

**LAPORAN AKHIR**  
**PENELITIAN DASAR UNGGULAN PERGURUAN TINGGI (PDUPT)**



**Pola Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel Pada Agen  
Oleh Lembaga Keuangan Mikro Syariah (LKMS) di Indonesia**

**Tahun ke 1 dari rencana 2 tahun**

**TIM PENGUSUL :**

<b>Ketua Peneliti</b>	<b>: Dr. Ima Amaliah, SE., M.Si.</b>	<b>NIDN (0403027101)</b>
<b>Anggota</b>	<b>: 1. Dr. Tasya Aspiranti, SE., M.Si.</b>	<b>NIDN (0416037002)</b>
	<b>2. Westi Riani, SE., M.Sy.</b>	<b>NIDN (04040363020)</b>

Dibiayai oleh Direktur Riset dan Pengabdian Kepada Masyarakat Direktorat Jenderal  
Penguatan Riset dan Pembangunan Kementerian Riset, Teknologi dan Pendidikan  
Tinggi, sesuai dengan Surat Perjanjian Penugasan Pelaksanaan Hibah Penelitian  
Nomor 156/B.04/Rek/III/2018

**UNIVERSITAS ISLAM BANDUNG**  
**NOVEMBER 2018**

## HALAMAN PENGESAHAN

Judul : Pola Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel pada Agen oleh Lembaga Keuangan Mikro Syariah di Indonesia

**Peneliti/Pelaksana**

Nama Lengkap : Dr. IMA AMALIAH, S.E.  
Perguruan Tinggi : Universitas Islam Bandung  
NIDN : 0403027101  
Jabatan Fungsional : Lektor Kepala  
Program Studi : Ekonomi Pembangunan  
Nomor HP : 081322360570  
Alamat surel (e-mail) : amalia.razi@gmail.com

**Anggota (1)**

Nama Lengkap : Dr. TASYA ASPIRANTI S.E., M.Si, S.E.  
NIDN : 0416037002  
Perguruan Tinggi : Universitas Islam Bandung

**Anggota (2)**

Nama Lengkap : WESTI RIANI, S.E.  
NIDN : 0404036302  
Perguruan Tinggi : Universitas Islam Bandung

**Institusi Mitra (jika ada)**

Nama Institusi Mitra : -  
Alamat : -  
Penanggung Jawab : -  
Tahun Pelaksanaan : Tahun ke 1 dari rencana 2 tahun  
Biaya Tahun Berjalan : Rp. 70.000.000,-  
Biaya Keseluruhan : Rp. 170.000.000,-

Kota Bandung, 2 - 11 - 2018



Mengetahui,  
Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis UNISBA

(Dr. Sunung Nurhayati, SE., M.Si., Ak., CA)  
NIP/NIK D.90.0.121

Ketua,

(Dr. IMA AMALIAH, S.E.)  
NIP/NIK D.97.0.277

Menyetujui,  
Ketua LPPM UNISBA



(Prof. Dr. Hj. Atie Rachmiate, M.Si.)  
NIP/NIK 195930031986032001

## RINGKASAN

*Sukuk negara ritel telah menjadi salah satu instrument keuangan yang memiliki peranan cukup penting dalam menopang keuangan Negara dan pertumbuhan sector riil di Indonesia. Adanya penerbitan sukuk negara ritel telah memberikan alternative pendanaan bagi berlangsung pembangunan ekonomi yang dijalankan pemerintah. Dengan penerbitan sukuk negara ritel berarti pemerintah telah melibatkan masyarakat termasuk pelaku lembaga keuangan mikro syariah (LKMS) di dalam melaksanakan pembangunannya. Sukuk negara dapat menjadi alternative bagi LKMS dalam mendiversifikasikan portofolionya selain deposito di sector perbankan. Sukuk negara resikonya sangat rendah. Oleh karenanya, sukuk negara harus mulai dipertimbangkan oleh LKMS dalam diversifikasi aset LKMS.*

*Tujuan dari penelitian ini adalah untuk memetakan pola perilaku permintaan sukuk negara ritel pada Agen oleh Lembaga keuangan mikro syariah di Indonesia. Penelitian ini dirancang dalam dua tahun, di mana tahun pertama memfokuskan pada pemetaan pola perilaku permintaan sukuk negara ritel di Indonesia. Tahun kedua memfokuskan pada cluster pola perilaku permintaan sukuk negara ritel oleh LKMS di Indonesia.*

*Jenis penelitian tahun pertama adalah deskriptif kuantitatif yaitu menggambarkan berbagai perkembangan outstanding permintaan sukuk negara ritel oleh LKMS di Indonesia. Adapun metode penelitiannya adalah survey data primer kepada pelaku lembaga keuangan mikro syariah di Indonesia dalam mengalokasikan aset portopolionya. Metode penelitian tahun kedua adalah survey data primer kepada lembaga keuangan mikro syariah (LKMS) di Indonesia.*

*Output dari penelitian adalah submit ke jurnal internasional. Dalam penelitian ini, tim peneliti sudah melakukan submit artikel ke European Journal Accounting, Auditing and Finance Research (EJAAGR). Selain itu, Tim peneliti sudah melakukan survey literature dan survey lapangan guna menangkap fenomena preferensi LKMS dalam mengalokasikan aset portofolionya kepada sukuk negara.*

*Dari hasil pemetaan data sekunder teridentifikasi bahwa Lembaga Keuangan Mikro syariah pada umumnya belum mengenal obligasi negara syariah. Para pelaku LKMS tidak memahami apa itu sukuk negara, mekanisme pembelian, tingkat keuntungan dari kepemilikan sukuk negara. Oleh karenanya, sampai survey dilakukan pelaku LKMS belum terpikirkan untuk mengalokasikan asetnya ke sukuk negara. Namun demikian, jika diamati data sekunder teridentifikasi jumlah outstanding sukuk negara trendnya terus meningkat. Pada tahun 2008 baru tercatat outstanding sukuk negara seri IFR (Income Fixed Rate) sebesar 4,7 triliun Rupiah. Pada tahun 2017, total outstanding sukuk negara telah meningkat sangat signifikan menjadi 533.06 triliun Rupiah. Peningkatan outstanding sukuk selaras dengan bertambahnya jenis seri dari sukuk negara ritel. Sampai Oktober 2017 telah tercatat 8 seri sukuk negara. Dengan demikian ada banyak alternative masyarakat dalam mengalokasikan asetnya. Pemerintah harus terus melakukan diversifikasi produk-produk sukuk negara ritel yang memberikan banyak alternative investor untuk melakukan investasi. Selain itu, proses edukasi kepada masyarakat harus terus dilakukan secara berkelanjutan dan melibatkan banyak pihak sehingga meningkatnya pengetahuan dan preferensi masyarakat akan produk sukuk negara*

*ritel. Efeknya, meningkatnya ketersediaan dana dari masyarakat akan memperkuat kinerja makroekonomi dan APBN Indonesia. Selain itu,*

*Dari hasil survey teridentifikasi bahwa pengetahuan pelaku usaha LKMNBsy terkait sukuk negara masih sangat rendah. Pada umumnya pelaku usaha LKMNBsy masih belum mengetahui tentang sukuk negara, mekanisme kepemilikannya, akad-akad dalam sukuk negara ritel serta tingkat keuntungan dari kepemilikan sukuk negara ritel. Oleh karena itu, sangat wajar jika pelaku usaha belum mengalokasikan asetnya pada investasi surat berharga termasuk sukuk negara ritel. Penambahan modal yang berdampak pada peningkatan aset LKMNBsy masih dialokasikan untuk kegiatan operasional perusahaan yaitu pembiayaan yang bersifat internal. Namun demikian, ekspektasi pelaku usaha LKMNBsy jika harus mengalokasikan asetnya pada sukuk negara maka pertimbangan utamanya adalah nilai-nilai agama, budaya, motivasi untuk meningkatkan kinerja organisasi serta kesamaan entitas yang berbasis syariah. Dengan demikian, untuk meningkatkan kinerja sukuk negara yaitu pemerintah harus melakukan sosialisasi dan edukasi sukuk negara kepada pelaku LKMNBsy melalui optimalisasi peran agent-aget penjual sukuk negara (bank komersial).*

***Kata Kunci : Pola Perilaku, Preferensi, Permintaan, Sukuk Negara Ritel***

## KATA PENGANTAR

*Assalamu'alaikum wr. wb.*

Puji dan syukur penulis ucapkan kehadiran Allah Swt. yang telah memberikan kesempatan untuk menyelesaikan penelitian tahap satu ini. Dalam penelitian sebelumnya, penulis telah melakukan mapping atas variable makro yang terkait dengan penerbitan sukuk negara ritel dan implikasinya pada defisit anggaran pemerintah. Dalam penelitian ini, penulis akan memetakan pola perilaku permintaan sukuk negara ritel pada agen oleh LKMS di Indonesia. Melakukan survey literature dan data sekunder yang diterbitkan agen sukuk negara ritel yang berjumlah 20 perusahaan. Dari studi dokumentasi ini, penulis mendapatkan kesimpulan bahwa pemerintah harus lebih intensif menerbitkan sukuk negara ritel dalam mengantisipasi terjadinya *mismatch* nilai tukar dan membengkaknya deficit ganda (*twin deficit*). Selain itu, edukasi yang berkelanjutan kepada masyarakat maupun lembaga keuangan baik bank maupun non-bank menjadi penting adanya, mengingat potensi sukuk negara ritel masih sangat terbuka dan masih dapat dioptimalkan perkembangannya.

Pada tahap laporan akhir ini, tim peneliti sudah melakukan seluruh kegiatan yaitu survey kepada para pelaku Lembaga Keuangan Mikro Syariah (Koperasi Syariah dan BMT) yang tersebar di wilayah Jawa Barat dari bulan April minggu kedua sampai laporan interim ini dibuat masih dilakukan survey. Selain itu, tim peneliti sudah melakukan submit artikel ke jurnal internasional EJAAFR (European Journal Accounting Auditing and Finance Research) pada tanggal 26 April 2018 dengan judul "*Determinant State Sukuk Offerings and Its Implication on Infrastructure Procurement*", Menjadi Guest Lecturer di Community Migran Indonesia di Seoul Korea Selatan, presentasi di International Conference Business Administration di Universitas Parahiyangan serta menulis Draft Buku Ajar. Pada kesempatan ini, penulis ingin mengucapkan banyak terima kasih kepada LPPM yang telah memfasilitasi penelitian ini dengan skim pendanaan PDUPT dari Kemeristek Dikti. Selain itu, ucapan terima kasih untuk para reviewer yang telah memberikan banyak masukan untuk perbaikan hasil penelitian ini.

Selain itu, penulis mengucapkan terima kasih kepada tim peneliti yaitu Dr. Tasya Aspiranti, Ibu Westi Riani, Asisten peneliti (Andri Wahyudin) serta operator (Pak Unang), terima kasih atas kerja samanya. Demikian prakata ini penulis haturkan, mudah-mudahan penelitian ini memberikan warna positif bagi perkembangan ilmu pengetahuan serta menjadi masukan bagi pihak-pihak yang melakukan riset yang senada.

Bandung, November 2018

ttd

Penulis

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN PENGESAHAN</b>	i
<b>RINGKASAN</b>	ii
<b>KATA PENGANTAR</b>	iv
<b>DAFTAR ISI</b>	vi
<b>DAFTAR TABEL</b>	viii
<b>DAFTAR GAMBAR</b>	ix
<b>DAFTAR LAMPIRAN</b>	x
<b>BAB 1 PENDAHULUAN</b>	1
1.1 Latar Belakang Penelitian	1
1.2 Urgensi Penelitian	3
1.3 Output Penelitian	5
1.4 Target Capaian	5
<b>BAB II. RENSTRA PENELITIAN UNISBA</b>	6
2.1 Renstra PT	6
2.2 Roadmap Penelitian Perguruan Tinggi	6
<b>BAB III. TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN</b>	8
3.1. Tujuan Penelitian	8
3.2 Manfaat Penelitian	8
<b>BAB IV. TINJAUAN PUSTAKA</b>	9
4.1 Teori Perilaku Konsumen	9
4.1.1 Pendekatan Perilaku Konsumen	10
4.1.2 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Perilaku Konsumen	12
4.2 Teori Permintaan	14
4.2.1 Preferensi sebagai Faktor Penentu Permintaan atas Suatu Produk	15
4.2.2 Tahap-tahap Preferensi	16
4.3 Kajian tentang Sukuk	19
4.3.1 Definisi Sukuk	19
4.3.2 Akad-Akad dalam Sukuk	20
4.3.3 Jenis-jenis Sukuk (Obligasi Syariah)	22
4.3.4 Jenis sukuk ditinjau dari pihak penerbit	23
4.3.5 Jenis-jenis Sukuk Negara	24

4.3.6 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Syariah	28
4.3.7 Mekanisme Sukuk	29
4.4 Kajian tentang Lembaga Keuangan Mikro	31
4.4.1 Definisi Lembaga Keuangan Mikro	30
4.4.2 Manfaat Lembaga Keuangan Mikro	32
4.4.3 Kajian Empirik tentang Lembaga Keuangan Mikro	34
4.5 Road Map Penelitian.	36
<b>BAB V. METODOLOGI PENELITIAN</b>	37
5.1 Jenis Penelitian	37
5.2 Metode Penelitian	37
5.3 Pembatasan dan Ruang Lingkup	37
5.4 Teknik Pengumpulan Data	37
5.5 Tahapan Penelitian	38
5.6 Operasionalisasi Variabel	39
5.3 Rancangan Analisis Data	39
<b>BAB VI. ANALISIS DAN PEMBAHASAN</b>	40
6.1 Gambaran Surat Berharga Negara Syariah (SBSN)	40
6.1.1 Metode Penerbitan SBSN	40
6.1.2 Jenis Instrumen Sukuk Negara	43
6.1.3 Perkembangan Penerbitan SBSN 2008-2017	44
6.1.4 Profil Jatuh Tempo SBSN (per 9 Oktober 2017)	45
6.1.5 Outstanding SBSN	45
6.1.6 Realisasi Lelang SBSN Tahun 2017	46
6.1.7 Kinerja Lelang SBSN 2009-2017	47
6.1.8 Posisi Kepemilikan SBSN	48
6.1.9 Daftar Peserta Lelang SBSN	49
6.2 Peta Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel Oleh LKMNBsy	51
6.2.1 Pengetahuan Pelaku Usaha LKMNBsy tentang Sukuk Negara Ritel	51
6.2.2 Sumber Informasi tentang Sukuk Negara Ritel	52
6.2.3 Rencana Pelaku Usaha LKMNBsy dalam Mengalokasikan Asetnya dalam Sukuk Negara Ritel	53
6.2.4 Pertimbangan LKMNBsy dalam Memilih Sukuk Negara Ritel sebagai Alternatif Investasi	54
<b>BAB VII. KESIMPULAN</b>	57
7.1 Kesimpulan	57
7.2 Saran.	57
<b>DAFTAR PUSTAKA</b>	58



## DAFTAR TABEL

<b>Tabel 1.1.</b> Perkembangan Variabel Makroekonomi Indonesia, 2013-2014	2
<b>Tabel 1.2.</b> Rencana Target Capaian	5
<b>Tabel 4.1.</b> Perbandingan Obligasi Syariah (Sukuk) dengan Obligasi Konvensional	29
<b>Tabel 6.1.</b> Tahapan Bookbuilding SBSN	41
<b>Tabel 6.2.</b> Ketentuan Umum dan Mekanisme Private Placement SBSN	41
<b>Tabel 6.3.</b> Jenis Instrumen Sukuk Negara	43
<b>Tabel 6.4.</b> Perkembangan Kepemilikan SBSN Okt 2016-Maret 2017	48
<b>Tabel 6.5.</b> Perkembangan Kepemilikan SBSN Junit 2017-Oktober 2017	49
<b>Tabel 6.6.</b> Pihak-pihak yang Terlibat dalam Lelang SBSN	49
<b>Tabel 6.7.</b> Agen Penjualan Sukuk Ritel	50

## DAFTAR GAMBAR

Gambar 4.1	Hierarchy Of Effect Model	17
Gambar 5.1	Tahapan 1 Penelitian	38
Gambar 5.2	Tahapan ke-2 Penelitian	38
Gambar 5.3	Tahapan ke-3 Penelitian	38
Gambar 6.1	Mekanisme Private Placement	42
Gambar 6.2	Perkembangan Penerbitan SBSN Tahun 2008-2017 (dalam Triliun Rupiah)	44
Gambar 6.3	Profil Jatuh Tempo SBSN	45
Gambar 6.4	Jumlah Outstanding Sukuk Negara (Triliun Rupiah)	46
Gambar 6.5	Realisasi Lelang SBSN	46
Gambar 6.6	Kinerja Lelang SBSN	47
Gambar 6.7	Pengetahuan LKMNBsy tentang Sukuk Negara Ritel	52
Gambar 6.8	Sumber Informasi tentang Sukuk Negara Ritel	52
Gambar 6.9	Perlunya LKMNBsy Merelasasikan Investasinya pada Sukuk Negara Ritel	53
Gambar 6.10	Keputusan Pelaku LKMNBsy untuk Investasi pada Sukuk Negara Ritel	54
Gambar 6.11	Pertimbangan Memilih Sukuk Negara sebagai Alternatif Investasi	54

## DAFTAR LAMPIRAN

- Lampiran 1.** Bukti Submit artikel ke Jurnal Internasional
- Lampiran 2.** Artikel Jurnal Internasional
- Lampiran 3.** Bukti Submit artikel ke Internasional Conference Business Administration in Parahiyangan University
- Lampiran 4.** Kuesioner Survey Lapangan
- Lampiran 5.** Foto Kegiatan Survey
- Lampiran 6.** 1. Guest Lecturer di kedutaan Korea Selatan  
2. Certifikat International Conference Business Administration (ICBA) 2018.  
3. Certifikat Social & Humaniora Research Simposium (SoRes)
- Lampiran 7.** Draft buku ajar : Menggeser Ketergantungan Pada Hutang Luar Negeri dengan Mengembangkan Sukuk Negara Ritel

# BAB I PENDAHULUAN

## 1.1 Latar Belakang Masalah

Dari penelitian tahap 1 menemukan bahwa neraca transaksi berjalan Indonesia pada tahun 2013 masih mengalami defisit sebesar 29.109,46 juta dollar dikarenakan neraca transaksi perdagangan Indonesia lebih kecil nilainya dibandingkan neraca jasa. Meskipun pada tahun 2014 net ekspor neraca transaksi perdagangan naik namun net ekspor neraca jasa masih defisit. Efeknya neraca transaksi berjalan masih defisit meskipun nilai defisitnya menurun bila dibandingkan tahun 2013. Defisitnya neraca transaksi berjalan menjadi penyebab terjadinya defisit neraca pembayaran Indonesia. Pada tahun 2013 defisit neraca pembayaran Indonesia sebesar 209,5 juta US Dollar dan tahun 2014 naik menjadi 227,4 juta US Dollar. Agar pemerintah tetap bisa belanja impor maka perlu adanya arus modal masuk (*capital inflow*) dalam bentuk investasi asing maupun penciptaan utang luar negeri. Dari data BPS, terlihat besarnya utang luar negeri Indonesia meningkat dari 266,109 juta dollar (2013) menjadi 293,770 juta dollar (2014). Dengan demikian, persentase utang luar negeri Indonesia terhadap PDB meningkat dari 29.10% (2013) menjadi 32.90 % pada tahun 2014 (BI, 2014).

Kondisi ini akan semakin parah karena nilai tukar Rupiah terus mengalami depresiasi terhadap dollar. Depresiasi menyebabkan hutang luar negeri meningkat secara signifikan meskipun pemerintah tidak menciptakan hutang baru. Beban ini akan semakin berat karena tingkat inflasi di dalam negeri cukup tinggi sebagai efek dari perubahan ekonomi baik karena faktor internal maupun eksternal.

Defisitnya neraca pembayaran ini mengharuskan pemerintah untuk mencari sumber pendanaan pembangunan yang tidak rentan terhadap fluktuasi nilai tukar. Selama ini, selain dengan menciptakan hutang luar negeri, pemerintah juga mengandalkan sumber pendanaan pembangunan yang berasal dari dalam negeri dengan cara menerbitkan obligasi negara baik yang bersifat konvensional (Surat Utang Negara) maupun obligasi syariah (Sukuk Negara Ritel). Salah satu obligasi syariah adalah sukuk negara ritel. Sampai saat ini, pasar dari sukuk negara ritel adalah perusahaan menengah ke atas (*medium enterprises*), padahal di sisi lain, sektor yang cukup signifikan memberikan kontribusi dalam pembentukan output nasional adalah usaha kecil menengah (UMKM). Dari data publikasi BPS, UMKM Indonesia memberikan

sumbangan lebih dari 60% dalam pembentuk PDB Indonesia. Namun demikian, dalam perkembangannya UMKM memiliki permasalahan yang cukup signifikan yaitu permodalan dan kebangkrutan. UMKM sendiri sulit untuk mengakses dana yang berasal dari bank umum baik konvensional maupun syariah. Berikut gambaran variabel makroekonomi Indonesia dapat dilihat dalam tabel 1.

**Tabel 1.1 Perkembangan Variabel Makroekonomi Indonesia, 2013-2014 (dalam Juta dollar)**

<b>Indikator Makroekonomi</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Expor-Import Barang	5,633.23	6,982.21
Expor-Import Jasa	-12,070.46	-10,009.69
Neraca Transaksi Berjalan	-29,109.46	-27,499.21
Neraca Modal	45.29	26.57
Hutang Luar Negeri	266,109	293,770
% Utang Luar Negeri terhadap PDB	29.10	32.90
Defisit Neraca Pembayaran	209,5	227,4
Inflasi (%)	8.38	7.32
Nilai Tukar (Rp/\$)	12171	12396

Sumber: diolah dari data Statistik Keuangan Indonesia, Bank Indonesia, 2014

UMKM akan lebih mudah mengakses modal dari Lembaga Keuangan Mikro baik konvensional maupun syariah. Ini dikarenakan LKM sendiri dibentuk untuk menjembatani kebutuhan modal di masyarakat perdesaan. Namun dalam perkembangannya LKM menghadapi berbagai kendala diantaranya dalam mendiversifikasi asset-asetnya yang menguntungkan dan rendah risikonya, yaitu sukuk negara ritel.

Oleh karena itu, menjadi penting untuk diteliti bagaimana Pola Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel pada Agen oleh Lembaga Keuangan Mikro Syariah di Indonesia? Pemilihan judul tersebut sesuai rencana Strategis Unisba yaitu melakukan penelitian dengan perspektif Islam melalui tinjauan persoalan masyarakat dan pengembangan konsep-konsep IPTEKS yang Islami. Dikaitkan dengan Renstra Unisba, penelitian ini melakukan tinjauan secara empirikal persoalan Lembaga Keuangan Mikro Syariah di Indonesia dan menyelesaikan melalui konsep-konsep Islam (yaitu Sukuk negara ritel sebagai salah satu instrument keuangan Islam). Dikaitkan dengan peta jalan Unisba, penelitian Sukuk Negara Ritel memberikan kontribusi penyelesaian masalah pendanaan / portofolio asset bagi LKMS di Indonesia.

## 1.2 Urgensi Penelitian

Tidak dapat dipungkiri UMKM memiliki peranan sangat penting dalam perekonomian, dilihat dari besarnya kontribusi UMKM terhadap penyerapan tenaga kerja maupun pembentukan output perekonomian nasional. Dari data publikasi Badan Pusat Statistik, pada tahun 2014, UMKM memiliki jumlah pelaku usaha sebanyak 51,3 juta unit yang berkontribusi sebesar 99%, serta mampu menyerap tenaga kerja sebanyak 90.9 juta (97%). Selain itu, UMKM mampu menyumbang PDB sebanyak Rp. 2.609 triliun (55.6%) serta menyumbang devisa sebesar Rp. 183.8 triliun (20%). Selain itu, jumlah rekening pembiayaan bagi UMKM mencapai 600 ribu atau 69.3% total rekening pembiayaan syariah. Adapun pembiayaan UMKM perbankan syariah banyak terkonsentrasi di sektor ritel (31.1%), jasa usaha (29.3%) dan perdagangan (13.2%) (BPS, 2014)

Perkembangan UMKM yang besar ini mengisyaratkan adanya potensi pasar yang besar dalam kekuatan ekonomi domestik. Namun demikian, UMKM memiliki sejumlah persoalan yang bersifat klasik diantaranya lemah dalam manajemen usaha serta akses terhadap lembaga pembiayaan formal yang menyebabkan UMKM bergantung pada lembaga pembiayaan informal. Penyebabnya di dalam lembaga pembiayaan informal syarat dan ketentuan pinjaman tidak serumit di lembaga pembiayaan formal. Di sisi lain, lembaga keuangan mikro merupakan lembaga intermediasi yang memiliki hubungan paling dekat dengan UMKM, karena menurut undang-undang lembaga ini didirikan untuk menjembatani antara pelaku usaha kecil mikro dengan lembaga pembiayaan mikro formal.

Sampai tahun 2014, jumlah Bank Umum Syariah (BUS) sebanyak 12 bank, 22 unit usaha syariah (UUS) dan 163 Bank Pembiayaan Rakyat Syariah (BPRS) yang memiliki jaringan kantor mencapai 3.073 unit. Pembiayaan BUS dan UUS pada sector UMKM di akhir tahun 2014 telah mencapai 199.330 juta rupiah atau sebesar 77% dari seluruh pembiayaan yang diberikan oleh BUS dan UUS ke sektor usaha. Sementara itu, jumlah pembiayaan di BPRS adalah sebesar 5.004 juta rupiah. Pada akhir tahun 2014, jumlah pembiayaan bagi UMKM baik oleh BUS dan UUS adalah sebesar 199.330 milyar rupiah dan oleh BPRS sebesar 5.004 juta rupiah. Sementara itu, jumlah rekening pembiayaan untuk UMKM mencapai lebih 600 ribu rekening atau mencapai 69,3% dari total rekening pembiayaan syariah (Statistik Perbankan Syariah, BI, 2014)

Namun demikian, meskipun LKM syariah sangat potensial sebagai *channeling* UMKM namun LKM memiliki sejumlah kendala diantaranya kurang dapat bersaing dengan bank dengan berbagai variasi skim kredit usaha mikro kecil (Aspiranti dan Dede R. Oktini, 2011). Selain itu, LKM terkendala dengan kualitas sumber daya manusianya, infrastruktur dan pemasaran. Lemahnya Sumber Daya Inssani di LKM syariah terkait tiga hal yaitu lemahnya pemahaman praktisi LKM syariah, kurang professional serta jumlahnya terbatas. Sementara itu lemahnya infrastruktur terkait dengan kurang memadainya fasilitas teknologi informasi, inovasi produk, layanan serta lemahnya koordinasi antara lembaga sehingga kinerja dari LKM syariah menjadi lemah. Selain itu, LKM syariah memiliki persoalan dalam kaitannya dengan tingginya persaingan usaha, rendahnya pemahaman dan minat masyarakat terhadap LKM. Dari studi Aspiranti (2012) menemukan tingginya angka kebangkrutan di LKM syariah. LKM syariah juga menghadapi kendala dalam permodalan serta pola kemitraan (Aspiranti dkk., 2014). Oleh karena itu, selain harus mengembangkan kemitraan dengan bank umum syariah, LKM syariah juga harus mulai melakukan diversifikasi asset ke dalam berbagai portofolio yang memberikan hasil (*return*) tinggi dengan resiko rendah. Sukuk negara ritel menjadi salah satu alternative portofolio yang dapat dipilih oleh pelaku LKM dalam mengalokasikan asset-asetnya.

Dilihat dari jumlah investornya, sukuk negara ritel masih jauh dari harapan. Potensi pasar sukuk negara ritel masih dapat dioptimalkan penjualannya dan dapat menjadi substitusi pendanaan negara yang berasal dari hutang luar negeri. Penelitian tentang preferensi pola perilaku pelaku LKM syariah terhadap obligasi syariah penting untuk dilakukan, karena preferensi ini menyangkut sikap dan perilaku LKM syariah dalam mengalokasikan asetnya terhadap berbagai portofolio yang ada. Preferensi itu sendiri dipengaruhi oleh banyak faktor seperti kepercayaan (*trust*), keuntungan (*profit*), layanan (*services*), agama (*religion*) dan promosi (*promotion*). Dari beberapa studi yang telah dilakukan ternyata kelima faktor tadi merupakan faktor penentu penting bagi masyarakat dalam memilih produk syariah (Mustofo, 2015), sementara dalam penelitian Lestari (2015) faktor religiusitas merupakan faktor utama dalam menentukan preferensi masyarakat dalam memilih produk syariah. Murshid dan Ento Suhartono (2014) menemukan teknologi informasi, motif religiusitas dan kualitas layanan sebagai faktor yang berpengaruh terhadap pilihan nasabah akan produk syariah. Lebih lanjut Masruroh (2015) menemukan faktor religiusitas sebagai faktor yang memperkuat hubungan antara pendapatan bersih dengan minat menabung di bank syariah. Ini artinya preferensi pola perilaku masyarakat terhadap produk-produk syariah tidak dapat dipisahkan dari pemahaman akan nilai-nilai agama (religiusitas).

### 1.3 Output Penelitian

Output dari penelitian tahap kedua ini adalah

1. Publikasi artikel dalam seminar dan call for paper internasional.
2. Publikasi artikel dalam Jurnal internasional

### 1.4 Target Capaian

Target capaian dalam setiap tahun dapat dilihat dalam tabel berikut ini:

**Tabel 1.2 Rencana Target Capaian Tahunan**

No	Jenis Luaran				Indikator Capaian		
	Kategori	Sub Kategori	Wajib	Tambahan	TS <sup>1)</sup>	TS+1	TS+2
1	Artikel ilmiah dimuat di jurnal <sup>2)</sup>	Internasional bereputasi	√		Submit	Review	Accepted
		Nasional Terakreditasi					
2	Artikel ilmiah dimuat di prosiding <sup>3)</sup>	Internasional Terindeks		√			
		Nasional					
3	<i>Invited speaker</i> dalam temu ilmiah <sup>4)</sup>	Internasional		√			
		Nasional					
4	<i>Visiting Lecturer</i> <sup>5)</sup>	Internasional					
5	Hak Kekayaan Intelektual (HKI) <sup>6)</sup>	Paten					
		Paten sederhana					
		Hak Cipta					
		Merek dagang					
		Rahasia dagang					
		Desain Produk Industri					
		Indikasi Geografis					
		Perlindungan Varietas Tanaman					
		Perlindungan Topografi Sirkuit Terpadu					
6	Teknologi Tepat Guna <sup>7)</sup>						
7	Model/Purwarupa/Desain/Karya seni/Rekayasa Sosial <sup>8)</sup>						
8	Buku Ajar (ISBN) <sup>9)</sup>						
9	Tingkat Kesiapan Teknologi (TKT) <sup>10)</sup>						

<sup>1)</sup> TS = Tahun sekarang (tahun pertama penelitian)

<sup>2)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, submitted, reviewed, *accepted*, atau *published*

<sup>3)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, terdaftar, atau sudah dilaksanakan

<sup>4)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, terdaftar, atau sudah dilaksanakan

<sup>5)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, terdaftar, atau sudah dilaksanakan

<sup>6)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, terdaftar, atau *granted*

<sup>7)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, produk, atau penerapan

<sup>8)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, produk, atau penerapan

<sup>9)</sup> Isi dengan tidak ada, draf, atau proses *editing*, atau sudah terbit

<sup>10)</sup> Isi dengan skala 1-9 dengan mengacu pada Lampiran A



## **BAB II**

### **RENTRA DAN ROAD MAP PENELITIAN UNISBA**

#### **2.1 Renstra Perguruan Tinggi**

Dalam menjalankan kegiatan Tridarma Perguruan Tinggi, Universitas membuat Rencana Strategis (RESTRAS) Tahun 2013-2017. Renstra Universitas berisi sembilan aspek yang menjadi fokus utama, yakni :

1. Peningkatan dan pengembangan mutu pendidikan dan pengajaran
2. Peningkatan dan pengembangan mutu penelitian, dan pengabdian kepada masyarakat
3. Peningkatan dan pengembangan mutu sumber daya insani (SDI)
4. Peningkatan dan pengembangan mutu sarana prasarana fisik
5. Peningkatan dan pengembangan mutu ruhul Islam
6. Peningkatan dan pengembangan kerja sama
7. Peningkatan dan pengembang mutu teknologi informasi
8. Peningkatan dan pengembangan mutu organisasi dan tata kelola
9. Peningkatan dan pengembangan mutu pendapatan dan pembiayaan

Dengan demikian, Penelitian Dasar Unggulan Perguruan Tinggi (PDUPT) yang akan diajukan telah sesuai dengan Renstra Unisba yaitu Peningkatan dan pengembangan mutu penelitian, dan pengabdian kepada masyarakat dan Peningkatan dan pengembangan kerja sama.

#### **2.2 Roadmap Penelitian Perguruan Tinggi**

Roadmap penelitian Unisba akan dijabarkan dalam rencana induk penelitian dan pengabdian kepada masyarakat (RIPPM) yang telah disusun untuk 2015-2020. Di dalam RIPPM menjabarkan tema-tema unggulan Unisba dalam penelitian dan pengabdian kepada masyarakat. Adapun tema-tema unggulan penelitian dan PKM Unisba yang ada dalam RIPPM 2015-2020 sebagai berikut:

1. Optimasi pemanfaatan sumber daya untuk mewujudkan pembangunan berkelanjutan berwawasan lingkungan
2. Pengembangan kepribadian (*character building*) dan perubahan perilaku pada level individu, sosial, dan organisasi dalam perspektif Islam

3. Pengembangan bahan alami untuk kebutuhan alat diagnosis, obat, dan vaksin bagi peningkatan pembangunan bidang kesehatan
4. Rekayasa dan penguatan lembaga untuk meningkatkan daya saing global berbasis wirausaha dan etika Islam.
5. Pengembangan model untuk peningkatan pembangunan regional yang berkelanjutan.
6. Perlindungan hukum bagi masyarakat dalam memasuki era globalisasi

Penelitian ini dilakukan dalam kerangka implemmtasi impelementasi rekayasa dan penguatan lembaga untuk meningkatkan daya saing global berbasis wirausaha dan etika Islam. Temuan dari penelitian ini untuk memperkuat pengembangan keuangan Islam khususnya di bidang lembaga keuangan mikro syariah.

## **BAB III**

### **TUJUAN DAN MANFAAT PENELITIAN**

#### **3.1 Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penelitian ini adalah untuk mengidentifikasi dan menganalisis:

1. Perkembangan Penerbitan Sukuk Negara Ritel
2. Perkembangan agen penjual Sukuk Negara Ritel
3. Perilaku permintaan sukuk negara dilihat dari persepsi LKMS tentang sukuk negara sebagai alternative portofolio

#### **3.2 Manfaat Penelitian**

Sejalan dengan Rencana Induk Pengembangan (RIP) Universitas Islam Bandung dalam bidang penelitian yaitu membangun dan mengembangkan keilmuan dengan dasar nilai-nilai Islami maka penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi dalam pengembangan ekonomi Islam serta pengembangan LKM Syariah yang memiliki potensi sangat besar dalam menopang perekonomian Indonesia. Dengan adanya diversifikasi portofolio dalam sukuk negara ritel oleh LKM syariah, maka LKM syariah memiliki alternatif investasi yang bebas dari resiko dan sesuai aturan syariah. Lebih lanjut, akan membantu pemerintah dalam menghimpun dana pembangunan yang relative aman terhadap fluktuasi nilai tukar.

## **BAB IV**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

Pada bagian ini akan dipaparkan teori yang melandasi Pola Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel Pada Agen Oleh Lembaga Keuangan Mikro Syariah (LKMS) di Indonesia. Pada awal akan dipaparkan teori perilaku konsumen yang akan dilanjutkan dengan teori permintaan. Bagian berikutnya akan dipaparkan tentang teori sukuk negara ritel dan lembaga Keuangan Mikro Syariah. Berikut gambaran lengkap dari teori yang digunakan dalam penelitian ini.

#### **4.1 Teori Perilaku Konsumen**

Konsumen merupakan salah satu agen ekonomi yang memiliki peranan penting dalam produksi maupun distribusi barang. Konsumen adalah pihak-pihak yang menghabiskan barang maupun jasa guna memenuhi kebutuhan maupun keinginannya. Permintaan atas suatu barang sangat dipengaruhi oleh perilaku konsumen. Perilaku konsumen adalah studi bagaimana individu, kelompok dan organisasi memilih, membeli, menggunakan dan menempatkan barang, jasa, ide atau pengalaman untuk memuaskan keinginan dan kebutuhan konsumen (Kotler dan Keller, 2008). Definisi lainnya tentang perilaku konsumen adalah kegiatan-kegiatan individu yang secara langsung terlibat dalam mendapatkan dan mempergunakan barang-barang dan jasa-jasa, termasuk di dalamnya proses pengambilan keputusan pada persiapan dan penentuan kegiatan-kegiatan tertentu (Dharmmesta dan Handoko, 2000). Sementara Schiffman dan Kanuk (2008) mendefinisikan perilaku konsumen adalah cara individu mengambil keputusan untuk memanfaatkan sumber daya yang tersedia (waktu, uang, dan usaha) guna membeli barang-barang yang berhubungan dengan konsumsi. Dari tiga definisi tersebut maka kesimpulan dari perilaku konsumen menyangkut keputusan konsumen untuk memanfaatkan sumber daya untuk memilih, membeli, menggunakan dan menempatkan sumber daya guna memenuhi kebutuhan dan keinginannya. Dari definisi di atas maka ada dua hal yang menyangkut perilaku konsumen yaitu kegiatan fisik dan proses pengambilan keputusan.

Perilaku konsumen berlaku pada beberapa tahap, yaitu tahapan sebelum pembelian, saat melakukan transaksi pembelian, tahap menikmati dan tahap evaluasi. Perilaku konsumen terbagi jadi dua yaitu :

## **1. Perilaku konsumen rasional**

Kegiatan konsumsi dikatakan rasional jika memenuhi beberapa persyaratan berikut:

1) Produk tersebut bisa memberikan kepuasan dan nilai guna yang optimal; 2) Produk tersebut memang benar-benar dibutuhkan oleh konsumen; 3) Kualitas atau mutu produk tersebut terjamin atau baik. 4) Harga suatu produk sesuai dan setara dengan kemampuan yang dimiliki oleh konsumen.

## **2. Perilaku konsumen irasional**

Konsumen yang irasional jika konsumen melakukan pembelian produk tanpa memperkirakan kegunaan dari produk tersebut, dikarenakan: 1) Terpengaruh iklan atau promosi yang ditawarkan perusahaan; 2) Merek yang dimiliki hanya merek terkenal; 3) Gengsi atau prestise.

Dalam menjelaskan perilaku konsumen diasumsikan pasarnya adalah pasar persaingan sempurna yaitu suatu pasar dimana terdapat banyak pembeli dan penjual sehingga masing-masing pelaku menjadi sangat kecil perannya dalam pasar; produknya homogen, artinya masing-masing produsen menghasilkan barang yang bisa menggantikan secara sempurna sehingga para pelaku yang ada di pasar tidak dapat mempermainkan harga; Produsen hanya sebagai price taker (penerima harga). Harga sepenuhnya ditentukan oleh mekanisme pasar yaitu interaksi antara pembeli dan penjual yang ada di pasar; Informasi sempurna. Artinya baik konsumen maupun produsen mengetahui harga output maupun input yang ada di pasar. Pasar persaingan sempurna menjadi semua pelaku yang ada di pasar mengetahui persis berapa harga input (upah, bahan baku dan lainnya) yang dibayarkan oleh masing-masing produsen yang ada di pasar. Selain itu, konsumen mendapatkan harga yang sama di pasar, sehingga tidak ada satu konsumen yang dirugikan oleh transparansi harga. Dengan demikian, asumsi yang dibangun untuk menjelaskan perilaku konsumen adalah pasar persaingan sempurna (pasar yang sangat ideal). Dalam menjelaskan perilaku konsumen ada beberapa pendekatan yang digunakan yaitu pendekatan ordinal dan pendekatan cardinal.

### **4.1.1 Pendekatan Perilaku Konsumen**

Dalam menjelaskan perilaku konsumen, terdapat dua pendekatan yaitu pendekatan kardinal dan pendekatan ordinal.

## 1. Pendekatan nilai guna kardinal

Pendekatan kardinal adalah suatu daya guna atau nilai guna yang bisa diukur dengan satuan uang atau *utilitas*, nilai guna tersebut memiliki tingkatan yang sesuai dengan subjek yang menilainya. Dalam pendekatan ini, konsumen akan memilih produk yang memiliki nilai guna terbesar. Oleh karenanya pendekatan ini sering disebut dengan pendekatan dengan penilaian yang subjektif. Dalam pendekatan kardinal terdapat satu landasan hukum yaitu hukum Gossen. Yaitu Hukum Gossen I dan hukum Gosen II. Hukum Gossen I menyatakan bahwasannya kepuasan konsumen akan menurun ketika kebutuhan konsumen dipenuhi terus-menerus. Dengan konsumsi secara terus menerus maka produk yang dibeli oleh konsumen nilai gunanya semakin kecil (karena bosan), pada akhirnya akan mencapai kemupasan negative jika kegiatan konsumsi tersebut terus dilakukan. Sementara itu, Hukum Gossen II menyatakan bahwasannya seorang konsumen akan terus menerus memenuhi kebutuhannya sampai mencapai intensitas yang sama. Maksud dari intensitas yang sama adalah rasio antara *marginal utility* dan harga dari produk yang satu dengan rasio *marginal utility* dan harga dari produk yang lainnya adalah sama.

Hipotesis utama dari pendekatan kardinal ini adalah nilai guna marginal yang semakin turun, menunjukkan bahwa nilai guna yang diperoleh konsumen akan semakin menurun ketika konsumen terus menerus menambah konsumsi atas produk tersebut. Berbicara tentang nilai guna marginal pasti ada kaitannya dengan bagaimana pemaksimalan nilai guna yang dirasakan oleh konsumen. Ada beberapa syarat pemaksimalan bisa terjadi yaitu ketika konsumen berada dalam keadaan-keadaan sebagai berikut :

- a. Seorang konsumen akan memaksimalkan nilai guna dari produk yang dikonsumsi jika perbandingan antara nilai guna marginal berbagai produk tersebut sama dengan perbandingan harga-harga produk tersebut.
- b. Seorang konsumen akan memaksimalkan nilai guna dari produk yang dikonsumsi jika terdapat kesamaan diantara setiap rupiah yang dikeluarkan untuk setiap produk yang dikonsumsi.

Asumsi yang dikembangkan dalam pendekatan cardinal yaitu:

- a. Daya atau nilai guna diukur dengan parameter satuan harga atau utilitas.
- b. Konsumen bersifat rasional, dimana konsumen akan memenuhi kebutuhan hidupnya sesuai dengan batas kemampuan pendapatannya.

- c. Konsumen akan mengalami penurunan utilitas ketika terus menerus melakukan konsumsi terhadap produk tersebut (*diminishing marginal utility*).
- d. Konsumen memiliki jumlah pendapatan yang tetap.
- e. Daya atau nilai guna dari uang tetap atau konstan.
- f. Total utility bisa bersifat melengkapi (*additive*) atau berdiri sendiri (*independent*).
- g. Produk yang dikonsumsi normal dan periodenya konsumsinya berdekatan.

Dengan berbagai asumsi tersebut pendekatan kardinal mampu menyusun sebuah formulasi fungsi permintaan secara baik. Namun pendekatan cardinal memiliki beberapa kelemahan, diantaranya :

- a. Daya guna yang dipandang hanya dari sisi subjektif membuat tidak adanya alat ukur yang tepat dan sesuai dengannya.
- b. Memiliki konsep *constan marginal utility of money*, yang membuat anggapan nilai uang akan menurun ketika jumlah uang semakin banyak.
- c. Konsep *diminishing marginal utility* merupakan permasalahan yang sangat sukar dari segi psikologis dan sulit diterima sebagai aksioma.

