera membahas solusi mengenai perlakuan pajak terhadap *sukuk* di Indonesia dengan memperbaiki amandemen Undang-Undang Pajak. Sehingga, SBSN yang telah disahkan ini bisa sempurna dan mampu menjadi payung hukum yang kuat bagi investor sehingga mereka merasa yakin dan berkomitmen untuk menginvestasikan dananya; (d) pemerintah harus jelas dalam pembentukan *Special Purpose Vehicle (SPV)* karena SPV merupakan penentu status kehalalan *sukuk* serta pemerintah diharapkan tegas dalam membenahan regulasi dan PSAK Syariah yang harus mengatur perlakuan obligasi syariah (*sukuk*).

DAFTAR PUSTAKA

- Adrian, Sutedi. 2001. *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*. Jakarta : Rineka Cipta.
- Ahmad, Kamaruddin. 2001. *Dasar-dasar Manajemen Investasi*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Al-Amine, Muhammad Al-Bashir Muhammad. 2008. Sukuk Market: Innovations and Challenges. *Islamic Economic Studies* Vol. 15, No. 2, January 2008.
- Ashhari, Z. M. 2009. *Conventional Vs Islamic Bonds Announcements: The Effects on Shareholders' Wealth*. *International Journal of Business and Management*, 4(6), P105.
- Bachruddin. 2008. Keberadaan Obligasi Syari'ah di Indonesia: Peluang dan Tantangannya. *UNISIA*, Vol. XXXI No. 70.
- Bapepam LK. Peraturan Bapepam LK No IX A, 13 hasil Keputusan Bapepam-LK Nomor: KEP-130/BL/2006 tentang penerbitan efek syariah.
- Bapepam LK. Statistik Perkembangan Pasar Modal Syariah- Sukuk. http://www.bapepam.go.id/syariah/statistik/pdf/2013/Statistik_Sukuk_Maret.pdf. (diunduh 28 April 2013).
- Bapepam LK, UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Dewan Syariah Nasional MUI. 2002. Fatwa Dewan Syariah Nasional Nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002.

- Fatah, Dede Abdul. 2011. Perkembangan Obligasi Syari'ah (*Sukuk*) di Indonesia: Analisis Peluang dan Tantangan. UIN Syarif Hidayatullah Jakarta *Innovation*, Vol. X, No. 2.
- Huda, Nurul dan Mustafa Edwin Nasution. 2007. *Investasi pada Pasar Modal Syari'ah*. Jakarta : Kencana Prenada Media Group.
- Ikatan Akuntan Indonesia. PSAK 101-106 tentang Kerangka Dasar Penyusunan dan Penyajian Laporan Keuangan Syariah.
- Kusuma, Dewi Rachmat. 2013. Untung Mana Deposito atau Sukuk? Ini Penjelasannya.<http://finance.detik.com/read/2013/02/08/133649/2164848/479/untung-mana-deposito-atau-sukuk-ini-penjelasannya> (diakses 7 Mei 2013).
- Manan, Abdul. 2008. Obligasi Syariah. Direktorat Jenderal Badan Peradilan Agama:
<http://www.badilag.net/data/ARTIKEL/EKONOMI%20SYARIAH/OBLIGASI%20SYARIAH.pdf> (diakses 20 Mei 2013).
- Nasir , Mohd. 2009. Sukuk (Islamic Bond): A Crucial Financial Instrument for Securitisation of Debt for the Debt-holders in Shari'ah-compliant Capital Market. *International Journal of Bussiness and Management* Vol. 4 No.10.
- Nugraha. 2003. *Giliran Indofood Lirik Obligasi Syari'ah*, MODAL No. 9/1-Juli-2003.
- Siswati, Eka. 2010. Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia: Suatu Tinjauan. *Jurnal Akuntansi & Manajemen*. Vol .5 No. 2 hal 1-9.
- Soemitra, Andi. 2013. Shariah Ethical Investment Products in Indonesian Capital Market: The Debates on Their Integration Process in the Transitional Stage. *Proceeding of Sharia Economics Conference- Hannover*.
http://jistecs.org/sites/default/files/proceeding/3_Andri%20Soemitra.pdf (diakses 30 April 2013).
- Wilson, Rodney. Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk - Overview of the *sukuk* market. *Institute for Middle Eastern and Islamic Studies, University of Durham, United Kingdom*.
http://www.ues.ac.ir/files/takmili/islamic_econ./SUKUK/sample_chsukuk.pdf. (diakses 30 April 2013).