## 2. Pendekatan nilai guna ordinal

Berbeda dengan pendekatan kardinal, pendekatan ordinal memfokuskan kajian pada daya atau nilai guna tidak seratus persen diperhatikan, cukup diketahui dan konsumen mampu menyusun urutan tinggi rendahnya daya guna yang diperoleh ketika mengkonsumsi sebuah produk. Dasar pemikiran dari pendekatan ini adalah semakin banyak produk yang dikonsumsi maka semakin besar kepuasan yang didapat oleh konsumen. Dalam menganalisis tingkat kepuasan, pendekatan ini menggunakan kurva *indifferent* yang menunjukkan kombinasi atau campuran antar konsumsi dua macam produk yang memberikan tingkat kepuasan yang sama dan garis anggaran yang menunjukkan kombinasi antara dua macam barang yang berbeda yang bisa dibeli oleh konsumen dengan pendapatan yang terbatas.

### 4.1.2 Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Perilaku Konsumen

Faktor-faktor yang mempengaruhi perilaku konsumen menurut Kotler dan Keller (2008) adalah: **pertama**, faktor budaya. Faktor budaya berpengaruh luas dan mendalam terhadap perilaku konsumen. Faktor budaya terdiri dari: budaya, sub budaya

dan kelas social. Budaya merupakan salah satu faktor penentu keinginan dan perilaku yang paling mendasar. Masyarakat mendapatkan kumpulan nilai, persepsi, preferensi, dan perilaku dari lingkungan terdekat (keluarga) serta lembaga-lembaga penting lain (sekolah, pendidikan informal dan lainnya). Sub-budaya. Masing-masing budaya memiliki sub budaya yang lebih kecil di mana sub budaya akan mempengaruhi perilaku dari konsumen. Sub-budaya terdiri dari kebangsaan, agama, kelompok ras, dan daerah geografis. Kelas sosial. Pada dasarnya masyarakat memiliki kelas social (strata sosial). Strata sosial tersebut kadang-kadang berbentuk sistem kasta dimana anggota kasta yang berbeda dibesarkan dengan peran tertentu dan tidak dapat mengubah keanggotaan kasta. Stratifikasi lebih sering ditemukan dalam bentuk kelas sosial.

**Faktor kedua,** faktor sosial. Selain faktor budaya, perilaku konsumen dipengaruhi oleh faktor-faktor sosial seperti kelompok acuan, keluarga serta status sosial. Kelompok acuan seseorang terdiri dari semua kelompok yang memiliki pengaruh langsung (tatap muka) atau tidak langsung terhadap sikap atau perilaku seseorang. Kelompok yang memiliki pengaruh langsung terhadap seseorang dinamakan kelompok keanggotaan. Beberapa kelompok keanggotaan adalah kelompok primer, seperti keluarga, teman, tetangga, dan rekan kerja, yang berinteraksi dengan seseorang serta terus menerus dan informal. Orang juga menjadi anggota kelompok sekunder, seperti kelompok keagamaan, professional, dan asosiasi perdagangan, yang cenderung lebih formal dan membutuhkan interaksi yang tidak begitu rutin. Keluarga (*family*) adalah kelompok yang terdiri dari dua atau lebih orang yang berhubungan melalui darah, perkawinan, atau adopsi dan tinggal bersama. Keluarga inti (*nuclear family*) adalah kelompok langsung yang terdiri dari ayah, ibu, dan anak yang tinggal bersama. Keluarga besar (*extended family*) mencakupi keluarga inti, ditambah kerabat lain, seperti kakek dan nenek, paman dan bibi, sepupu, dan kerabat karena perkawinan. Keluarga dimana seseorang dilahirkan disebut keluarga orientasi (*family of orientation*), sementara keluarga yang ditegakkan melalui perkawinan adalah keluarga prokreasi (*family of procreation*). Status sosial seseorang berpartisipasi ke dalam banyak kelompok sepanjang hidupnya seperti keluarga, klub, organisasi. Kedudukan orang itu di masing-masing kelompok dapat ditentukan berdasarkan peran dan status. Peran meliputi kegiatan yang diharapkan akan dilakukan oleh seseorang. Masing-masing peran menghasilkan status. Dengan status yang dimilikinya di masyarakat, dapat dipastikan ia akan mempengaruhi pola atau sikap orang lain dalam hal berperilaku



terutama dalam hal perilaku permintaan. Permintaan atas suatu produk dipengaruhi oleh perilaku konsumen dalam memilih dan mengalokasikan pendapatannya.

#### 4.2 Teori Permintaan

Menurut Fare (2007), permintaan adalah berbagai jumlah barang yang diminta oleh konsumen pada berbagai tingkat harga yang berbeda. Pada saat seorang konsumen akan membeli barang dan jasa sangat dipengaruhi oleh faktor-faktor yang mempengaruhinya seperti harga barang itu sendiri, harga barang lain, pendapatan, selera, kekayaan serta ekspektasi. Harga merupakan salah satu faktor yang seringkali dipertimbangkan oleh seorang konsumen pada saat memiliki suatu barang. Sesuai dengan hukum permintaan maka seorang konsumen akan mengurangi permintaan atas suatu barang ketika harga barang yang bersangkutan (*own price*) semakin mahal. Sebaliknya seorang konsumen akan meminta barang dan jasa ketika harga barang yang bersangkutan lebih murah. Jadi terdapat hubungan negative antara harga barang itu sendiri dengan permintaan atas suatu barang.

Faktor lainnya yang tidak penting adalah harga barang lain baik sebagai pelengkap maupun substitusi. Hubungan antara permintaan suatu barang dengan barang pelengkap adalah negatif yaitu ketika harga barang X naik maka permintaan atas barang X akan turun dan permintaan barang Y (sebagai pelengkap akan turun juga. Sementara permintaan atas suatu barang dengan barang pengganti adalah negative yaitu ketika harga suatu barang naik maka permintaan barang yang bersangkutan akan turun dan orang akan mencari barang alternative yang dapat menjadi barang pengganti atas barang yang naik.

Pendapatan merupakan salah satu faktor yang memperkuat keputusan konsumen dalam melakukan tindakan pembelian. Semakin besar pendapatan seseorang maka semakin besar peluang naiknya permintaan atas suatu barang dikarenakan daya beli konsumen lebih tinggi dibandingkan sebelumnya. Sebaliknya, semakin sedikit pendapatan maka akan semakin sedikit pula barang yang diminta konsumen.

Kekayaan adalah berbagai aset yang dimiliki oleh seorang konsumen. Kekayaan dapat berupa kekayaan fisik maupun surat berharga. Semakin banyak kekayaan seseorang maka daya beli orang yang bersangkutan semakin besar yang akan berefek pada naik permintaan atas suatu barang maupun jasa.

Ekspektasi (harapan) seseorang baik terhadap harga maupun pendapatan di masa mendatang. Ketika seorang konsumen memprediksi harga-harga akan lebih mahal

di masa mendatang maka konsumen akan melakukan aksi borong pada saat ini. Efeknya permintaan atas suatu barang akan lebih besar (lebih banyak) dibandingkan waktu normalnya. Begitupun ketika seorang konsumen memprediksi ada sejumlah pendapatan yang akan diterimanya di masa mendatang maka konsumen akan melakukan pembelian lebih banyak. Efeknya permintaan atas suatu barang akan naik. Dalam memutuskan pembelian atau permintaan atas suatu produk barang maupun jasa sangat dipengaruhi oleh tingkat preferensi seseorang terhadap barang maupun jasa tertentu

#### **4.2.1 Preferensi sebagai Faktor Penentu Permintaan atas Suatu Produk**

Menurut Bahasa Inggris, Preferensi berasal dari kata *preference* yang berarti “*a greater liking for one alternative over another or others*” yaitu kesukaan akan sebuah hal lebih besar dibandingkan alternative lainnya. Sementara menurut KBBI (Kamus Besar Bahasa Indonesia) kata preferensi jika diejakan menjadi pre.fe.ren.si [n] (1) (hak untuk) didahulukan dan diutamakan daripada yang lain; prioritas; (2) pilihan; kecenderungan; kesukaan. Artinya sesuatu yang diutamakan atau diprioritaskan dibandingkan yang lainnya atau kecenderungan atau kesukaan terhadap sesuatu. Menurut Wikipedia (2018), preferensi atau selera adalah sebuah konsep yang digunakan dalam ilmu sosial, khususnya ekonomi yaitu pilihan realitas atau imajiner antara alternatif-alternatif dan kemungkinan dari pemeringkatan alternatif tersebut, berdasarkan kesenangan, kepuasan, gratifikasi, pemenuhan, kegunaan yang ada. Dilihat dari ilmu kognitif, preferensi individual memungkinkan pemilihan tujuan/*goal*. Menurut Assael (1998), preferensi konsumen dapat berarti kesukaan, pilihan atau sesuatu hal yang lebih disukai konsumen. Ketika seorang konsumen prefer terhadap suatu produk maka tidak mungkin ia lebih prefer terhadap barang lainnya.

Preferensi itu sendiri terbentuk dari persepsi konsumen terhadap produk. Persepsi (*perception, percipio*) adalah tindakan menyusun, mengenali dan menafsirkan informasi sensoris guna memberikan gambaran dan pemahaman tentang lingkungan. Persepsi meliputi semua sinyal dalam sistem sarap yang merupakan hasil dari stimulasi fisik atau kimia dari organ pengindra. Lebih lanjut, Assael (1998) membatasi kata persepsi sebagai perhatian kepada pesan, yang mengarah pada pemahaman dan ingatan. Persepsi yang sudah mengendap dan melekat dalam pikiran akan menjadi preferensi. Artinya ketika seseorang menyukai suatu barang maka itu merupakan hasil dari elaborasi informasi yang ia dapatkan saat ini dan masa lalu.

Semakin baik persepsi seseorang terhadap suatu barang maka preferensi terhadap barang yang bersangkutan akan semakin besar. Efeknya permintaan atas barang yang bersangkutan akan meningkat pula.

Lebih lanjut Foster (2004) mengungkapkan setiap orang bertindak laku sesuai dengan preferensinya. Dengan demikian, banyak tindakan konsumen yang dapat diramalkan terlebih dahulu. Preferensi konsumen terhadap suatu barang dapat diketahui dengan menentukan atribut-atribut atau faktor-faktor yang melekat pada suatu produk. Atribut-atribut itulah yang pada akhirnya dapat mempengaruhi seseorang dalam mempertimbangkan pemilihan suatu barang. Mowen dan Minor (2002) memiliki pandangan tersendiri mengenai preferensi. Menurutnya, preferensi dapat berubah dan dapat dipelajari sejak kecil. Preferensi terhadap produk bersifat elastis, yaitu mudah berubah terutama pada orang-orang yang masih berusia muda dan kemudian akan menjadi permanen bila seseorang telah memiliki gaya hidup yang lebih kuat dan lebih mapan

#### **4.2.2 Tahap-Tahap Preferensi**

Terdapat beberapa aksioma dalam menjelaskan preferensi yaitu:

a. Kelengkapan (*completeness*)

Kelengkapan (*completeness*) mengandung pengertian jika A dan B merupakan dua kondisi atau situasi, maka setiap orang selalu harus bisa menspesifikasikan apakah :

1. A lebih disukai daripada B
2. B lebih disukai daripada A, atau
3. A dan B sama-sama disukai

Jika mengacu pada anggapan ini, maka setiap orang diasumsikan tidak bingung dalam menentukan pilihan. Setiap orang mengetahui mana yang baik dan mana yang buruk, mana yang disukai atau tidak disukai. Dengan demikian, setiap orang selalu bisa menjatuhkan pilihan di antara dua alternatif yang ada.

b. Transitivitas (*transitivity*)

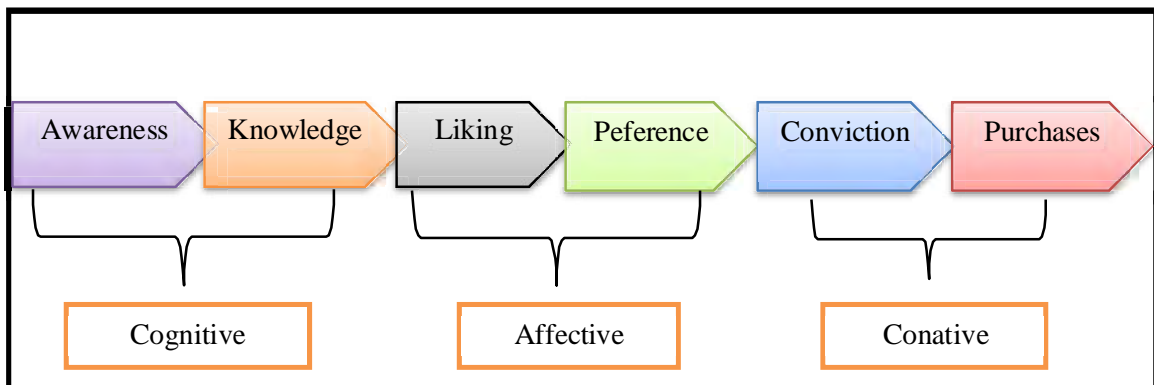
Transitivitas (*transitivity*) yaitu jika seseorang menyatakan lebih menyukai A daripada B, dan B lebih disukai daripada C, maka orang tersebut harus lebih menyukai A daripada C. Dengan demikian, seseorang tidak bisa mengartikulasikan preferensi yang saling bertentangan.

c. Kontinuitas (*continuity*)

Kontinuitas (*continuity*) yaitu jika seseorang menyatakan lebih menyukai A daripada B ini berarti segala kondisi di bawah pilihan A tersebut disukai daripada kondisi di bawah pilihan B.

Aksioma tersebut dipakai dalam menjelaskan perilaku konsumen dalam memiliki suatu barang atau jasa di mana setiap orang akan selalu dapat membuat atau menyusun ranking pada semua situasi ataupun kondisi mulai dari yang paling disukai hingga yang paling tidak disukai dari berbagai macam barang dan jasa yang tersedia.

Preferensi konsumen muncul dalam tahap evaluasi alternatif dalam proses keputusan pembelian, di mana dalam tahap tersebut konsumen dihadapkan dengan berbagai macam pilihan produk maupun jasa dengan berbagai macam atribut yang berbeda-beda. Oleh karena itu, dapat disimpulkan bahwa preferensi adalah suatu pilihan yang diambil dan dipilih konsumen dari berbagai macam pilihan yang tersedia. Di dalam tahap ini dapat dilihat pada saat kapan tahap preferensi tersebut hadir pada konsumen. Tahapan tersebut dapat dilihat pada gambar di bawah ini.



Sumber: Lavidge Dan Steiner, 1961

**Gambar 4.1 Hierarchy Of Effect Model**

Menurut model di atas, terdapat enam tahap dalam keputusan pembelian yaitu:

**1. Awareness/Kesadaran**

Tahap ini adalah tahap yang sangat penting dan titik mula seorang konsumen akan melakukan pembelian. Seorang konsumen mulai menyadari untuk membeli suatu produk.

## **2. Knowledge/Pengetahuan**

Pada tahap ini seorang konsumen akan membandingkan antara suatu produk dengan produk lainnya. Semakin banyak informasi yang didapat seorang konsumen akan suatu produk maka keputusan untuk membeli suatu barang akan semakin besar.

## **3. Liking/Menyukai**

Tahap ini adalah tahap dimana konsumen mulai menyukai produk tersebut yang berupa barang atau jasa yang ditawarkan. Pada tahap ini seorang konsumen mulai mempertimbangkan suatu produk secara emosional menguntungkan.

## **4. Preference/Memilih**

Tahap ini adalah tahap dimana konsumen mulai lebih memilih produk tersebut dibandingkan produk-produk lainnya.

## **5. Conviction or Intention to Buy/ Keinginan Untuk Membeli**

Tahap ini adalah tahap di mana seorang konsumen mulai memikirkan untuk melakukan pembelian.

## **6. Purchase/Membeli**

Pada tahap ini adalah tahap dimana konsumen dapat dikatakan sebagai konsumen yang loyal terhadap sebuah produk, sehingga konsumen tersebut tidak ragu lagi untuk membeli produk tersebut tanpa adanya pertimbangan yang banyak.

Dengan memahami preferensi konsumen, perusahaan dapat merancang strategi yang tepat untuk merespon ekspektasi konsumen dan menjadikan strategi differensiasi sebuah perusahaan tersebut dengan pesaingnya. Menurut Kotler dan Keller (2008), ada beberapa langkah yang harus dilalui sampai konsumen membentuk preferensi :

1. Diasumsikan bahwa konsumen melihat produk sebagai sekumpulan atribut. Konsumen yang berbeda memiliki atribut yang berbeda mengenai suatu produk yang relevan.
2. Tingkat kepentingan atribut berbeda-beda sesuai dengan kebutuhan dan keinginan masing-masing. Konsumen memiliki penekanan yang berbeda-beda dalam menilai atribut apa yang paling penting. Konsumen yang daya belinya besar akan mementingkan atribut harga yang paling utama.
3. Konsumen mengembangkan sejumlah kepercayaan tentang letak produk pada setiap atribut.
4. Tingkat kepuasan konsumen terhadap produk akan beragam sesuai dengan perbedaan atribut.

5. Konsumen akan sampai pada sikap terhadap merek yang berbeda melalui prosedur evaluasi.

### 4.3 Kajian tentang Sukuk

#### 4.3.1 Definisi Sukuk

Secara umum, *sukuk* adalah kekayaan pendukung, pendapatan yang stabil, dapat diperdagangkan dan disertifikatkan kepercayaan yang sesuai dengan syariah. Kondisi utama mengapa *sukuk* ini dikeluarkan adalah sebagai penyeimbang dari kekayaan yang terdapat dalam neraca keuangan pemerintah, penguasa moneter, perusahaan, bank, dan lembaga keuangan serta bentuk entitas lainnya yang memobilisasi dana masyarakat. Emiten atau pihak yang menerbitkan *sukuk* dapat berasal dari institusi pemerintah, perusahaan swasta, lembaga keuangan, maupun otoritas moneter.

Dalam *Shari'a Standards No.17 tentang Investment Sukuk, Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI)* mendefinisikan sukuk sebagai berikut: "*Investment are certificates of equal value representing undivided share in ownership of tangible assets, usufructs and service, or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity, however this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued*". Dari definisi di atas dapat disimpulkan bahwa sukuk merupakan sertifikat yang bernilai sama yang mewakili bagian tak terpisahkan dalam kepemilikan suatu aset berwujud, manfaat atau jasa, atau kepemilikan dari aset suatu proyek atau aktivitas investasi tertentu yang terjadi setelah adanya penerimaan dana sukuk., penutupan pemesanan dan dana yang diterima dimanfaatkan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.

Sementara itu, definisi sukuk menurut peraturan Bapepam dan LK Nomor IX A 13 tentang penerbitan efek syariah memberikan definisi sukuk sebagai berikut "Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'lundivided share*)) atas: a) aset berwujud tertentu (*ayyan maujudat*); b) nilai manfaat atau aset berwujud (*manafiul ayyan*) Tertentu baik yang sudah ada maupun yang belum akan ada d) aset proyek tertentu (*maujudat masyru' muayyan*), dan atau e) kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nasyah istismarin khashah*)". Adapun Dewan Syariah Nasional

(DSN) Majelis Ulama Indonesia (MUI) belum menggunakan istilah sukuk dan masih menggunakan istilah obligasi syariah. Dalam fatwa No.32DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah DSN-MUI mendefinisikan obligasi syariah sebagai “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/*marginfee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sukuk dikenal sebagai obligasi syariah. Sukuk menunjukkan pemilikan atas aset, dimana klaim di dalam sukuk bukan sebuah klaim terhadap *cash* tetapi merupakan klaim pemilikan atas sekumpulan aset (*a pool of assets*). Jadi, sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep margin dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk dan adanya akad atau perjanjian antara pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus terbebas dari *riba*, *gharar* dan *maysir*. (Sudarsono, 2008:298) Menurut Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 Tahun 2006 Peraturan No.IX.A.13, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas: kepemilikan aset berwujud tertentu, nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, dan kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

#### **4.3.2 Akad-Akad dalam Sukuk**

Mengacu pada Standar Syariah *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions* (AAOIFI), terdapat 9 jenis akad yang dapat digunakan dalam penerbitan sukuk, yaitu antara lain Sukuk Ijarah, Sukuk Mudharabah, Sukuk Salam, Sukuk Musyarakah, Sukuk Istishna', Sukuk Murabaha, Sukuk Wakalah, Sukuk Muzara'ah, dan Sukuk Musaqah. (Sudarsono, 2008:301)

##### **1) Sukuk Ijarah**

Sukuk Ijarah adalah akad pemindahan hak guna atas barang atau jasa, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang atau jasa itu sendiri. Sukuk Ijarah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan akad ijarah, dan dapat diklasifikasikan menjadi antara lain:

- a. Sukuk kepemilikan aset berwujud yang disewakan, yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset yang disewakan atau yang akan disewakan, dengan tujuan untuk menjual aset tersebut dan mendapatkan dana dari hasil penjualan, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik aset tersebut.
- b. Sukuk kepemilikan manfaat, yaitu sukuk yang diterbitkan oleh pemilik aset atau pemilik manfaat aset dengan tujuan untuk menyewakan aset/manfaat dari aset dan menerima uang sewa, sehingga pemegang sukuk menjadi pemilik manfaat dari aset.

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

## 2) Sukuk Mudharabah

Sukuk Mudharabah adalah sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah dimana satu pihak menyediakan modal (rab al-maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (mudharib), keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal.

## 3) Sukuk Salam

Sukuk Salam adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan untuk mendapatkan dana untuk modal dalam akad salam, sehingga barang yang akan disediakan melalui akad salam menjadi milik pemegang sukuk.

## 4) Sukuk Musyarakah

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

## 5) Sukuk Istishna'

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



6) Sukuk Murabahah

Sukuk Murabahah adalah sukuk yg diterbitkan berdasarkan prinsip jual-beli, penerbit sertifikat sukuk adalah penjual komoditi, sedangkan investornya adalah pembeli komoditi tersebut.

7) Sukuk Wakalah

Sukuk Wakalah adalah sukuk yang merepresentasikan suatu proyek atau kegiatan usaha yang dikelola berdasarkan akad wakalah, dengan menunjuk agen (wakil) tertentu untuk mengelola usaha atas nama pemegang sukuk.

8) Sukuk Muzara'ah

Sukuk Muzara'ah adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan mendapatkan dana untuk membiayai kegiatan pertanian berdasarkan akad muzara'ah, sehingga pemegang sukuk berhak atas bagian dari hasil panen sesuai dengan ketentuan-ketentuan dalam perjanjian.

9) Sukuk Musaqah

Sukuk Musaqah adalah sukuk yang diterbitkan dengan tujuan menggunakan dana hasil penerbitan sukuk untuk melakukan kegiatan irigasi atas tanaman berbuah, membayar biaya operasional dan perawatan tanaman tersebut berdasarkan akad musaqah, dengan demikian pemegang sukuk berhak atas bagian dari hasil panen sesuai kesepakatan.

### 4.3.3 Jenis - Jenis Sukuk (Obligasi Syariah)

*Academy for International Modern Studies (AIMS)* mengklasifikasikan jenis sukuk sebagai berikut:

1. Sukuk mudharabah
2. Sukuk musyarakah
3. Sukuk ijarah
4. Sukuk murabahah
5. Sukuk salam
6. Sukuk istishna
7. Sukuk hybrid

Disamping itu, AIMS juga membagi sukuk menjadi empat kelompok berdasarkan aset atau proyek yang menjadi dasar transaksinya, sebagai berikut:

1. Sukuk yang mewakili kepemilikan pada aset berwujud (sebagian besar berupa transaksi *sale and lease back* atau *direct lease*).
2. Sukuk yang mewakili kemanfaatan atau jasa (mendasarkan pada transaksi *sub lease* atau penjualan jasa/*sale of service*).
3. Sukuk yang mewakili bagian ekuitas dalam usaha atau portofolio investasi tertentu (berdasarkan akad musyarakah atau mudharabah)
4. Sukuk yang mewakili piutang atau barang yang diterima di masa depan (berdasarkan murabahah, salam, atau istishna). Atas dasar proyek atau aset yang mendasarinya tersebut di atas, sukuk dapat juga dikelompokkan menjadi dua yaitu sukuk yang dapat diperdagangkan dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan. Sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable sukuk*) adalah sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu. Contohnya: sukuk ijarah, sukuk mudharabah, atau sukuk musyarakah. Sementara sukuk yang mewakili piutang dalam bentuk uang maupun barang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradable sukuk*). Contohnya : sukuk salam, sukuk istishna, atau sukuk murabahah.

#### **4.3.4 Jenis sukuk ditinjau dari pihak penerbit**

##### **1. Sukuk Korporasi**

Sukuk korporasi merupakan jenis obligasi syariah yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memenuhi prinsip syariah. Dalam penerbitan sukuk korporasi terdapat beberapa pihak yang terlibat, yaitu:

- a. Obligor adalah emiten yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk jatuh tempo.
- b. Wali amanat (*trustee*) untuk mewakili kepentingan investor.
- c. Investor yaitu pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.

##### **2. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)**

Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN, atau dapat disebut sukuk negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

### 4.3.5 Jenis-jenis Sukuk Negara

Indonesia termasuk salah satu negara yang cukup aktif dalam pengembangan ekonomi syariah. Walau tergolong agak terlambat dari negara tetangga - Malaysia - namun saat ini Indonesia terus menggenjot pertumbuhan instrumen ekonomi syariah agar mampu bersaing dan menjadi *leader* di kancah internasional. Salah satunya adalah melalui "SUKUK". Sukuk Negara atau dikenal dengan nama Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sudah menjadi produk keuangan negara Indonesia sejak UU No 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara disahkan. SBSN menjadi salah satu sumber pendanaan dengan skema syariah negara Indonesia yang dikeluarkan melalui kementerian keuangan. Melalui produk ini, negara membiayai berbagai proyek infrastruktur negara. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat disebut Sukuk Negara, adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Sukuk Negara dikeluarkan oleh Kementerian Keuangan melalui Direktorat Jenderal Pengelola Pembiayaan dan Resiko (DJPPR). Hingga saat ini setidaknya, sudah terdapat tujuh jenis sukuk negara yang telah dikeluarkan oleh pemerintah. Jumlah ini mengalahkan produk Surat Utang Negara (SUN) yang hanya memiliki 5 jenis produk. Berikut ini sekilas tentang tujuh jenis sukuk negara yang telah diterbitkan oleh pemerintah Indonesia :

#### 1. Sukuk Ritel



Sukuk Ritel adalah sukuk negara yang ditujukan sebagai instrumen investasi bagi Warga Negara Indonesia yang dijual melalui agen penjual. Hasil penerbitan Sukuk Ritel ini akan digunakan untuk membiayai pembangunan proyek-proyek infrastruktur di Indonesia. Sukuk Ritel dijual kepada investor individu melalui Agen Penjual dengan pembelian minimal 5 juta Rupiah. Kupon Sukuk Ritel bersifat *fixed*, dibayar tiap bulan dan dapat diperjualbelikan. Akad syariah dalam penerbitan

Sukuk Ritel berbasis sewa (ijarah), yaitu Sukuk yang mencerminkan kepemilikan aset berwujud yang disewakan/akan disewakan. Sukuk Ritel bukan pernyataan utang namun mencerminkan bukti kepemilikan terhadap Aset SBSN (*underlying asset*) yang disewakan/akan disewakan. Investor Sukuk Ritel akan menerima ujarah atau uang sewa dalam jumlah tetap secara berkala dari transaksi tersebut. Sejak penerbitan perdana tahun 2009, Sukuk Ritel telah diterbitkan dengan dua skema ijarah, yaitu Ijarah *Sale and Lease Back* dan Ijarah *Asset to be Leased*.

## 2. Islamic Fixed Rate (IFR)



IFR jenis sukuk negara yang dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement* dalam jangka waktu diatas 1 tahun. Jenis imbalan atau kupon IFR bersifat *fixed* dengan pembayaran tiap 6 bulan sekali menggunakan mata uang Rupiah. IFR dapat diperdagangkan di pasar sekunder. IFR terbit perdana pada tahun 2008, penerbitan IFR dilakukan dengan cara *backbuilding* di pasar dalam negeri. Namun sejak tersedianya sistem lelang Sukuk Negara, maka sejak tahun 2009 penerbitan IFR dilakukan dengan metoda lelang yang dilaksanakan secara regular dan diikuti oleh Peserta Lelang. Namun mulai tahun 2011, Sukuk Negara seri IFR ini tidak diterbitkan lagi, dan digantikan dengan seri PBS (*Project Based Sukuk*) yang memiliki fitur relative sama dengan seri IFR.

## 3. Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPNS)



SPNS atau bisa juga disebut SBSN Jangka Pendek adalah SBSN yang berjangka waktu sampai dengan 12 (dua belas) bulan dengan pembayaran imbalan berupa kupon dan/atau secara diskonto. SPNS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement* dengan mata uang Rupiah. Akad yang dapat digunakan pada produk ini adalah Akad Ijarah, Akad Istishna', Akad Musyarakah, Akad Mudarabah, atau akad lain yang sesuai dengan prinsip syariah. SPNS pertama kali terbit dilakukan melalui lelang pada tanggal 4 Agustus 2011, dan selanjutnya diterbitkan secara reguler melalui lelang.

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



SDHI adalah penempatan Dana Haji dan Dana Abadi Umat (DAU) dalam SBSN yang dilakukan dengan cara *private placement*, berdasarkan kesepakatan bersama (MoU) antara Departemen Agama dengan Departemen Keuangan. SDHI dijual kepada investor institusi lembaga pengelola dana haji melalui *private placement*. Imbalan SDHI berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap bulan dengan menggunakan mata uang Rupiah. SDHI tidak dapat diperdagangkan. Jenis akad yang digunakan adalah *Ijarah al-Khadamat* dengan *underlying assets* berupa jasa (*services*) layanan haji yang terdiri dari jasa flight (penerbangan), catering (makanan), dan housing (pemukon). Sukuk Dana Haji Indonesia dengan cara *private placement* pertama kali dilaksanakan pada bulan Mei 2009. Selanjutnya penempatan dana haji dalam SBSN dilakukan secara periodik setiap tahunnya oleh Kementerian Agama R.I.

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



PBS adalah sumber pendanaan melalui penerbitan SBSN untuk membiayai kegiatan tertentu yang dilaksanakan oleh Kementerian Negara/Lembaga. SBSN PBS dijual kepada investor institusi melalui lelang dan *private placement*, menggunakan underlying berupa proyek maupun kegiatan APBN. Imbalan SBSN PBS berupa kupon yang bersifat *fixed* dan dibayarkan setiap 6 bulan sekali dengan jenis mata uang Rupiah. SBSN PBS dapat diperdagangkan. Project Based Sukuk itu sendiri disusun dengan menggunakan struktur ijarah Asset to be Leased dengan menggunakan underlying asset berupa proyek Pemerintah dalam APBN.

## 6. Sukuk Valas



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

## 7. Sukuk Tabungan



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

#### 4.3.6 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Syariah

Jika dibandingkan dengan obligasi konvensional, sukuk membutuhkan instrumen penyertaan atas aset, sedangkan obligasi sebagai sebuah kontrak atas utang dimana penerbit wajib membayar pemegang obligasi pada waktu tertentu, sekaligus dengan bunga dan pokok. Perbedaan yang mengemuka antara sukuk dengan obligasi konvensional pada *underlying asset* yang digunakan. Di dalam sukuk, *underlying asset* dibutuhkan sebagai jaminan bahwa penerbitan sukuk didasarkan nilai yang sama dengan aset yang tersedia.

Ada beberapa kriteria persyaratan yang harus dipenuhi oleh emiten, yaitu:

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

**Tabel 4.1 Perbandingan Obligasi Syariah (*Sukuk*) dengan Obligasi Konvensional**

<b>Deskripsi</b>	<b>Obligasi Syariah</b>	<b>Obligasi Konvensional</b>
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu asset	Instrumen Pengakuan Hutang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga kupon, capital gain
Jangka Waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Underlying Asset	Perlu	Tidak Perlu
Price	Market Price	Market Price
Investor	Islami, konvensional	Konvensional
Penggunaan Dana Hasil Penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

*Sumber: Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah*

#### **4.3.7 Mekanisme Sukuk**

Dalam melakukan penerbitan sukuk ada beberapa tahap-tahap dalam proses penerbitannya, antara lain:

Untuk menerbitkan obligasi syariah harus memenuhi syarat sebagai berikut:

1. Jenis usaha yang dilakukan oleh emiten tidak bertentangan dengan syariah, sesuai dengan fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001, tentang jenis usaha sesuai syariah.
2. Memiliki fundamental dan citra yang baik.

Dalam penerbitan obligasi syariah, sebelum ditawarkan kepada investor harus melalui tahap-tahap sebagai berikut:

1. Emiten melalui *Underwriter* menyerahkan proposal penerbitan obligasi syariah kepada DSN/MUI.
2. Pihak penerbit melakukan presentasi proposal di Badan pelaksana Harian DSN.
3. DSN mengadakan rapat dengan tim ahli DPS, dan hasil rapat menyatakan opini syariahan terkait proposal yang diajukan.

Setelah disetujui oleh DSN, maka proses penawarannya sebagai berikut :

1. Emiten menyerahkan dokumen yang diperlukan untuk penerbitan obligasi syariah kepada *underwriter* (wakil dari emiten).
2. *Underwriter* melakukan penawaran kepada investor.
3. Bila investor tertarik, maka akan menyerahkan dananya kepada emiten melalui *Underwriter*.
4. Emiten akan membayarkan bagi hasil dan pembayaran pokok kepada investor.



Dalam hal pengawasan penerbitan obligasi syariah. Pengawasannya dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam), untuk produk pasar modal syariah, terdapat satu pengawas lain yang mengawasi aspek syariahnya, yaitu DPS (DSN). Pengawasan aspek syariah berfokus pada penggunaan dana yang didapat dari penerbitan obligasi syariah. Apakah dana tersebut benar-benar digunakan untuk usaha-usaha yang telah dijanjikan dalam perjanjian antara emiten dengan pemegang obligasi atau tidak, serta halal atau tidaknya. Jika ternyata dana hasil penerbitan obligasi tersebut digunakan untuk hal-hal di luar usaha yang telah diperjanjikan, maka itu termasuk pengingkaran perjanjian dan menyalahi tujuan.

Adapun pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk adalah (Depkeu:2010), yaitu:

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

Didalam obligasi syariah terdapat juga beberapa pokok ketentuan sukuk, yakni: ketentuan umum dan ketentuan khusus:

### **1. Ketentuan umum**

- a. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga .
- b. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsi-prinsip syariah

### **2. Ketentuan khusus**

1. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah anatara lain: Mudharabah (muqaradhoh)/qiradh, Musyarokah, Murabahah, salam, istishna, ijarah
2. Jenis usaha yang dilakukan emiten (mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah.

3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan emiten kepada pemegang obligasi syariah mudharabah (shahibul mal) harus bersih dari unsur non halal.
4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang obligasi syariah sesuai akad yang digunakan.

#### **4.4 Kajian tentang Lembaga Keuangan Mikro**

##### **4.4.1 Definisi Lembaga Keuangan Mikro**

Keuangan mikro (*microfinance*) merupakan alat yang penting dan strategis dalam mewujudkan pembangunan dalam tiga hal sekaligus, yaitu: menciptakan lapangan kerja, meningkatkan pendapatan masyarakat, dan mengentaskan kemiskinan. Akses terhadap jasa keuangan yang berkelanjutan merupakan prasyarat bagi masyarakat miskin dan pengusaha mikro untuk meningkatkan kemampuan dan kapasitas ekonominya.

Dalam *handbook* yang dikeluarkan Bank Dunia disebutkan bahwa *microfinance* adalah penyediaan jasa keuangan bagi nasabah berpenghasilan rendah, yang umumnya berupa pemberian kredit dan menerima tabungan. Dalam konteks lembaga keuangan di Indonesia, *microfinance* biasa diterjemahkan sebagai pembiayaan mikro atau kredit mikro, yaitu aktivitas pembiayaan yang ditujukan bagi nasabah berpenghasilan rendah di mana pada umumnya belum terjangkau oleh bank umum, seperti sektor informal, usaha rumah tangga, serta para petani kecil di pedesaan.

Menurut Rancangan Undang-Undang Lembaga Keuangan Mikro (RUU LKM), Keuangan Mikro didefinisikan sebagai layanan jasa keuangan berupa penghimpunan dana dan pemberian pinjaman dalam jumlah kecil, penyediaan jasa-jasa keuangan terkait yang ditujukan untuk kelompok masyarakat berpenghasilan rendah. Sedangkan pengertian umum LKM adalah lembaga keuangan penyedia jasa keuangan mikro (Salam, 2008;:9).

Menurut Bank Indonesia (2006), lembaga keuangan mikro (LKM) dalam pengertian yang umum dapat dikelompokkan menjadi tiga kelompok: (1) LKM berbentuk bank, yaitu BPR dan Unit Mikro dari Bank Umum; (2) LKM berbentuk koperasi, yaitu KSP, USP, KJKS, UJKS; serta (3) LKM Bukan Bank Bukan Koperasi (LKM B3K) seperti BKD dan LPKD yang tidak memenuhi syarat dalam UU Perbankan, *Baitul Maal wat Tamwil* (BMT), dan Koperasi Kredit yang tidak memiliki izin pendirian koperasi, dan sebagainya. LKM B3K selanjutnya dikenal sebagai LKM Informal.

*Asian Development Bank* (ADB) mendefinisikan lembaga keuangan mikro sebagai lembaga yang menyediakan jasa penyimpanan (deposit), kredit atau pembiayaan (*loan/financing*), pembayaran berbagai transaksi jasa (*payment services*) serta *money transfer* yang ditujukan bagi masyarakat miskin atau pengusaha kecil. Dengan demikian LKM memiliki fungsi sebagai lembaga jasa keuangan bagi masyarakat berpenghasilan rendah serta usaha mikro (Wijaya, 2007; 32). Lembaga Keuangan Mikro adalah upaya penyedia jasa keuangan, terutama simpanan dan kredit, dan juga jasa keuangan lain yang diperuntukkan bagi keluarga miskin dan berpenghasilan rendah yang tidak memiliki akses terhadap bank komersial.

Menurut Arsyad (2008:23) “Lembaga Keuangan Mikro (LKM) adalah lembaga yang memberikan jasa keuangan bagi pengusaha mikro dan masyarakat berpenghasilan rendah, baik formal, semi formal, dan informal yang tidak terlayani oleh lembaga keuangan formal dan telah berorientasi pasar untuk tujuan bisnis”. Dengan demikian LKM berfungsi sebagai lembaga yang menyediakan berbagai jasa pinjaman, baik untuk kegiatan produktif yang dilakukan usaha mikro, maupun untuk kegiatan konsumtif keluarga masyarakat miskin. Sebagai lembaga simpanan, LKM dapat menghimpun dana yang dijadikan prasyarat bagi adanya kredit walaupun pada akhirnya sering kali jumlah kredit yang diberikan lebih besar dari dana yang berhasil dihimpun.

Lembaga Keuangan Mikro yang selanjutnya disingkat LKM adalah lembaga keuangan yang khusus didirikan untuk memberikan jasa pengembangan usaha dan pemberdayaan masyarakat, baik melalui pinjaman atau pembiayaan dalam usaha skala mikro kepada anggota dan masyarakat, pengelolaan simpanan, maupun pemberian jasa konsultasi pengembangan usaha yang tidak semata-mata mencari keuntungan.

#### **4.4.2 Manfaat Lembaga Keuangan Mikro**

Kehadiran lembaga keuangan mikro diharapkan dapat lebih membuka akses jasa keuangan bagi masyarakat yang terkatagori tidak *bankable*, sehingga mereka mendapat manfaat dalam memenuhi kebutuhan serta melangsungkan kegiatan ekonominya. Littlefield (2003) seperti dikutip Salam (2008; 3), menegaskan bahwa pendapatan keluarga miskin mengalami perkembangan seiring keberadaan lembaga keuangan mikro.

Kredit mikro membangkitkan mesin ekonomi kecil dari masyarakat kelas bawah yang tersingkir. Ketika sejumlah besar mesin-mesin kecil mulai bekerja, panggung bisa dibentuk untuk hal-hal yang lebih besar (Yunus, 2007, Hal.212). Keberadaan LKM

menjadi faktor kritikal dalam usaha penanggulangan kemiskinan yang efektif. Menurut Krishnamurti (2003) sebagaimana dikutip oleh Ashari (2006: 153) menyebutkan peningkatan akses dan pengadaan sarana penyimpanan, pembiayaan dan asuransi yang efisien dapat membangun keberdayaan kelompok miskin dan peluang mereka untuk keluar dari kemiskinan, melalui:

1. Tingkat konsumsi yang lebih pasti dan tidak befluktuasi
2. Mengelola risiko dengan lebih baik
3. Secara bertahap memiliki kesempatan untuk membangun aset
4. Mengembangkan kegiatan usaha mikro
5. Menkuatkan kapasitas perolehan pendapatan
6. Dapat merasakan tingkat hidup yang lebih baik.

Tanpa akses yang cukup pada LKM, hampir seluruh rumah tangga miskin akan bergantung pada kemampuan pembiayaannya sendiri yang sangat terbatas atau pada lembaga keuangan informal seperti rentenir, tengkulak atau pelepas uang. Kondisi ini akan membatasi kemampuan kelompok miskin berpartisipasi dan mendapat manfaat dari peluang pembangunan. Kelompok miskin yang umumnya tinggal di perdesaan dan berusaha di sektor pertanian justru seharusnya lebih diberdayakan agar mereka bisa keluar dari lingkaran kemiskinan.

Ashari (2006: 152) menyatakan bahwa “Potensi yang dapat diperankan LKM dalam memacu pertumbuhan ekonomi sangat besar.” Setidaknya ada lima alasan untuk mendukung argumen tersebut, yaitu:

1. LKM umumnya berada atau minimal dekat dengan kawasan pedesaan sehingga dapat dengan mudah diakses oleh pelaku ekonomi di desa.
2. Masyarakat desa lebih menyukai proses yang singkat dan tanpa banyak prosedur.
3. Karakteristik umumnya membutuhkan plafon kredit yang tidak terlalu besar sehingga sesuai dengan kemampuan finansial LKM.
4. Dekat dekat lokasi LKM dan petani memungkinkan pengelola LKM memahami betul karakteristik usaha tani sehingga dapat mengucurkan kredit secara tepat waktu dan jumlah.
5. Adanya keterkaitan *socio-cultural* serta hubungan yang bersifat personal-emosional diharapkan dapat mengurangi sifat moral hazard dalam pengembalian kredit.
6. Sebagai Pengentasan Kemiskinan. Pengentasan kemiskinan dapat dilakukan dengan banyak sarana dan program baik yang bersifat langsung maupun tidak langsung. Sarana dan program tersebut diantaranya dengan mendorong usaha kecil atau usaha

mikro yang bersifat produktif melalui penyediaan fasilitas pinjaman skala kecil. Dengan demikian, akan dapat meningkatkan produktivitas masyarakat dan dapat menumbuhkan usaha-usaha kecil dan mikro di tingkat bawah seperti pedesaan.

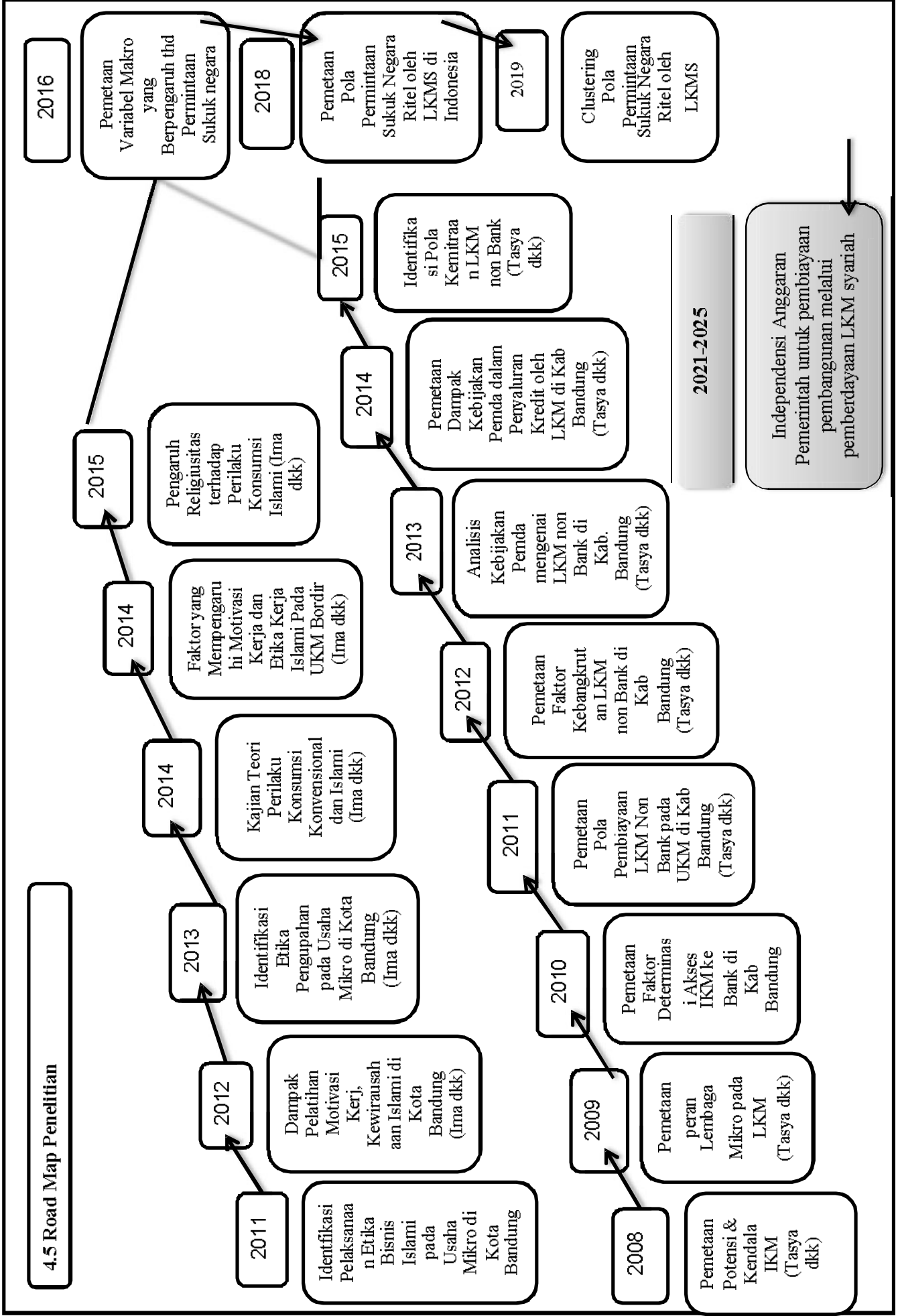
7. Sebagai Pendorong Pertumbuhan Ekonomi. Dalam upaya peningkatan angka pertumbuhan ekonomi, pemerintah harus bisa mengurangi angka pengangguran dengan mendorong sektor usaha mikro. Usaha tersebut dapat berupa pemberian kredit dengan bunga kecil. Selain itu juga menumbuh kembangkan produksi mikro dalam jumlah yang lebih besar lagi, seperti pada pemberian kredit kepada usaha properti dan jenis usaha lainnya. Hal tersebut dikarenakan usaha kecil mikro sudah jelas terbukti memiliki kemampuan bertahan dalam menghadapi krisis yang tinggi. Ketika krisis ekonomi sedang di alami oleh negara-negara ASEAN tidak terkecuali Indonesia pada tahun 1997-1998 lalu, sektor bisnis properti mengalami keterpurukan yang tergolong mendalam sementara sektor usaha mikro dapat tetap mampu berdiri. Usaha mikro pula lah yang mampu tetap mempertahankan Indonesia tidak semakin terpuruk.

#### **4.4.3 Kajian Empirik tentang Lembaga Keuangan Mikro**

Lembaga Keuangan Mikro adalah lembaga keuangan yang khusus didirikan untuk memberikan jasa pengembangan usaha dan pemberdayaan masyarakat, pengelolaan simpanan baik melalui pemberian jasa konsultasi yang tidak semata-mata mencari keuntungan. Kegiatan usaha LKM dapat dilakukan secara konvensional maupun syariah (OJK, 2014). Bentuk usaha LKM adalah koperasi dan perseroan terbatas. Didalam perkembangannya UKM masih menghadapi sejumlah persoalan yang bersifat klasik diantaranya keterbatasan akses modal untuk pengembangan usahanya. Berikut beberapa kajian yang dilakukan untuk mengidentifikasi persoalan-persoalan yang dihadapi LKM.

Tasya Aspiranti dan Dede R. Oktini (2011) menemukan bahwa Lembaga Keuangan Mikro Non Bank (LKMNB) berbentuk Koperasi memberikan kredit yang diprioritaskan pada anggota, sehingga resiko *Non Performing Loan* dapat diminimisasi. Kebijakan ini berimplikasi keterbatasan LKMNB Koperasi dalam menyalurkan kredit, dan kurang dapat bersaing dengan Bank dengan berbagai variasi skim kredit usaha mikro dan kecil. Lebih lanjut, Lebih lanjut, Tasya dan Poppy Sofiah (2012) menemukan peningkatan skala dapat dilakukan koperasi melalui merger atau penyertaan modal usaha dari pihak eksternal seperti bank. Namun demikian, sekitar 50 % koperasi yang

ada di Kabupaten Bandung tidak mampu mempertahankan usahanya. Terdapat berbagai masalah manajemen dalam koperasi sehingga kriteria *bankable* maupun *sustainability* dalam berusaha menjadi hal yang sulit dicapai oleh sebagian koperasi di Kabupaten Bandung. Pada tahun 2013, Tasya Aspiranti dan Ria Haryatiningsih menemukan sebagian besar koperasi yang ada di Kabupaten Bandung tidak dapat memenuhi persyaratan untuk mendapatkan dana pinjaman dari Pemerintah Kabupaten disebabkan tidak *bankable*. Pola kemitraan di antara koperasi menjadi pilihan alternatif sehingga koperasi dapat meningkatkan kinerjanya untuk dapat mengakses berbagai skim bantuan Pemerintah Kabupaten khususnya skim bantuan permodalan. Temuan penelitian lainnya dari Tasya dan Ria Haryatiningsih (2013) adalah pertumbuhan lembaga keuangan mikro di daerah sangat diperlukan untuk penguatan manajemen berupa peningkatan kinerja keuangan dan minimisasi resiko. Profil kinerja keuangan Lembaga Keuangan Mikro Non Bank di Kabupaten Bandung masih belum optimal.



## **BAB V**

### **METODOLOGI PENELITIAN**

#### **5.1 Jenis Penelitian**

Dalam penelitian ini digunakan dua jenis penelitian yaitu penelitian kualitatif dan penelitian kuantitatif. Penelitian kualitatif digunakan untuk melihat pola perilaku permintaan sukuk negara ritel oleh pengelola LKM syariah di Indonesia. Sedangkan untuk memetakan preferensi pola perilaku permintaan sukuk negara ritel maka akan digunakan jenis penelitian kuantitatif.

#### **5.2 Metode Penelitian**

Untuk memetakan pola perilaku permintaan sukuk negara ritel oleh pelaku LKM syariah maka akan dilakukan survey data sekunder, observasi, dokumentasi dan wawancara dengan praktisi lembaga keuangan mikro syariah (koperasi syariah dan BMT) di Indonesia.

#### **5.3 Pembatasan dan Ruang Lingkup**

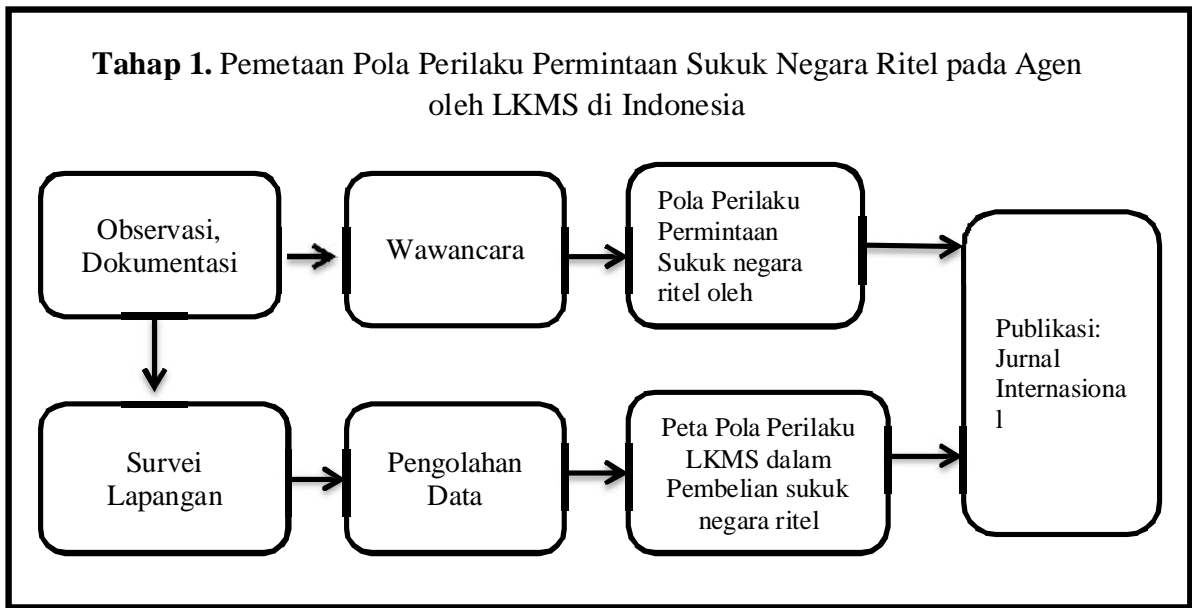
Penelitian ini memfokuskan pada pemetaan pola permintaan sukuk negara pada agen oleh LKMS di Indonesia tahun 2015-2016. Lembaga Keuangan Mikro Syariah di Indonesia terdiri dari BMT dan Koperasi Syariah, yang tersebar di Jawa Barat, DIY Yogyakarta, Jawa Timur, Sulawesi Selatan, Nangroe Aceh Darussalam, Sumatera Utara dan Sumatera Barat.

#### **5.4 Teknik Pengumpulan Data**

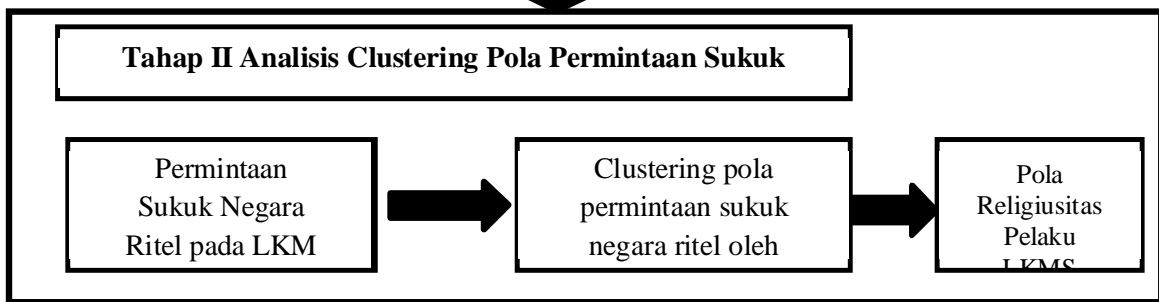
Teknik pengumpulan data pada penelitian tahap ini adalah mengumpulkan data sekunder dari koperasi syariah dan BMT yang tersebar di wilayah survey serta selanjutnya melakukan wawancara dan menyebarkan kuesioner kepada pimpinan koperasi syariah dan BMT yang tersebar di wilayah survey.



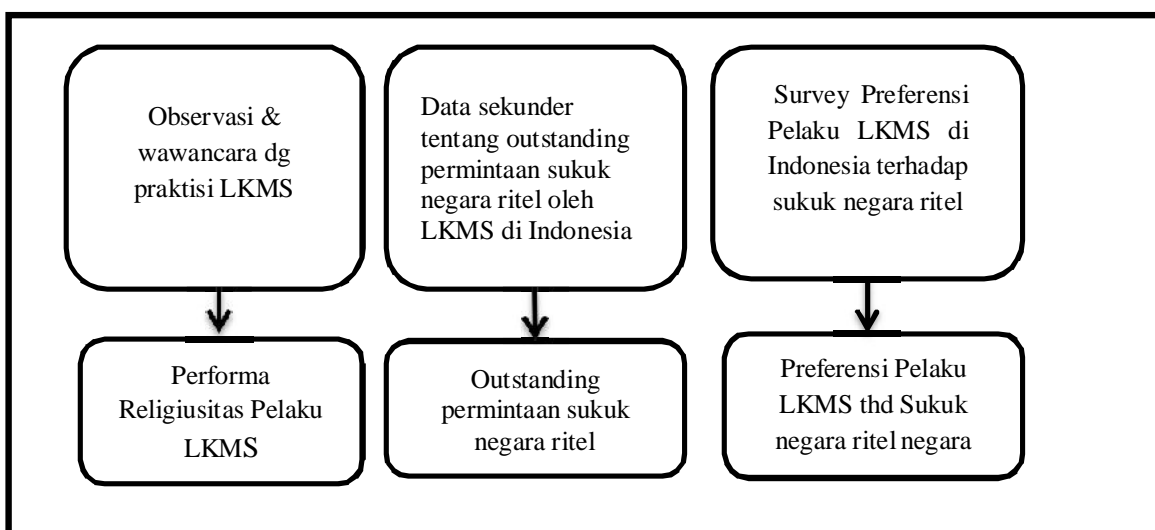
## 5.5 Tahapan Penelitian



Gambar 5.1 Tahapan 1 Penelitian



Gambar 5.2 Tahapan ke-2 Penelitian



Gambar 5.3 Tahapan ke-3 Penelitian

## **5.6 Operasionalisasi Variabel**

Operasionalisasi variabel dalam penelitian ini untuk menunjukkan petunjuk teknis bagaimana pengukuran variabel yang bersifat kualitatif sehingga dapat diukur menjadi besaran-besaran kuantitatif. Variabel kualitatif dalam penelitian ini adalah preferensi lembaga keuangan non bank syariah terhadap kepemilikan sukuk negara ritel sebagai salah satu alternatif portofolio.

## **5.7 Rancangan Analisis Data**

1. Melakukan kompilasi data sekunder mengenai kerangka populasi LKMNBS yang terdiri dari BMT dan koperasi syariah di Indonesia.
2. Melakukan penyusunan kerangka sampel LKMNBS yang terdiri dari BMT dan koperasi syariah di Indonesia.
3. Menentukan sampel terpilih dengan menggunakan judgement sampling dari kerangka sampel BMT dan Koperasi Syariah di Indonesia
4. Melakukan survey literatur mengenai preferensi lembaga keuangan non bank syariah terhadap kepemilikan sukuk negara ritel
5. Menyusun instrumen kuesioner preferensi lembaga keuangan non bank syariah terhadap kepemilikan sukuk negara ritel
6. Melakukan penyebaran kuesioner kepada responden sampel terpilih LKMNBS
7. Melakukan tabulasi data hasil pengisian kuesioner
8. Melakukan uji validitas dan reliabilitas terhadap seluruh butir kuesioner
9. Menyusun kualifikasi kategori nilai variabel menjadi lima kontinum penilaian
10. Melakukan analisis kontinum nilai variabel berdasarkan kualifikasi kategori
11. Melakukan peta positioning pada kuadran kartesius perilaku LKMNBSy mengenai preferensinya terhadap kepemilikan sukuk berdasarkan wilayah geografis dan jenis LKMNBSy

## **BAB VI**

### **HASIL DAN PEMBAHASAN**

Dalam memotret Pola distribusi sukuk negara (SBSN) maka urutan pembahasan adalah:

- a. Metode penerbitan SBSN
- b. Jenis Instrumen sukuk negara
- c. Perkembangan Penerbitan SBSN
- d. Profil Jatuh tempo SBSN
- e. Outstanding SBSN
- f. Peserta Lelang SBSN
- g. Realisasi Lelang SBSN tahun 2017
- h. Agen Sukuk Negara Ritel

Berikut gambaran lengkapnya dari point-point di atas.

#### **6.1 Gambaran Surat Berharga Negara Syariah (SBSN)**

##### **6.1.1 Metode Penerbitan SBSN**

Dalam penerbitan SBSN terdapat tiga metode yaitu *bookbuilding*, Lelang dan *private placement*.

##### a. Bookbuilding Methode

Metode *bookbuilding* yaitu penjualan SBSN melalui agen penjual (joint lead manager) yang ditunjuk oleh pemerintah melalui proses seleksi. Pada akhirnya agen penjual yang akan menghimpun pemesanan pembelian investor dalam periode penawaran yang telah ditentukan.

##### b. Lelang

Yaitu metode penerbitan sukuk negara yang rutin dilakukan oleh pemerintah setiap dua minggu sekali sesuai dengan jadwal penerbitan yang telah ditetapkan di awal tahun. Jenis sukuk negara yang diterbitkan melalui metode lelang adalah project based sukuk (PBS) dan surat perbendaharaan negara syariah (SPNS)

##### c. Private Placement

Adalah penerbitan sukuk yang dilakukan secara bilateral antara investor dan pemerintah dengan ketentuan dan persyaratan yang disepakati bersama. Investor

lembaga keuangan, LPS maupun individu bisa berinvestasi di sukuk negara melalui private placement dengan memenuhi syarat yang telah ditetapkan dalam peraturan menteri Keuangan tentang Private Placement . Contoh sukuk negara yang biasanya diterbitkan melalui private placement adalah Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI).

**Berikut tahapan bookbuilding SBSN**

**Tabel 6.1 Tahapan Bookbuilding SBSN**

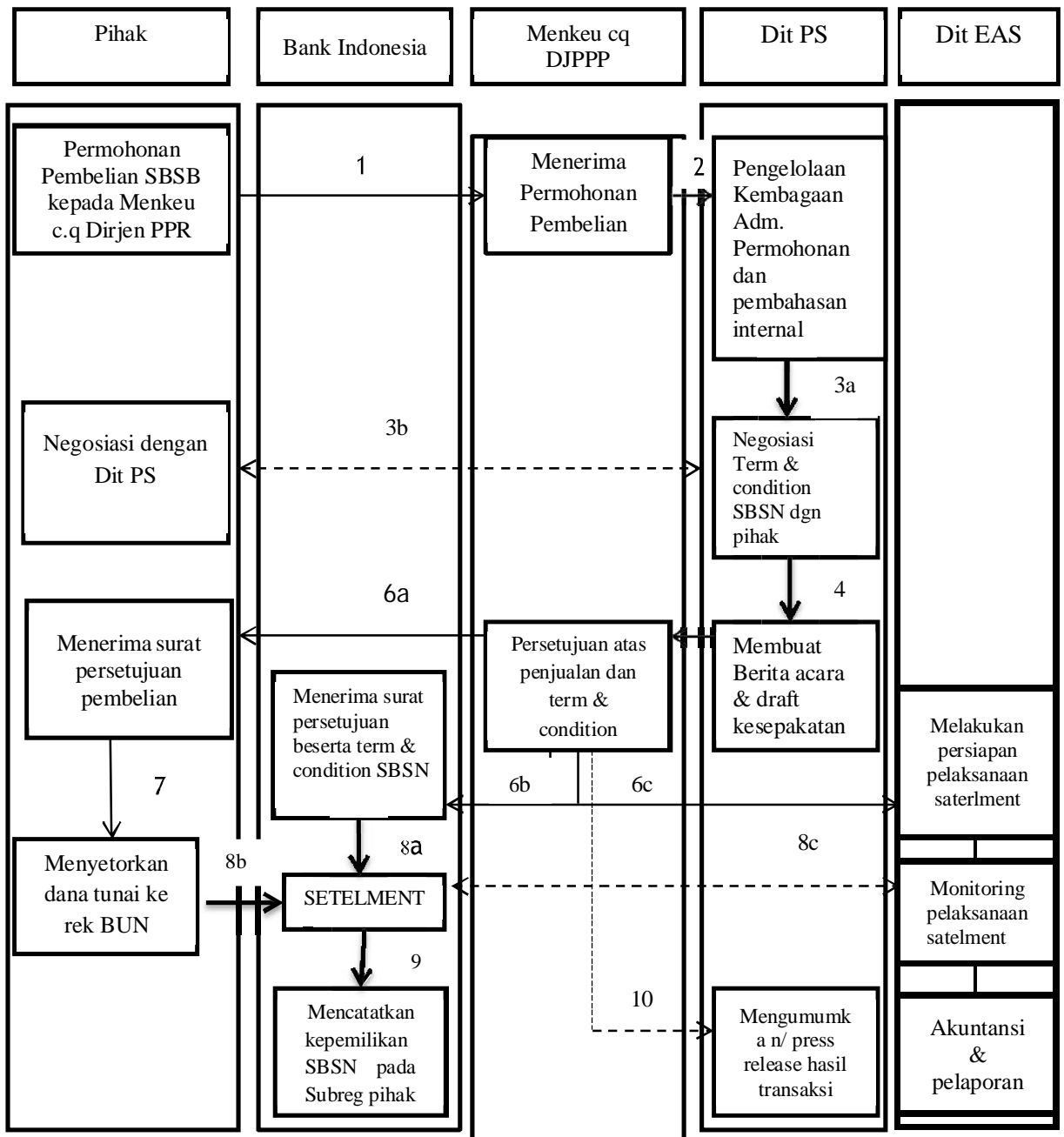
Tahap 1	Tahap 2	Tahap 3	Tahap 4	Tahap 5	Tahap 6
Menentukan underlying aset	Menetapkan : Agen Penjual Konsultan hukum	Mempersiapkan dokumen terkait pasar modal dan legal	Pricing	Alocation	Setelment
Mempersiapkan struktur sukuk		Evaluasi seluruh dokumen kesesuaian syariah dan DSN	Marketing	Dokumen penetapan	Listing di Bursa Efek

**Tabel 6.2 Ketentuan Umum dan Mekanisme Private Placement SBSN**

**a. Ketentuan Umum**

No	Deskripsi	Pasar Perdana	
		Domestik	Internasional
1	Mekanisme Penyampaian Penawaran Pembelian	Secara langsung kepada pemerintah Melalui Pasar Perdana	Secara langsung kepada pemerintah Melalui anggota panel Melalui peserta lelang
2	Denominasi	IDR/ Valas	Valas
3	Jumlah Pembelian Minimal	IDR: Rp. 250 M / Seri Valas: Equivalen USD100 juta/ seri	USD 100 juta/ seri

**b. Tahapan Placement**



Sumber: Kementerian Keuangan

**Gambar 6.1 Mekanisme Private Placement**

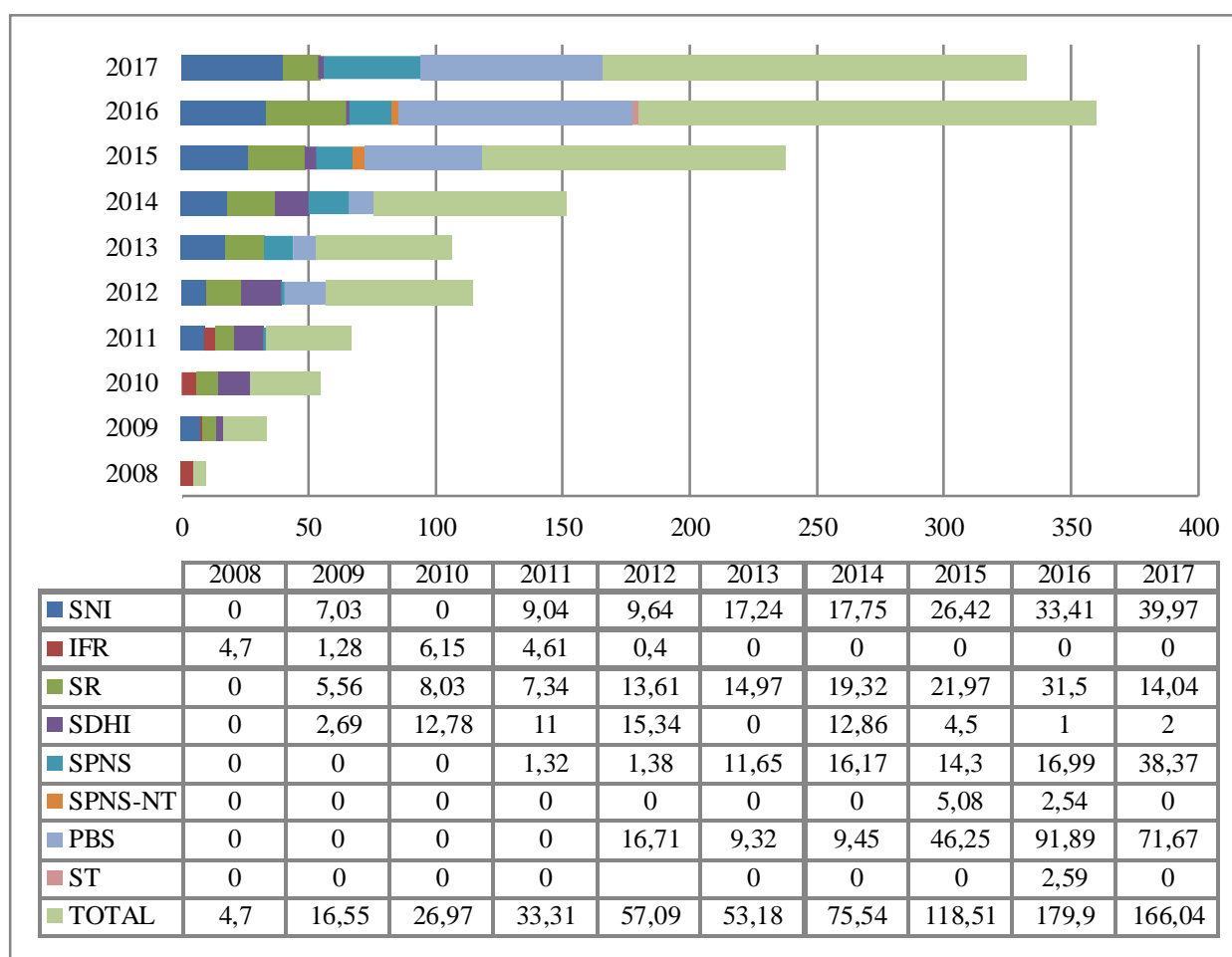
## 6.1.2 Jenis Instrumen Sukuk Negara

**Tabel 6.3 Jenis Instrumen Sukuk Negara**

	<b>IFR</b>	<b>SR</b>	<b>ST</b>	<b>SPN-S</b>	<b>SNI</b>	<b>SDHI</b>	<b>PBS</b>
Seri	Islamic Fixed Rate	Sukuk Negara Ritel	Sukuk Negara Tabungan	Surat Perbendaharaan Negara	Sukuk Negara Indonesia	Sukuk Dana Haji Indonesia	Project Based Sukuk
Struktur Sukuk	Ijarah Sale & Least Back Ijarah Asset to be Leased		Wakalah	Ijarah Sale & Lease Back	Ijarah sale & least back Ijarah asset to be lease	Ijarah al-khadamat	Ijarah asset to be leased
Underlying	Barang milik negara (BMN) Proyek-proyek pemerintah					Jasa Penyelenggaraan Ibadah haji	Proyek-proyek pemerintahan BMN
Imbalan	Fixed Rate						
Tradability	Tradable		Non tradable	Tradable		Non tradable	Tradable
Metode penerbitan	Bookbuilding Lelang	Bookbuilding	Bookbuilding	Lelang Private placement	Bookbuilding	Private placement	Lelang Private placement
Pasar	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik
Deskripsi	Denominasi Rupiah Investor institusi Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan per semester	Denominasi Rupiah Untuk investor ritel WNI Tenor pendek Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor ritel WNI Tenor pendek Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor institusi Tenor pendek Penjualan dengan diskonto	Denominasi USD Untuk investor internasional Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan per semester	Denominasi Rupiah Tenor pendek Untuk penempatan dana haji Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor institusi Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan persemester

Sumber: Kementerian Keuangan

### 6.1.3 Perkembangan Penerbitan SBSN 2008-2017

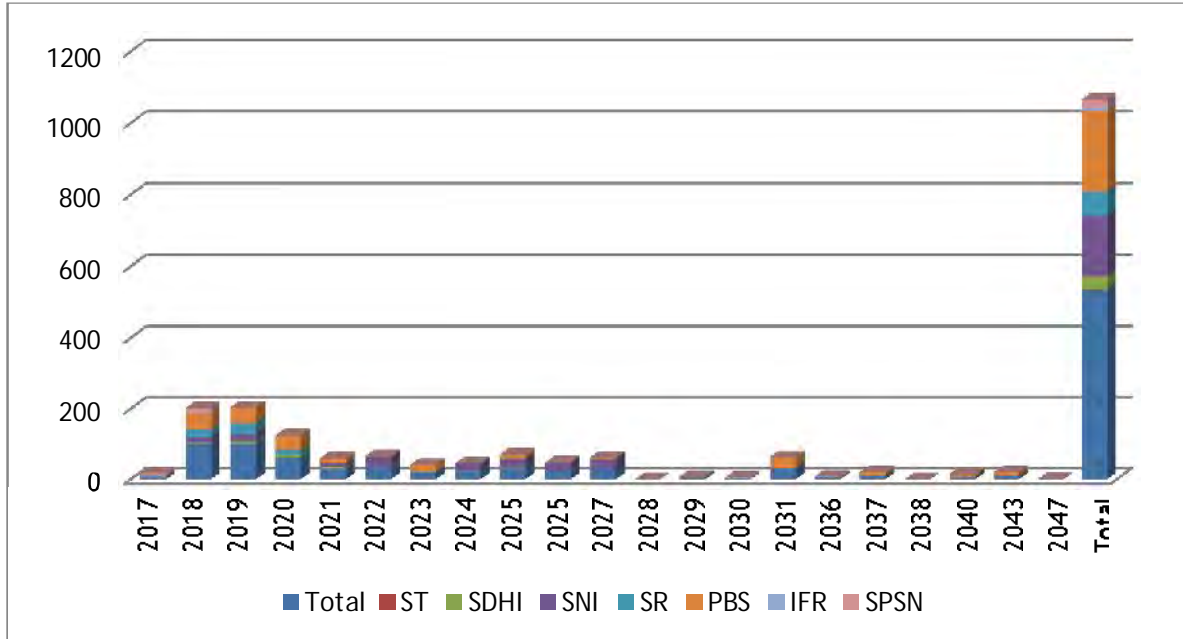


**Gambar 6.2 Perkembangan Penerbitan SBSN Tahun 2008-2017  
(dalam Triliun Rupiah)**

Obligasi negara syariah yang pertama kali diterbitkan oleh pemerintah adalah IFR (Islamic Fixed Rate) dengan nilai 4.7 triliun Rupiah. Setahun kemudian diterbitkan jenis sukuk negara lainnya yaitu Sukuk Negara Indonesia (SNI), Sukuk Ritel (SR) dan sukuk dana haji Indonesia (SDHI) dengan nilai rata-rata 7,03 triliun rupiah untuk SNI, 5,56 triliun rupiah untuk SR dan 2,69 triliun rupiah untuk (SDHI). Pada tahun 2009 total sukuk negara yang berhasil diterbitkan oleh pemerintah sebanyak 16,55 triliun rupiah. Perkembangan penerbitan sukuk negara terus mengalami peningkatan. Ini menunjukkan permintaan terhadap sukuk negara menunjukkan trend yang positif. Pada tahun 2011 dan 2012 pemerintah menerbitkan jenis sukuk negara yang lain yaitu SPN dan PBS dengan nilai masing-masing 1.32 triliun rupiah 16,71 triliun rupiah. Jenis sukuk negara yang paling terakhir diterbitkan oleh pemerintah adalah sukuk tabungan (ST) pada tahun 2016.

Penerbitan sukuk negara ini sangat penting peranannya dalam perekonomian guna membiayai infrastruktur fisik di dalam negeri yang jumlahnya sangat besar

#### 6.1.4 Profil Jatuh Tempo SBSN (per 9 Oktober 2017)



**Gambar 6.3 Profil Jatuh Tempo SBSN**

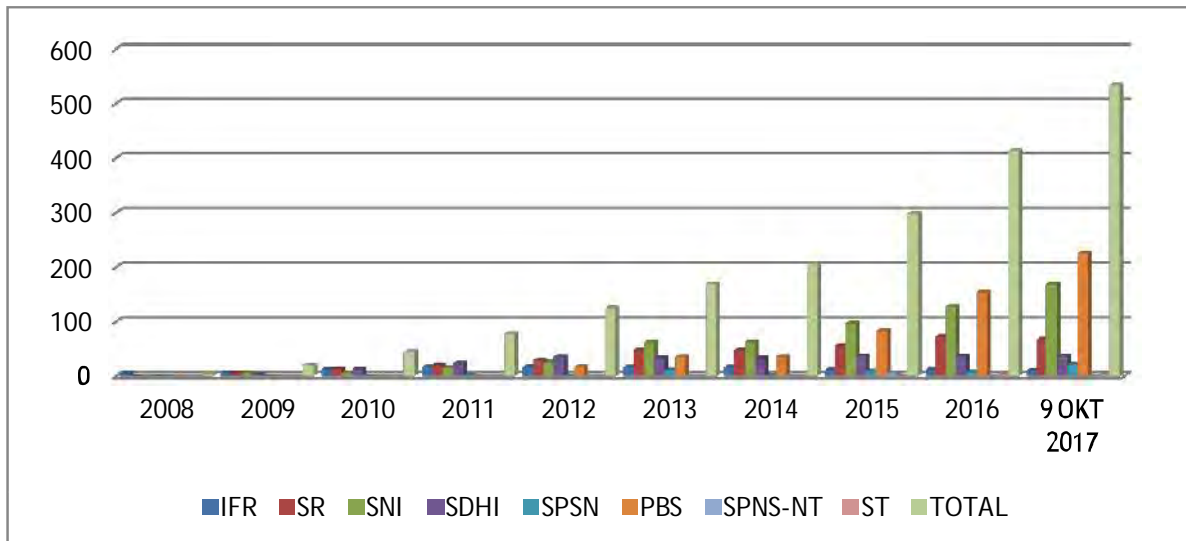
Pada tahun 2008 adalah saat pertama sukuk negara seri Indonesia fixed Rate diterbitkan. Sepuluh tahun kemudian ternyata IFR telah jatuh tempo. Pada tahun 2017, SPNS yang jatuh tempo mencapai nilai 8.5 triliun Rupiah. Pada tahun 2018, total sukuk negara yang jatuh tempo dengan berbagai jenis mencapai nilai 100.4 triliun rupiah. Pada tahun 2019 total sukuk negara yang jatuh tempo sebanyak 101,7 triliun rupiah, lebih tinggi dibandingkan sukuk negara tahun 2016. Sementara pada tahun 2020 terjadi penurunan jatuh tempo sukuk negara yaitu hanya 61.80 triliun Rupiah.

#### 6.1.5 Outstanding SBSN

Pada tahun 2008 jumlah outstanding sukuk negara sebesar 4,70 triliun rupiah. Setahun kemudian outstanding sukuk negara meningkat lima kali lipat yaitu menjadi 20.33 triliun rupiah. Peningkatan outstanding sukuk negara ritel karena pemerintah menerbitkan jenis sukuk negara lainnya yaitu sukuk ritel (SR), sukuk negara Indonesia (SNI) dan SDHI. Pada tahun 2010 outstanding sukuk negara meningkat dua kali lipat menjadi 44,34 triliun rupiah. Dalam setiap tahun outstanding sukuk negara terus menunjukkan trend yang



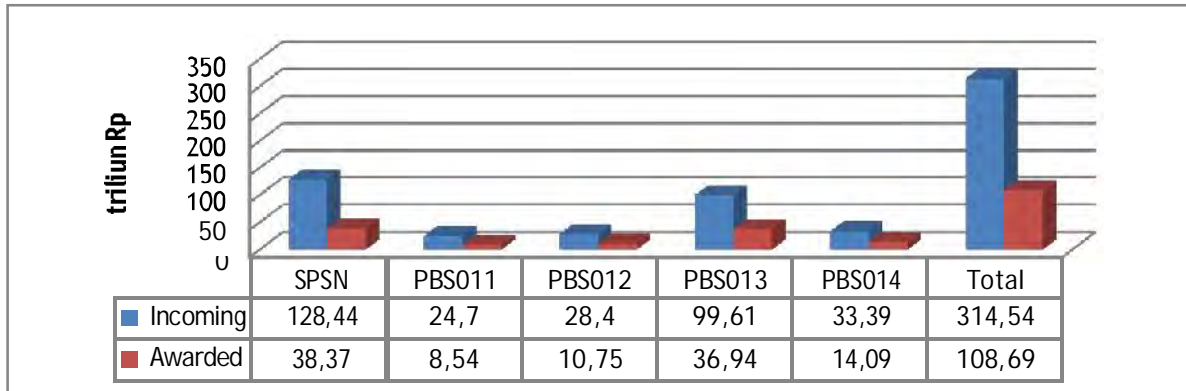
positif. Sampai bulan Oktober 2017 jumlah outstanding sukuk negara telah mencapai 533,06 triliun rupiah.



Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Gambar 6.4** Jumlah Outstanding Sukuk Negara (Triliun Rupiah)

### 6.1.6 Realisasi Lelang SBSN Tahun 2017



Sumber: diolah dari data Kementerian Keuangan

**Gambar 6.5** Realisasi Lelang SBSN

Pada tahun 2017, pemerintah menggelar lelang lima seri sukuk negara yang terdiri atas dua kelompok seri yaitu seri Surat Perbendaharaan negara syariah (SPN\_S) dan seri Project Based Sukuk (PBS). Target penerbitan pemerintah saat itu adalah Rp. 5 triliun. Menurut pengamat sekuritas, memperkirakan jumlah penawaran yang masuk (incoming) antara Rp.10 triliun hingga Rp. 15 triliun. Estimasi itu lebih tinggi dibandingkan pada dua lelang

sukuk sebelumnya yang hanya senilai Rp. 8.65 triliun dan 7.82 triliun rupiah. Adapun tingkat imbal hasil dari sukuk negara dalam lelang tersebut adalah:

SPN-S 05012018 berkisar antara 5.22-5.31%

PBS0013 berkisar antara 6.88-6.97%

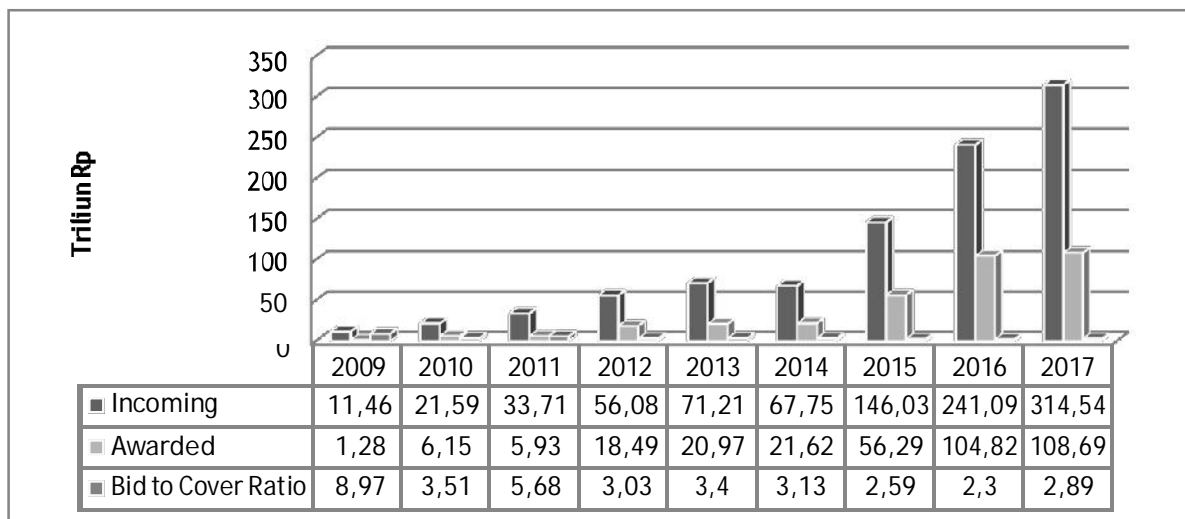
PBS0014 berkisar antara 7.16-7.25%

PBS0015 berkisar antara 7.38 – 7.47%

PBS0016 berkisar antara 7.84 – 7.95%

Pada kuartal III tahun 2017 pemerintah menargetkan penerbitan sukuk negara melalui lelang sebesar Rp. 147.5 triliun. Pada kuartal III ternyata total penawaran yang masuk sebesar 314.54 triliun rupiah dari lima seri sukuk negara yang diterbitkan.

### 6.1.7 Kinerja Lelang SBSN 2009-2017



Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Gambar 6.6** Kinerja Lelang SBSN

Kinerja lelang tahun 2017 mengalami peningkatan signifikan antara lain didorong oleh:

1. Mulai terbentuknya price discover seri-seri lelang
2. Peraturan OJK no. 1/ 2016 yang mewajibkan lembaga keuangan non bank syariah untuk berinvestasi pada sukuk negara
3. Membaiknya pemahaman investor terhadap implementasi PSAK 110 dalam pencatata akuntansi sukuk negara.

### 6.1.8 Posisi Kepemilikan SBSN

Kepemilikan SBSN terdiri dari dua tipe yaitu tradable dan non-tradable. Jumlah SBSN tradable sampai Desember 2016 sebanyak 245.708 miliar rupiah atau 86.22%, sementara yang non-tradable adalah Rp.39.282 miliar Rupiah (14,78%). Pihak-pihak yang memiliki SBSN adalah bank konvensional, bank syariah, Bank Indonesia, lembaga keuangan non bank (asuransi dan dana pensiun). Dari sisi perbankan ternyata proporsi bank dalam kepemilikan SBSN sebesar 43,35% di mana 35,61% dimiliki oleh bank syariah dan 7,74% bank konvensional. Perusahaan asuransi adalah lembaga pemilik kedua terbesar SBSN setelah bank konvensional. Sementara kepemilikan sukuk negara non-tradable adalah kementerian Agama dengan proporsi sebesar 13,83% (Oktober 2016). Sampai Oktober 2017 kepemilikan SBSN perbankan sebesar 45,23% lebih tinggi dibandingkan oktober 16 (43,21%).

**Tabel 6.4. Perkembangan Kepemilikan SBSN Okt 2016-Maret 2017**

Institusi	Okt -16		Des-16		Mart-17	
	Miliar	%	Miliar	%	Miliar	%
Tradable	224.438	85.26	245.708	86.22	274.492	87.48
Total	122.591	43.21	123.549	43.35	128.439	40.93
Conventional Banks	100.874	35.55	101.492	35.61	101.76	32.43
Sharia Banks	21.717	7.65	22.057	7.74	26.693	8.51
Bank Indonesia	594	0.21	0	0	1.689	0.54
Insurance Company	47.984	16.91	49.981	17.54	53.738	17.13
Pension Fund	13.672	4.82	14.072	4.94	13.678	4.36
Individual	19.497	6.87	19.061	6.69	28.681	9.14
Mutual fund	11.355	4	12.171	4.27	12.901	4.11
Non Resident	11.991	4.23	8.867	3.11	15.795	5.03
Other	16.755	5.91	18.008	6.32	19.57	6.24
Nontradable	39.282	14.74	39.282	13.78	39.282	12.52
Ministry of Religion Affairs	36.697	13.83	36.697	12.88	36.697	11.7
Individual	2.585	0.91	2.585	0.91	2.585	0.82
<b>Total</b>	<b>283.721</b>	<b>100</b>	<b>284.991</b>	<b>100</b>	<b>13.774</b>	<b>100</b>

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Tabel 6.5 Perkembangan Kepemilikan SBSN Juni 2017-Oktober 2017**

Institusi	17-Jun		17-Sep		Okt-17	
	Miliar	%	Miliar	%	Miliar	%
Tradable	297.424	88.33	329.039	89.35	325.039	89.23
Total	139.03	41.29	163.056	44.28	165.095	45.32
Conventional Banks	109.461	32.51	125.817	34.17	127.002	34.87
Sharia Banks	29.569	8.78	37.239	10.11	38.092	10.46
Bank Indonesia	9.524	2.83	5.836	1.58	2.842	0.78
Insurance Company	56.102	16.66	58.099	15.78	58.302	16.01
Pension Fund	14.295	4.25	14.974	4.07	14.979	4.11
Individual	24.35	7.23	22.808	6.19	22.714	6.24
Mutual fund	14.229	4.23	16.384	4.44	16.487	4.53
Non Resident	19.108	5.67	24.107	6.55	20.861	5.73
Other	20.786	6.17	23.811	6.47	23.739	6.52
Nontradable	39.282	11.67	32.221	10.65	39.221	10.77
Ministry of Religion Affairs	36.697	10.9	36.697	9.96	36.697	10.07
Individual	2.585	0.77	2.524	0.69	2.524	0.69
Total	336.706	100	368.26	100	364.26	100

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

### 6.1.9 Daftar Peserta Lelang SBSN

Peserta lelang SBSN pada umumnya adalah perbankan nasional baik bank milik pemerintah maupun bank swasta. Sebagian besar bank yang terlibat dalam lelang adalah bank konvensional. Baru dua bank syariah yang terlibat dalam lelang SBSN yaitu Bank Rakyat Indonesia Syariah (BRIS) dan Bank Negara Indonesia Syariah (BNI Syariah). Selain itu, peserta lainnya adalah perusahaan efek yang terdiri atas PT Bahana Sekuritas, PT Danareksa Sekuritas, PT mandiri Sekuritas dan PT Trimegah Sekuritas Indonesia

**Tabel 6.6 Pihak-pihak yang Terlibat dalam Lelang SBSN**

Bank	Perusahaan Efek
Citibank N.A.	PT. Bahana Securities
Deutsche Bank	PT. Danareksa Sekuritas
PT. Bank BNP Paribas Indonesia	PT. Mandiri Sekuritas
PT. Bank BRI Syariah	PT. Trimegah Sekuritas Indonesia, Tbk
PT Bank Central Asia Tbk	
PT. Bank CIMB Niaga, Tbk	
PT. Bank Internasional Indonesia, Tbk	

<b>Bank</b>	<b>Perusahaan Efek</b>
PT. Bank Mandiri (Persero), Tbk	
PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	
PT Bank Negara Indonesia Syariah, Tbk	
PT Bank OCB NISP, Tbk	
PT. Bank Permata, Tbk	
PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	
PT. Bank Syariah Mandiri	
PT. Bank PAN Indonesia, Tbk	
Standar Charter Bank	
PT. Bank HSBC Indonesia	

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

Dalam penjualan Sukuk Negara Seri Sukuk Ritel pemerintah melibatkan pihak bank sebagai agen penjualan sukuk negara. Berikut data bank yang menjadi Agen dalam Penjualan Sukuk Ritel seri SR-009

**Tabel 6.7** Agen Penjualan Sukuk Ritel

<b>No</b>	<b>Nama Bank</b>	<b>No</b>	<b>Nama Bank</b>
1	Citibank	12	Bank Muamalat Indonesia
2	Bank ANZ Indonesia	13	Bank Negara Indonesia
3	Bank BRIS	14	Bank OCBC NISP
4	Bank Central Asia	15	Bank Pan Indonesia
5	Bank CIMB Niaga	16	Bank Permata
6	Bank Commonwealth	17	Bank BRI
7	Bank Danamon Indonesia	18	Bank Syariah Mandiri
8	Bank DBS Indonesia	19	Bank Tabungan Negara
9	Bank Mandiri	20	Trimegah Sekuritas Indonesia
10	Bank Maybank Indonesia	21	Standar Chartered Bank
11	Bank Mega	22	The Hongkong ang Shanghai Banking Corp

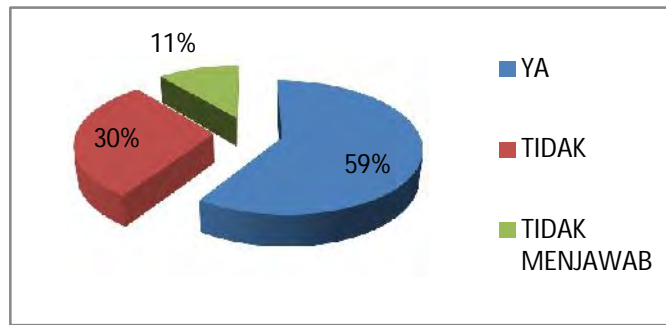
Sumber: diolah dari data Kementerian Keuangan

## **6.2 Peta Perilaku Permintaan Sukuk Negara Ritel oleh LKMNBSSy**

Pada bagian ini akan dijelaskan perilaku LKMNBSSy dalam mengalokasikan asetnya untuk sukuk negara ritel. Dari hasil pengolahan data teridentifikasi sejumlah informasi terkait pengetahuan pelaku usaha LKMNBSSy tentang sukuk negara, sumber informasi, serta rencana pelaku usaha dalam mengalokasikan asetnya untuk sukuk negara ritel. Tim peneliti mendesain wawancara ini dengan para manajer atau pimpinan puncak dari LKMNBSSy. Selain itu, penelitian ini lebih memfokuskan pada LKMNBSSy di Jawa Barat yaitu daerah Kota dan Kabupaten Bandung, Kabupaten Garut, Kabupaten Tasikmalaya, Kabupaten Cirebon, Kabupaten Kuningan dan Kabupaten Cianjur. Dari temuan di lapangan teridentifikasi banyak LKMNBSSy yang sudah gulung tikar, padahal dari data online nama dan alamat LKMNBSSy masih ada, tetapi setelah ditelusuri di lapangan perusahaan LKMNBSSy sudah lama tidak beroperasi. Kondisi ini menjadi kendala yang sangat krusial karena jumlah responden yang akan di survey sangat berbeda dengan fakta di lapangan. Berikut hasil pengolahan data survey lapangan.

### **6.2.1 Pengetahuan Pelaku Usaha LKMNBSSy tentang Sukuk Negara**

Dari hasil pengolahan data dan wawancara dengan pelaku LKMNBSSy teridentifikasi pada umumnya pelaku LKMNBSSy belum mengetahui tentang sukuk negara ritel. Pelaku usaha LKMNBSSY mengaku tidak mengetahui persis apa itu sukuk negara ritel, pihak yang menerbitkannya, mekanisme kepemilikan serta harga dan keuntungan dari memiliki sukuk negara ritel. Pelaku usaha LKMNBSSy mengaku baru pertama kali mendengar tentang sukuk negara. Dikarenakan pengetahuan pelaku usaha LKMNBSSy masih sangat rendah tentang sukuk negara, maka tim peneliti melakukan edukasi tentang sukuk negara, mekanisme kepemilikan sukuk negara serta tingkat keuntungan dari sukuk negara ritel. Hal ini dilakukan untuk mengetahui rencana dari pelaku LKMNBSSy dalam mengalokasikan aset-asetnya untuk sukuk negara. Dari hasil wawancara ada sebanyak 59% pelaku usaha LKMNBSSy mengetahui tentang sukuk negara, 30% tidak mengetahui tentang sukuk negara serta 11% tidak menjawab. Meskipun ada 59% pelaku usaha LKMNBSSy mengetahui tentang sukuk negara, namun ternyata pelaku usaha tidak mengetahui banyak tentang sukuk negara ritel. Pelaku usaha mengaku pernah mendengar tentang sukuk negara namun tidak mengetahui informasi lainnya tentang sukuk negara.

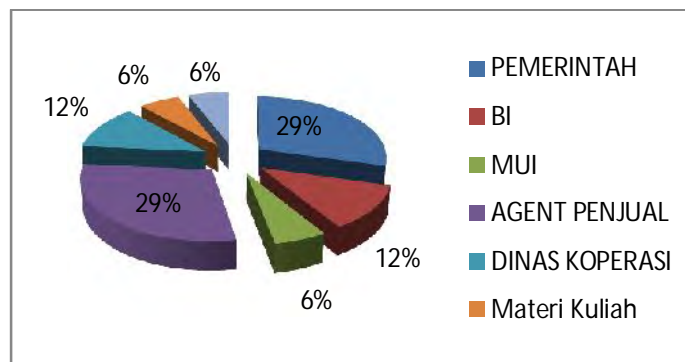


Gambar 6.7 Pengetahuan Pelaku Usaha LKMNBs tentang Sukuk Negara

Sumber: diolah dari data primer

### 6.2.2. Sumber Informasi tentang Sukuk Negara Ritel

Dari hasil pengolahan data ada banyak variasi sumber informasi tentang sukuk negara. Sumber informasi terbanyak tentang sukuk negara adalah agen penjual sukuk negara dan pemerintah. Responden yang menjawab ini adalah responden yang sedikit banyak mengetahui tentang sukuk negara ritel. Para responden ini mengaku pernah mendapat informasi dari agen penjual sukuk negara (dalam hal ini adalah pihak bank) yang bermitra dengan pelaku LKMNBs. Lebih lanjut pelaku usaha LKMNBs mengaku pernah mendapat penjelasan dari bank mitra tempat menyimpan dana, meskipun pelaku usaha LKMNBs mengaku kurang paham. Pelaku usaha LKMNBs lainnya mengaku mendapatkan informasi tentang sukuk negara dari Dinas Koperasi, MUI, BI dan materi kuliah. Pelaku usaha LKMNBs pernah mengikuti seminar di BI, koperasi maupun MUI, sehingga pelaku usaha.

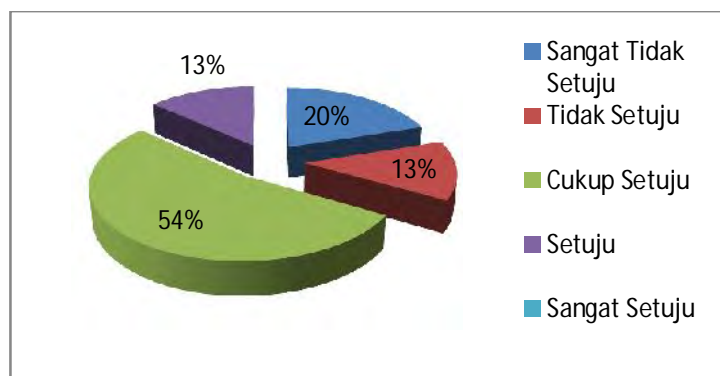


Gambar 6.8 Sumber Informasi tentang Sukuk Negara Ritel

Sumber: diolah dari data Primer

### 6.2.3 Rencana Pelaku Usaha LKMNBsy dalam Mengalokasikan Asetnya pada Sukuk Negara Ritel

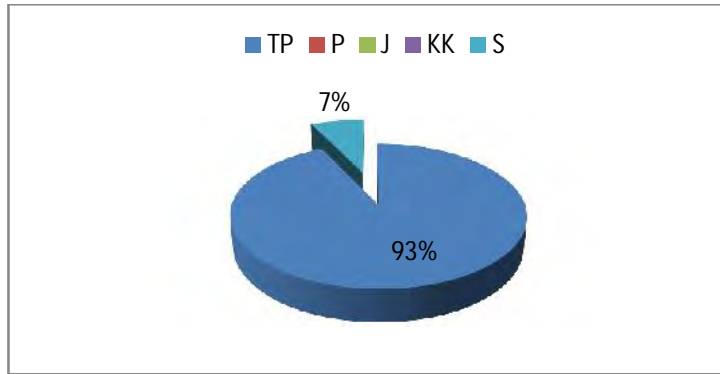
Sampai saat ini, pada umumnya pelaku usaha LKMNBsy mengalokasikan aset-asetnya pada usaha simpan pinjam, menyimpan pada deposito bank umum atau membeli aset tidak bergerak. Rendahnya pengetahuan pelaku LKMNBsy tentang surat berharga menyebabkan investasi dalam surat berharga belum menjadi perhatian pelaku usaha LKMNBsy. Pelaku usaha mengaku dana-dana yang dititipkan oleh nasabah atau anggota pada umumnya habis terserap oleh pembiayaan yang diajukan oleh nasabahnya atau anggotanya, sehingga sangat sedikit dialokasikan untuk surat berharga termasuk sukuk negara ritel.



Gambar 6. 9 LKMNBsy Perlu Segera Merealisasikan Investasi dalam Sukuk Negara Ritel

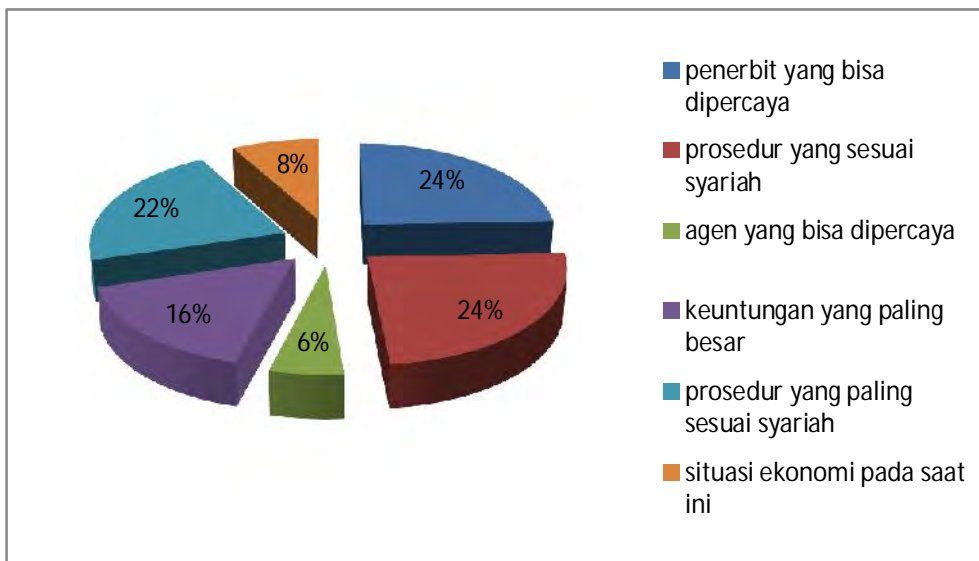
Ketika ditanya lebih lanjut terkait perlu tidaknya LKMNBsy segera mengalokasikan asetnya pada sukuk negara ritel, 93% pelaku LKMNBsy mengaku tidak perlu serta hanya 7% saja mengaku setuju. Rendahnya minat pelaku LKMNBsy untuk mengalokasikan asetnya pada sukuk negara semata-mata karena pelaku LKMNBsy memiliki pengetahuan yang rendah terkait sukuk negara. Efeknya persepsi pelaku LKMNBsy tentang sukuk negara ritel pun menjadi sangat rendah. Secara teori persepsi dibangun dari seberapa banyak informasi diterima calon nasaba. Semakin banyak informasi masuk ke dalam pikiran nasabah maka semakin baik persepsi nasabah terhadap suatu produk. Sebaliknya semakin sedikit informasi dimiliki oleh nasabah maka semakin jelek persepsi nasabah terhadap suatu produk. Oleh karenanya, menjadi sangat penting untuk mengedukasi para pelaku LKMNBsy tentang sukuk negara baik sebagai instrumen pendanaan bagi pemerintah maupun sebagai alternatif instrumen investasi bagi masyarakat.





Gambar 6.10 Keputusan Pelaku LKMNBs untuk Investasi dalam Sukuk Negara Ritel

Lebih lanjut, ketika pelaku LKMNBs ditanya tentang pertimbangan memilih investasi dalam sukuk negara yaitu prosedur yang sesuai syariah serta penerbit yang bisa dipercaya (masing-masing 24%) disusul penerbit yang bisa dipercaya serta keuntungan yang paling besar. Sementara peran dari agen yang dipercaya serta situasi ekonomi bukan merupakan faktor yang menentukan pertimbangan pelaku usaha LKMNBs memilih sukuk negara sebagai bagian dari portofolio aset LKMNBs.



Gambar 6.11 Pertimbangan Memilih Sukuk Negara

#### 6.2.4 Pertimbangan dalam Pemilihan Sukuk Negara Ritel sebagai Alternatif investasi:

Dari sejumlah faktor yang dikembangkan maka teridentifikasi alasan utama pelaku usaha LKMNBs dalam memilih sukuk negara ritel sebagai alternatif investasi adalah karena alasan agama. Ini sejalan dengan temuan penelitian sebelumnya di mana alasan masyarakat memilih perbankan syariah dan berbagai produk dari lembaga keuangan Islam karena pertimbangan emosional yaitu karena memiliki landasan atau keyakinan yang sama yaitu Islam.

Masyarakat jarang memilih produk dari keuangan Islam karena alasan rasional yaitu pertimbangan untung dan rugi. Masyarakat malah masih menilai produk lembaga keuangan Islam mahal atau kurang menguntungkan jika dibandingkan dengan harga yang harus dibayar dari lembaga keuangan konvensional. Oleh karenanya tidak mengherankan jika pangsa aset dari lembaga keuangan Islam sulit beranjak dari 5%.

Alasan berikutnya yang menjadi bahan pertimbangan LKMNBBSy dalam memilih sukuk negara sebagai alternatif investasi adalah motivasi untuk meningkatkan kinerja organisasi LKMNBBSy. Meskipun para pelaku usaha LKMNBBSy belum mengalokasikan asetnya pada sukuk negara ritel, mereka memiliki harapan untuk meningkatkan kinerja organisasinya melalui kepemilikan sukuk negara ritel. Menurut pelaku LKMNBBSy pengembangan sukuk negara harus mendapatkan dukungan dari semua pihak termasuk LKMNBBSy, mengingat sukuk negara memiliki peran yang sangat strategis dalam perekonomian yaitu menggeser ketergantungan terhadap hutang luar negeri menjadi optimalisasi peran masyarakat lokal untuk meningkatkan kinerja perekonomian nasional. Oleh karena itu, meskipun tingkat keuntungan dari instrumen pasar modal Islam tidak begitu banyak menguntungkan, namun kesadaran untuk mengembangkan instrumen pasar modal Islam harus menjadi pertimbangan bagi para pelaku LKMNBBSy dalam mengembangkan ekonomi lokal. Alasan para pelaku usaha LKMNBBSy belum mengalokasikan asetnya pada portofolio surat berharga karena pertimbangan modal yang jumlahnya sangat terbatas. Para pelaku usaha mengaku modal yang dimiliki hanya cukup untuk aktivitas operasional sehari-hari. Jikalau ada tambahan dana segar dari lembaga keuangan bank, para pelaku usaha LKMNBBSy mengaku lebih banyak mengalokasikannya untuk pembiayaan.

Pertimbangan lain, pelaku usaha LKMNBBSy mengalokasikan asetnya untuk sukuk negara karena LKMNBBSy sebagai lembaga keuangan yang memiliki entitas Islam, sehingga sangat wajar jika lembaga ini mendukung pengembangan instrumen pasar uang Islam dalam bentuk sukuk negara. Sekuritas syariah diciptakan pemerintah dalam upaya mengakomodir keinginan muslim untuk berinvestasi dari surat berharga yang didasari oleh nilai-nilai Islam yaitu bebas dari riba, gharar dan maysir. Dengan demikian, pengembangan sekuritas Islam sangat dipengaruhi oleh tingkat penerimaan kaum muslimin itu sendiri. Semakin banyak kaum muslimin mengadopsi sekuritas ini maka akan semakin banyak penerbitan sekuritas Islam yang akan berimbas lebih lanjut pada kapitalisasi nilai yang bisa dihimpun oleh pemerintah sebagai alternatif pendanaan untuk pembangunan.

Dari faktor-faktor yang dikembangkan di atas maka dapat disarikan bahwa faktor yang dijadikan pertimbangan pelaku usaha LKMNBsy dalam memilih sukuk negara ritel sebagai alternatif investasi adalah pertimbangan agama, budaya, kinerja keuntungan LKMNBsy serta kesamaan entitas yaitu instrumen pasar keuangan yang berbasis syariah. Untuk saat ini faktor-faktor tersebut masih dalam tataran normatif karena pelaku usaha masih terkendala oleh keterbatasan modal dalam pengembangan bisnisnya. Modal yang merupakan bagian dari aset LKMNBsy masih dialokasikan untuk kegiatan operasional internal yaitu pinjaman untuk anggota dan masyarakat sekitar. Pelaku LKMNBsy belum mendiversifikasi asetnya untuk portofolio surat berharga termasuk sukuk negara syariah.

## **BAB VII**

### **KESIMPULAN DAN SARAN**

#### **7.1 Kesimpulan**

1. Dari hasil pengamatan data sekunder terkait sukuk negara terlihat bahwa perkembangan outstanding sukuk negara terus mengalami peningkatan dari waktu ke waktu. Sejak penerbitannya tahun 2008 sukuk negara telah mengalami peningkatan yang sangat signifikan. Tahun 2008, outstanding sukuk negara seri IFR sebesar 4.7 triliun rupiah. Sampai Oktober 2017 jumlah outstanding sukuk negara telah mencapai 533 triliun Rupiah. Peningkatan jumlah outstanding sukuk negara ini sejalan dengan adanya diversifikasi jenis sukuk negara. Saat ini terdapat 8 jenis sukuk negara yang sudah diterbitkan oleh pemerintah. Adanya diversifikasi jenis sukuk negara diharapkan menjadi alternative investasi bagi masyarakat.
2. Dari hasil pengamatan di lapangan ternyata pengetahuan para pelaku lembaga keuangan mikro syariah tentang negara masih sangat minim. Pada umumnya pelaku LKMS tidak mengetahui sukuk negara sebagai salah satu instrument dari pasar modal syariah. Dengan demikian, para pelaku UKM belum terpikir untuk mengalokasikan asetnya untuk membeli sukuk negara. Adapun dasar yang dijadikan pertimbangan pelaku LKMNBSy dalam mengalokasikan aset pada sukuk negara adalah nilai-nilai agama, motivasi meningkatkan kinerja organisasi LKMNBSY serta kesamaan entitas yaitu berbasis syariah.

#### **7.2 Saran**

1. Perlu ada edukasi yang berkelanjutan ke semua lapisan masyarakat termasuk LKMNBSy mengingat lembaga ini sangat potensial untuk menjadi pengguna sukuk negara ritel. Pada umumnya pelaku LKMNBSy belum mengenal tentang sukuk negara ritel, mekanisme kepemilikannya, tingkat keuntungannya dari investasi sukuk negara ritel serta berbagai akad yang melingkupinya.
2. Pemerintah harus lebih intensif dalam penawaran sukuk negara ritel, mengingat peningnya sukuk negara dapat menjadi pelengkap yang sangat potensial untuk menutup deficit anggaran pemerintah

## DAFTAR PUSTAKA

- ADB, 2000," *Finance for the Poor: Microfinance Development Strategy*," Manila: Asian Development Bank
- Allison, R.A. dan Foster, J., 2004," Measuring Health Inequality Using Qualitative Data," *Journal of Health Economics*, Vol. 23: 505-524
- Arsyad, L., 2008," *Lembaga Keuangan Mikro Institusi, Kinerja dan Sustainability*," Yogyakarta: Penerbit Andi
- Assael, Henry, 1998," *Consumer Behavior dan Marketing Action*," 6<sup>th</sup> Edition, New York: International Thomson Publishing
- Bank Indonesia, 2014," *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*," Jakarta; Bank Indonesia
- ,2014," *Statistik Perbankan Syariah*," Jakarta: Bank Indonesia
- , 2006," Cetak Biru Panduan Bank Indonesia," [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id)
- Badan Pusat Statistik, 2014, "*Statistik Industri Indonesia*," Jakarta; BPS
- Basu Swastha Dharmesta dan T. Hani Handoko, 2000,"*Manajemen Pemasaran*," Edisi Pertama, Yogyakarta: BPFE
- Case , Karl E dan Ray. C Fair, 2007,"*Prinsip-prinsip Ekonomi*," Edisi Kedelapan, Jilid 1, Jakarta: Erlangga
- C. Mowen, John Michael Minor, 2002,"*Perilaku Konsumen*,"Jakarta: Erlangga
- Kementerian Keuangan, 2015, "*Sukuk Negara: Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*," Edisi kedua. Direktorat Keuangan Syariah, DJPPR, Kementerian Keuangan dengan Asian Development Bank., Jakarta: Kementerian Keuangan
- Kementerian Keuangan, 2017,"*Surat Berharga Negara*," Direktorat Pembiayaan Syariah, Jakarta: Kementerian Keuangan
- Kotler, Philip dan Kevin Lane Keller, 2008," *Manajemen Pemasaran*," Jilid 1, Jakarta: Penerbit Erlangga
- Krisnamurti B., 2003," Pengembangan Keuangan Mikro dan Penanggulangan Kemiskinan," *Jurnal Ekonomi Rakyat*, Th. II, No. 2 April
- Lavidge R. J. and Steiner, G.A., 1961," A Model for Predictive Measurement of Advertising Effectiveness," *Journal of Marketing*, Vol. 25 (October): 59-62
- Masruroh, Atik, 2014," Analisis Pengaruh Tingkat *Religiusitas Dan Disposable Income* Terhadap Minat Menabung Mahasiswa Di Perbankan Syariah,"*Skripsi*, Surakarta; UNS

- Media Keuangan, 2014, "Pembiayaan Syariah Menjadi Perhatian Pemerintah," *Majalah*, Volume IX, No 83, (Juli), Jakarta: Departemen Keuangan,
- Muhlis, 2011, "Perilaku Menabung di Perbankan Syariah Jawa Tengah," *Disertasi*, Jawa Tengah: Universitas Diponegoro
- Mursid, Ali, dan Entot Suhartono, 2014, "Faktor Determinan Nasabah Dalam Pemilihan Bank Syariah," *Jurnal Dinamika Manajemen*, Vol. 5, No. 1, 2014, pp: 48-63
- Mustofa, 2015, "Preferensi Dosen Iain Sultan Amai Gorontalo Terhadap Perbankan Syariah Di Gorontalo," *Al-Buhuts Jurnal*, ISSN 1907-0977 E ISSN 2442-823X, Volume 11 Nomor 1 Juni, hal 26-41 <http://journal.iaingorontalo.ac.id/index.php/ab>
- Kementerian Keuangan, 2016. "Perkembangan Obligasi Syariah," Jakarta: Kemenkeu
- Schiffman dan Kanuk, 2008, "Perilaku Konsumen," Edisi Ketujuh, Jakarta: Indeks
- Salam, Abdul, 2008, "Manajemen Personalia," Jakarta: PT Ghalia
- Sudarsono, 2008, "Bank dan Lembaga Keuangan Syariah," Cetakan Kedua, Yogyakarta: Ekonisi
- Tasya Aspiranti, Dede R. Oktini, 2011, "Kinerja Lembaga Keuangan Mikro di Kabupaten Bandung". *Proceedings : National Conference on Bandung Islamic University (The Proceeds of Research and Service Community)*.
- Tasya Aspiranti, Poppie Sofiah, 2013, "Implementasi Kebijakan Penguatan Lembaga Keuangan Mikro Non-Bank Di Kabupaten Bandung (Suatu Arah Kebijakan)," Penelitian LPPM
- Tasya Aspiranti, Ria Haryatiningsih, 2013, "Strategi Pengembangan Lembaga Keuangan Mikro Non-Bank di Kabupaten Bandung (Suatu Arah Kebijakan Pengembangan)," Penelitian Hibah Bersaing DIKTI.
- Yunus, Muhammad dan Jolis, Alan, 2007, "Bank Kaum Miskin: Kisah Yunus dan Grameen Bank Memerangi Kemiskinan," Terjemahan" Irfan Nasution, Depok: Lawang
- [www.ojk.go.id/lembagakeuanganmikro](http://www.ojk.go.id/lembagakeuanganmikro)
- <http://id.m.wikipedia.org>, preferensi
- <http://kbbi.web.id>, preferensi

# LAMPIRAN

# **LAMPIRAN 1.**

Bukti Submit artikel ke Jurnal Internasional



Zimbra

ade.yunita.mafruhath@unisba.ac.id

**SUBMIT MANUSCRIPT "DETERMINANT OF STATE SUKUK OFFERINGS TO INFRASTRUCTURE PROCUREMENTS IN INDONESIA"**

**From :** Ade Yunita Mafruhath  
<ade.yunita.mafruhath@unisba.ac.id>

Thu, Apr 26, 2018 04:58 PM

📎 1 attachment

**Subject :** SUBMIT MANUSCRIPT "DETERMINANT OF STATE SUKUK OFFERINGS TO INFRASTRUCTURE PROCUREMENTS IN INDONESIA"

**To :** @ea-journals.org <editor.ejaaf@ea-journals.org>

To,  
Chairman and Editor in Chief,  
European Journal of Accounting Auditing and Finance Research  
[www.eajournals.org](http://www.eajournals.org)

Dear Editor,

I am writing to submit our manuscript entitled, "Determinant of State Sukuk Offerings to Infrastructure Procurements in Indonesia," for consideration for publication in European Journal of Accounting Auditing and Finance Research.

In this paper, we attempt to identify factors determinant of the state Sukuk (Islamic bond) offer and its implications to the physical infrastructure procurements in Indonesia. In Indonesia, the development of sharia securities has become an alternative source of funding for the government to encourage investment growth, especially for physical investment to reduce economic growth gaps between regions. In the symposium of Higher Education Institutions (Network 1) in 2016, it was revealed that the funding for infrastructure development in Indonesia is a large amount of money, considering the quality of Indonesia's infrastructure is relatively low compared to other countries such as Singapore, Japan, China and India. Based on World Economic Forum (2013). quality of Indonesia's infrastructure is ranked 92th with score of 3.7 for the road quality, ports, and electricity offer. The poor quality of Indonesia's infrastructure is one of the reasons for the high cost of logistics and uncompetitive. Based on Directorate General of State Assets (DJKN) publication data from the Ministry of Finance (2018), the development of infrastructure financing by using state sukuk shows an increasing trend. This is one of the solutions to improve the physical infrastructure procurement performance in Indonesia. The issuance of state sukuk has become an alternative physical infrastructure financing and can also be used to cover the budget deficit by the government. The issuance of sukuk countries is a low-risk funding alternative. Given the relationship between the state sukuk, the budget deficit and the procurement of infrastructure above, the authors are interested in examining the influence of budget deficit, inflation expectancy and business cycle on the offer of state sharia bonds and their implications for the procurements of physical infrastructure in Indonesia.

And our result, we find that business cycle variables, inflation expectancy and budget deficit statistically influence the state sukuk offerings in Indonesia. The biggest factors that influence state sukuk offerings are business cycle followed by inflation expectancy

and budget deficit. The state sukuk offerings have implications to the procurement of infrastructure despite its influence being smaller than foreign debt. However, foreign debt is not a substitute for state sukuk. Foreign debt is a compendium for state sukuk in the procurement of physical infrastructure in Indonesia.

This manuscript describes original work and is not under consideration by any other journal. All authors approved the manuscript and this submission.

Thank you for receiving our manuscript and considering it for review. We appreciate your time and look forward to your response.

Best Regards,

Ade Yunita Mafruhah  
Faculty Of Economic and Bussines, Islamic Bandung University  
Adress: Jl Tamansari No. 1, Bandung, Indonesia - 40116  
Email: ade.yunita.mafruhah@unisba.ac.id

**— DETERMINANT OF STATE SUKUK OFFERINGS TO INFRASTRUCTURE  
PROCUREMENTS IN INDONESIA.pdf**  
440 KB

# **LAMPIRAN 2.**

Artikel Jurnal Internasional

# DETERMINANT OF STATE SUKUK OFFERINGS TO INFRASTRUCTURE PROCUREMENTS IN INDONESIA

**Ima Amaliah**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: Ima@unisba.ac.id

**Tasya Aspiranti**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: de\_tasya@yahoo.com

**Ade Yunita Mafruhah**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: de\_tasya@yahoo.com

**ABSTRACT:** *The objective of this study is to identify the factors that determine the state sukuk (Islamic bond) offer and its implications to the physical infrastructure procurements in Indonesia. This study used the least squares method. The data used was secondary data published by the Ministry of Finance, Bank of Indonesia and Statistic Bureau. Study scope is Indonesia in 2008 to 2018. From the data processing, business cycle variables, inflation expectancy and budget deficit statistically influence the state sukuk offerings in Indonesia. The biggest factors that influence state sukuk offerings are business cycle followed by inflation expectancy and budget deficit. The state sukuk offerings have implications to the procurement of infrastructure despite its influence being smaller than foreign debt. However, foreign debt is not a substitute for state sukuk. Foreign debt is a compendium for state sukuk in the procurement of physical infrastructure in Indonesia.*

**KEYWORDS:** Business Cycle, Inflation Expectancy, State Sukuk, Budget Deficit, Infrastructure Procurements

## INTRODUCTION

According to Keynes, investment is one of the factors that determine national expenditure (Mankiw, 2003). Sharia securities are one of the investment instruments in the real estate sector. Thus, the greater the sharia securities issued by companies and government, the greater the investment activity will be. This leads an increase in aggregate outputs which can give further effects to the increase of job opportunity, reduction of unemployment rate and decrease poverty in economics.

The development of sharia securities in Indonesia has become an alternative source of funding for the government to encourage investment growth, especially for physical investment to reduce economic growth gaps between regions. In the symposium of Higher Education Institutions (Network 1) in 2016, it was revealed that the funding for infrastructure development in Indonesia is a large amount of money, considering the quality of Indonesia's infrastructure is relatively low compared to other countries such as Singapore, Japan, China and India. Based on World Economic Forum (2013) in Indonesia Minister For Public Works and Human Settlements (2016), the highest ranking of infrastructure development for Asia was achieved by Singapore. Singapore ranked in the second place from 144 countries in the world with a score of 6.5 (scale

1: low - 7: high). Meanwhile, the overall quality of Indonesia's infrastructure is ranked 92th with score of 3.7 for the road quality, ports, and electricity offer. Indonesia was above the Philippines (98), but under India (87) and China (69), South Korea (22) and Japan (16). The poor quality of Indonesia's infrastructure is one of the reasons for the high cost of logistics and uncompetitive. This can be seen from the index of Indonesia's logistics performance in 2014 was only around 3.08 (scale 1: low-5: high). Indonesia's was after Malaysia (3.59) and South Korea (3.67) (Putri et al, 2016).

Based on Directorate General of State Assets (DJKN) publication data from the Ministry of Finance (2018), the state sukuk allocation for physical infrastructure development such as toll road, double track, hajj Dormatory, flyover, underpass, bypass with total value of 7.13 trillion IDR (2015), 13.67 trillion IDR (2016), 16.76 trillion IDR (2017) and 22.53 trillion IDR (2018) (Sahroni, 2018). The development of infrastructure financing by using state sukuk shows an increasing trend. This is one of the solutions to improve the physical infrastructure procurement performance in Indonesia. Infrastructure development is an urgent need for the acceleration and growth of the economy of Indonesia (Abubakar et al.,2017; Anik et al.,2017).

The issuance of state sukuk has become an alternative physical infrastructure financing and can also be used to cover the budget deficit by the government. So far, the state budget deficit has been covered by taking foreign debt, however, this is too risky because it is very vulnerable to exchange rate fluctuation. Exchange rate depreciation exacerbates the government budget deficit due to the increase loan costs and debt repayments. The issuance of sukuk countries is a low-risk funding alternative. Given the relationship between the state sukuk, the budget deficit and the procurement of infrastructure above, the authors are interested in examining the influence of budget deficit, inflation expectancy and business cycle on the offer of state sharia bonds and their implications for the procurements of physical infrastructure in Indonesia.

## **LITERATURE REVIEW**

The financial sector plays an important role in promoting economic growth if it can direct the financial resources to the sector that most needs it. The development of a financial system that is capable of performing its functions effectively and has high resilience is a strategic step in supporting the acceleration of economic recovery and maintaining macroeconomic stability. Economic development is closely linked to economic growth. Economic development will encourage economic growth and economic growth will accelerate the process of economic development. According to Sukirno (2007), economic development is a series of business activities which promote an economic situation to develop economic activities so that more infrastructures are created, more companies are helping to develop higher level education and improve technology. Several studies recognized two possible relationships between the development of financial sector and economic growth, namely the hypothesis of demand following and offer leading. Demand following hypothesis reveals that the low growth in financial sector indicates a weak demand for financial services. As the real sector grows, the demands for financial services increase, resulting in many investment activities that can stimulate the economic growth. While offer leading hypothesis reveals that the development of financial sector will encourage the growth of real sector. The development of institutional and

financial markets will increase the offer of financial services (demand for services by entrepreneurs and investors) leading to real economic growth. In this case, leading offer hypothesis has two functions: to transfer resources from the traditional sector to the industrial sector and to encourage the entrepreneurs' response to the industrial sector (Maski, 2010).

The development of financial systems will produce many financial instruments that can be an investment alternative for investors. The large number of financial instruments will provide many investment options for the public. According to Samuelson (2004), investment is the addition of capital stock or goods in a country such as buildings, production equipment and inventory items within one year. Furthermore, economic theory defines investment as government expenditure to purchase capital goods and production equipment in order to replace and especially to increase the capital goods that will be used to produce goods and services in the future. Investment is an investment for one or more assets owned and it is usually for a long term period in the hope of getting profits in the future (Sunariyah, 2003: 4). From the Islamic point of view, investment activities must not only involve the addition of new capital goods but also involve the real sectors. Therefore, the addition of new capital has not been said to be investment if the real sector is not affected by investment activities (Karim, 2007).

In Neo Classic theory, investment is the source of economic growth. Investment is performed if there is a savings. Therefore, according to this theory, the accumulation of new capital can only be done if there is saving activity. The faster the development of investment compared with the population growth, the faster the development of the volume of average capital stock per worker. Furthermore, Harrod-Domar reveals the importance of capital formation which is regarded as an expenditure that will increase the ability of an economy to produce goods and services, as well as expenditures that will increase the effective demand of the whole society (Jhingan, 2007). When there is a formation of new capital, the economy has the ability to produce goods and more services in the future (Sukirno, 2007: 256-257).

Sharia Securities or state sukuk is one instrument that can be used by investors to make an investment. State sukuk helps to flow the fund from the surplus (society/public) to the deficit party (government). According to Act 19 of 2008, state sukuk (SBSN) is a state securities issued under sharia principles, as evidence of the share of the sukuk assets in both Indonesian currency (IDR) and foreign currency. State sukuk is a potential source of funds for development. State sukuk requires underlying assets as the basis for the issuance and are issued with settlement. The issuance of state sukuk is intended to finance the state budget deficit and to finance the construction of many projects. Underlying assets are the assets that are used as objects or transactions basis in relation to the issuance of sukuk. In the absence of underlying asset of securities issued will be the same as debt instruments. Underlying assets in the issuance of sukuk of state in the form of objects of state sukuk financing or state property (BMN) with economic value of land and / or building or other than land and / or building (Ministry of Finance, 2015). The definition of state property is all goods purchased or obtained at the expense of state budget (APBN) or derived from other legitimate acquisition. The state sukuk type includes Islamic Fixed Rate (IFR), State Retail Sukuk (SR), and sukuk saving (ST), shariah treasury sukuk (SPNS), Indonesian Sovereign sukuk (SNI), Indonesian hajj sukuk (SDHI) and

Project Based Sukuk (PBS). This research used the total issuance of state sukuk from the period 2008 to January 2018.

Currently, the issuance of state sukuk has become the main financing instrument, in addition to the existing financing instruments that are Government Debt, Securities, and direct loans. Although it is a new instrument, the existence of state sukuk does not overlap with other financing instruments. State sukuk strengthens the ability of the government in financing budget deficit. Budget deficit is the gap between state revenues and expenditures (Khaf, 2005). The budget deficit is usually solved by encouraging increased revenues or lowering spending, giving loans to communities, borrowing some loans from banks and from other countries. Furthermore, Chapra (1992) mentioned that budget deficit is caused by four things: high spending of defense sector, high subsidies, large public sector spending and inefficient spending and corruption (Yahya, 2015).

The government has many options in determining the combination of its financing instruments so that the government can make an effort to have the lowest debt costs (Heriyanto, 2017). This is in line with the policies of member countries of the Organization Islamic Country (OIC); budget deficit is funded by borrowing interest from the Central Bank or other loans by issuing debt-based instruments. However one of the main causes of financial instability is financing the budget deficit with securities or fixed interest-based assets (Christ, 1979 and Searth, 1979 and Chapra, 2001).

Budget deficit funding by issuing state sukuk becomes an alternative for most of the developing countries today. An increased stock of state bonds is influenced by offer and demand. On the demand side, the increase in domestic bond stocks stems from increased outlets for investment instruments for companies and banks. In addition, the relatively low interest rates in industrialized countries and the stable emerging market economy push up the demand for government bonds. While on the offer side, the financial crisis and bank recapitulation program contributed significantly to the increase in government domestic debt which resulted in an increase in the issuance of state securities (Azwar, 2014). So far, government has used soft loan to cover the budget deficit. The previous studies identified that the impacts of financing budget deficit with soft loan has resulted in financial repression (high real interest rates) (Easterly et al, 1994) as well as the crowding out effect in the economy (Detragiache, 2005).

According to Miskhin (2008) there are several factors that influence corporate bonds and or state bond offers, namely inflation estimates, business cycle and government budget. Inflation is a tendency to increase the general price level that occurs continuously. According to Philips curve there are three factors that affect inflation; inflation expectancy, unemployment deviation from the natural rate and offer shock (Anwar and Chawwa, 2008). In term structure theory, inflation expectancy in future inflation can be seen from the development of the bank's nominal interest rates. According to Fisher, nominal interest rates reflect real interest rates plus inflation expectancy ( $i = i_r + \pi^e$ ) or inflation expectancy are the difference between nominal interest rate and the real interest rate (Laksmo, et al., 1999; Miskhin, 2008). At a certain interest rate, when the inflation forecasts increase, the real interest rate falls and the price of securities will be higher in the future. The effect of offer and demand of the obligations bonds increase. However, in fact the formation of inflation is much

influenced by inflation expectancy. This means that the actual inflation that occurs will be higher because there is influence from inflation expectancy (Hutabarat, 2005). The high actual inflation will encourage the rising demand for money that will lead to the increase in interest rates. At a time when interest rates are high, people tend to save and reduce the activity of speculation, so the demand for the bonds is lower and the offer of bonds will also lower. Thus, the relationship between inflation expectations and state sukuk offers is negative. Although Islamic bonds do not involve interest, in reality an investor still considers interest as a comparative variable of the cost to spend from borrowing a certain amount of funds in the future.

In addition to inflation expectations, other factors that influence bond offers are business cycles. Business cycle is the upward movement of the economy. Business cycle has different timescale for each country. Business cycle also depends on the economic system adopted by each country. Business cycle can be for short, medium or long term period. According to Dornbush (2008), business cycle consists of four phases namely: 1) Increased movement (recovery). 2) Peak; 3) recession; and 4) the lowest point (trough). At a time the economy is in a recovery period, employment opportunities begin to be exposed, which has an effect on the increase in people's purchasing power. The improvement of revenue will boost the demand in bonds and impact on the increase of bond offers. There is a positive relationship between business cycle with the offer of state sukuk. But on the other hand, the growth of the economy will encourage the increase need for money. If the money offer remains stable, there will be an excess demand for money that affects the increase in interest rates in money market. An increase interest rate will cause the decrease speculation on money demand. This means that demand for bonds will decrease, which will have an effect on the decrease of bond offer. Thus, the relationship between business cycle and state sukuk offer is negative. Business cycle is an economic phenomenon that is generally measured by the real growth rate of Gross Domestic Product (GDP) (Evans, 2014). Therefore, data that can be used as a proxy for the business cycle is the data of economic growth rate.

The last factor that affects state sukuk offer is government budget. Government activities can affect state sukuk offers in several ways. The government issues bonds to finance the budget deficit. The issuance of the state bonds is to cover the shortage of funds that can be used to finance the infrastructure. When the deficit swells, the government will sell more bonds (state sukuk) and the amount of bonds (state sukuk) that are offered at each price will increase. The bonds offer curve will shift to the right (Mishkin, 2008)

The presence of state sukuk does not mean that all physical infrastructures can be fulfilled. Therefore, it is necessary for the private sectors to provide various infrastructures that cannot be fulfilled by the government. In Eberts and Fogarty (1987); Merriman (1990); Berndt and Handson, (1992); Wang (2005); Makuyana (2016) public investment spending can facilitate the formation of new capital and hence, the economy grows through its impact on various economic activities of the public sectors. Public investments in infrastructure projects often increase the marginal productivity of public investment. The available infrastructure cores can lower the cost faced by public sector companies. This structure will create a new capital formation for private sector and output growth (Makuyana, 2016). The existence of a well-built public infrastructure will lower the business costs of private companies. Increased public sector investment financed by the loans from internal and



external financial markets can lower the rate of private sector capital formation (Khan and Kumar, 1997).

### **Business Cycle and State Sukuk Offer**

Business cycle shows the ups and downs of the economy. According to Mishkin (2008) when the economy goes up there will be numbers of new jobs that can give incomes to the society. The ability of the community to spend their money including buying bond investment will increase and it will affect the increase in securities offer (state sukuk). However, on the other hand, an increase in income will bring up the need for money and impact on increasing interest rates. Keynes has stated that this condition will lower the speculation of securities and leads to the lower demand of securities and finally the securities offers will also be lower.

### **Inflation Expectancy and State Sukuk Offer**

Inflation expectancy is a factor that causes the increase real inflation rate. The inflation expectancy in the future can be seen from the growth of bank nominal interest rate (Laksmono, et al., 1999, Miskhin, 2008). At a certain interest rate, when inflation forecasts increase, the real interest rates decline and the price of securities will be higher in the future. The effects of offer and demand increase. However, in fact the formation of inflation is much influenced by inflation expectancy. This means that the actual inflation that occurs will be higher because there is influence from inflation expectancy (Hutabarat, 2005). The high actual inflation will encourage the increase demand for money that will lead to increase interest rates. When interest rates are high, people tend to prefer saving and reducing speculative activities, so demand for bonds drops and bond offers lower.

### **Budget Deficit and State Sukuk Offer**

The budget deficit policy adopted by the government has made more burdens for the government because the government uses foreign debt to cover the government's deficit. In fact, foreign debt itself is very vulnerable to the currency differences. Therefore, the government has been looking for a new source of funding which is state sukuk that is free from changes in exchange rates. The more state sukuk issuance by the government, the more funds that can be used to cover budget deficit. Although the mechanism is through the development of physical infrastructure.

### **State Sukuk and Physical Infrastructure Procurements**

State Sukuk is an alternative funding that can be used by the government to finance physical infrastructure in Indonesia which is in poor quality (World Bank, 1994). The use of state sukuk is much safer and the risk is lower because the issuance of sukuk is guaranteed by the assets to be financed by the sukuk itself. State sukuk is not affected by fluctuations in exchange rates and interest rates. The greater the need for infrastructure, the more state sukuk will be offered by the government. Public investments in infrastructure projects often increase the marginal productivity of public investments and output growth (Makuyana, 2016).

### **Foreign Debt and Infrastructure Procurement**

To date the government has used soft loan (foreign loan) to cover the budget deficit. Foreign loan is taken because of the insufficient funds source for the large numbers of

infrastructure projects. To accelerate economic growth, the government has created budget deficits by creating foreign debt. The more foreign debt the more physical infrastructure that can be financed so that the aggregate outputs will increase due to the investments. However, financing the budget deficit with soft loan has resulted in financial repression (high real interest rates) (Easterly et al, 1994) and the crowding out effect in the economy (Detragiache, 2005).

## **METHODOLOGY**

This research are analyze by quantitative descriptive and verification by survey literature method. Data type used in this research are secondary data published by the Ministry of Finance, Bank of Indonesia and and Central Bureau of Statistics during the period 2008 to 2011. This research used the least squares regression analysis model.

### **Data Analysis Technique**

OLS is the most commonly used regression function estimation model. OLS must meet the Line of Best Fit or the sum of squares of the deviation between the observation points and the regression line is minimum. The assumptions in the linear regression model of estimate results must meet BLUE assumptions of Best, Linear, and Unbias Estimator. Therefore, before analyzing the state sukuk offer model and its implication in the fulfillment of infrastructure requirements, classical assumption test is heteroscedasticity test, autocorrelation test, normality test and linearity test.

### **Variables Operationalization**

The data used in this study is the total real value of state sukuk issuance as a proxy for state sukuk offer, Economic Growth Rate as a proxy for business cycle. The nominal of three month fixed deposit Interest rate of Commercial Bank as a proxy for inflation expectancy, Total real value of budget deficit, Total real value of government foreign debt and total value of government budget (APBN) allocation for infrastructure procurements. The real value is obtained by dividing the nominal value by Consumer price index (CPI).

### **Model Testing**

Before conducting an analysis on the estimation result of the state sukuk supplys model, the model will be tested to ensure that the model that is used meet BLUE (Best Linear Unbias Estimator) assumptions (Gujarati, 2003). To fulfill these assumptions, we performed the classical assumption test that consists of heteroscedasticity test, autocorrelation test, linearity test and normality test. In this research, there are two models. The first model is the factors that determine state sukuk supply. The second model is the influence of state sukuk supplys and foreign debt on the procurement of physical infrastructure in Indonesia. Table 1. are the test results of classical assumptions for both models.

**TABLE 1.** Result of Classical Assumption Test of State Sukuk Offer Model

No	The Kind of Test	Supply Model of State Sukuk	Infrastructure Model	Description
1	Heteroscedasticity	Arch Probability chi square = 0,2796	Arch Probability chi square = 03937	No Heteroscedastis in two models on an Alpha 5%
2	Autocorrelation	LM Test Probability Chi squared = 0,03	LM Test Probability Chi squared = 0,1929	No Autocorrelation in two models on an Alpha 1%
3	Linearity	Ramsey Test= 4,4817	Ramsey Test= 1,58	The two models are linear, on alpha 5%
4	Normality	J.B Test = 0,7600	J.B Test= 0.6538	The two models are normal distribution on 5%

Source: Processed the Estimation Model

From the result of classical assumption test, it can be concluded that both models (state sukuk supply and physical infrastructure procurement) are free from classical assumption problem and both models meet BLUE assumptions (problems do not exist in autocorrelation, heteroscedasticity, linearity and normality) .This means both models can be used for further analysis.

### Hipotesis 1: The Influence Business Cycle to State Sukuk Offer in Indonesia

After the statistical and econometric tests, the model of estimation of state sukuk offer.

**TABLE 2.**Results of The Estimation of State Sukuk Offer Model in Indonesia, 2008-2018

Variable	Coefficien	Stand. Error	t-Statistik	Probability
C	25.03750	7.117847	3.517566	0.0722
S <sup>b</sup>	-5.706802	0.726935	-7.850500	0.0158*
S <sup>b</sup> (-2)	0.787544	0.607511	1.296345	0.3243
p <sup>e</sup>	-1.514837	0.346485	-4.372013	0.0485*
P <sup>e</sup> (1)	0.342391	0.436141	0.785046	0.5147
LDefr	0.837827	0.219580	3.815588	0.0623**
R-squared : 0.996417				
Adjusted R-squared : 0.987460		Mean dependent var : 27.48701		
S.E. of regression : 0.101451		S.D. dependent var : 0.905961		
Sum squared resid : 0.020585		Akaike info criterion: -1.624770		
Log likelihood : 12.49908		Schwarz criterion: -1.565189		

F-statistic : 111.2432	Hannan-Quinn criter.: -2.026621
Prob(F-statistic): 0.008933	Durbin-Watson statistic: 3.067104

Source: Processing results using Eviews

Description: \* significant at Alpha 0.05; \*\* significant at Alpha 0.01\*

S<sup>b</sup>: Business Cycle

P<sup>e</sup>: Inflation Expectancy

LDeft : Budget Deficit transformed into Natural Logarithm

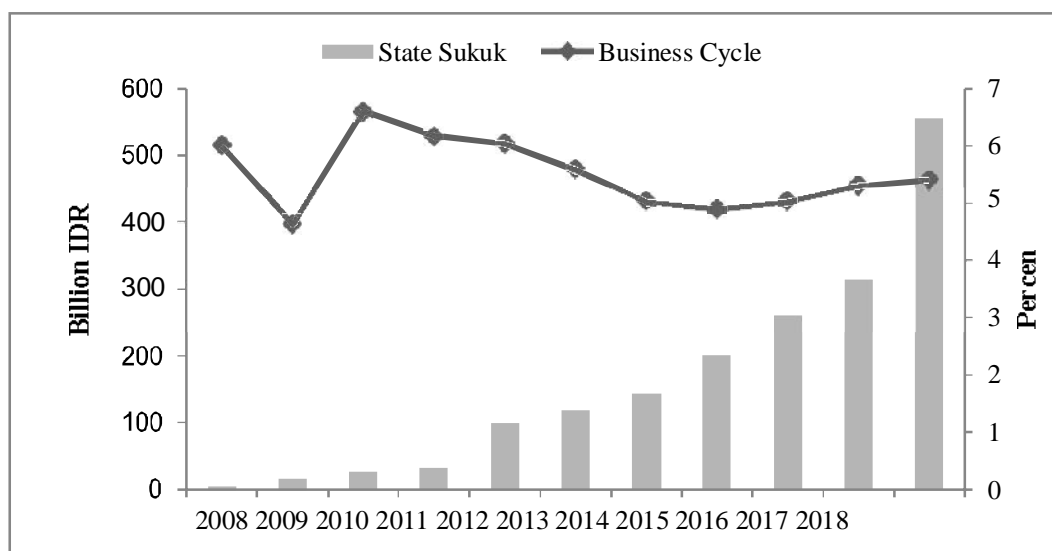
From the estimation result, all the independent variables; business cycle (S<sup>b</sup>), inflation expectancy (P<sup>e</sup>) and budget deficit (Def) are statistically significant. This is viewed from the probability value of the independent variables are higher than 1% and 5%. From the results of T test (probability of T) for business cycle variable is 0.0158. This means that business cycle partially significantly affects the state sukuk supply at 95% of confidence level. While probability of t value for the variables of inflation expectancy and budget deficit respectively equal to 0.0485 and 0.0623. Inflation expectancy and budget deficit partially significantly affect the state sukuk supply. From the F test, the probability of F is (0.008933). This means that business cycle, inflation expectancy and budget deficit simultaneously affect the state sukuk supply at 95% of confidence level.

From the result of the estimation of state sukuk supply model, the coefficient value of business is -5.7068. This means that when business cycles increase (better), the issuance of state sukuk will decrease by 5.7 percent, ceteris paribus. The value of 5.7 can reflect the elasticity of state sukuk and inflation expectancy has the same unit of percent. In other words, the value of 5.7 is higher than 1 which means it is elastic meaning when there is a change in economic movement, state sukuk issuance will be greatly affected because the demand for state sukuk is very sensitive to market changes. When market players perceive that macroeconomic condition deteriorates, there will be a decline in state sukuk price. This can happen because the decrease demand of state sukuk from investors but state-sukuk supply are the same that will lead to excess supply followed by decline in state sukuk price. Similarly, when the market perceives more optimistic macroeconomic conditions, the price of sukuk will increase. Therefore, it is not surprising that coefficient value of business cycle is very large that indicates business cycle is so influential on the psychology of financial market players.

According to Mishkin (2008), when the economy improves (recovery), it will generate people's income because there will be many economic activities and job creation. This revenue increase will encourage people to spend more money including spending their money in securities investment expenditure. This will encourage increase in the issuance of state sukuk.

From the estimation result, there is a contradiction that the increase in economic activities does not necessarily lead to the increase of state sukuk demand and supply. Referring to the theory of consumer behavior, it is seen that consumption behavior of Indonesian people is still dominated by the behavior of spending on consumer goods (consumables). This is referred to the value of Marginal Propensity To consume (MPC) of Indonesian people is above 50%. This is revealed from the research of Bank Indonesia (2017) the MPC of West Java Province was 64.28% in the second quarter and 67.35% the third quarter. This is reinforced by Financial Service authority, findings in the last three years the tendency of people for saving (MPS) is smaller than

MPC (high MPC). This is in contrast to MPS of some Asian countries such as China 48.87%, Singapore 46.73%, Korea 35.11% and Indonesia 30.87% slightly higher than Malaysia at 29.83% (Jatmiko, 2015). MPC of 67.35% means that if there is a 100% increase in income, 67.35% increase in consumption and 32.65% increase for savings. According to Neo Classic theory, the accumulation of new capital (investment) can only be created if there is savings. Thus, if Indonesian people tend to spend more for consumption, the tendency of investment activities included in the securities is difficult to do. The reason why MPC of Indonesia is high is because of the high household consumption in Indonesia to meet the needs of health, education, transportation and food and beverage (Central Bureau of Statistics, 2016).



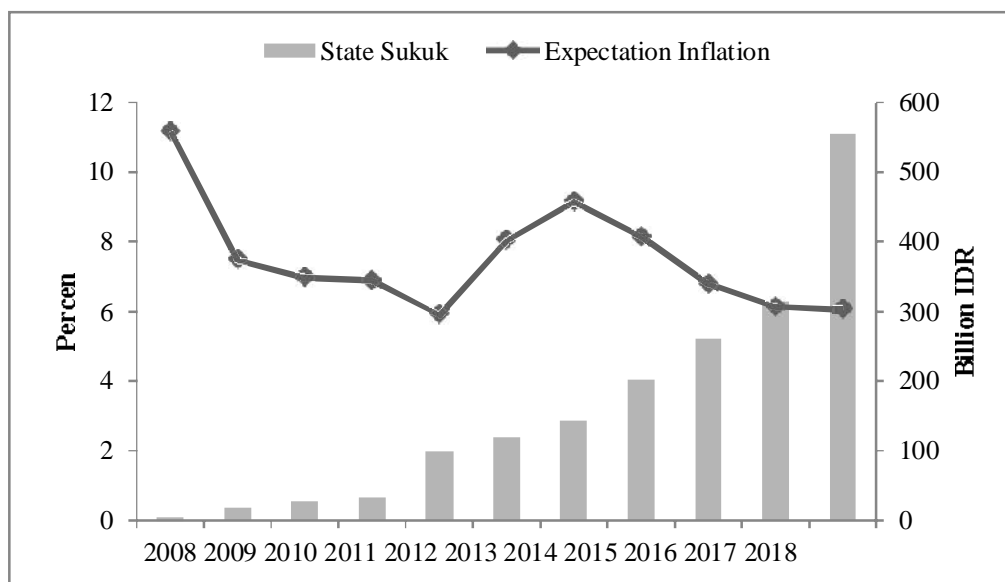
Source: processed from the data from Bank of Indonesia and Ministry of Finance  
**GRAPH 1.** The Development of Business Cycle and the Issuance of State Sukuk

On the other hand, the negative relationship between business cycle and state sukuk offer is due to the increase in income which not only affects the real sector but also the financial market. The increase income will drive up the need for money and increase interest rates. As interest rates rise, the desire for the speculation buying securities falls but the demand for savings increases. In other words, increase interest rates will lead to a reduction in the price of securities in the future. The effect of the decrease demand on securities will be followed by the decline of state sukuk supplies. Therefore, the relationship between business cycle and state sukuk supplies is negative because the increase in income as a result of improved economic conditions that will be followed by an increase in interest rates and a decrease in the price of securities and will put the brakes on investment activity. In 2009, the business cycle greatly declined as the economic crisis has not recovered. At the time of the crisis, Indonesia's foreign debt increased very sharply which had an effect on the occurrence of a large budget deficit. Therefore, the government should seek sources of funding at a low risk and not affected by exchange rate fluctuations. The bond in question is the Sukuk of the retail country. In 2010 business cycles improved, followed by an increase in state retail Sukuk offerings.

## **H2: The Influence of inflation expectation on state sukuk offerings**

Another variable that influences state sukuk supplies is inflation expectancy. From the result of data processing, the value of inflation expectancy coefficient is -1.514. That

is, when inflation expectancy increases by 1%, state sukuk supplies will decrease by 1.5%, ceteris paribus. The response to the decline in state sukuk supply on changes in inflation expectancy is very elastic. Inflation expectancy plays a very significant role in investors' behavior in investments in the future. If people recognize a continuous trend in price increases in the economy situation, inflation expectancy will be high. The effect is that people will behave in ways that will worsen the condition of the real inflation. The expectancy on inflation rate will greatly influence the distribution of types of assets that are owned by a person. When the expectancy of high inflation rate, people has an incentive to transfer their financial assets to real assets such as houses, land, buildings including securities so as not to be eroded by the inflation. On the contrary, when the expectancy of low inflation rate, people will be encouraged to save their funds in financial institutions (savings) as well as investing in productive sectors (Laksmono, 1999). Therefore, when the expectancy of inflation rate increases, the demand for securities rises, which has an effect on the increase of securities supplies (including state sukuk). There is a positive correlation between inflation expectations and securities supplies. Increase inflation will have the opposite effects on state sukuk supplies. This is correlated with Keynes in the theory of liquidity preference, where inflation expectancy has pushed real inflation much higher than if there is no inflation expectancy (Laksmono, 1999). When real expectancy is high, people's needs for money will be higher in order to have the same amount of money as the price of the goods to be purchased. The effect of interest rates will increase which affects the decrease of people's desire to speculate in securities. People will have an incentive for savings rather than buying securities. When inflation expectancy increases, state sukuk supplies decline because the high prices generally will be followed by the increase interest rates due to the excess demand for money.



**GRAPH 2.** The Development of Inflation Expectancy and State sukuk In Indonesia  
 Source: Processed the data of Bank of Indonesia and Ministry of Finance

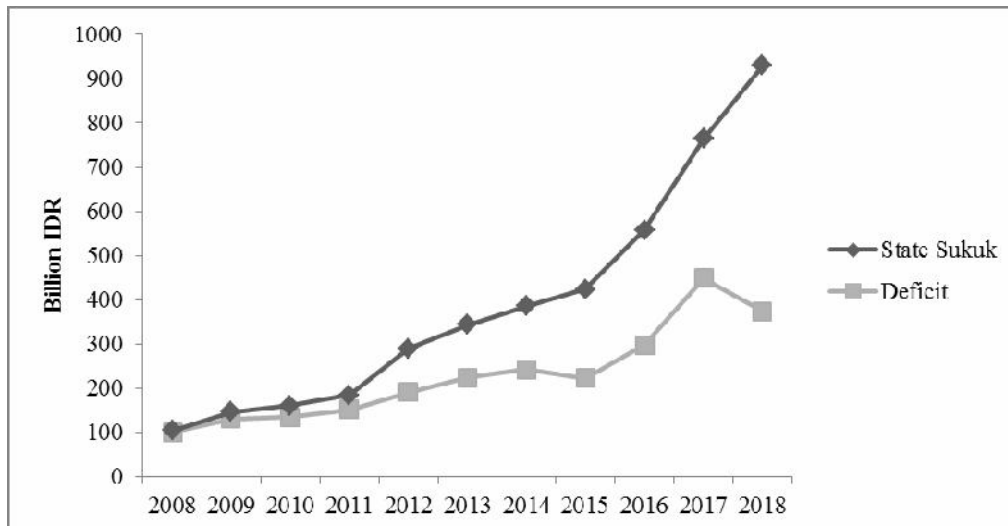
In 2008-2012, inflation expectations continued to decline. In 2012 - 2014 inflation expectations are increasing followed by an increase in state sukuk offerings. Despite the declining business cycle, sukuk issuance continues to increase throughout the year.

### **H3. The effect of budget deficit on state sukuk offerings**

The final variable that affects state sukuk supply is budget deficit. From the estimation result, the coefficient value is equal to 0.837827 meaning that if budget deficit increases, state sukuk supply increases, *ceteris paribus*. However, the coefficient value is less than one or inelastic. State sukuk supply is less responsive to the changes of budget deficit because state sukuk issuance is not only to cover the government's budget deficit but for infrastructure development which has become the burden of the state budget. The issuance of state sukuk requires guarantee assets (*back asset*). The assets can be state-owned assets to be funded by the issuance of state sukuk, such as railway lines, hajj dormitories, underpasses, bypass, ring roads, toll roads and others. It is therefore not surprising that the issuance of state sukuk is less sensitive to the state budget deficit.

According to Chapra (1992) there are four factors that cause budget deficits in capitalist countries (including in Islamic world). While Hyman (1999) has stated that the decision of a country to impose a budget deficit policy because (1) to accelerate economic growth; (2) low purchasing power of the people; (3) equitable distribution of people's income; (4) weakening of exchange rate (5) expenditure due to economic crisis; (6) realization that is deviating from the plan; (7) expenditures due to the inflation. Theoretically, to cover the state budget deficit by adding revenue or reducing the expenditure (Yahya, 2015). There are many ways to cover the deficit; one of them is through foreign debt or borrowing funds from the public by issuing state sukuk. To date, Government uses foreign debt to cover the budget deficit. Nevertheless, foreign debt itself is very sensitive to foreign debt. Therefore, foreign debt cannot be a mainstay to cover the budget deficit. At the time of the economic crisis in 1997, there was a surge in the amount of foreign debt due to the huge exchange rate depreciation that affected the soaring principal debt plus installment payments (Indawan, et al., 2012).

Foreign debt has two sides of the coin. Foreign debt is indispensable for financing sources for both the state and the company, but on the other hand, foreign debt can cause the risk of non-exchange rate. The exchange rates change can give two influences; *effect of Currency* and *effect of competitiveness*. The exchange rate can cause a greater burden of foreign exchange and reduce the company's capital so that it will reduce capital and investment capabilities. In addition, exchange rate depreciation can improve the competitiveness of export products due to the high competitive export prices. The impacts are the increase export volume and national output (Indawan et al., 2012). In Indonesia, the exchange rate changes give the first effect of increasing foreign debt due to the exchange rate difference. This condition will further aggravate the state budget because the obligation to pay the principal debt plus the higher interest even though the government does not create a new debt. Therefore, the government should seek funding alternatives that do not involve interest or exchange rates. One of them by issuing state sukuk. State Sukuk is a financing instrument with 1) minimum cost; 2) controllable risk; 3) continuous management and monitoring of financing risks (Ministry of Financial, 2015). From the picture shows that the state sukuk sovereignty is in line with the increase in budget deficit.



**GRAPH 3.** The Development of State Sukuk and Budget Deficit in Indonesia  
Source: Processed the data published by Ministry of Finance

### The Implications of Sukuk Issuance of State and Foreign Debt on Infrastructure Procurement

This section will explain the implications of sukuk state and foreign debt on infrastructure procurement in Indonesia during the period of 2008-2018 and the position of foreign debt with State Sukuk in the procurement of physical infrastructure. The estimation results as follows:

**TABLE 3.** Result of The Estimation of State sukuk and Foreign Debt on the Procurements of Infrastructure in Indonesia

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	-6.313440	4.942909	-1.277272	0.2576
LSBSN	0.257864	0.114383	2.254378	0.0739
LSBSN(-1)	-0.143395	0.089926	-1.594585	0.1717
LUNLR	1.405050	0.405725	3.463063	0.0180
LUNLR(-1)	0.266283	0.383008	0.695242	0.5179
R-squared : 0.985847		Mean dependent var : 21.18649		
Adjusted R-squared : 0.974525		S.D. dependent var : 0.518713		
S.E. of regression : 0.082791		Akaike info criterion : -1.838138		
Sum squared resid : 0.034272		Schwarz criterion : -1.686845		
Log likelihood : 14.19069		Hannan-Quinn criteria : -2.004105		
F-statistic : 87.07187		Durbin-Watson statistic: 2.414761		
Prob(F-statistic) : 0.000083				

Source: Processed using Eviews Software

Description:

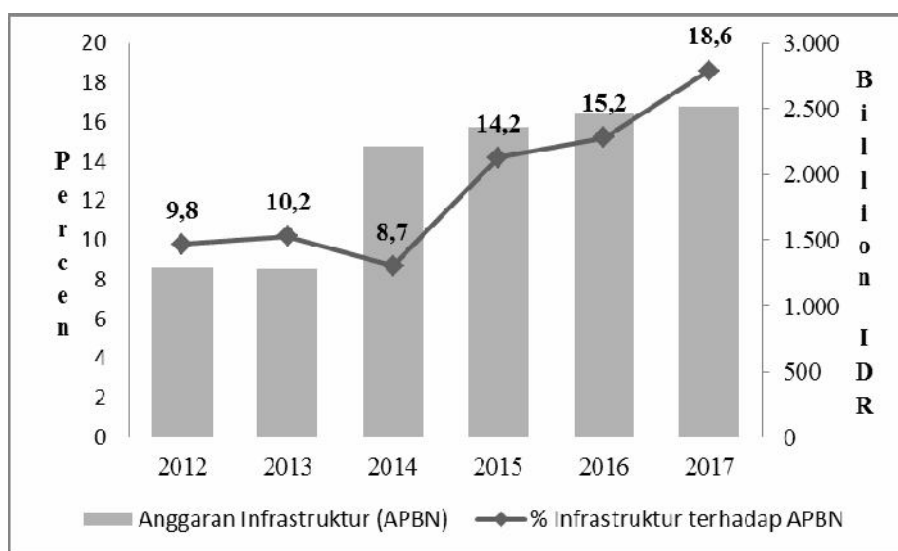
LSBSN : State Sukuk transformed into Natural Logarithm

LUNLR:Foreign debt transformed to natural Logarithm



From the results of model estimation, the SBSN (state sukuk) and foreign debt variables in year (t) have a statistical probability value of 0.0739 and 0.0180 respectively. This means that partially the state sukuk and a foreign debt variable in year (t) statistically significant affects the procurement of infrastructure in Indonesia at 95% of confidence level. Meanwhile, for the state sukuk in the previous year, LSBSN (-1) and the foreign debt LUNLR (-1). Statistically it does not have a significant influence on infrastructure procurement in Indonesia. Furthermore, based on the results of F test, the probability value of the value of F is 0.000083. This means that state sukuk and foreign debt variables significantly affect the procurement of infrastructure in Indonesia.

The coefficient of state sukuk variable is a positive of 0.2578. This means that when the issuance of state sukuk increased by 1% the procurement of physical infrastructure in Indonesia will increase by 0.2578%, *ceteris paribus*. The coefficient value shows that the procurement of physical infrastructure in Indonesia is less responsive to the issuance of state sukuk (inelastic). While the value of foreign debt coefficient amounted to 1.405050. Meaning that if foreign debt increased by 1% the procurement of infrastructure will increase by 1.4050% in *ceteris paribus*. The value of coefficient indicates the response of infrastructure procurement in Indonesia is very high to the change of foreign debt (elastic). If the coefficient of sukuk state compared with foreign debt, the development of physical infrastructure in Indonesia is more response to foreign debt than the issuance of state sukuk. However, it does not mean that state sukuk is less important than foreign debt. In this case there must be a paradigm shift from financing projects with foreign debt to the optimalization of public funds (state sukuk). The reason is because there is a lot of evidence that foreign debt is very vulnerable to the occurrence of mismatch currency and interest rates so that there is the risk of increasing the burden of foreign debt. Therefore, the development of various Islamic money market instruments has become an additional source of alternative funds for infrastructure development in Indonesia.

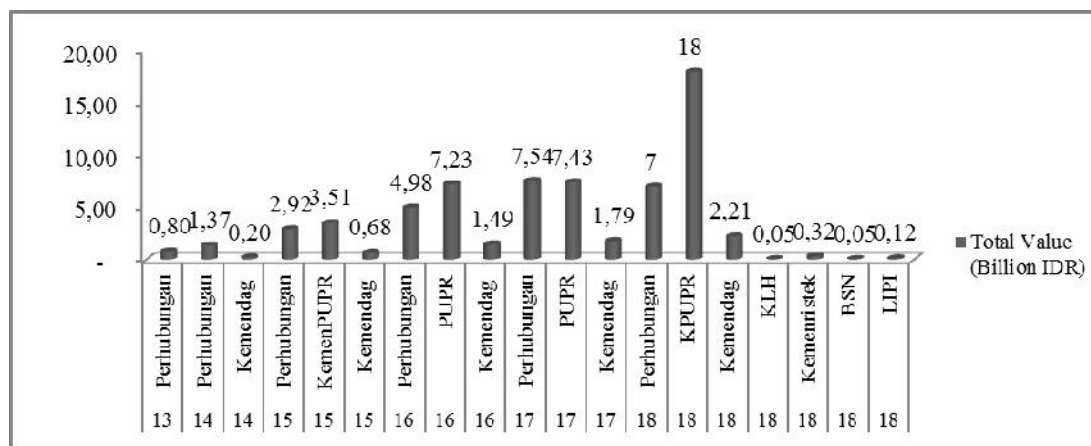


Source: Processed data of Ministry of Finance

**GRAPH 4.** The Development of The percentage of Infrastructure and Infrastructure budget in Indonesia's state budget

Based on data publication by Ministry of Finance, the demands for funds for the infrastructure procurement keep increasing from year to year. The proportion of state

sukuk financing for infrastructure on total budget deficit is to continue to increase. In 2014, the proportion of sukuk financing of the sukuk state for infrastructure to the total new budget deficit was 2%, but by 2017 the proportion increased to 7.33%. This means that the role of sukuk state continues to increase. Sukuk state is a very strategic financial source for the infrastructures in the economy. The following is the development of infrastructure financing by state sukuk in Indonesia.



Source: Processed data of Ministry of Finance

**GRAPH 5.** The Development of the uses of Sukuk Fund as Infrastructure Procurements Finance

The development of state sukuk financing for physical infrastructure from year to year has continued to increase. In 2013, 800 billion IDR used by the Ministry of Transportation for the construction of double track Cirebon-Kroya. In 2018, 22.53 trillion rupiahs of state sukuk used by five ministries, namely Ministry of Transportation, Ministry of Public Works and Housing (PUPR), Ministry of Religious Affairs, Ministry of Forestry and Environment, Kemenristek (Ministry of Research ,Technology and Higher Education), BPS (Central Bureau of Statistics) and LIPI. The types of infrastructure funded by the state sukuk vary from double track development, toll road, bypass, underpass, bridge, hajj boarding house, bale marriage, national park development, and university building development to laboratory development (Ministry of Finance, 2017). The infrastructure development areas include Jabodetabek, Central Java, East Java, Sulawesi, Kalimantan, Maluku, NTB to Papua. Although, the amount of state sukuk funds is still very small compared to the need for funds for infrastructure development, the trend is it continues to increase. Therefore, state sukuk can be a complement of foreign debt. The hope is that the country will have more funds that can be collected from the issuance of state sukuk and will diminish the country's dependence on foreign debt in the future.

## CONCLUSION AND POLICY IMPLICATION

From the previous discussion, the conclusions are:

1. Of the three determinants factors of state sukuk offerings, the three factors are business cycle, inflation expectancy and budget deficit statistically significantly affects state sukuk offerings. Regarding the type of elasticity, business cycle variable and inflation expectancy are elastic. While the budget deficit is inelastic to the issuance of state sukuk. This means that the issuance of sukuk is very sensitive to the changes in business cycle and inflation expectancy and is less sensitive to the state budget deficit.

- 2 From the infrastructure procurement model, state sukuk and foreign debt statistically significantly affect the procurement of physical infrastructure. The procurement of infrastructure is much more sensitive to foreign debt than the issuance of state sukuk. However, this does not mean the government must stop the issuance of state sukuk. The government should continue to socialize the existence of state sukuk so that the issuance of state sukuk will be larger and can substitute the existence of foreign debt for the infrastructure procurements in Indonesia.

## **POLICY IMPLICATION**

The need for infrastructure development requires enormous funds. On the other hand, the government also faces an increasing budget development deficit. Therefore, the acceleration of sukuk issuance becomes a very urgent thing to do and the government must continue to socialize and educate in various circles including conventional and sharia microfinance institutions.

## **FUTURE RESEARCH**

Research on the preference of microfinance institutions on state sukuk becomes important to identify the interest of microfinance institutions to allocate their assets to state sukuk

## **REFERENCES**

- Abubakar, Lastuti & Tri Handayani, (2017), "Kesiapan Infrastruktur Hukum Dalam Penerbitan Sukuk (Surat Berharga Syariah) Sebagai Instrumen Pembiayaan Dan Investasi Untuk Mendorong Pertumbuhan Pasar Modal Syariah Indonesia," *Jurisprudence*, Vol. 7 No. 1 Juni, 68-88
- Anik Anik, Iin Emy Prastiwi, (2017), "Pengembangan Instrumen Sukuk Dalam Medukung Pembangunan Infratraktur," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, Vol. 3 No. 3, 173-180
- Anwar, Muslimin dan Tevy Chawwa, (2008), "Analisis Ekspektasi Inflasi Paska ITF," *Working Paper*, September, Jakarta: Bank Indonesia
- Azwar, (2014), "Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal Dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Perkembangan Perbankan Syariah Di Indonesi," *Jurnal of Info Artha Sekolah Tinggi Akuntansi Negara (STAN)*, Vol.II No. 12, 1-21
- Bank Indonesia, (2017), "Regional Economic and Financial Review of West Java Province," February, Jakarta: Bank Indonesia
- Berndt, E. & Hansson, B., (1992), "Measuring the Contribution of Public Infrastructure Capital in Sweden," *The Scandinavian Journal of Economics*, 94, pp.151-168.
- Boumediene. Aness, (2015) "Financing government budget deficit as a liquidity risk mitigation tool for Islamic Banks: A dynamic approach", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 8 Issue: 3, pp.329-348
- Central Bureau of Statistics, (2016), "Executive Summary of Population Expenditure and Consumption of Indonesia," September, Jakarta: Badan Pusat Statistik

- Chapra, M. Umer, (1992),” *Islam and The Economic Challenge*,” United Kingdom: The Islamic Foundation and The International Institute of Islamic Thought
- Chapra, M. Umer, (2001),” *The Future of Economics, an Islamic Perspective*,” Jakarta: SEBI
- Christ, Carl, (1979),” On Fiscal and Monetary Policies and the Government Budget Restraint,” *American Economic Review*, Vol.69, 526-38.
- Detragiache, Enrica, Gupta, Poonam and Tressel, Thiery, (2005),” Finance in Lower-Income Countries : An Empirical Exploration,” *Working Paper*. No. 05 No.167, Washington: International Monetary Fund).
- Dornbusch et.al., (2008),” Makroekonomi ,” Edisi Bahasa Indonesia. PT.Media Global Edukasi. Jakarta.
- Easterly, William, and Klaus Schmidt\_Hebbel, (1994),” *Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance : A Synthesis ,In public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*,” edited by William Esterly, Carlos A. Rodriguez and Klaus Schmidt Hebbel.
- Eberts, R.W., & Michael S. Fogarty, (1987).” The Relationship Between Local Public & Private Investment,” *Working paper*. No. 8703 (Federal Reserve Bank, Cleveland, OH).
- Evans, R. Gary R., (2011),” *Business Cycles in Data*.” Mudd Economics
- Hariyanto, Heri, (2017),”*Peran Strategis Sukuk Negara. Direktorat Pembiayaan Syariah*,” *DJPPR*, Jakarta: Kementerian Keuangan. <http://www.djppr.kemenkeu.go.id>
- Hutabarat, Akhis R. (2005),” Determinan Inflasi Indonesia,” *Occasional Paper* No. 06, Jakarta: Bank Indonesia
- Hyman, David N., (1999),” *Public Finance*,” London: Dryden Press
- Indawan, Fiskara, Sri Fitriani, Indrian Karlina, Melva Viva Grace, (2012),”*Pengaruh Perlindungan Nilai Tukar terhadap Utang Luar Negeri dan Kinerja Perusahaan: Bukti Dari Data Panel*,” Jakarta: Bank Indonesia
- Jatmiko, Bambang Priyo, (2015),” Orang Indonesia Makin Konsumtif,” <https://nasional.kompas.com>.
- Jhingan, M.L., (2007),” *Ekonomi Pembangunan dan Perencanaan*,” Edisi 1. Cetakan Ketujuh. Rajawali Pers. Jakarta
- Kahf, Monzer, (2005),”*Ekonomi Islam (Telaah Analitik terhadap Fungsi Sistem Ekonomi Islam*,” Yogyakarta: Pustaka Pelajar
- Karim, Adiwarmar, (2007),”*Ekonomi Mikro Islam*,” Edisi Ketiga. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada
- Khan, Mohsin S. & Manmohan S. Khummar, (1997),” Private Investment & Growth Process in Developing Countries,” *Oxford Bulletin of Economics & Statistic*, Vol. 59 No. I
- Ministry For Public Works and Human Settlements (2016), Preparation of Development Outlook and Infrastructure Competitiveness Index," Regional Infrastructure Development Board, Indonesia: PUPR
- Ministry of Finance, (2015), "State Sukuk: Sharia-Based Financial Instruments," Second Edition. Cooperation Directorate of Sharia Financing, DJPPR, Ministry of Finance with Asian Development Bank., Jakarta: Ministry of Finance
- Laksmo, Didi R., Suhaedi, Bambang Kusmiarso, Agnes I, Bambang Pramono, Erwin Gunawan Hutapea, Sudiro Pambudi, (2000),” Suku Bunga sebagai Salah Satu Indikator Ekspektasi Inflasi,” *Bultein Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Maret, Jakarta: Bank Indonesia

- Mankiw, N. Gregory, (2003),”*Teori Makroekonomi*,” Edisi Keempat. Jakarta: Erlangga
- Makuyana, Carikai. (2016),” Public And Private Investment And Economic Growth: A Review,” *Journal of Accounting and Management*. Vol. 06; No. 02; page 25 - 42
- Maski, Ghozali. (2010),” Analisis Keputusan Nasabah Menabung: Pendekatan Komponen dan Model Logistik Studi Pada Bank Syariah Malang,” *Journal of Indonesian Applied Economics*. Vol. 4 No. 1, Mei; 43-57
- Merriman, D., (1990),” Public Capital and Regional Output: Another Look at some Japanese and American Data,” *Regional Science and Urban Economics*, Vol 20 No. 4 pp.437-458.
- Mishkin, Frederic S, (2008),” *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*,” Edisi Sembilan, jilid 2, Jakarta: Penerbit Salemba Empat
- Putri, Luh Putu Awandari, I Gst. Bgs. Indrajaya, (2016),” Pengaruh Infrastruktur Investasi dan Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kesejahteraan Masyarakat melalui Kesempatan Kerja,” *E-Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Bali: Universitas Udayana. Vol. 5 No. 12
- Sahroni, Oni, (2018),” Sukuk Negara dalam Fatwa DSN,” *Paper*, Jakarta: OJK
- Samuelson, Paul A. & William D. Nordhaus., (2003),” *Makro Ekonomi*,” Jakarta: Erlangga,
- Sugiyono, (2012),”*Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*,” Bandung: ALFABETA
- Sukirno, Sadono, (2003),” *Makroekonomi Teori Pengantar*,” Edisi Ketiga, Jakarta: Rajawali Pers
- Sunariyah, (2003),” *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*,” edisi ketiga, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- The World Bank, (1994),”*World Development Bank Report 1994: Infrastructure for Development*,” New York: Oxford University
- Wang, B., (2005),” Effects of Government Expenditure on Private Investment: Canada Empirical Evidence,” *Empirical Economics*, Vol 30 No. 2 , pp.493-504
- Yahya, Muchlis, (2015),”Analisis Normatif Kritis Kebijakan Pemanfaatan Obligasi Syariah (Sukuk) Dalam Menutup Defisit Apbn,” *Jurnal Conomica*. Vol. VI , No 2, Oktober

# **LAMPIRAN 3.**

Buki Submit artikel ke Internasional Conference Business  
Administraion in Parahiyangan University

## LAMPIRAN SUBMIT ARTIKEL KE INTERNATIONAL CONFERENCE BUSINESS ADMINISTRATION

Selamat Sore

Perkenalkan saya Ima Amaliah dari Prodi Ilmu Ekonomi Unisba. Saya ingin menanyakan beberapa hal ttg ICBA:

1. Templet article, apakah sudah ada?
2. Jika penulis dalam paper ada 2 orang dan kedua2nya ingin mendapatkan sertifikat presenter, apakah bayarnya 2? apakah sama bayarnya (Rp. 1 juta untuk earlybird?)
3. Jika kami hanya ingin ikut presentasi dan tidak ikut conference apakah bisa?
4. Jika artikelnya menyangkut sukuk negara apakah bisa?

Terima kasih atas perhatiannya

salam

ICSBA FISIP <[icba.info@unpar.ac.id](mailto:icba.info@unpar.ac.id)>

May  
15

to me

Yth.

Ibu/Sdri Ima Amaliah

Terima kasih sudah menghubungi kami dan mohon maaf atas keterlambatan dalam membalas email.

Berikut jawaban atas pertanyaan dari Ibu/Sdri. Ima.

1. Untuk extended abstract tidak ada template khusus dan hanya diminta 500 kata saja. Batas pengumpulan 2 Juli 2018.

Tulisan yang **telah diterima untuk mengikuti conference** (presentasi) **berkesempatan** untuk dipublikasikan dalam IJBG atau SEJ. Ketentuan dari IJBG/SEJ akan kami posting selanjutnya di website [icba.unpar.ac.id](http://icba.unpar.ac.id)

2. Presenter membayar 1jt untuk **satu tulisan** dan mendapatkan sertifikat presenter. Non-presenter dapat mendaftar sebagai participant.

3. International conference diselenggarakan 3 hari.

Hari ke-1 : keynote speakers & talkshow pentahelix

Hari ke-2 : conference (diskusi panel)

Hari ke-3 : best practice visit & city tour (free untuk presenter)

4. Tema besar international conference adalah "Peran Kewirausahaan Sosial di Era Digital Dalam Mencapai Tujuan Pembangunan Berkelanjutan" (***The Role of Social Entrepreneurship in Digital Era in Achieving Sustainable Development Goals***), dengan sub tema yang terbagi dua : Social Entrepreneurship Track dan Special Track.

Apabila topik tulisan Ibu/Sdri. Irma menyangkut sukuk negara dan perannya dalam kewirausahaan sosial, tentunya dapat masuk ke SE Financing and Funding. Apabila tidak menyangkut SE, dapat masuk ke special track : quintuple/penta helix (in general) atau digital economy.

Demikian informasi yang dapat kami berikan. Sekali lagi mohon maaf atas keterlambatan dalam menanggapi email dari Ibu/Sdri. Ima. Semoga dalam waktu dekat kami dapat menerima tulisan Ibu/Sdri. Terima kasih.

Hormat kami,

Panitia ICBA 2018



ima amalia <amalia.razi@gmail.com>

May  
15

to ICSBA

Terima kasih atas segala informasinya.

Salam

---



ICSBA FISIP

Jun 29 (7  
days ago)

to me

Yth. Ibu Ima Amalia

Terima kasih untuk partisipasinya. *Paper* milik Ibu sedang dalam proses review dan Letter Of Acceptance kemungkinan besar Rabu depan sudah ada.

Apabila akan melakukan pembayaran, silahkan mentransfer dengan harga early bird Rp 1.000.000 per paper (harga setelah 30 Juli Rp 1.500.000 dan Rp 1.000.000 untuk paper ke-2 dengan presenter yang sama). Harga tersebut diluar biaya akomodasi dan transportasi. Dan apabila Ibu berstatus mahasiswa, akan mendapatkan harga khusus mahasiswa seperti yang tercantum pada poster dengan menyertakan surat keterangan dari Universitas.

Biaya pendaftaran dapat di transfer ke rekening BCA KCP Pasirkaliki Bandung acc. no : 848-0020-635 a.n Dian Sadeli dengan berita : ICBA\_(nama peserta)

Bukti transfer silahkan dikirimkan melalui email ini dengan judul email : BUKTI PEMBAYARAN

Atas perhatian dan kerjasamanya kami ucapkan terima kasih.

Salam,

Panitia ICBA 2018

# DETERMINANT OF STATE SUKUK OFFERINGS TO INFRASTRUCTURE PROCUREMENTS IN INDONESIA

**Ima Amaliah**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: Ima@unisba.ac.id

**Tasya Aspiranti**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: de\_tasya@yahoo.com

**Ade Yunita Mafruhah**

*Faculty of Economic and Bussines, Islamic Bandung University*  
Email: de\_tasya@yahoo.com

**ABSTRACT:** *The objective of this study is to identify the factors that determine the state sukuk (Islamic bond) offer and its implications to the physical infrastructure procurements in Indonesia. This study used the least squares method. The data used was secondary data published by the Ministry of Finance, Bank of Indonesia and Statistic Bureau. Study scope is Indonesia in 2008 to 2018. From the data processing, business cycle variables, inflation expectancy and budget deficit statistically influence the state sukuk offerings in Indonesia. The biggest factors that influence state sukuk offerings are business cycle followed by inflation expectancy and budget deficit. The state sukuk offerings have implications to the procurement of infrastructure despite its influence being smaller than foreign debt. However, foreign debt is not a substitute for state sukuk. Foreign debt is a compendium for state sukuk in the procurement of physical infrastructure in Indonesia.*

**KEYWORDS:** Business Cycle, Inflation Expectancy, State Sukuk, Budget Deficit, Infrastructure Procurements

## INTRODUCTION

According to Keynes, investment is one of the factors that determine national expenditure (Mankiw, 2003). Sharia securities are one of the investment instruments in the real estate sector. Thus, the greater the sharia securities issued by companies and government, the greater the investment activity will be. This leads an increase in aggregate outputs which can give further effects to the increase of job opportunity, reduction of unemployment rate and decrease poverty in economics.

The development of sharia securities in Indonesia has become an alternative source of funding for the government to encourage investment growth, especially for physical investment to reduce economic growth gaps between regions. In the symposium of Higher Education Institutions (Network 1) in 2016, it was revealed that the funding for infrastructure development in Indonesia is a large amount of money, considering the quality of Indonesia's infrastructure is relatively low compared to other countries such as Singapore, Japan, China and India. Based on World Economic Forum (2013) in Indonesia Minister For Public Works and Human Settlements (2016), the highest ranking of infrastructure development for Asia was achieved by Singapore. Singapore ranked in the second place from 144 countries in the world with a score of 6.5 (scale

1: low - 7: high). Meanwhile, the overall quality of Indonesia's infrastructure is ranked 92th with score of 3.7 for the road quality, ports, and electricity offer. Indonesia was above the Philippines (98), but under India (87) and China (69), South Korea (22) and Japan (16). The poor quality of Indonesia's infrastructure is one of the reasons for the high cost of logistics and uncompetitive. This can be seen from the index of Indonesia's logistics performance in 2014 was only around 3.08 (scale 1: low-5: high). Indonesia's was after Malaysia (3.59) and South Korea (3.67) (Putri et al, 2016).

Based on Directorate General of State Assets (DJKN) publication data from the Ministry of Finance (2018), the state sukuk allocation for physical infrastructure development such as toll road, double track, hajj Dormatory, flyover, underpass, bypass with total value of 7.13 trillion IDR (2015), 13.67 trillion IDR (2016), 16.76 trillion IDR (2017) and 22.53 trillion IDR (2018) (Sahroni, 2018). The development of infrastructure financing by using state sukuk shows an increasing trend. This is one of the solutions to improve the physical infrastructure procurement performance in Indonesia. Infrastructure development is an urgent need for the acceleration and growth of the economy of Indonesia (Abubakar et al.,2017; Anik et al.,2017).

The issuance of state sukuk has become an alternative physical infrastructure financing and can also be used to cover the budget deficit by the government. So far, the state budget deficit has been covered by taking foreign debt, however, this is too risky because it is very vulnerable to exchange rate fluctuation. Exchange rate depreciation exacerbates the government budget deficit due to the increase loan costs and debt repayments. The issuance of sukuk countries is a low-risk funding alternative. Given the relationship between the state sukuk, the budget deficit and the procurement of infrastructure above, the authors are interested in examining the influence of budget deficit, inflation expectancy and business cycle on the offer of state sharia bonds and their implications for the procurements of physical infrastructure in Indonesia.

## **LITERATURE REVIEW**

The financial sector plays an important role in promoting economic growth if it can direct the financial resources to the sector that most needs it. The development of a financial system that is capable of performing its functions effectively and has high resilience is a strategic step in supporting the acceleration of economic recovery and maintaining macroeconomic stability. Economic development is closely linked to economic growth. Economic development will encourage economic growth and economic growth will accelerate the process of economic development. According to Sukirno (2007), economic development is a series of business activities which promote an economic situation to develop economic activities so that more infrastructures are created, more companies are helping to develop higher level education and improve technology. Several studies recognized two possible relationships between the development of financial sector and economic growth, namely the hypothesis of demand following and offer leading. Demand following hypothesis reveals that the low growth in financial sector indicates a weak demand for financial services. As the real sector grows, the demands for financial services increase, resulting in many investment activities that can stimulate the economic growth. While offer leading hypothesis reveals that the development of financial sector will encourage the growth of real sector. The development of institutional and

financial markets will increase the offer of financial services (demand for services by entrepreneurs and investors) leading to real economic growth. In this case, leading offer hypothesis has two functions: to transfer resources from the traditional sector to the industrial sector and to encourage the entrepreneurs' response to the industrial sector (Maski, 2010).

The development of financial systems will produce many financial instruments that can be an investment alternative for investors. The large number of financial instruments will provide many investment options for the public. According to Samuelson (2004), investment is the addition of capital stock or goods in a country such as buildings, production equipment and inventory items within one year. Furthermore, economic theory defines investment as government expenditure to purchase capital goods and production equipment in order to replace and especially to increase the capital goods that will be used to produce goods and services in the future. Investment is an investment for one or more assets owned and it is usually for a long term period in the hope of getting profits in the future (Sunariyah, 2003: 4). From the Islamic point of view, investment activities must not only involve the addition of new capital goods but also involve the real sectors. Therefore, the addition of new capital has not been said to be investment if the real sector is not affected by investment activities (Karim, 2007).

In Neo Classic theory, investment is the source of economic growth. Investment is performed if there is a savings. Therefore, according to this theory, the accumulation of new capital can only be done if there is saving activity. The faster the development of investment compared with the population growth, the faster the development of the volume of average capital stock per worker. Furthermore, Harrod-Domar reveals the importance of capital formation which is regarded as an expenditure that will increase the ability of an economy to produce goods and services, as well as expenditures that will increase the effective demand of the whole society (Jhingan, 2007). When there is a formation of new capital, the economy has the ability to produce goods and more services in the future (Sukirno, 2007: 256-257).

Sharia Securities or state sukuk is one instrument that can be used by investors to make an investment. State sukuk helps to flow the fund from the surplus (society/public) to the deficit party (government). According to Act 19 of 2008, state sukuk (SBSN) is a state securities issued under sharia principles, as evidence of the share of the sukuk assets in both Indonesian currency (IDR) and foreign currency. State sukuk is a potential source of funds for development. State sukuk requires underlying assets as the basis for the issuance and are issued with settlement. The issuance of state sukuk is intended to finance the state budget deficit and to finance the construction of many projects. Underlying assets are the assets that are used as objects or transactions basis in relation to the issuance of sukuk. In the absence of underlying asset of securities issued will be the same as debt instruments. Underlying assets in the issuance of sukuk of state in the form of objects of state sukuk financing or state property (BMN) with economic value of land and / or building or other than land and / or building (Ministry of Finance, 2015). The definition of state property is all goods purchased or obtained at the expense of state budget (APBN) or derived from other legitimate acquisition. The state sukuk type includes Islamic Fixed Rate (IFR), State Retail Sukuk (SR), and sukuk saving (ST), shariah treasury sukuk (SPNS), Indonesian Sovereign sukuk (SNI), Indonesian hajj sukuk (SDHI) and

Project Based Sukuk (PBS). This research used the total issuance of state sukuk from the period 2008 to January 2018.

Currently, the issuance of state sukuk has become the main financing instrument, in addition to the existing financing instruments that are Government Debt, Securities, and direct loans. Although it is a new instrument, the existence of state sukuk does not overlap with other financing instruments. State sukuk strengthens the ability of the government in financing budget deficit. Budget deficit is the gap between state revenues and expenditures (Khaf, 2005). The budget deficit is usually solved by encouraging increased revenues or lowering spending, giving loans to communities, borrowing some loans from banks and from other countries. Furthermore, Chapra (1992) mentioned that budget deficit is caused by four things: high spending of defense sector, high subsidies, large public sector spending and inefficient spending and corruption (Yahya, 2015).

The government has many options in determining the combination of its financing instruments so that the government can make an effort to have the lowest debt costs (Heriyanto, 2017). This is in line with the policies of member countries of the Organization Islamic Country (OIC); budget deficit is funded by borrowing interest from the Central Bank or other loans by issuing debt-based instruments. However one of the main causes of financial instability is financing the budget deficit with securities or fixed interest-based assets (Christ, 1979 and Searth, 1979 and Chapra, 2001).

Budget deficit funding by issuing state sukuk becomes an alternative for most of the developing countries today. An increased stock of state bonds is influenced by offer and demand. On the demand side, the increase in domestic bond stocks stems from increased outlets for investment instruments for companies and banks. In addition, the relatively low interest rates in industrialized countries and the stable emerging market economy push up the demand for government bonds. While on the offer side, the financial crisis and bank recapitulation program contributed significantly to the increase in government domestic debt which resulted in an increase in the issuance of state securities (Azwar, 2014). So far, government has used soft loan to cover the budget deficit. The previous studies identified that the impacts of financing budget deficit with soft loan has resulted in financial repression (high real interest rates) (Easterly et al, 1994) as well as the crowding out effect in the economy (Detragiache, 2005).

According to Miskhin (2008) there are several factors that influence corporate bonds and or state bond offers, namely inflation estimates, business cycle and government budget. Inflation is a tendency to increase the general price level that occurs continuously. According to Philips curve there are three factors that affect inflation; inflation expectancy, unemployment deviation from the natural rate and offer shock (Anwar and Chawwa, 2008). In term structure theory, inflation expectancy in future inflation can be seen from the development of the bank's nominal interest rates. According to Fisher, nominal interest rates reflect real interest rates plus inflation expectancy ( $i = i_r + \pi^e$ ) or inflation expectancy are the difference between nominal interest rate and the real interest rate (Laksmo, et al., 1999; Miskhin, 2008). At a certain interest rate, when the inflation forecasts increase, the real interest rate falls and the price of securities will be higher in the future. The effect of offer and demand of the obligations bonds increase. However, in fact the formation of inflation is much

influenced by inflation expectancy. This means that the actual inflation that occurs will be higher because there is influence from inflation expectancy (Hutabarat, 2005). The high actual inflation will encourage the rising demand for money that will lead to the increase in interest rates. At a time when interest rates are high, people tend to save and reduce the activity of speculation, so the demand for the bonds is lower and the offer of bonds will also lower. Thus, the relationship between inflation expectations and state sukuk offers is negative. Although Islamic bonds do not involve interest, in reality an investor still considers interest as a comparative variable of the cost to spend from borrowing a certain amount of funds in the future.

In addition to inflation expectations, other factors that influence bond offers are business cycles. Business cycle is the upward movement of the economy. Business cycle has different timescale for each country. Business cycle also depends on the economic system adopted by each country. Business cycle can be for short, medium or long term period. According to Dornbush (2008), business cycle consists of four phases namely: 1) Increased movement (recovery). 2) Peak; 3) recession; and 4) the lowest point (trough). At a time the economy is in a recovery period, employment opportunities begin to be exposed, which has an effect on the increase in people's purchasing power. The improvement of revenue will boost the demand in bonds and impact on the increase of bond offers. There is a positive relationship between business cycle with the offer of state sukuk. But on the other hand, the growth of the economy will encourage the increase need for money. If the money offer remains stable, there will be an excess demand for money that affects the increase in interest rates in money market. An increase interest rate will cause the decrease speculation on money demand. This means that demand for bonds will decrease, which will have an effect on the decrease of bond offer. Thus, the relationship between business cycle and state sukuk offer is negative. Business cycle is an economic phenomenon that is generally measured by the real growth rate of Gross Domestic Product (GDP) (Evans, 2014). Therefore, data that can be used as a proxy for the business cycle is the data of economic growth rate.

The last factor that affects state sukuk offer is government budget. Government activities can affect state sukuk offers in several ways. The government issues bonds to finance the budget deficit. The issuance of the state bonds is to cover the shortage of funds that can be used to finance the infrastructure. When the deficit swells, the government will sell more bonds (state sukuk) and the amount of bonds (state sukuk) that are offered at each price will increase. The bonds offer curve will shift to the right (Mishkin, 2008)

The presence of state sukuk does not mean that all physical infrastructures can be fulfilled. Therefore, it is necessary for the private sectors to provide various infrastructures that cannot be fulfilled by the government. In Eberts and Fogarty (1987); Merriman (1990); Berndt and Handson, (1992); Wang (2005); Makuyana (2016) public investment spending can facilitate the formation of new capital and hence, the economy grows through its impact on various economic activities of the public sectors. Public investments in infrastructure projects often increase the marginal productivity of public investment. The available infrastructure cores can lower the cost faced by public sector companies. This structure will create a new capital formation for private sector and output growth (Makuyana, 2016). The existence of a well-built public infrastructure will lower the business costs of private companies. Increased public sector investment financed by the loans from internal and

external financial markets can lower the rate of private sector capital formation (Khan and Kumar, 1997).

### **Business Cycle and State Sukuk Offer**

Business cycle shows the ups and downs of the economy. According to Mishkin (2008) when the economy goes up there will be numbers of new jobs that can give incomes to the society. The ability of the community to spend their money including buying bond investment will increase and it will affect the increase in securities offer (state sukuk). However, on the other hand, an increase in income will bring up the need for money and impact on increasing interest rates. Keynes has stated that this condition will lower the speculation of securities and leads to the lower demand of securities and finally the securities offers will also be lower.

### **Inflation Expectancy and State Sukuk Offer**

Inflation expectancy is a factor that causes the increase real inflation rate. The inflation expectancy in the future can be seen from the growth of bank nominal interest rate (Laksmono, et al., 1999, Miskhin, 2008). At a certain interest rate, when inflation forecasts increase, the real interest rates decline and the price of securities will be higher in the future. The effects of offer and demand increase. However, in fact the formation of inflation is much influenced by inflation expectancy. This means that the actual inflation that occurs will be higher because there is influence from inflation expectancy (Hutabarat, 2005). The high actual inflation will encourage the increase demand for money that will lead to increase interest rates. When interest rates are high, people tend to prefer saving and reducing speculative activities, so demand for bonds drops and bond offers lower.

### **Budget Deficit and State Sukuk Offer**

The budget deficit policy adopted by the government has made more burdens for the government because the government uses foreign debt to cover the government's deficit. In fact, foreign debt itself is very vulnerable to the currency differences. Therefore, the government has been looking for a new source of funding which is state sukuk that is free from changes in exchange rates. The more state sukuk issuance by the government, the more funds that can be used to cover budget deficit. Although the mechanism is through the development of physical infrastructure.

### **State Sukuk and Physical Infrastructure Procurements**

State Sukuk is an alternative funding that can be used by the government to finance physical infrastructure in Indonesia which is in poor quality (World Bank, 1994). The use of state sukuk is much safer and the risk is lower because the issuance of sukuk is guaranteed by the assets to be financed by the sukuk itself. State sukuk is not affected by fluctuations in exchange rates and interest rates. The greater the need for infrastructure, the more state sukuk will be offered by the government. Public investments in infrastructure projects often increase the marginal productivity of public investments and output growth (Makuyana, 2016).

### **Foreign Debt and Infrastructure Procurement**

To date the government has used soft loan (foreign loan) to cover the budget deficit. Foreign loan is taken because of the insufficient funds source for the large numbers of

infrastructure projects. To accelerate economic growth, the government has created budget deficits by creating foreign debt. The more foreign debt the more physical infrastructure that can be financed so that the aggregate outputs will increase due to the investments. However, financing the budget deficit with soft loan has resulted in financial repression (high real interest rates) (Easterly et al, 1994) and the crowding out effect in the economy (Detragiache, 2005).

## **METHODOLOGY**

This research are analyze by quantitative descriptive and verification by survey literature method. Data type used in this research are secondary data published by the Ministry of Finance, Bank of Indonesia and and Central Bureau of Statistics during the period 2008 to 2011. This research used the least squares regression analysis model.

### **Data Analysis Technique**

OLS is the most commonly used regression function estimation model. OLS must meet the Line of Best Fit or the sum of squares of the deviation between the observation points and the regression line is minimum. The assumptions in the linear regression model of estimate results must meet BLUE assumptions of Best, Linear, and Unbias Estimator. Therefore, before analyzing the state sukuk offer model and its implication in the fulfillment of infrastructure requirements, classical assumption test is heteroscedasticity test, autocorrelation test, normality test and linearity test.

### **Variables Operationalization**

The data used in this study is the total real value of state sukuk issuance as a proxy for state sukuk offer, Economic Growth Rate as a proxy for business cycle. The nominal of three month fixed deposit Interest rate of Commercial Bank as a proxy for inflation expectancy, Total real value of budget deficit, Total real value of government foreign debt and total value of government budget (APBN) allocation for infrastructure procurements. The real value is obtained by dividing the nominal value by Consumer price index (CPI).

### **Model Testing**

Before conducting an analysis on the estimation result of the state sukuk supplys model, the model will be tested to ensure that the model that is used meet BLUE (Best Linear Unbias Estimator) assumptions (Gujarati, 2003). To fulfill these assumptions, we performed the classical assumption test that consists of heteroscedasticity test, autocorrelation test, linearity test and normality test. In this research, there are two models. The first model is the factors that determine state sukuk supply. The second model is the influence of state sukuk supplys and foreign debt on the procurement of physical infrastructure in Indonesia. Table 1. are the test results of classical assumptions for both models.



**TABLE 1.** Result of Classical Assumption Test of State Sukuk Offer Model

No	The Kind of Test	Supply Model of State Sukuk	Infrastructure Model	Description
1	Heteroscedasticity	Arch Probability chi square = 0,2796	Arch Probability chi square = 03937	No Heteroscedastis in two models on an Alpha 5%
2	Autocorrelation	LM Test Probability Chi squared = 0,03	LM Test Probability Chi squared = 0,1929	No Autocorrelation in two models on an Alpha 1%
3	Linearity	Ramsey Test= 4,4817	Ramsey Test= 1,58	The two models are linear, on alpha 5%
4	Normality	J.B Test = 0,7600	J.B Test= 0.6538	The two models are normal distribution on 5%

Source: Processed the Estimation Model

From the result of classical assumption test, it can be concluded that both models (state sukuk supply and physical infrastructure procurement) are free from classical assumption problem and both models meet BLUE assumptions (problems do not exist in autocorrelation, heteroscedasticity, linearity and normality) .This means both models can be used for further analysis.

### Hipotesis 1: The Influence Business Cycle to State Sukuk Offer in Indonesia

After the statistical and econometric tests, the model of estimation of state sukuk offer.

**TABLE 2.**Results of The Estimation of State Sukuk Offer Model in Indonesia, 2008-2018

Variable	Coefficien	Stand. Error	t-Statistik	Probability
C	25.03750	7.117847	3.517566	0.0722
S <sup>b</sup>	-5.706802	0.726935	-7.850500	0.0158*
S <sup>b</sup> (-2)	0.787544	0.607511	1.296345	0.3243
P <sup>c</sup>	-1.514837	0.346485	-4.372013	0.0485*
P <sup>c</sup> (1)	0.342391	0.436141	0.785046	0.5147
LDefr	0.837827	0.219580	3.815588	0.0623**
R-squared : 0.996417				
Adjusted R-squared : 0.987460		Mean dependent var : 27.48701		
S.E. of regression : 0.101451		S.D. dependent var : 0.905961		
Sum squared resid : 0.020585		Akaike info criterion: -1.624770		
Log likelihood : 12.49908		Schwarz criterion: -1.565189		

F-statistic : 111.2432	Hannan-Quinn criter.: -2.026621
Prob(F-statistic): 0.008933	Durbin-Watson statistic: 3.067104

Source: Processing results using Eviews

Description: \* significant at Alpha 0.05; \*\* significant at Alpha 0.01\*

S<sup>b</sup>: Business Cycle

P<sup>e</sup>: Inflation Expectancy

LDeft : Budget Deficit transformed into Natural Logarithm

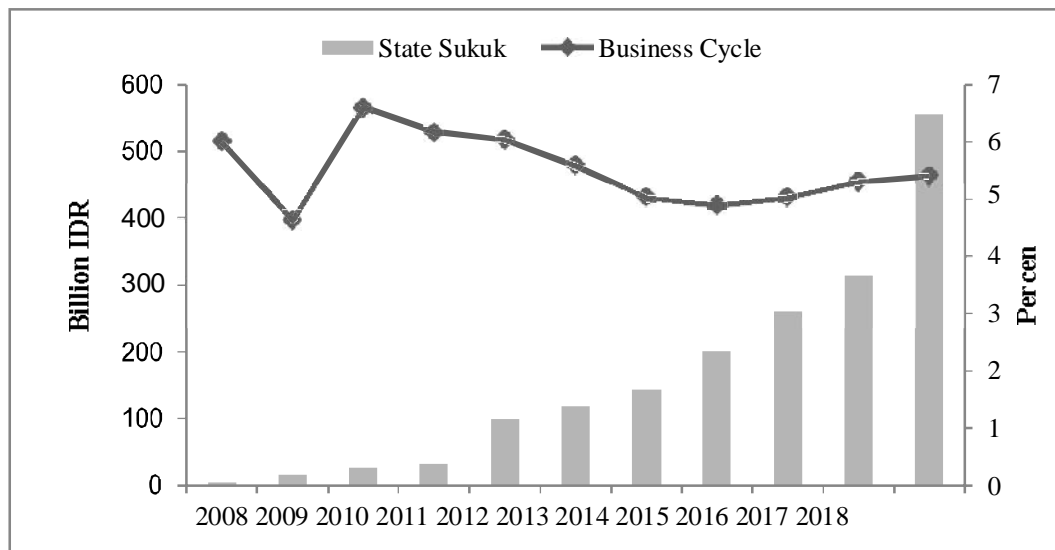
From the estimation result, all the independent variables; business cycle (S<sup>b</sup>), inflation expectancy (P<sup>e</sup>) and budget deficit (Def) are statistically significant. This is viewed from the probability value of the independent variables are higher than 1% and 5%. From the results of T test (probability of T) for business cycle variable is 0.0158. This means that business cycle partially significantly affects the state sukuk supply at 95% of confidence level. While probability of t value for the variables of inflation expectancy and budget deficit respectively equal to 0.0485 and 0.0623. Inflation expectancy and budget deficit partially significantly affect the state sukuk supply. From the F test, the probability of F is (0.008933). This means that business cycle, inflation expectancy and budget deficit simultaneously affect the state sukuk supply at 95% of confidence level.

From the result of the estimation of state sukuk supply model, the coefficient value of business is -5.7068. This means that when business cycles increase (better), the issuance of state sukuk will decrease by 5.7 percent, ceteris paribus. The value of 5.7 can reflect the elasticity of state sukuk and inflation expectancy has the same unit of percent. In other words, the value of 5.7 is higher than 1 which means it is elastic meaning when there is a change in economic movement, state sukuk issuance will be greatly affected because the demand for state sukuk is very sensitive to market changes. When market players perceive that macroeconomic condition deteriorates, there will be a decline in state sukuk price. This can happen because the decrease demand of state sukuk from investors but state-sukuk supply are the same that will lead to excess supply followed by decline in state sukuk price. Similarly, when the market perceives more optimistic macroeconomic conditions, the price of sukuk will increase. Therefore, it is not surprising that coefficient value of business cycle is very large that indicates business cycle is so influential on the psychology of financial market players.

According to Mishkin (2008), when the economy improves (recovery), it will generate people's income because there will be many economic activities and job creation. This revenue increase will encourage people to spend more money including spending their money in securities investment expenditure. This will encourage increase in the issuance of state sukuk.

From the estimation result, there is a contradiction that the increase in economic activities does not necessarily lead to the increase of state sukuk demand and supply. Referring to the theory of consumer behavior, it is seen that consumption behavior of Indonesian people is still dominated by the behavior of spending on consumer goods (consumables). This is referred to the value of Marginal Propensity To consume (MPC) of Indonesian people is above 50%. This is revealed from the research of Bank Indonesia (2017) the MPC of West Java Province was 64.28% in the second quarter and 67.35% the third quarter. This is reinforced by Financial Service authority, findings in the last three years the tendency of people for saving (MPS) is smaller than

MPC (high MPC). This is in contrast to MPS of some Asian countries such as China 48.87%, Singapore 46.73%, Korea 35.11% and Indonesia 30.87% slightly higher than Malaysia at 29.83% (Jatmiko, 2015). MPC of 67.35% means that if there is a 100% increase in income, 67.35% increase in consumption and 32.65% increase for savings. According to Neo Classic theory, the accumulation of new capital (investment) can only be created if there is savings. Thus, if Indonesian people tend to spend more for consumption, the tendency of investment activities included in the securities is difficult to do. The reason why MPC of Indonesia is high is because of the high household consumption in Indonesia to meet the needs of health, education, transportation and food and beverage (Central Bureau of Statistics, 2016).



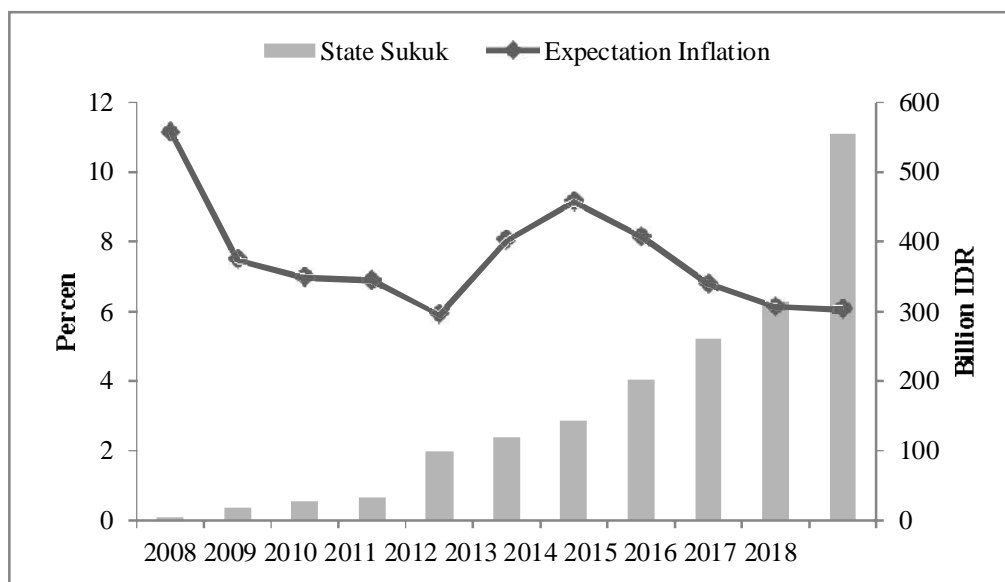
Source: processed from the data from Bank of Indonesia and Ministry of Finance  
**GRAPH 1.** The Development of Business Cycle and the Issuance of State Sukuk

On the other hand, the negative relationship between business cycle and state sukuk offer is due to the increase in income which not only affects the real sector but also the financial market. The increase income will drive up the need for money and increase interest rates. As interest rates rise, the desire for the speculation buying securities falls but the demand for savings increases. In other words, increase interest rates will lead to a reduction in the price of securities in the future. The effect of the decrease demand on securities will be followed by the decline of state sukuk supplies. Therefore, the relationship between business cycle and state sukuk supplies is negative because the increase in income as a result of improved economic conditions that will be followed by an increase in interest rates and a decrease in the price of securities and will put the brakes on investment activity. In 2009, the business cycle greatly declined as the economic crisis has not recovered. At the time of the crisis, Indonesia's foreign debt increased very sharply which had an effect on the occurrence of a large budget deficit. Therefore, the government should seek sources of funding at a low risk and not affected by exchange rate fluctuations. The bond in question is the Sukuk of the retail country. In 2010 business cycles improved, followed by an increase in state retail Sukuk offerings.

## **H2: The Influence of inflation expectation on state sukuk offerings**

Another variable that influences state sukuk supplies is inflation expectancy. From the result of data processing, the value of inflation expectancy coefficient is -1.514. That

is, when inflation expectancy increases by 1%, state sukuk supplys will decrease by 1.5%, ceteris paribus. The response to the decline in state sukuk supply on changes in inflation expectancy is very elastic. Inflation expectancy plays a very significant role in investors' behavior in investments in the future. If people recognize a continuous trend in price increases in the economy situation, inflation expectancy will be high. The effect is that people will behave in ways that will worsen the condition of the real inflation. The expectancy on inflation rate will greatly influence the distribution of types of assets that are owned by a person. When the expectancy of high inflation rate, people has an incentive to transfer their financial assets to real assets such as houses, land, buildings including securities so as not to be eroded by the inflation. On the contrary, when the expectancy of low inflation rate, people will be encouraged to save their funds in financial institutions (savings) as well as investing in productive sectors (Laksmono, 1999). Therefore, when the expectancy of inflation rate increases, the demand for securities rises, which has an effect on the increase of securities supplys (including state sukuk). There is a positive correlation between inflation expectations and securities supplys. Increase inflation will have the opposite effects on state sukuk supplys. This is correlated with Keynes in the theory of liquidity preference, where inflation expectancy has pushed real inflation much higher than if there is no inflation expectancy (Laksmono, 1999). When real expectancy is high, people's needs for money will be higher in order to have the same amount of money as the price of the goods to be purchased. The effect of interest rates will increase which affects the decrease of people's desire to speculate in securities. People will have an incentive for savings rather than buying securities. When inflation expectancy increases, state sukuk supplys decline because the high prices generally will be followed by the increase interest rates due to the excess demand for money.



**GRAPH 2.** The Development of Inflation Expectancy and State sukuk In Indonesia  
 Source: Processed the data of Bank of Indonesia and Ministry of Finance

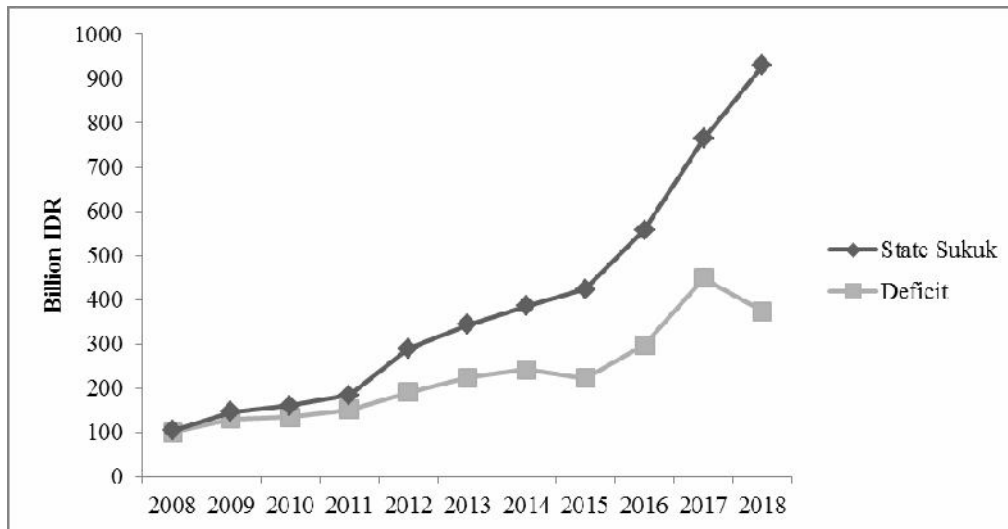
In 2008-2012, inflation expectations continued to decline. In 2012 - 2014 inflation expectations are increasing followed by an increase in state sukuk offerings. Despite the declining business cycle, sukuk issuance continues to increase throughout the year.

### **H3. The effect of budget deficit on state sukuk offerings**

The final variable that affects state sukuk supply is budget deficit. From the estimation result, the coefficient value is equal to 0.837827 meaning that if budget deficit increases, state sukuk supply increases, *ceteris paribus*. However, the coefficient value is less than one or inelastic. State sukuk supply is less responsive to the changes of budget deficit because state sukuk issuance is not only to cover the government's budget deficit but for infrastructure development which has become the burden of the state budget. The issuance of state sukuk requires guarantee assets (*back asset*). The assets can be state-owned assets to be funded by the issuance of state sukuk, such as railway lines, hajj dormitories, underpasses, bypass, ring roads, toll roads and others. It is therefore not surprising that the issuance of state sukuk is less sensitive to the state budget deficit.

According to Chapra (1992) there are four factors that cause budget deficits in capitalist countries (including in Islamic world). While Hyman (1999) has stated that the decision of a country to impose a budget deficit policy because (1) to accelerate economic growth; (2) low purchasing power of the people; (3) equitable distribution of people's income; (4) weakening of exchange rate (5) expenditure due to economic crisis; (6) realization that is deviating from the plan; (7) expenditures due to the inflation. Theoretically, to cover the state budget deficit by adding revenue or reducing the expenditure (Yahya, 2015). There are many ways to cover the deficit; one of them is through foreign debt or borrowing funds from the public by issuing state sukuk. To date, Government uses foreign debt to cover the budget deficit. Nevertheless, foreign debt itself is very sensitive to foreign debt. Therefore, foreign debt cannot be a mainstay to cover the budget deficit. At the time of the economic crisis in 1997, there was a surge in the amount of foreign debt due to the huge exchange rate depreciation that affected the soaring principal debt plus installment payments (Indawan, et al., 2012).

Foreign debt has two sides of the coin. Foreign debt is indispensable for financing sources for both the state and the company, but on the other hand, foreign debt can cause the risk of non-exchange rate. The exchange rates change can give two influences; *effect of Currency* and *effect of competitiveness*. The exchange rate can cause a greater burden of foreign exchange and reduce the company's capital so that it will reduce capital and investment capabilities. In addition, exchange rate depreciation can improve the competitiveness of export products due to the high competitive export prices. The impacts are the increase export volume and national output (Indawan et al., 2012). In Indonesia, the exchange rate changes give the first effect of increasing foreign debt due to the exchange rate difference. This condition will further aggravate the state budget because the obligation to pay the principal debt plus the higher interest even though the government does not create a new debt. Therefore, the government should seek funding alternatives that do not involve interest or exchange rates. One of them by issuing state sukuk. State Sukuk is a financing instrument with 1) minimum cost; 2) controllable risk; 3) continuous management and monitoring of financing risks (Ministry of Financial, 2015). From the picture shows that the state sukuk sovereignty is in line with the increase in budget deficit.



**GRAPH 3.** The Development of State Sukuk and Budget Deficit in Indonesia  
Source: Processed the data published by Ministry of Finance

### The Implications of Sukuk Issuance of State and Foreign Debt on Infrastructure Procurement

This section will explain the implications of sukuk state and foreign debt on infrastructure procurement in Indonesia during the period of 2008-2018 and the position of foreign debt with State Sukuk in the procurement of physical infrastructure. The estimation results as follows:

**TABLE 3.** Result of The Estimation of State sukuk and Foreign Debt on the Procurements of Infrastructure in Indonesia

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probability
C	-6.313440	4.942909	-1.277272	0.2576
LSBSN	0.257864	0.114383	2.254378	0.0739
LSBSN(-1)	-0.143395	0.089926	-1.594585	0.1717
LUNLR	1.405050	0.405725	3.463063	0.0180
LUNLR(-1)	0.266283	0.383008	0.695242	0.5179
R-squared : 0.985847				
Adjusted R-squared : 0.974525		Mean dependent var : 21.18649		
S.E. of regression : 0.082791		S.D. dependent var : 0.518713		
Sum squared resid : 0.034272		Akaike info criterion : -1.838138		
Log likelihood : 14.19069		Schwarz criterion : -1.686845		
F-statistic : 87.07187		Hannan-Quinn criteria : -2.004105		
Prob(F-statistic) : 0.000083		Durbin-Watson statistic: 2.414761		

Source: Processed using Eviews Software

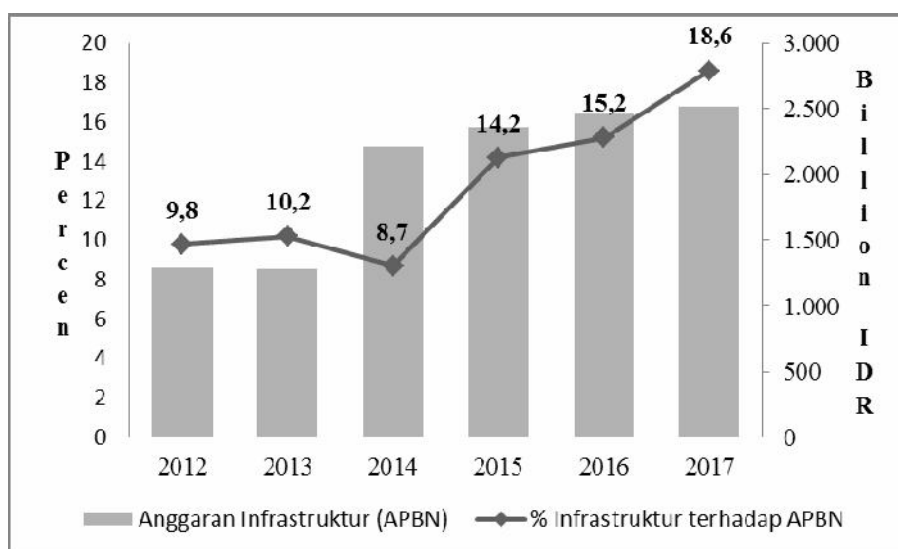
Description:

LSBSN : State Sukuk transformed into Natural Logarithm

LUNLR: Foreign debt transformed to natural Logarithm

From the results of model estimation, the SBSN (state sukuk) and foreign debt variables in year (t) have a statistical probability value of 0.0739 and 0.0180 respectively. This means that partially the state sukuk and a foreign debt variable in year (t) statistically significant affects the procurement of infrastructure in Indonesia at 95% of confidence level. Meanwhile, for the state sukuk in the previous year, LSBSN (-1) and the foreign debt LUNLR (-1). Statistically it does not have a significant influence on infrastructure procurement in Indonesia. Furthermore, based on the results of F test, the probability value of the value of F is 0.000083. This means that state sukuk and foreign debt variables significantly affect the procurement of infrastructure in Indonesia.

The coefficient of state sukuk variable is a positive of 0.2578. This means that when the issuance of state sukuk increased by 1% the procurement of physical infrastructure in Indonesia will increase by 0.2578%, *ceteris paribus*. The coefficient value shows that the procurement of physical infrastructure in Indonesia is less responsive to the issuance of state sukuk (inelastic). While the value of foreign debt coefficient amounted to 1.405050. Meaning that if foreign debt increased by 1% the procurement of infrastructure will increase by 1.4050% in *ceteris paribus*. The value of coefficient indicates the response of infrastructure procurement in Indonesia is very high to the change of foreign debt (elastic). If the coefficient of sukuk state compared with foreign debt, the development of physical infrastructure in Indonesia is more response to foreign debt than the issuance of state sukuk. However, it does not mean that state sukuk is less important than foreign debt. In this case there must be a paradigm shift from financing projects with foreign debt to the optimalization of public funds (state sukuk). The reason is because there is a lot of evidence that foreign debt is very vulnerable to the occurrence of mismatch currency and interest rates so that there is the risk of increasing the burden of foreign debt. Therefore, the development of various Islamic money market instruments has become an additional source of alternative funds for infrastructure development in Indonesia.

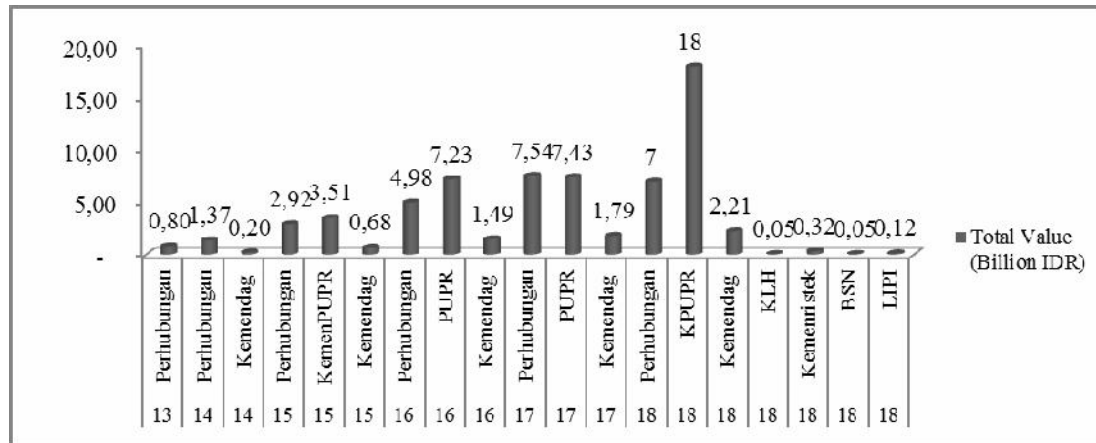


Source: Processed data of Ministry of Finance

**GRAPH 4.** The Development of The percentage of Infrastructure and Infrastructure budget in Indonesia's state budget

Based on data publication by Ministry of Finance, the demands for funds for the infrastructure procurement keep increasing from year to year. The proportion of state

sukuk financing for infrastructure on total budget deficit is to continue to increase. In 2014, the proportion of sukuk financing of the sukuk state for infrastructure to the total new budget deficit was 2%, but by 2017 the proportion increased to 7.33%. This means that the role of sukuk state continues to increase. Sukuk state is a very strategic financial source for the infrastructures in the economy. The following is the development of infrastructure financing by state sukuk in Indonesia.



Source: Processed data of Ministry of Finance

**GRAPH 5.** The Development of the uses of Sukuk Fund as Infrastructure Procurements Finance

The development of state sukuk financing for physical infrastructure from year to year has continued to increase. In 2013, 800 billion IDR used by the Ministry of Transportation for the construction of double track Cirebon-Kroya. In 2018, 22.53 trillion rupiahs of state sukuk used by five ministries, namely Ministry of Transportation, Ministry of Public Works and Housing (PUPR), Ministry of Religious Affairs, Ministry of Forestry and Environment, Kemenristek (Ministry of Research ,Technology and Higher Education), BPS (Central Bureau of Statistics) and LIPI. The types of infrastructure funded by the state sukuk vary from double track development, toll road, bypass, underpass, bridge, hajj boarding house, bale marriage, national park development, and university building development to laboratory development (Ministry of Finance, 2017). The infrastructure development areas include Jabodetabek, Central Java, East Java, Sulawesi, Kalimantan, Maluku, NTB to Papua. Although, the amount of state sukuk funds is still very small compared to the need for funds for infrastructure development, the trend is it continues to increase. Therefore, state sukuk can be a complement of foreign debt. The hope is that the country will have more funds that can be collected from the issuance of state sukuk and will diminish the country's dependence on foreign debt in the future.

## CONCLUSION AND POLICY IMPLICATION

From the previous discussion, the conclusions are:

1. Of the three determinants factors of state sukuk offerings, the three factors are business cycle, inflation expectancy and budget deficit statistically significantly affects state sukuk offerings. Regarding the type of elasticity, business cycle variable and inflation expectancy are elastic. While the budget deficit is inelastic to the issuance of state sukuk. This means that the issuance of sukuk is very sensitive to the changes in business cycle and inflation expectancy and is less sensitive to the state budget deficit.



- 2 From the infrastructure procurement model, state sukuk and foreign debt statistically significantly affect the procurement of physical infrastructure. The procurement of infrastructure is much more sensitive to foreign debt than the issuance of state sukuk. However, this does not mean the government must stop the issuance of state sukuk. The government should continue to socialize the existence of state sukuk so that the issuance of state sukuk will be larger and can substitute the existence of foreign debt for the infrastructure procurements in Indonesia.

#### POLICY IMPLICATION

The need for infrastructure development requires enormous funds. On the other hand, the government also faces an increasing budget development deficit. Therefore, the acceleration of sukuk issuance becomes a very urgent thing to do and the government must continue to socialize and educate in various circles including conventional and sharia microfinance institutions.

#### FUTURE RESEARCH

Research on the preference of microfinance institutions on state sukuk becomes important to identify the interest of microfinance institutions to allocate their assets to state sukuk

#### REFERENCES

- Abubakar, Lastuti & Tri Handayani, (2017), "Kesiapan Infrastruktur Hukum Dalam Penerbitan Sukuk (Surat Berharga Syariah) Sebagai Instrumen Pembiayaan Dan Investasi Untuk Mendorong Pertumbuhan Pasar Modal Syariah Indonesia," *Jurisprudence*, Vol. 7 No. 1 Juni, 68-88
- Anik Anik, Iin Emy Prastiwi, (2017), "Pengembangan Instrumen Sukuk Dalam Medukung Pembangunan Infratraktur," *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, Vol. 3 No. 3, 173-180
- Anwar, Muslimin dan Tevy Chawwa, (2008), "Analisis Ekspektasi Inflasi Paska ITF," *Working Paper*, September, Jakarta: Bank Indonesia
- Azwar, (2014), "Pengaruh Penerbitan Sukuk Negara Sebagai Pembiayaan Defisit Fiskal Dan Kondisi Ekonomi Makro Terhadap Perkembangan Perbankan Syariah Di Indonesi," *Jurnal of Info Artha Sekolah Tinggi Akuntansi Negara (STAN)*, Vol.II No. 12, 1-21
- Bank Indonesia, (2017), "Regional Economic and Financial Review of West Java Province," February, Jakarta: Bank Indonesia
- Berndt, E. & Hansson, B., (1992), "Measuring the Contribution of Public Infrastructure Capital in Sweden," *The Scandinavian Journal of Economics*, 94, pp.151-168.
- Boumediene. Aness, (2015) "Financing government budget deficit as a liquidity risk mitigation tool for Islamic Banks: A dynamic approach", *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 8 Issue: 3, pp.329-348
- Central Bureau of Statistics, (2016), "Executive Summary of Population Expenditure and Consumption of Indonesia," September, Jakarta: Badan Pusat Statistik

- Chapra, M. Umer, (1992),” *Islam and The Economic Challenge*,” United Kingdom: The Islamic Foundation and The International Institute of Islamic Thought
- Chapra, M. Umer, (2001),” *The Future of Economics, an Islamic Perspective*,” Jakarta: SEBI
- Christ, Carl, (1979),” On Fiscal and Monetary Policies and the Government Budget Restraint,” *American Economic Review*, Vol.69, 526-38.
- Detragiache, Enrica, Gupta, Poonam and Tressel, Thiery, (2005),” Finance in Lower-Income Countries : An Empirical Exploration,” *Working Paper*. No. 05 No.167, Washington: International Monetary Fund).
- Dornbusch et.al., (2008),” *Makroekonomi* ,” Edisi Bahasa Indonesia. PT.Media Global Edukasi. Jakarta.
- Easterly, William, and Klaus Schmidt\_Hebbel, (1994),” *Fiscal Adjustment and Macroeconomic Performance : A Synthesis , In public Sector Deficits and Macroeconomic Performance*,” edited by William Esterly, Carlos A. Rodriguez and Klaus Schmidt Hebbel.
- Eberts, R.W., & Michael S. Fogarty, (1987).” The Relationship Between Local Public & Private Investment,” *Working paper*. No. 8703 (Federal Reserve Bank, Cleveland, OH).
- Evans, R. Gary R., (2011),” *Business Cycles in Data*.” Mudd Economics
- Hariyanto, Heri, (2017),”*Peran Strategis Sukuk Negara. Direktorat Pembiayaan Syariah*,” *DJPPR*, Jakarta: Kementerian Keuangan. <http://www.djppr.kemenkeu.go.id>
- Hutabarat, Akhis R. (2005),” Determinkan Inflasi Indonesia,” *Occasional Paper* No. 06, Jakarta: Bank Indonesia
- Hyman, David N., (1999),” *Public Finance*,” London: Dryden Press
- Indawan, Fiskara, Sri Fitriani, Indrian Karlina, Melva Viva Grace, (2012),”*Pengaruh Perlindungan Nilai Tukar terhadap Utang Luar Negeri dan Kinerja Perusahaan: Bukti Dari Data Panel*,” Jakarta: Bank Indonesia
- Jatmiko, Bambang Priyo, (2015),” Orang Indonesia Makin Konsumtif,” <https://nasional.kompas.com>.
- Jhingan, M.L., (2007),” *Ekonomi Pembangunan dan Perencanaan*,” Edisi 1. Cetakan Ketujuh. Rajawali Pers. Jakarta
- Kahf, Monzer, (2005),”*Ekonomi Islam (Telaah Analitik terhadap Fungsi Sistem Ekonomi Islam)*,” Yogyakarta: Pustaka Pelajar
- Karim, Adiwarmar, (2007),”*Ekonomi Mikro Islam*,” Edisi Ketiga. Jakarta: PT. RajaGrafindo Persada
- Khan, Mohsin S. & Manmohan S. Khummar, (1997),” Private Investment & Growth Process in Developing Countries,” *Oxford Bulletin of Economics & Statistic*, Vol. 59 No. I
- Ministry For Public Works and Human Settlements (2016), Preparation of Development Outlook and Infrastructure Competitiveness Index," Regional Infrastructure Development Board, Indonesia: PUPR
- Ministry of Finance, (2015), "State Sukuk: Sharia-Based Financial Instruments," Second Edition. Cooperation Directorate of Sharia Financing, DJPPR, Ministry of Finance with Asian Development Bank., Jakarta: Ministry of Finance
- Laksmo, Didi R., Suhaedi, Bambang Kusmiarso, Agnes I, Bambang Pramono, Erwin Gunawan Hutapea, Sudiro Pambudi, (2000),” Suku Bunga sebagai Salah Satu Indikator Ekspektasi Inflasi,” *Bultein Ekonomi Moneter dan Perbankan*, Maret, Jakarta: Bank Indonesia

- Mankiw, N. Gregory, (2003),”*Teori Makroekonomi*,” Edisi Keempat. Jakarta: Erlangga
- Makuyana, Carikai. (2016),” Public And Private Investment And Economic Growth: A Review,” *Journal of Accounting and Management*. Vol. 06; No. 02; page 25 - 42
- Maski, Ghozali. (2010),” Analisis Keputusan Nasabah Menabung: Pendekatan Komponen dan Model Logistik Studi Pada Bank Syariah Malang,” *Journal of Indonesian Applied Economics*. Vol. 4 No. 1, Mei; 43-57
- Merriman, D., (1990),” Public Capital and Regional Output: Another Look at some Japanese and American Data,” *Regional Science and Urban Economics*, Vol 20 No. 4 pp.437-458.
- Mishkin, Frederic S, (2008),” *Ekonomi Uang, Perbankan, dan Pasar Keuangan*,” Edisi Sembilan, jilid 2, Jakarta: Penerbit Salemba Empat
- Putri, Luh Putu Awandari, I Gst. Bgs. Indrajaya, (2016),” Pengaruh Infrastruktur Investasi dan Pertumbuhan Ekonomi terhadap Kesejahteraan Masyarakat melalui Kesempatan Kerja,” *E-Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Bali: Universitas Udayana. Vol. 5 No. 12
- Sahroni, Oni, (2018),” Sukuk Negara dalam Fatwa DSN,” *Paper*, Jakarta: OJK
- Samuelson, Paul A. & William D. Nordhaus., (2003),” *Makro Ekonomi*,” Jakarta: Erlangga,
- Sugiyono, (2012),”*Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif dan R&D*,” Bandung: ALFABETA
- Sukirno, Sadono, (2003),” *Makroekonomi Teori Pengantar*,” Edisi Ketiga, Jakarta: Rajawali Pers
- Sunariyah, (2003),” *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*,” edisi ketiga, UPP-AMP YKPN, Yogyakarta
- The World Bank, (1994),”*World Development Bank Report 1994: Infrastructure for Development*,” New York: Oxford University
- Wang, B., (2005),” Effects of Government Expenditure on Private Investment: Canada Empirical Evidence,” *Empirical Economics*, Vol 30 No. 2 , pp.493-504
- Yahya, Muchlis, (2015),” Analisis Normatif Kritis Kebijakan Pemanfaatan Obligasi Syariah (Sukuk) Dalam Menutup Defisit Apbn,” *Jurnal Conomica*. Vol. VI , No 2, Oktober

# **LAMPIRAN 4.**

Kuesioner Survey Lapangan

**Kuisisioner Penelitian :**

**Tanggal Interview / Survei :**

**I. IDENTITAS RESPONDEN**

1.1 Nama Responden :.....

1.2 Alamat Responden :.....

:.....

:.....

1.3 No Telep/HP :.....

1.4 Jabatan :.....

**II. IDENTITAS BADAN USAHA**

2.1	Nama BMT/ Koperasi	
2.2	Alamat Perusahaan	
2.3	Bentuk Usaha	(a). Koperasi syariah (b). BMT (c). Lainnya.....
2.4	Tanggal Perusahaan Berdiri	
2.5	Terdaftar di	(a). OJK (b). Badan Hukum (c). Belum terdaftar (d). lainnya
2.6	Jumlah Anggota	
2.7	Jumlah Pengurus	
2.8	Bentuk Usaha	(a). Koperasi Simpan Pinjam (b). Serbausaha (c). Lainnya.....

### III. INFORMASI USAHA

#### A. SUKUK

No	Pernyataan	
3.1	Apakah saudara pernah mengetahui tentang sukuk?	(a). Ya (b). Tidak
3.2	Saya mengetahui sukuk dari informasi?	(a). Pemerintah (Menteri Keuangan) (b). Perusahaan penerbit SBSN /Sukuk (c). Bank Indonesia (d). Majelis Ulama Indonesia (MUI) (e). Agent Penjual : - Bank : (ANZ, BRI Syariah, BCA, CIMB, Danamon, BII, Mandiri, Bank Mega, BNI, BTN, OCBC, NISP, Permata, BRI, Bank Syariah Mandiri, Standart Chartered, HSBC, Lainnya) - Sekuritas : ( Bahana sekuritas , Dana reksa, Reliance securities, Sucorinvest, Trimegah securities, lainnya)

3.3	Penjelasan Informasi yang diperoleh mengenai sukuk dalam hal	<b>SJ</b>	<b>J</b>	<b>CJ</b>	<b>TJ</b>	<b>STJ</b>
	a. Produk					
	b. Harga					
	c. Prosedur Pembelian					
	d. Margin/ return/ keuntungan yang diperoleh					
	e. Aturan penyimpanan maupun pengambilan return					
3.4	Dalam pengambilan keputusan untuk memilih sukuk sebagai salah satu instrumen investasi koperasi yang saya kelola maka saya akan mempertimbangkan faktor :	<b>SS</b>	<b>S</b>	<b>C</b>	<b>TS</b>	<b>STS</b>
	a. Budaya yang saya miliki					
	b. Nilai – nilai agama yang saya yakini					
	c. Prinsip – prinsip agama yang saya yakini					
	d. Norma – norma etika agama yang saya yakini					
	e. Motivasi untuk meningkatkan kinerja organisasi koperasi					
	f. Cara pandang mengenai bisnis dan etika islam dalam berbisnis					
	g. Status koperasi sebagai entitas bisnis islam					
	h. Keuntungan yang akan diperoleh					
	i. Persetujuan anggota sebagai pemilik modal koperasi					

**EXP2****Pendapat Saudara sebagai pengelola Koperasi yang harus mengambil keputusan manajemen/ investasi di dalam organisasi koperasi**

No.	Pernyataan	SS	S	C	TS	STS
1.	Saya berusaha untuk mengenal / mencari informasi mengenai sukuk dari berbagai sumber					
2.	Saya berpikir bahwa Koperasi memerlukan sukuk sebagai alat investasi					
3.	Saya berusaha untuk mencari informasi lebih detail dan lengkap mengenai sukuk					
4.	Saya berpikir bahwa Koperasi perlu untuk segera merealisasikan berinvestasi sukuk					
	<b>Pernyataan</b>	<b>TP</b>	<b>P</b>	<b>J</b>	<b>KK</b>	<b>S</b>
5.	Investasi sukuk dalam koperasi yang saya kelola (jika pernah, sebutkan berapa, penerbitnya, tahun/ periode kapan)					
6.	Jika saya akan berinvestasi sukuk maka pilihan investasi tersebut berdasarkan  <i>*boleh memilih lebih dari satu pilihan</i>	(1). Penerbit yang bisa dipercaya (2). Prosedur yang sesuai syariah (3). Agen yang bisa dipercaya (4). Keuntungan yang paling besar (5). Prosedur yang paling sesuai syariat (6). Situasi ekonomi pada saat ini				
7.	Promosi / pemberian informasi yang dilakukan oleh pihak berikut mengenai sukuk melalui media masa atau media sosial	<b>TP</b>	<b>P</b>	<b>J</b>	<b>K</b>	<b>S</b>
	1. Kementrian keuangan					
	2. Perusahaan Penerbit Sukuk					
	3. Bank indonesia					
	4. Majelis ulama indonesia					
	5. Asosiasi koperasi					

	6. Asosiasi BPRS					
	7. Komunitas masyarakat ekonomi syariah					
	8. Komunitas agama islam lainnya					
	9. Bank					
	10. Sekuritas					

### EXP 3 (KUISIONER TERBUKA)

No	Pernyataan	
<b>1.a</b>	Dana pihak ketiga yang pernah diterima (jelaskan dalam bentuk skim apa, produk apa, berapa, periode kapan, dari bank mana) (jelaskan apakah dalam bentuk sukuk, musyarakah dan mudarabah)	(a). BPRS (b). Bank Umum Syariah (c). Anggota (d). Lainnya ( <i>sebutkan tahun dan besarnya</i> )
<b>1.b</b>	Kendala – kendala apakah yang dihadapi dalam mendapatkan dana dari pihak ketiga	
<b>2.a</b>	Penyaluran Dana (jelaskan dalam bentuk skim apa, produk apa, berapa, periode kapan,) (jelaskan apakah dalam bentuk musyarakah dan mudarabah)	(a). Anggota (b). Usaha Mikro Kecil ( <i>sebutkan jenis usahanya dan tahunnya</i> )
<b>2.b</b>	Kendala – kendala apakah yang dihadapi dalam menyalurkan dana	



## INFORMASI USAHA

### B. Mudharabah dan Musyarakah

No	Pernyataan	
1.	Apakah saudara pernah mengetahui tentang Mudharabah dan Musyarakah?	(a). Ya (b). Tidak
2.	Saya mengetahui Mudharabah dan Musyarakah dari informasi?	(a). Pemerintah (Menteri Keuangan) (b). Perusahaan penerbit SBSN /Sukuk (c). Bank Indonesia (d). Majelis Ulama Indonesia (MUI) (e). Agent Penjual : - Bank : (ANZ, BRI Syariah, BCA, CIMB, Danamon, BII, Mandiri, Bank Mega, BNI, BTN, OCBC, NISP, Permata, BRI, Bank Syariah Mandiri, Standart Chartered, HSBC, Lainnya) - Sekuritas : ( Bahana sekuritas , Dana reksa, Reliance securities, Sucorinvest, Trimegah securities, lainnya)

3.	Penjelasan Informasi yang diperoleh mengenai Mudharabah dan Musyarakah dalam hal	<b>SJ</b>	<b>J</b>	<b>CJ</b>	<b>TJ</b>	<b>STJ</b>
	a. Produk					
	b. Harga					
	c. Prosedur Pembelian					
	d. Margin/ return/ keutungan yang diperoleh					
	e. Aturan penyimpanan maupun pengambilan return					
4.	Dalam pengambilan keputusan untuk memilih Mudharabah dan Musyarakah sebagai salah satu instrumen investasi koperasi yang saya kelola maka saya akan mempertimbangkan faktor :	<b>SS</b>	<b>S</b>	<b>C</b>	<b>TS</b>	<b>STS</b>
	a. Budaya yang saya miliki					
	b. Nilai – nilai agama yang saya yakini					
	c. Prinsip – prinsip agama yang saya yakini					
	d. Norma – norma etika agama yang saya yakini					
	e. Motivasi untuk meningkatkan kinerja organisasi koperasi					
	f. Cara pandang mengenai bisnis dan etika islam dalam berbisnis					
	g. Status koperasi sebagai entitas bisnis islam					
	h. Keuntungan yang akan diperoleh					
	i. Persetujuan anggota sebagai pemilik modal koperasi					

**EXP2**

**Pendapat Saudara sebagai pengelola Koperasi yang harus mengambil keputusan manajemen/ investasi di dalam organisasi koperasi**

No.	Pernyataan	SS	S	C	TS	STS
1.	Saya berusaha untuk mengenal / mencari informasi mengenai Mudharabah dan Musyarakah dari berbagai sumber					
2.	Saya berpikir bahwa Koperasi memerlukan Mudharabah dan Musyarakah sebagai alat investasi					
3.	Saya berusaha untuk mencari informasi lebih detail dan lengkap mengenai Mudharabah dan Musyarakah					
4.	Saya berpikir bahwa Koperasi perlu untuk segera merealisasikan berinvestasi Mudharabah dan Musyarakah					
	<b>Pernyataan</b>	<b>TP</b>	<b>P</b>	<b>J</b>	<b>KK</b>	<b>S</b>
5.	Investasi Mudharabah dan Musyarakah dalam koperasi yang saya kelola (jika pernah, sebutkan berapa, penerbitnya, tahun/ periode kapan)					
6.	Jika saya akan berinvestasi Mudharabah dan Musyarakah maka pilihan investasi tersebut berdasarkan  <i>*boleh memilih lebih dari satu pilihan</i>	(1). Penerbit yang bisa dipercaya (2). Prosedur yang sesuai syariah (3). Agen yang bisa dipercaya (4). Keuntungan yang paling besar (5). Prosedur yang paling sesuai syariat (6). Situasi ekonomi pada saat ini				
7.	Promosi / pemberian informasi yang dilakukan oleh pihak berikut mengenai Mudharabah dan Musyarakah melalui media masa atau media sosial	<b>TP</b>	<b>P</b>	<b>J</b>	<b>K</b>	<b>S</b>
	1. Kementrian keuangan					
	2. Bank indonesia					
	3. Majelis ulama indonesia					

	4. Asosiasi koperasi					
	5. Asosiasi BPRS					
	6. Komunitas masyarakat ekonomi syariah					
	7. Komunitas agama islam lainnya					
	8. Bank					
	9. Sekuritas					

### EXP 3 (KUISIONER TERBUKA)

No	Pernyataan	
<b>1.a</b>	Dana pihak ketiga yang pernah diterima (jelaskan dalam bentuk skim apa, produk apa, berapa, periode kapan, dari bank mana) (jelaskan apakah dalam bentuk sukuk, musyarakah dan mudarabah)	(a). BPRS (b). Bank Umum Syariah (c). Anggota (d). Lainnya ( <i>sebutkan tahun dan besarnya</i> )
<b>1.b</b>	Kendala – kendala apakah yang dihadapi dalam mendapatkan dana dari pihak ketiga	
<b>2.a</b>	Penyaluran Dana (jelaskan dalam bentuk skim apa, produk apa, berapa, periode kapan,) (jelaskan apakah dalam bentuk musyarakah dan mudarabah)	(a). Anggota (b). Usaha Mikro Kecil ( <i>sebutkan jenis usahanya dan tahunnya</i> )
<b>2.b</b>	Kendala – kendala apakah yang dihadapi dalam menyalurkan dana	

# **Lampiran 5.**

Foto Kegiatan Survey



KABUPATEN GARUT







KAB/ KOTA CIREBON











KAB. BANDUNG



# **Lampiran 6.**

1. Guest Lecturer di kedutaan Korea Selatan
2. Certifikat International Conference Business Administration (ICBA) 2018.
3. Certifikat Social & Humaniora Research Simposium (SoRes)

# CERTIFICATE OF APPRECIATION

THIS CERTIFICATE IS AWARDED TO

*Dr. Tasya Aspiranti, SE., M.Si*

For enlightening and insightful talk on economic research  
in one day focus group discussion.

Indonesian migran shelter, Antan, South Korea, 10 July, 2018

Chairman of Indonesian  
Fisheries Employment Agency



*Ari Purboyo*  
Ari Purboyo, S.Pd

supported by:

# CERTIFICATE



## International Conference Business Administration (ICBA) 2018 "The Role of Social Entrepreneurship in Digital Era in Achieving Sustainable Development Goals"

September 27-28, 2018, Bandung, Indonesia

Hereby acknowledges the participation and contribution of :

**Ima Amaliah**  
as

Author

**Mangadar Situmorang, Ph.D.**

Rector of Parahyangan Catholic University

**S.H. Tata Wikanta, S.H., M.Si.**

Regional Development Planning Board of  
Cimahi Municipality

Supported by:



# Certificate

No. 106/B.04/LPPM/X/2018

**This certificate is awarded to**

**Ima Amaliah (a), Tasya Aspiranti (b), Westi Riani (c)**

as a presenter of a paper entitled

**Measuring Independence and Public Participation in Building Microfinance Institutions in Rural Areas**

**in the 1<sup>st</sup> Bandung Annual International Conference**

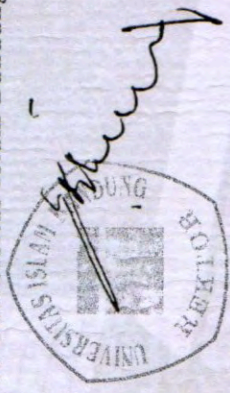
**1<sup>st</sup> Social & Humaniora Research Symposium (SoRes)**

***“Human Resources Development in Facing the Challenges of Natural Resources Management in the Technological Disruption Era”***

**October, 22<sup>nd</sup>-23<sup>rd</sup> 2018**

Grand Tjokro Hotel, Jalan Cihampelas, Bandung, Indonesia.

Rector of Universitas Islam Bandung (UNISBA)



**Prof. Dr. H. Edi Setiadi, S.H., M.H**

Indexed by :



Chairman of Research and Community Service  
Universitas Islam Bandung



**Prof. Dr. Atie Rachmatie, Dra., MSI**

# **Lampiran 7.**

**DRAFT BUKU AJAR : Menggeser Ketergantungan Pada Hutang Luar Negeri dengan Mengembangkan Sukuk Negara Ritel**



MENGGESER KETERGANTUNGAN PADA HUTANG LUAR NEGERI  
DENGAN MENGEMBANGKAN SUKUK NEGARA RITEL

BUKU AJAR

IMA AMALIAH  
TASYA ASPIRANTI

FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS  
UNIVERSITAS ISLAM BANDUNG  
2018

## **KATA PENGANTAR**

Puji dan syukur penulis panjatkan kehadirat Allah yang telah memberikan kesempatan pada penulis untuk menuliskan draft buku ajar ini. Draft buku ajar ini merupakan bagian dari output hibah penelitian PDUPT Dikti. Pada tahap ini penulis baru dapat menyelesaikan bab 6 dari 10 bab. Masih ada 4 topik yang belum penulis selesaikan diantaranya peran sukuk dalam pembiayaan infrastruktur serta Sukuk sebagai alternatif distribusi portopolio UMKM.

Penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada LPPM yang telah memfasilitasi penulis untuk mendapatkan hibah dari PDUPT Dikti. Selain itu, penulis juga ingin mengucapkan terima kasih kepada Ibu Dr. Tasya Aspiranti dan Westi Riani, SE.,Msi yang telah memberikan banyak masukan dalam penulisan draft buku ajar ini. Harapan penulis, draft buku ajar ini dapat diselesaikan dalam beberapa bulan ke depan, sehingga dapat menjadi buku pegangan bagi mahasiswa yang mengambil konsentrasi Keuangan Islam.

Bandung, 12 November 2018

Ttd

Tim Penulis

## DAFTAR ISI

Kata Pengantar	i
Daftar Isi	ii
Bab 1. Overview Nilai-nilai Islam dalam Berekonomi	1
Bab 2. Sukuk dan Berbagai Akad yang Melingkupinya	18
Bab 3. Keterkaitan Varibale Makro dengan Penerbitan Sukuk Negara Ritel	33
Bab 4. Sukuk Negara Ritel Dan Hutang Luar Negeri	51
Bab 5.	
Bab 6.	
Daftar Pustaka	62

## BAB I

### OVERVIEW NILAI-NILAI ISLAM DALAM KEGIATAN BEREKONOMI

Islam merupakan agama yang sangat komprehensif, di mana Islam tidak hanya mengatur kehidupan ibadah tetapi juga kehidupan muamalah. Allah Swt telah menetapkan aturan-aturan dalam menjalankan kehidupan ibadah dan kehidupan muamalah. Allah Swt, telah menetapkan batas-batas yang jelas terhadap perilaku manusia sehingga menguntungkan seorang individu tanpa mengorbankan hak-hak individu lainnya. Perilaku individu yang ditetapkan dalam Hukum Allah (Syariah) harus diawasi oleh masyarakat secara keseluruhan, berdasarkan aturan Islam. Lembaga-lembaga sosial disusun sedemikian rupa guna mengarahkan individu-individu untuk melaksanakan aturan-aturan dan mengontrol serta mengawasi berjalannya aturan-aturan tersebut. Berlakunya aturan-aturan tersebut membentuk lingkungan di mana para individu melakukan kegiatan ekonominya. Aturan-aturan itu sendiri bersumber pada kerangka konseptual masyarakat dalam hubungannya dengan Kekuatan Tertinggi (Tuhan), kehidupan, sesama manusia, dunia, sesama makhluk dan tujuan akhir manusia.

#### **Prinsip-prinsip Islam dalam Berekonomi**

Dalam kegiatan berekonomi, maka ada beberapa prinsip dasar dalam ekonomi Islam yaitu:

1. Alam semesta termasuk manusia adalah milik Allah, yang memiliki kedaulatan sepenuhnya dan sempurna atas makhluk-makhluk-Nya. Manusia, tanpa diragukan, merupakan tatanan makhluk tertinggi di antara makhluk-makhluk yang telah dicipta-kann-Nya, dan segala sesuatu yang ada di muka bumi dan di langit ditempatkan di bawah perintah manusia. Dia diberi hak untuk memanfaatkan semuanya ini sebagai khalifah atau pengemban amanat Allah. Manusia diberi kekuasaan untuk melaksanakan tugas kekhalifahan (khilafah) dan untuk mengambil keuntungan dan manfaat sebanyak-banyaknya sesuai dengan kemampuan-nya dari barang-barang ciptaan Allah ini.
2. Allah telah menetapkan batas-batas tertentu terhadap perilaku manusia sehingga menguntungkan individu tanpa mengorbankan hak-hak individu-

individu lainnya. Dia telah menetapkan kewajiban-kewajiban tertentu terhadap manusia; penampilan (perilaku) mereka yang ditetapkan dalam Hukum Allah (Syariah) harus diawasi oleh masyarakat secara keseluruhan, berdasarkan aturan Islam hak-hak yang diterima oleh manusia dari Allah dalam kaitannya dengan persoalan-persoalan sosial merupakan kewajiban manusia terhadap umat muslim.

3. Semua manusia tergantung pada Allah. Semakin ketat ketergantungan manusia kepada Allah maka dia semakin dicintai-Nya. Setiap orang secara pribadi bertanggung jawab atas pengembangan masyarakat dan atas lenyapnya kesulitan-kesulitan yang mereka hadapi, individu ini pada akhirnya bertanggungjawab atas setiap kegagalan usaha masyarakat dalam bekerja sama dan melakukan kerja kolektif.
4. Status khalifah atau pengembalian amanat Allah itu berlaku umum bagi semua manusia, tidak ada hak istimewa bagi individu atau bangsa tertentu sejauh berkaitan dengan tugas kekhalifahan itu. Namun itu tidak berarti bahwa umat manusia selalu atau harus memiliki hak yang sama untuk mendapatkan keuntungan dari alam semesta ini. Mereka memiliki kesamaan hanya dalam kesempatannya, dan setiap individu bisa mendapatkan keuntungan itu sesuai dengan kemampuannya. Individu-individu diciptakan (oleh Allah) dengan kemampuannya yang berbeda-beda sehingga mereka secara instingtif diperintah untuk hidup bersama, bekerja bersama, dan saling memanfaatkan keterampilan mereka masing-masing. Namun demikian ini tidak berarti (bahwa Islam) memberikan superioritas (kelebihan) kepada majikan terhadap pekerjanya dalam kaitannya dengan harga dirinya sebagai manusia atau dengan statusnya dalam hukum. Hanya kadang-kadang saja bahwa pada saat tertentu seseorang menjadi majikan dan (pada saat lain) menjadi pekerja. Pada saat lain situasinya bisa berbalik dan mantan majikan bisa menjadi majikan, dan sebagainya. Hal serupa juga bisa diterapkan terhadap budak dan majikan.
5. Individu-individu memiliki kesamaan dalam harga dirinya sebagai manusia. Tidak ada perbedaan, baik berdasarkan warna kulit, ras, kebangsaan, agama, jenis kelamin atau umur. Hak-hak dan kewajiban-kewajiban ekonomi setiap individu disesuaikan dengan kemampuan-kemampuan yang dimilikinya dan

dengan peranan-peranan normatif masing-masing dalam struktur sosial. Berdasarkan hal inilah beberapa per-bedaan muncul antara orang-orang dewasa, di satu pihak, dan orang jompo atau remaja, di pihak lain, atau antara laki-laki dan perempuan. Kapan saja ada pebedaan-perbedaan seperti ini, maka hak-hak dan kewajiban-kewajiban mereka harus diatur sedemikian rupa sehingga tercipta keseimbangan. Islam tidak mengakui adanya kelas-kelas sosioekonomi sebagai sesuatu yang bertentangan dengan prinsip persamaan maupun dengan prinsip persaudaraan (ukhuwah). Kekuatan ekonomi dibedakan dengan kekuatan sosiopolitik, antara lain, karena adanya fakta bahwa tujuan-tujuan besar dan banyak rincian-rincian ditekankan dalam Al-Qur'an dan Sunnah, dan karena dilestarikannya metode-metode yang digunakan oleh umat muslim untuk menetapkan hukum mengenai hal-hal rinci yang tidak ditentukan sebelumnya.

6. Dalam Islam, bekerja dinilai sebagai kebaikan, dan kemalasan dinilai sebagai kejahatan. Dalam kepustakaan Islam modern, orang bisa menemukan banyak uraian rinci mengenai hal ini. Al-Qur'an mengemukakan kepada nabi dengan mengatakan: "... katakanlah (Muhammad kepada umat muslim): bekerjalah." Nabi juga telah meriwayatkan melarang mengemis kecuali dalam keadaan kelaparan. Ibadah yang paling baik adalah bekerja, dan pada saat yang sama bekerja merupakan hak dan sekaligus kewajiban. Kewajiban masyarakat dan badan yang mewakilinya adalah menyediakan kesempatan-kesempatan kerja kepada para individu. Buruh yang bekerja dengan baik dipuji dan Nabi SAW. diriwayatkan pernah mencium tangan orang yang bekerja itu. Monastisisme dan asketisisme dilarang, Nabi SAW. diriwayatkan pernah bersabda bahwa orang-orang yang menyediakan makanan dan keperluan-keperluan lain untuk dirinya (dan keluarganya) lebih baik daripada orang yang menghabiskan waktunya untuk beribadah tanpa mencoba berusaha mendapatkan penghasilan untuk meng-hidupinya sendiri. Nabi Saw. pernah memohon kepada Allah Swt. untuk melindungi diri agar beliau tidak terjangkit penyakit lemah dan malas.
7. Kehidupan adalah proses dinamis menuju peningkatan. Ajaran-ajaran Islam memandang kehidupan manusia di dunia ini sebagai pacuan dengan waktu. Umur manusia sangat terbatas dan banyak sekali peningkatan yang harus

dicapai dalam rentang waktu yang sangat terbatas ini. Kebaikan dan kesempurnaan sendiri merupakan tujuan-tujuan dalam proses ini. Nabi Saw. diceritakan pernah menyuruh seorang penggali liang kubur untuk memperbaiki lubang yang dangkal di suatu kuburan meskipun hanya permukaannya saja. Beliau menetapkan aturan bahwa *“Allah menyukai orang yang bila dia melakukan sesuatu melakukannya dengan cara yang sangat baik.”*

8. Jangan membuat mudarat (kesulitan) dan jangan ada mudarat” adalah frase yang senantiasa diucapkan oleh Nabi Saw. frasa ini berarti “mudarat yang direncanakan secara sadar dan dilakukan oleh seseorang untuk menyakiti, dan juga yang dilakukan sekadar untuk melukai. Fakta mengenai mudarat yang menyakitkan seseorang perlu mendapatkan perhatian, baik yang disengaja oleh pelakunya untuk maksud tersebut maupun yang tidak dimaksudkan untuk tujuan tersebut. Mudarat harus dilenyapkan tanpa mempertimbangkan niat yang melatarbelaknginya. Namun kita harus cukup realistis dalam mengamati bahwa menghilangkan “mudarat” sama sekali dari kehidupan manusia adalah tidak mungkin. Mudarat itu sendiri selalu tidak diharapkan. Namun bila hal itu merupakan syarat yang tidak dapat dielakkan adanya, maka ia bisa dibenarkan.
9. Suatu kebaikan dalam peringkat kecil secara jelas dirumuskan. Pelaksanaan kebaikan ini diawasi oleh lembaga-lembaga sosial yang pada akhirnya mewajibkannya dengan kekuatan hukum. Menurut Islam tidak cukup bila hanya memercayakan kepada niat baik seseorang untuk melakukan, katakanlah, perbuatan-perbuatan santun (memberi sedekah). Sebaliknya, sebagian besar dari apa yang disebut santunan sukarela dalam masyarakat non muslim harus didukung oleh hukum dalam masyarakat Muslim. Setiap Muslim dihibau oleh sistem etika (akhlak) Islam untuk bergerak melampaui peringkat minim dalam beramal saleh. Mematuhi ajaran-ajaran Islam dalam semua aspeknya, oleh Islam dianggap sebagai sarana untuk mendapatkan ridha Allah.
10. Mekanisme pasar dalam masyarakat muslim tidak boleh dianggap sebagai struktur atomistis. Memang Islam tidak menghendaki adanya koalisi antara para penawar dan peminta, tetapi ia tidak mengesampingkan kemungkinan

adanya akumulasi atau konsentrasi produksi selama tidak ada cara-cara yang tidak jujur digunakan dalam proses tersebut, dan kedua hal tersebut tidak melanggar prinsip-prinsip kebebasan dan kerja sama. Namun dalam praktiknya, adanya akumulasi dan atau konsentrasi harta itu bisa mengundang campur tangan pemerintah. Campur tangan ini bisa berbentuk pengambilalihan produksi yang dimonopoli (oleh perorangan atau perusahaan tertentu) atau pengawasan dan penetapan harga oleh pemerintah.

### **Karakteristik Islam dan Berekonomi**

Karakteristik Islam dalam ekonomi meliputi tiga asas pokok, di mana ketiganya secara asasi dan bersama mengatur teori ekonomi dalam Islam, yaitu asas akidah, akhlak dan asas syariah (hukum). Ada beberapa karakteristik Islam dalam berekonomi sebagaimana disebutkan dalam *Al-Mawsu'ah Al-ilmiyah wa al-amaliyah al-islamiyah* yang diringkas sebagai berikut:16

#### 1. Harta Kepunyaan Allah dan Manusia Merupakan Khalifah Atas harta

Karakteristik pertama ini terdiri dari dua bagian yaitu:

**Pertama**, semua harta baik benda maupun alat produksi adalah milik (kepunyaan Allah), firman Allah dalam QS. al-Baqarah ayat 284, yang artinya:

*Kepunyaan Allah-lah segala apa yang ada di langit dan apa yang ada di bumi. Dan jika kamu melahirkan apa yang ada di dalam hatimu atau kamu menyembunyikan, niscaya Allah akan membuat perhitungan dengan kamu tentang perbuatanmu itu. Maka Allah meng-ampuni siapa yang dikehendaki-Nya dan menyiksa siapa yang dikehndakin-Nya dan Allah Mahakuasa atas segala sesuatu.*

Selain itu Allah juga berfirman dalam QS. al-Maa'idah ayat 17, yang artinya:

*Sesungguhnya telah kafirlah orang-orang yang berkata:*

*"Sesungguhnya Allah itu ialah Al masih putra Maryam". Katakanlah: "Maka siapakah (gerangan) yang dapat menghalang-halangi kehen-dak Allah, jika dia hendak membinasa-kan Al masih putra Maryam itu beserta ibunya dan seluruh orang-orang yang berada di bumi kesemuanya?". Kepunyaan Allah-lah kerajaan langit dan bumi dan apa yang ada diantara keduanya; dia menciptakan apa yang dikehendaki-Nya, dan Allah Mahakuasa atas segala sesuatu.*

**Kedua**, manusia adalah khalifah atas harta miliknya. Di antara ayat yang menjelaskan fungsi manusia sebagai khalifah Allah atas harta adalah firman Allah dalam QS. al-Hadiid ayat 7, yang artinya:

*Berimanlah kamu kepada Allah dan rasul-Nya dan nafkahkanlah sebagian dari hartamu yang Allah telah men-jadikan kamu menguasainya*17. Maka orang-orang



*yang beriman di antara kamu dan memaafkan (sebagian) dari hartanya memperoleh pahala yang besar.*

Selain itu terdapat sabda Rasulullah Saw, yang juga mengemukakan peran manusia sebagai khalifah, di antara sabda-nya “*Dunia ini hijau dan manis. Allah telah menjadikan kamu khalifah (penguasa) di dunia. Karena itu hendaklah kamu membahas cara berbuat mengenai harta di dunia itu.*” Olehnya itu dapat disimpulkan bahwa semua harta ada di tangan manusia pada hakikatnya kepunyaan Allah, karena Dia-lah yang menciptakannya. Akan tetapi, Allah memberikan hak kepada kamu (manusia) untuk memanfaatkannya.

Sesungguhnya Islam sangat menghormati hal milik pribadi, baik itu terhadap barang-barang konsumsi ataupun barang-barang modal. Namun pemanfaatannya tidak boleh bertentangan dengan kepentingan orang lain. Jadi, kepemilikan dalam Islam tidak mutlak, karena pemilik sesungguhnya adalah Allah Swt. Firman Allah SWT.dalam Surat an-Najm ayat 31, yang artinya:

*Dan hanya kepunyaan Allah-lah apa yang ada di langit dan apa yang ada di bumi supaya dia memberi balasan kepada orang-orang yang berbuat jahat terhadap napa yang telah mereka kerjakan dan memberi balasan kepada orang-orang baik dengan pahala yang lebih baik (surga).*

Dari ayat-ayat di atas jelas bahwa manusia bukanlah pemilik sesungguhnya dari harta benda. Pemilik sejati dari alam semesta ini adalah Allah. Namun di samping itu Islam sangat menghormati penguasaan secara pribadi harta benda milik Allah tersebut.

Berdasarkan ayat-ayat di atas, jelaslah perbedaan antara status kepemilikan dalam sistem ekonomi Islam dengan sistem ekonomi yang lainnya. Dalam Islam kepemilikan pribadi sangat dihormati walaupun hakikatnya tidak mutlak, dan pemanfaatannya tidak boleh bertentangan dengan kepentingan orang lain dan tentu saja tidak bertentangan pula dengan ajaran Islam. Sementara dalam kapitalis, kepemilikan bersifat mutlak dan pemanfaatannya pun bebas. Sedangkan dalam sistem sosialis justru sebaliknya, kepemilikan pribadi tidak diakui, yang ada kepemilikan oleh negara.

## 2. Ekonomi Terikat dengan Akidah, Syariah (Hukum), dan Moral

Hubungan ekonomi Islam dengan akidah Islam tampak jelas dalam banyak hal, seperti pandangan Islam terhadap alam semesta yang ditundukkan (disediakan) untuk kepentingan manusia. Hubungan ekonomi Islam dengan akidah dan

syariah tersebut memungkinkan aktivitas ekonomi dalam Islam menjadi ibadah. Sedangkan di antara bukti hubungan ekonomi dan moral dalam Islam.

- a. Larangan terhadap pemilik dalam pengguna hartanya yang dapat menimbulkan kerugian atas harta orang lain atau kepentingan masyarakat. Nabi Muhammad SAW. bersabda: "tidak boleh merugikan diri sendiri dan juga orang lain" (HR. Ahmad).
- b. Larangan melakukan penipuan dalam transaksi. Nabi Saw. bersabda: "orang-orang yang menipu kita bukan termasuk golongan kita".
- c. Larangan menimbun (menyimpan) emas dan perak atau sarana-sarana moneter lainnya, sehingga mencegah peredaran uang, karena uang sangat diperlukan buat mewujudkan kemakmuran perekonomian dalam masyarakat. Menimbun (menyimpan) uang berarti menghambat fungsinya dalam memperluas lapangan produksi dan menyiapkan lapangan kerja buat para buruh.

### 3. Keseimbangan antara Kerohanian dan Kebendaan

Beberapa ahli Barat memiliki tafsiran tersendiri terhadap Islam. Mereka menyatakan bahwa Islam sebagai agama yang menjaga diri, tetapi toleran (membuka diri). Selain itu para ahli tersebut menyatakan Islam adalah agama yang memiliki unsur keagamaan (mementingkan segi akhirat) dan sekularitas (segi dunia).

Sesungguhnya Islam tidak memisahkan antara kehidupan dunia dengan akhirat. Setiap aktivitas manusia di dunia akan berdampak pada kehidupannya kelak di akhirat. Oleh karena itu, aktivitas keduniaan kita tidak boleh mengorbankan kehidupan akhirat. Hal ini ditegaskan Allah Swt. dalam Al-Qur'an, antara lain, di dalam ayat-ayat berikut:

- a. QS. al-Qashash ayat 77, yang artinya: *Dan carilah pada apa yang telah dianugerahkan Allah kepadamu (kebahagiaan) negeri akhirat, dan janganlah kamu melupakan bagianmu dari (kenikmatan) duniawi dan berbuat baiklah (kepada orang lain) sebagaimana Allah telah berbuat baik, kepadamu, dan janganlah kamu berbuat kerusakan di (muka) bumi. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berbuat kerusakan.*
- b. QS. al-Baqarah ayat 201, yang artinya: *Dan di antara mereka ada orang yang berdoa: "Ya Tuhan kami, berilah kami kebaikan di dunia dan kebaikan di akhirat dan peliharalah kami dari siksa neraka".*

Dara ayat-ayat tersebut di atas, jelas bahwa Islam menghendaki adanya keseimbangan antara dunia dan akhirat. Apa yang kita lakukan di dunia ini hakikatnya adalah untuk mencapai tujuan akhirat. Prinsip ini jelas berbeda dengan prinsip sistem ekonomi kapitalis maupun sosialis yang hanya bertujuan untuk kehidupan dunia saja.

4. Ekonomi Islam Menciptakan Keseimbangan antara Kepentingan Individu dengan Kepentingan Umum. Arti keseimbangan dalam sistem sosial Islam adalah Islam tidak mengakui hak mutlak dan kebebasan mutlak, tetapi mempunyai batasan-batasan tertentu, termasuk dalam bidang hak milik. Hanya keadilan yang dapat melindungi keseimbangan antara batasan-batasan yang ditetapkan dalam sistem Islam untuk kepemilikan individu dan umum. Kegiatan ekonomi yang dilakukan oleh seseorang untuk mensejahterakan dirinya, tidak boleh dilakukan dengan mengabaikan dan mengorbankan kepentingan orang lain dan masyarakat secara umum. Prinsip ini difirmankan Allah Swt. dalam ayat-ayat berikut:

- a. QS.al-Hasyr ayat 7: *Apa saja harta rampasan (fa-i) yang diberikan Allah kepada rasul-Nya (dari harta benda) yang berasal dari penduduk kota-kota maka adalah untuk Allah, untuk, untuk rasul, kaum kerabat, anak-anak yatim, orang-orang miskin dan orang-orang dalam perjalanan, supaya harta itu jangan beredar di antara orang-orang kaya saja di antara kamu, apa yang diberikan rasul kepadamu, maka terimalah. Dan apa yang dilarangnya bagimu. Maka tinggalkanlah, dan bertakwalah kepada Allah. Sesungguhnya Allah amat keras hukumannya.*
- b. QS.al Maa'uun ayat 1-3: *Tahukah kamu (orang) yang mendustakan agama? Itulah orang yang menghardik anak yatim, Dan tidak menganjurkan memberi makan orang miskin.*
- c. al-Ma'arij ayat 24-25: *Dan orang-orang yang dalam hartanya tersedia bagian tertentu, (al-Ma'rij ayat 24) Bagi orang (miskin) yang meminta dan orang yang tidak mempunyai apa-apa (yang tidak mau meminta), (al-Ma'rij ayat 25)*

Ayat-ayat di atas, jelas bahwa kegiatan ekonomi yang dilakukan oleh setiap individu untuk mensejahterakan dirinya, tidak boleh mengabaikan kepentingan orang banyak. Prinsip ini harus tercermin pada setiap kebijakan individu maupun lembaga, ketika melakukan kegiatan ekonomi. Ciri ini jelas berbeda dengan sistem ekonomi sosialis yang lebih menekankan kepentingan umum.

5. Kebebasan Individu Dijamin dalam Islam. Individu-individu dalam perekonomian Islam diberikan kebebasan untuk beraktivitas baik secara perorangan maupun kolektif untuk mencapai tujuan. Namun kebebasan tersebut tidak boleh melanggar aturan-aturan yang telah digariskan Allah Swt. dalam Al-Qur'an maupun Al-Hadis. Dengan demikian kebebasan tersebut sifatnya tidak mutlak. Firman Allah Swt. dalam QS.al-Baqarah ayat 188, artinya:

*Dan janganlah sebagian kamu memakan harta sebagian yang lain di antara kamu dengan jalan yang batil dan (janganlah) kamu membawa (urusan) harta itu kepada hakim, supaya kamu dapat memakan sebagian daripada harta benda orang lain itu dengan (jalan berbuat) dosa, padahal kamu mengetahui.*

Selain itu Firman Allah dalam QS.al-Baqarah ayat 275 ,artinya:

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

Prinsip kebebasan ini sangat berbeda dengan prinsip kebebasan sistem ekonomi kapitalis maupun sosialis. Dalam kapitalis, kebebasan individu dalam berekonomi tidak dibatasi norma-norma ukhrawi, sehingga tidak ada urusan halal atau haram. Sementara dalam sosialis justru tidak ada kebebasan sama sekali, karena seluruh aktivitas ekonomi masyarakat diatur dan ditujukan hanya untuk negara.

6. Negara diberi Wewenang Turut Campur dalam Perekonomian

Islam memperkenalkan negara untuk mengatur masalah perekonomian agar kebutuhan masyarakat baik secara individu maupun sosial dapat terpenuhi secara proporsional. Dalam Islam negara berkewajiban melindungi kepentingan masyarakat dari ketidakadilan yang dilakukan oleh seseorang atau sekelompok

sekelompok orang, ataupun dari negara lain. Negara juga berkewajiban memberikan jaminan sosial agar seluruh masyarakat dapat hidup secara layak.

Rasulullah Saw. bersabda, artinya:

*Barangsiapa yang meninggalkan beban, hendaklah dia datang kepada-Ku; karena akulah maula (pelindung) nya".*(al-Mustadrak oleh Al-Hakim).

*siapa yang meninggalkan keturunan (yang tersia-sia), anak (dia datang) kepada-Ku dan (menjadi) tanggung jawab-Ku".*(HR. Al-Bukhari dan Muslim).

Peran negara dalam perekonomian pada sistem Islam ini jelas berbeda dengan sistem kapitalis yang sangat membatasi peran negara. Sebaliknya juga berbeda dengan sistem sosialis yang memberikan kewenangan negara untuk mendominasi perekonomian secara mutlak.

#### 7. Bimbingan Konsumsi

Dalam hal bimbingan konsumsi, Allah berfirman dalam QS.al-A'raaf (7) ayat 31, artinya: *Hai anak Adam, pakailah pakaianmu yang indah di setiap (memasuki) masjid, makan dan minumlah, dan janganlah berlebih-lebihan. Sesungguhnya Allah tidak menyukai orang-orang yang berlebihan.*

#### 8. Petunjuk Investasi

Tentang kriteria atau standar dalam menilai proyek investasi, *al-Mawsu'ah Al ilmiyah wa al-amaliyah al-islamiyah* memandang ada lima kriteria yang sesuai dengan Islam untuk dijadikan pedoman dalam menilai proyek investasi, yaitu:

- a) Proyek yang baik menurut Islam.
- b) Memberikan resekil seluas mungkin kepada anggota masyarakat.
- c) Memberantas kekafiran, memperbaiki pendapatan, dan kelayakan.
- d) Memelihara dan menumbuhkembangkan harta.
- e) Melindungi kepentingan anggota masyarakat.

9. Zakat. Zakat adalah salah satu karakteristik ekonomi Islam mengenai harta yang tidak terdapat dalam perekonomian lain. Sistem perekonomian di luar Islam tidak mengenal tuntutan Allah kepada pemilik harta, agar menyisihkan sebagian harta tertentu sebagai pembersih jiwa dari sifat kikir, dengki, dan dendam.

10. Larangan Riba. Islam menekankan pentingnya memfungsikan uang pada bidangnya yang normal yaitu sebagai fasilitas transaksi dan alat penilaian barang.

Di antara faktor yang menyelewengkan uang dari bidangnya yang normal adalah bunga (riba).

### **Nilai-Nilai Dasar Ekonomi Islam**

Nilai - nilai dasar ekonomi islam terdiri dari: Pertama, Nilai dasar kepemilikan; Kedua, Nilai dasar keadilan; Ketiga, Nilai dasar keseimbangan; Keempat, Nilai dasar kebebasan; Kelima, Nilai kebersamaan; Keenam, Nilai Dasar Kepemilikan

### **Konsep Dasar Kepemilikan**

Konsep kepemilikan dalam Islam tidak sama dengan konsep kepemilikan dalam faham liberalisme-kapitalisme maupun sosialisme. Dalam faham liberalisme-kapitalisme, seperti yang dikemukakan John Lock “setiap manusia adalah tuan serta penguasa penuh atas kepribadiannya, atas tubuhnya dan atas tenaga kerja yang berasal dari tubuhnya”. Jadi dengan demikian konsep kepemilikan dalam faham liberalisme-kapitalisme adalah konsep bersifat absolut. Di dalam faham sosialisme adalah sebaliknya, seseorang tidak diperkenankan untuk memiliki kapital atau modal, sebab yang memiliki kapital dengan sendirinya memiliki juga sarana-sarana produksi.

Terus bagaimana halnya dengan konsep kepemilikan dalam Islam? Tuhan telah menyatakan bahwa seluruh yang ada di langit dan yang ada di bumi adalah milik Allah Swt. Surah Al-Baqaroh ayat 107: Terjemahnya: *Tidakah kamu mengetahui bahwa kerajaan langit dan bumi adalah kepunyaan Allah? Dan tiada bagimu selain allah seorang pelindung maupun seorang penolong.* Di dalam ayat ini menjelaskan bahwa segala apa yang ada di alam ini dan apa yang ada di dalam manusia itu sendiri adalah milik Allah Swt. Kepemilikan yang ada pada manusia adalah hanya kepemilikan dalam pengelolaannya. Jadi dengan demikian dapat dipahami bahwa konsep kepemilikan Islam adalah tidaklah termasuk dalam zatnya saja, tetapi kepada manfaatnya. Kepemilikan dalam manusia bersifat amanah dari Tuhan yang Maha Esa yang harus dihormati. Sedangkan kepemilikan dalam Islam itu sendiri terbagi bermacam-macam. Ada kepemilikan oleh pribadi, kepemilikan bersama dan kepemilikan oleh negara, tetapi yang paling di garis bawah adalah masing-masing dari kepemilikan tersebut tidak bersifat mutlak, tetapi terkait dengan penciptaan kemaslahatan umum dan usaha untuk menghalangi terjadinya

kemudharatan. Di dalam Al-Qur'an Surah Adz-Dzariyat (51) ayat 19: *Dan pada harta-harta mereka ada hak untuk orang miskin yang meminta dan orang miskin.*"

Dalam hak yang membuat/ membentuk kepemilikan tersebut terbagi tiga yaitu: Hak Allah Swt; Hak jamaah dan Hak pribadi atau individu. Dari ketiga hak tersebut terlihat jelas dalam perintah zakat, di mana dalam pengeluaran zakat maka seseorang telah memberikan dan mengeluarkan hak yang bukan haknya. Tetapi meskipun demikian, hal itu tidak berarti bahwa dia sudah bebas berbuat apa saja dengan harta yang dia miliki, tetapi harus digunakan dengan sebaik-baiknya dan tidak boleh meng-hambur-hamburkannya.

### **Nilai Dasar Keadilan**

Plato mendefinisikan keadilan sebagai sebuah keutamaan yang paling tinggi di lihat dari kondisi yang wajar yang meniscayakan terhimpunnya makna-makna kebijaksanaan ( al-hikmah), keberanian (al-siyasiyah), dan keterpeliharaan (aliffah). Bagi Plato menyamakan semua orang itu tidak adil, karena menurutnya setiap orang itu tidak memiliki bakat dan kemampuan serta bawaan yang sama.

Aristoteles mendefinisikan keadilan adalah nilai keutamaan, bukan keutamaan yang mandul dan bukan pula semata mata bersifat individual keadilan harus mempunyai efek dan implikasi kepada yang lain. Oleh karena itu, keadilan menurutnya adalah berisi suatu unsur kesamaan dan menuntut bahwa benda-benda yang ada di dunia ini dibagi secara rata yang pelaksanaannya dikontrol oleh hukum.

Dalam sistem liberalisme-kapitalisme sesuatu itu dikatakan adil kalau masalah ekonomi itu penyelesaiannya diserahkan sepenuhnya kepada mekanisme pasar. Ini artinya sebuah proses ekonomi dikatakan adil jika pemerintah tidak ikut campur tangan didalamnya dan diserahkan sepenuhnya kepada mekanisme pasar yang ada.

Bagaimana konsep keadilan dalam islam? Kata adil dengan segala derivasinya disebutkan dalam al-quran sekurang kurangnya ada sebanyak 28 kali. Ini menunjukkan bahwa masalah keadilan dalam Islam menempati Terjemahnya: *Sesungguhnya Allah menyuruh (kamu) berlaku adil dan berbuat kebajikan, memberi kepada kaum kerabat, dan Allah melarang dari perbuatan keji, kemungkaran dan*

*permusuhan. Dia memberi pengajaran kepadamu agar kamu dapat mengambil pelajaran.*

Jadi dengan demikian, Islam sangat menekankan arti pentingnya manusia memperhatikan dan menegakkan keadilan. Tidak saja keadilan untuk orang lain tetapi juga untuk diri sendiri. Islam juga menuntut manusia untuk menegakkan keadilan dalam semua bidang kehidupan umat manusia termasuk dalam bidang ekonomi, tetapi pengertian keadilan dalam Islam tidaklah bermakna bahwa Islam menghendaki dijalankannya prinsip sama rata atau persamaan hasil akhir seperti yang terdapat dalam paham komunisme, karena hal ini jelas bertentangan dengan fitrah manusia itu sendiri yang memang telah diciptakan oleh Allah memiliki perbedaan, baik dalam kecerdasan, keahlian (skill), atau kemampuan lainnya .

### **Nilai Dasar Keseimbangan**

Keseimbangan merupakan nilai dasar yang mempengaruhi berbagai aspek tingkah laku ekonomi seorang Muslim. Keseimbangan adalah tidak berat sebelah, baik itu usaha-usaha manusia sebagai individu yang terkait dengan dunia dan akhirat, maupun yang terkait dengan kepentingan diri dan orang lain, tentang hak dan kewajiban. Sebagaimana Allah menyebutnya dalam QS. Al-Baqarah, ayat 201: Terjemahnya: *Dan di antara mereka ada orang yang berdo'a: "Ya Rabb kami, berilah kami kebaikan di dunia dan kebaikan di akhirat dan peliharalah kami dari siksa neraka"*. Dan bila Allah memang berkehendak pada makhluk ciptaannya berbeda satu sama lainnya, disanalah letak keseimbangannya. Bahwa perbedaan ada bukan untuk dijadikan kesenjangan (*gap*), tapi justru untuk mencapai keseimbangan atau keselarasan.

### **Nilai Dasar Kebebasan**

Dalam sistem ekonomi sosial tidak mengenal kebebasan individual, karena segala sesuatunya diatur dan ditentukan oleh negara secara sentralistik. Sedangkan dalam sistem ekonomi liberalisme, kapitalisme masalah kebebasan orang per orang sangat mendapatkan tempat yang terhormat, bahkan negara tidak boleh ikut campur dalam urusan manusia termasuk dalam bidang ekonominya. Di dalam sistem ekonomi Islam, kebebasan ekonomi adalah tiang pertama dalam struktur pasar Islam. Kebebasan didasarkan atas ajaran-ajaran fundamental Islam



atau dengan kata lain nilai dasar kebebasan ini merupakan konsekuensi logis dari ajaran tauhid dimana dengan pernyataan tidak ada tuhan selain Allah, artinya manusia terlepas dari ikatan perbudakan baik oleh alam maupun manusia itu sendiri.

### **Nilai Dasar Kebersamaan**

Dalam sistem ekonomi liberalisme-kapitalisme lebih menekankan penghormatan terhadap individu secara berlebih-lebihan dengan asumsi bila setiap individu sudah sejahtera maka masyarakatnya otomatis akan sejahtera. Pendapat itu berdasarkan dari pemikiran Adam Smith yang menyatakan terdapat hubungan yang simetris antara kepentingan pribadi dan public

Dalam sistem ekonomi sosialis lebih mementingkan nilai kebersamaan dan persaudaraan antara sesama manusia dari nilai-nilai individualisme. Di dalam sistem ini terletak pada penghormatannya terhadap nilai-nilai kebersamaan ini terlalu berlebih-lebihan sehingga mengorbankan sisi-sisi individual atau pribadi. Akibatnya orang perorang tidak mendapatkan tempat dalam sistem ini.

Dalam sistem ekonomi Islam adalah prinsip tauhid yang dibawa Islam mengajarkan tiada tuhan selain Allah. Memiliki persamaan antara manusia bahwa setiap manusia adalah bersumber dari satu yaitu Allah Swt. Dengan kata lain di dalam Islam tidak ada perbedaan sosial atas warna kulit, keadaan fisik, manusia adalah sama semua milik Allah Swt. Jadi dengan konsep kebersamaan yang dibawa islam telah menciptakan konsep baru dalam sistem demokrasi, yang tidak sama dengan demokrasi barat. Bila demokrasi barat hanya mengaitkan konsep persamaan tersebut hanya di depan hukum. Tetapi di dalam islam manusia sama di depan Tuhan. Jadi, arti demokrasi di dalam islam tidaklah hanya bernuansa insaninyah (kemanusiaan) tetapi juga bernuansa ilahiyah (ketuhanan).

### **Etika Islam Dalam Praktek Bisnis**

Dalam perkembangan kontemporer ini, dunia Islam sedang melewati salah satu fase sejarah dunia yaitu masa krisis global. Di tengah krisis global dengan sistem kontemporer yang bebas nilai dan hampa nilai, dominasi pusran faham kapitalis dan sosialis, maka Islam sebagai suatu sistem yang mampu memberikan

daya tawar positif, dengan menanamkan prinsip tauhid dan menghadirkan nilai-nilai etika dan moral yang lengkap serta mengajarkan semua dimensi kehidupan.

Dalam Islam diajarkan nilai-nilai dasar ekonomi yang bersumber pada ajaran tauhid. Islam lebih dari sekedar nilai-nilai dasar etika ekonomi, seperti: keseimbangan, kesatuan, tanggung jawab dan keadilan, tetapi juga memuat keseluruhan nilai-nilai yang fundamental serta norma-norma yang substansial agar dapat diterapkan dalam operasional lembaga ekonomi Islam di masyarakat.

Pembangunan ekonomi Islam berdasarkan prinsip tauhid dan etika serta mengacu pada tujuan syari'at (*maqashidal-syari'ah*) yaitu memelihara iman (*faith*), hidup (*life*), nalar (*intellect*), keturunan (*posterity*) dan kekayaan (*wealth*). Konsep ini menjelaskan bahwa sistem ekonomi hendaknya dibangun berawal dari suatu keyakinan (iman) dan berakhir dengan kekayaan (*property*). Pada gilirannya tidak akan muncul kesenjangan ekonomi atau perilaku ekonomi yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syari'at.

Basis utama sistem ekonomi syari'ah sesungguhnya terletak pada aspek kerangka dasarnya yang berlandaskan Syari'at, tetapi juga pada aspek tujuannya yaitu mewujudkan suatu tatanan ekonomi masyarakat yang sejahtera berdasarkan keadilan, pemerataan dan keseimbangan. Atas dasar itu, maka pemberdayaan ekonomi syari'ah di Indonesia hendaknya dilakukan dengan strategi yang ditujukan bagi perbaikan kehidupan dan ekonomi masyarakat. Tuntutan masyarakat dewasa ini terutama di lapisan masyarakat bawah adalah bagaimana memenuhi kebutuhan hidup masyarakat yang paling mendasar. Sistem ekonomi Islam mengutamakan aspek hukum dan etika yakni adanya keharusan menerapkan prinsip-prinsip hukum dan etika bisnis yang Islami, antara lain: Prinsip ibadah (*al-tauhid*), persamaan (*al-musawat*), kebebasan (*al-hurrijat*), keadilan (*al-'adl*), tolong-menolong (*al-ta'awun*) dan toleransi (*al-tasamuh*). Prinsip-prinsip tersebut merupakan pijakan dasar dalam sistem ekonomi Islam, sedangkan etika bisnis mengatur aspek hukum kepemilikan, pengelolaan dan pendistribusian harta, yakni menolak monopoli, eksploitasi dan diskriminasi serta menuntut keseimbangan antara hak dan kewajiban.

Prinsip-prinsip dan etika bisnis itulah yang saat ini menjadi landasan operasional lembaga-lembaga keuangan syariah di Indonesia. Dalam kerangka praktis prinsip-prinsip dan etika bisnis tersebut diimplementasikan dalam berbagai produk jasa dan layanan lembaga keuangan syari'ah yang menggunakan mekanisme

bagi hasil (*profit sharing*). Untuk memperoleh keberkahan dalam jual beli, Islam mengajarkan prinsip-prinsip etis sebagai berikut:

1. Menjual barang yang halal. Dalam salah satu hadits Nabi menyatakan bahwa Allah mengharamkan sesuatu barang, maka haram pula harganya (diperjualbelikan).
2. Menjual barang yang baik mutunya. Dalam berbagai hadits Rasulullah melarang menjual buah-buahan hingga jelas baiknya.
3. Jangan menyembunyikan cacat barang. Salah satu sumber hilangnya keberkahan jual beli, jika seseorang menjual barang yang cacat yang disembunyikan cacatnya. Ibnu Umar menurut riwayat Bukhari, memberitakan bahwa seorang lelaki menceritakan kepada Nabi bahwa ia tertipu dalam jual beli. Sabda Nabi, “apabila engkau berjual beli ? katakanlah: tidak ada tipuan”.
4. Jangan main sumpah. Ada kebiasaan pedagang untuk meyakinkan pembelinya dengan jalan main sumpah agar dagangannya laris. Dalam hal ini Rasul memperingatkan: “Sumpah itu melariskan dagangan, tetapi menghapuskan keberkahan”. (HR Bukhari).
5. Longgar dan bermurah hati. Sabda Rasulullah: “Allah mengasihi orang yang bermurah hati waktu menjual, waktu membeli dan waktu menagih hutang”. (H.R. Bukhari). Kemudian dalam hadits lain Abu Hurairah memberitakan bahwa Rasulullah bersabda: “ada seorang pedagang yang mempiutang orang banyak. Apabila dilihatnya orang yang ditagih itu dalam dalam kesempitan, dia perintahkan kepada pembantu-pembantunya.” Berilah kelonggaran kepadanya, mudah-mudahan Allah memberikan kelapangan kepada kita”. Maka Allah pun memberikan kelapangan kepadanya ” (H.R. Bukhari).
6. Jangan menyaingi kawan. Rasulullah telah bersabda: “Janganlah kamu menjual dengan menyaingi dagangan saudaranya”.
7. Mencatat hutang piutang. Dalam dunia bisnis lazim terjadi pinjam-meminjam. Dalam hubungan ini al-Qur’an mengajarkan pencatatan hutang piutang. Gunanya adalah untuk mengingatkan salah satu pihak yang mungkin suatu waktu lupa atau khilap : “Hai orang-orang yang beriman, kalau kalian berhutang-piutang dengan janji yang ditetapkan waktunya, hendaklah kalian tuliskan. Dan seorang penulis di antara kalian, hendaklah menuliskannya

dengan jujur. Janganlah penulis itu enggan menuliskannya, sebagaimana telah diajarkan oleh Allah kepadanya”.

8. Larangan riba sebagaimana Allah telah berfirman: “Allah menghapuskan riba dan menyempurnakan kebaikan shada-qah. Dan Allah tidak suka kepada orang yang tetap membangkang dalam bergelimang dosa”.
9. Anjuran berzakat, yakni menghitung dan mengeluarkan zakat barang dagangan setiap tahun sebanyak 2,5% sebagai salah satu cara untuk membersihkan harta yang diperoleh dari hasil usaha.

## **BAB II**

### **SUKUK DAN BERBAGAI AKAD YANG MELINGKUPINYA**

Konsep keuangan berbasis syariah islam (*Islamic Finance*) yang real syariah dewasa ini telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah dan diterbitkannya berbagai instrumen keuangan berbasis syariah. Selain itu, juga telah dibentuk lembaga internasional untuk merumuskan infrastruktur sistem keuangan Islam dan standar instrumen keuangan Islam, serta didirikannya lembaga *rating* Islam. Beberapa prinsip pokok dalam transaksi keuangan sesuai syariah antara lain berupa penekanan pada perjanjian yang adil, anjuran atas sistem bagi hasil atau *profit sharing*, serta larangan terhadap *riba*, *gharar*, dan *maysir*.

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

Total emisi sukuk internasional berkembang pesat dari semula pada tahun 2002 hanya sekitar USD 1 miliar, menjadi USD 17 miliar pada bulan April 2007. Jumlah dan jenis instrumen sukuk juga terus berkembang, dari semula hanya dikenal sukuk al ijarah berkembang menjadi 14 jenis sukuk sebagaimana ditetapkan oleh The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institutions (AAOIFI). Adapun investor sukuk, tidak lagi hanya terbatas pada investor islami,

karena pada saat ini sebagian besar investor sukuk justru merupakan investor konvensional.

Dalam negeri sendiri, pasar keuangan syariah, termasuk pasar sukuk juga tumbuh secara cepat, meskipun proporsinya dibandingkan konvensional masih relatif kecil. Untuk keperluan pengembangan basis sumber pembiayaan anggaran negara dan dalam rangka pengembangan pasar keuangan syariah dalam negeri, pemerintah telah menyusun RUU tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). UU SBSN tersebut akan menjadi legal basis bagi penerbitan dan pengelolaan sukuk negara atau SBSN.

## **Pengertian**

Sukuk berasal dari bahasa Arab yaitu *sak* (tunggal) dan *sukuk* (jamak) yang memiliki arti mirip dengan sertifikat atau note. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Definisi sukuk / sertifikat ialah sertifikat bernilai sama dengan bagian atau seluruhnya dari kepemilikan harta berwujud untuk mendapatkan hasil dan jasa didalam kepemilikan aset dan proyek tertentu atau aktivitas investasi khusus, sertifikat ini berlaku setelah menerima nilai sukuk, saat jatuh tempo dengan menerima dana sepenuhnya sesuai dengan tujuan sukuk tersebut.

Menurut Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), sukuk adalah **“certificate of equal value representing undivided shares ownership of tangible asset, usufruct and services (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity”**. Jadi sukuk adalah sebagai sertifikat dari suatu nilai yang dipresentasikan setelah menutup pendaftaran, bukti terima nilai sertifikat, dan menggunakannya sesuai rencana. Sama halnya dengan bagian dan kepemilikan atas aset yang jelas, barang, atau jasa atau modal dari suatu proyek tertentu atau modal dari suatu aktivitas investasi tertentu.

Sukuk pada prinsipnya mirip dengan obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan

prinsip-prinsip bagi syariah. selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari riba, gharar dan maysir.

Menurut fatwa Majelis Ulama Indonesia No. 31/DSN-MUI/IX/2002 sukuk adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah. sukuk mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil margin/fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Sedangkan menurut Keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan No. KEP-130/BL/2006 tahun 2006 Peraturan No. IX .A. 13, sukuk adalah efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas kepemilikan aset berwujud tertentu nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu, dan kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

### **Undang-Undang Sukuk**

Pada Mei 2008 lalu, Pemerintah telah mengundangkan Undang-undang No. 19/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau UU Sukuk Negara (sovereign sukuk).

### **Karakteristik Sukuk**

1. Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (beneficial title).
2. Pendapatan berupa imbalan (kupon), marjin, dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan.
3. Terbebas dari riba, gharar, dan maysir.
4. Penerbitannya melalui special purpose vehicle (SPV)
5. Memerlukan underlying asset.
6. Penggunaan proceeds harus sesuai prinsip syariah.

## **Jenis-Jenis Sukuk**

Sukuk, berdasarkan strukturnya terdapat berbagai jenis, yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan endorsement dari The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) adalah :

1. **Sukuk Ijarah** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah, dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti perpindahan kepemilikan aset itu sendiri.
2. Sukuk Mudharabah: Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak menyediakan modal (rab-al-maal/shahibul maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (mudharib), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (nisbah) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard (niat tidak baik dari mudharib).
3. Sukuk Musyarakah : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
4. Sukuk Istishna : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.



## Perbandingan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, korporasi	Pemerintah, korporasi
Sifat instrument pengakuan utang	Sertifikat kepemilikan/penyertaan	Instumen
Penghasilan Bunga/kupon, capital gain		Imbalan, bagi hasil, margin
Jangka waktu	Pendek – Menengah Panjang	Menengah – Panjang
Underlying asset	Perlu	Tidak perlu
Pihak yang terkait Obligor/issuer, investor		Obligor, SPV, investor, Trustee
Price	Market price	Market price

### Para Pihak Dalam Obligasi Syariah

Dalam penerbitan obligasi syariah, akan melibatkan beberapa pihak yang saling terkait satu dengan yang lainnya. Pihak-pihak tersebut adalah:

#### Obligor

Obligor adalah pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk yang diterbitkan sampai dengan sukuk/obligasi syariah jatuh tempo. Dalam hal sovereign sukuk, obligor-nya adalah pemerintah. Obligor dalam obligasi syariah disebut emiten (mudharib). Obligasi syariah ini selain bisa diterbitkan oleh Pemerintah, juga bisa diterbitkan oleh Badan Usaha Milik Negara dan Perusahaan Swasta. Namun tidak semua perusahaan baik itu milik negara atau perusahaan swasta dapat menerbitkan (menjadi emiten) obligasi syariah. Perusahaan-perusahaan yang hanya dapat memenuhi persyaratan-persyaratan tertentu saja yang bisa menerbitkan obligasi syariah. Persyaratan-persyaratan tersebut sebagai berikut:

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

## **Investor**

Investor adalah pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, margin, dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing. Investor yang dimaksud disini bisa Islamik investor ataupun investor konvensional (non-muslim). Investor/pemegang sukuk dalam obligasi syariah disebut shahibul mal.

Produk syariah dapat diminati dan digunakan oleh siapapun, sesuai falsafah syariah yang seharusnya memberi manfaat (maslahat) kepada seluruh semesta alam. Investor konvensional tetap bisa berpartisipasi dalam obligasi syariah jika dipertimbangkan bisa memberi keuntungan yang kompetitif, sesuai profit dan risikonya, dan juga tingkat likuiditas obligasi syariah tersebut dipasar modal. Halim Abdul, memberikan definisi untuk setiap tipe investor sebagai berikut:

- a. Investor yang suka terhadap risiko (risk seeker). Merupakan investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia akan lebih suka mengambil investasi dengan risiko yang lebih besar. Investor dengan karakter

- tersebut lebih cenderung bersikap agresif dan spekulatif dalam mengambil keputusan investasi. Investor yang netral terhadap risiko (risk neutrality)
- b. Merupakan tipikal investor yang meminta kenaikan tingkat pengembalian yang sama untuk setiap kenaikan risiko. Investor dengan karakter tersebut lebih cenderung bersikap hati - hati (prudent) dan fleksibel dalam mengambil keputusan investasi.
  - c. Investor yang tidak suka terhadap risiko (risk averter) Merupakan tipikal investor yang apabila dihadapkan pada dua pilihan investasi yang memberikan tingkat pengembalian yang sama dengan risiko yang berbeda, maka ia lebih cenderung mengambil investasi dengan risiko yang lebih kecil.

### **Special Purpose Vehicle (SPV).**

Special Purpose Vehicle (SPV) adalah badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan sukuk. Special Purpose Vehicle (SPV) berfungsi:

- a. Sebagai penerbit sukuk
- b. Menjadi counterpart pemerintah atau corporate dalam transaksi pengalihan aset,
- c. Bertindak sebagai wali amanat (trustee) untuk mewakili kepentingan investor.

Keberadaan SPV ini sangat penting karena menentukan status kehalalan sukuk. Namun yang menjadi permasalahannya adalah sulitnya pembentukan SPV dan menentukan statusnya. Wali amanat merupakan suatu lembaga atau pihak yang bertindak untuk mewakili kepentingan pemegang obligasi (masyarakat pemodal), dengan membuat suatu perjanjian dengan emiten, yang dibuat sebelum penerbitan obligasi (sebelum penawaran obligasi dilaksanakan). Jadi, tugas wali amanat adalah mewakili dan melindungi kepentingan pemodal, berarti wali amanat berada pada posisi pemodal. Beberapa kegiatan yang berkaitan dengan tugas wali amanat adalah sebagai berikut:

- a. Menganalisis kemampuan dan kredibilitas emiten apakah secara operasional perusahaan (emiten) mempunyai kesanggupan menghasilkan dan membayar obligasi beserta bunganya.
- b. Menilai kekayaan emiten yang akan dijadikan jaminan wali amanat harus mengetahui dengan pasti apakah kekayaan emiten yang menjadi jaminan setara atau memadai disbanding nilai obligasi yang diterbitkan.

- c. Melakukan pengawasan terhadap kekayaan emiten. Apabila harta yang menjadi jaminan tadi dialihkan pemanfaatannya atau pemilikannya haruslah sepengetahuan wali amanat.
- d. Mamantau dan mengikuti perkembangan secara terus menerus terhadap perkembangan perusahaan emiten dan memberikan nasihat serta masukan kepada emiten.
- e. Melakukan pengawasan dan pemantauan terhadap pembayaran bunga dan pinjaman pokok obligasi yang menjadi hak pemodal, tepat pada waktunya. Wali amanat yang bertugas mewakili kepentingan pemegang obligasi (masyarakat pemodal) berdasarkan kepercayaan, diharapkan dapat melaksanakan tugasnya secara independent dan netral.

### **Dewan Syariah**

Menurut Keputusan Dewan Pimpinan MUI tentang susunan pengurus DSN-MUI, No: Kep-98/MUI/III/2001):DPS adalah badan yang ada di lembaga keuangan syariah dan bertugas mengawasi pelaksanaan keputusan DSN di lembaga keuangan syariah tersebut. Dewan Pengawas Syariah diangkat dan diberhentikan di Lembaga Keuangan Syariah melalui RUPS setelah mendapat rekomendasi dari DSN.

### **Fungsi DPS**

- a. (Keputusan Dewan Pimpinan MUI tentang susunan pengurus DSN-MUI, No:Kep-98/MUI/III/2001). Melakukan pengawasan secara periodik pada lembaga keuangan syariah yang berada di bawah pengawasannya.
- b. Mengajukan usul-usul pengembangan lembaga keuangan syariah kepada pimpinan lembaga yang bersangkutan dan kepada DSN
- c. Melaporkan perkembangan produk dan operasional lembaga keuangan syariah yang diawasinya kepada DSN sekurang-kurangnya dua kali dalam satu tahun anggaran.
- d. DPS merumuskan permasalahan-permasalahan yang memerlukan pembahasan-pembahasan DSN

### **Struktur DPS Pada Lembaga Keuangan Syariah**

- a. DPS dalam struktur perusahaan berada setingkat dengan fungsi komisaris sebagai pengawas Direksi.
- b. Jika fungsi komisaris adalah pengawas dalam kaitan dengan kinerja manajemen, maka DPS melakukan pengawasan kepada manajemen dalam kaitan dengan implementasi sistem dan produk-produk agar tetap sesuai dengan syariah Islam.
- c. Bertanggung jawab atas pembinaan akhlak seluruh karyawan berdasarkan sistem pembinaan keislaman yang telah diprogramkan setiap tahunnya.
- d. Ikut mengawasi pelanggaran nilai-nilai Islam di lingkungan perusahaan tersebut.
- e. Bertanggung jawab atas seleksi syariah karyawan baru yang dilaksanakan oleh Sekretaris DPS.

### **Fungsi & Peran DPS**

- a. Peran utama para ulama dalam Dewan Pengawas Syariah adalah mengawasi jalannya Lembaga Keuangan Syariah sehari-hari agar selalu sesuai dengan ketentuan-ketentuan syariah
- b. Dewan Pengawas Syariah harus membuat pernyataan secara berkala (biasanya tiap tahun) bahwa Lembaga Keuangan Syariah yang diawasinya telah berjalan sesuai dengan ketentuan syariah.
- c. Tugas lain Dewan Pengawas Syariah adalah meneliti dan membuat rekomendasi produk baru dari Lembaga Keuangan Syariah yang diawasinya.
- d. Dewan Pengawas Syariah bersama Komisaris dan Direksi, bertugas untuk terus-menerus mengawal dan menjaga penerapan nilai-nilai Islam dalam setiap aktifitas yang dikerjakan Lembaga Keuangan Syariah
- e. DPS juga bertugas untuk melakukan sosialisasi kepada masyarakat tentang Lembaga Keuangan Syariah, melalui media-media yang sudah berjalan dan berlaku di masyarakat, seperti khutbah, majelis ta'lim, pengajian-pengajian, maupun melalui dialog rutin dengan para tokoh agama dan tokoh masyarakat

## **Dewan Syariah Nasional (DSN) & Hubungannya Dengan DPS**

- a. Dengan berkembangnya Lembaga Keuangan Syariah, berkembang pula jumlah DPS yang berada pada masing-masing Lembaga tersebut.
- b. Terkadang muncul fatwa yang berbeda antara DPS satu lembaga dengan yang lainnya, dan hal seperti ini dikhawatirkan akan membingungkan umat.
- c. Oleh karenanya MUI menganggap perlu dibentuknya satu Dewan Syariah yang bersifat nasional, sekaligus membawahi seluruh Lembaga Keuangan Syariah.
- d. Lembaga ini kemudian dikenal dengan nama Dewan Syariah Nasional (DSN).

Selain para pihak yang terkait seperti diatas, ada beberapa pihak yang terkait lainnya dalam pelaksanaan obligasi syariah/sukuk ini, yaitu:

- a. Appraiser. Appraiser adalah perusahaan yang melakukan penilaian terhadap aktiva tetap perusahaan yang akan melakukan emisi, untuk memperoleh nilai yang dipandang wajar.
- b. Custody/Kustodian. Custody menyelenggarakan kegiatan penitipan, bertanggung jawab untuk menyimpan efek milik pemegang rekening dan memenuhi kewajiban lain sesuai dengan kontrak antara kustodian dan pemegang rekening. Kustodian bisa berupa Lembaga Penyimpanan dan Penyelesaian, Perusahaan Efek, dan Bank Umum yang telah memperoleh persetujuan Bapepam.
- c. Syariah Advisor. Penerbitan sukuk (obligasi syariah) harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (syariah compliance endorsement) untuk meyakinkan investor bahwa sukuk (obligasi syariah) telah distruktur sesuai syariah. Pernyataan syariah compliance tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah atau institusi yang khusus membidangi masalah syariah. Untuk penerbitan sukuk (obligasi syariah) di dalam negeri, syariah compliance endorsement dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional - MUI. Untuk penerbitan sukuk (obligasi syariah) internasional, diperlukan endorsement dari ahli/lembaga syariah yang diakui komunitas syariah internasional, misalnya IIFM.
- d. Arranger atau manajer investasi. Manajer investasi merupakan pihak yang mengelola dana yang dititipkan investor untuk diinvestasikan di pasar modal.

### **Hak dan Kewajiban Para Pihak Dalam Obligasi Syariah**

Pihak yang dapat menjadi obligor (mudharib) dan investor (shahib al-mal) wajib memiliki kecakapan dan kewenangan untuk melakukan perbuatan hukum baik menurut syariah Islam maupun peraturan perundang-undangan yang berlaku. Hak dan kewajiban shahib mudharib/emiten adalah:

- a. Menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah;
- b. Mengelola kegiatan usaha untuk tercapainya tujuan Mudharabah tanpa campur tangan shahib al-mal.
- c. Mengelola modal yang telah diterima dari shahib al-mal sesuai dengan kesepakatan, dan memperhatikan syariah Islam serta kebiasaan yang berlaku;
- d. Menanggung seluruh kerugian usaha yang diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan dan atau pelanggaran mudharib atas Mudharabah; dan
- e. Menyatakan secara tertulis bahwa mudharib telah menerima modal dari shahib al-mal dan berjanji untuk mengelola modal tersebut sesuai dengan kesepakatan (pernyataan qabul).

Pemerintah ditunjuk oleh undang-undang No. 19 tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara sebagai pihak yang berhak mendirikan perusahaan penerbit SBSN/sukuk.

### **Hak dan kewajiban shahib al-mal/investor adalah:**

- a. Menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah;
- b. Meminta jaminan dari mudharib atau pihak ketiga yang dapat digunakan apabila mudharib melakukan pelanggaran atas akad Mudharabah. Jaminantersebut dapat berupa jaminan kebendaan dan atau jaminan umum, seperti jaminan perusahaan (corporate guarantee) dan jaminan pribadi (personal guarantee);
- c. mengawasi pelaksanaan kegiatan usaha yang dilakukan oleh mudharib;
- d. menyediakan seluruh modal yang disepakati;
- e. menanggung seluruh kerugian usaha yang tidak diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan dan atau pelanggaran mudharib atas Mudharabah; dan

- f. menyatakan secara tertulis bahwa shahib al-mal menyerahkan modal kepada mudharib untuk dikelola oleh Mudharib sesuai dengan kesepakatan (pernyataan ijab).

### **Bentuk Pelaksanaan Perjanjian (Akad) Dalam Mekanisme Investasi Melalui Obligasi Syariah**

Sukuk dapat dibedakan menjadi beberapa jenis berdasarkan bentuk syariah sebagai kontrak atau sub kontrak utama. Yang paling penting adalah shirakah, ijarah, salam dan istisna'. Menurut aturan dasar syariah, investasi sukuk harus distruktur, pada satu sisi berdasarkan prinsip mudharabah. Pada sisi lain, bisnis dapat dilaksanakan melalui bentuk/instrumen partisipatory (keikutsertaan) atau *fixed return*. Jadi, tingkat return pada sukuk akan berupa variable atau quasi-fixed (pada kasus dalam bentuk *fixed return*). Sukuk pada kategori kedua dapat dibuat sukuk dengan *fixed return* melalui provisi berupa jaminan pihak ketiga. Sukuk yang akan dikeluarkan pemerintah disebut dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat juga disebut Sukuk Negara. Sukuk ini merupakan surat berharga (obligasi) yang diterbitkan oleh pemerintah Republik Indonesia berdasarkan prinsip syariah.

Perusahaan yang akan menerbitkan SBSN ini adalah merupakan perusahaan yang secara khusus dibentuk guna kepentingan penerbitan SBSN ini (*special purpose vehicle/SPV*). SBSN atau sukuk negara ini adalah merupakan suatu instrumen utang piutang tanpa riba sebagaimana dalam obligasi, dimana sukuk ini diterbitkan berdasarkan suatu aset acuan yang sesuai dengan prinsip syariah. Dalam aplikasinya SBSN ini merupakan alternatif pembiayaan APBN melalui penerbitan SBSN.

Ditinjau dari segi jenis akadnya, obligasi syariah terbagi pada obligasi syariah mudharabah, ijarah, musyarakah, murabahah, salam, istishna. Di samping itu, ada juga obligasi syariah mudharabah konversi. Sedangkan ditinjau dari institusi yang menerbitkan obligasi syariah, maka obligasi syariah terbagi dua, yaitu obligasi korporasi (perusahaan) dan obligasi negara (SBSN).Berbagai jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan endorsement dari The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Institutions (AAOIFI) dan diadopsi dalam UU No. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara, antara lain:



- a. Akad Ijarah dalam Sukuk Negara. Penerbitan sukuk oleh pemerintah Indonesia mengalami perkembangan secara gradual, termasuk dalam penggunaan underlying asset dan akad yang digunakan. Perkembangan ini tentu disesuaikan dengan kondisi yang ada, baik kondisi pemerintah selaku penerbit sukuk maupun masyarakat selaku investor sukuk. Sukuk Negara pertama kali diterbitkan pada bulan Oktober tahun 2008. Sukuk Negara yang diterbitkan pertama kali menggunakan akad Ijarah sale and lease back dengan underlying penerbitan (obyek transaksi) yaitu Barang Milik Negara (BMN) berupa tanah dan bangunan. Pada awal penerbitannya, Sukuk Negara digunakan untuk menyediakan instrumen investasi bagi individu maupun korporasi yang memerlukan instrumen investasi berbasis syariah. Selain itu, instrumen ini juga digunakan sebagai upaya diversifikasi sumber pembiayaan APBN. Ada beberapa pertimbangan penggunaan akad Ijarah dalam penerbitan Sukuk Negara yaitu:
- 1) Akad Ijarah sederhana dan mudah dipahami. Diantara akad-akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk, Ijarah merupakan salah satu akad yang sederhana. Akad ini berdasarkan perikatan sewa menyewa antara investor dan penerbit sukuk (emiten). Penggunaan akad ijarah pada awal pengenalan sukuk negara diharapkan memudahkan calon investor untuk memahami alur transaksi dalam Sukuk Ijarah. Dengan akad yang mudah dipahami, diharapkan investor menjadi lebih mudah tertarik untuk berinvestasi.
  - 2) International best practice. Pemerintah atau korporasi yang menerbitkan sukuk pada awal tahun 2000 sebagian besar menggunakan akad Ijarah sehingga saat itu menjadi praktik internasional terbaik yang ada. Data Direktorat Pembiayaan Syariah DJPPR menunjukkan bahwa sampai dengan tahun 2006 sebesar 41% penerbitan sukuk menggunakan akad Ijarah. Selain itu akad Mudharabah juga menjadi akad yang banyak digunakan dalam penerbitan sukuk.
- b. **Sukuk Mudharabah:** Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad mudharabah, dimana satu pihak menyediakan modal (rab-al-maal/shahibul maal) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian

(mudharib), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan proporsi perbandingan (nisbah) yang disepakati sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, sepanjang kerugian tersebut tidak ada unsur moral hazard (niat tidak baik dari mudharib).

- c. **Sukuk Musyarakah** :Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad musyarakah, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
- d. **Sukuk Istishna** : Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad istishna, dimana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek atau barang. Adapun harga, waktu penyerahan dan spesifikasi proyek/barang ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan

Disamping jenis sukuk di atas, ada juga jenis Obligasi Syariah Mudharabah Konversi (*Convertible Mudharabah Bond*), yaitu obligasi syariah yang diterbitkan oleh emiten berdasarkan prinsip Mudharabah dalam rangka menambah kebutuhan modal kerja dengan opsi, investor dapat mengkonversi obligasi menjadi saham emiten pada saat jatuh tempo (maturity)

- a. Sukuk Korporasi Sedangkan sukuk korporasi merupakan jenis obligasi syariah yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memenuhi prinsip syariah. Emiten yang melakukan penawaran umum Sukuk menurut aturan Bapepam dan Lembaga Keuangan wajib:
  - 1) Mengikuti ketentuan-ketentuan umum pengajuan pernyataan pendaftaran serta ketentuan tentang penawaran umum yang terkait lainnya.
  - 2) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK hasil pemeringkatan dan perjanjian perwaliamanatan sukuk serta akad syariah yang terkait dengan penerbitan sukuk dimaksud.
  - 3) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK pernyataan bahwa kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan, dan menjamin bahwa selama periode sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak akan bertentangan dengan ketentuan.

- 4) Menyampaikan pernyataan dari wali amanat sukuk bahwa wali amanat sukuk mempunyai penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.
- 5) Mengungkapkan informasi dalam prospektus yang sekurang-kurangnya meliputi:
  - a) Kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan syariah, dan emiten menjamin bahwa selama periode sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak akan bertentangan dengan ketentuan syariah.
  - b) Wali amanat sukuk mempunyai penanggung jawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah di pasar modal.
  - c) Jenis akad syariah dan skema transaksi yang digunakan dalam penerbitan sukuk.
  - d) Ringkasan akad syariah atau perjanjian berdasarkan syariah yang dilakukan oleh para pihak.
  - e) Sumber pendapatan yang menjadi dasar perhitungan pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
  - f) Besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
  - g) Rencana jadwal dan tata cara pembagian dan/atau pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
  - h) Kesanggupan emiten untuk mengungkapkan kepada masyarakat hasil pemeringkatan sukuk setiap tahun sampai dengan berakhirnya sukuk.Di samping itu, perjanjian perwaliamanatan penerbitan sukuk wajib sekurang-kurangnya memuat

### BAB III

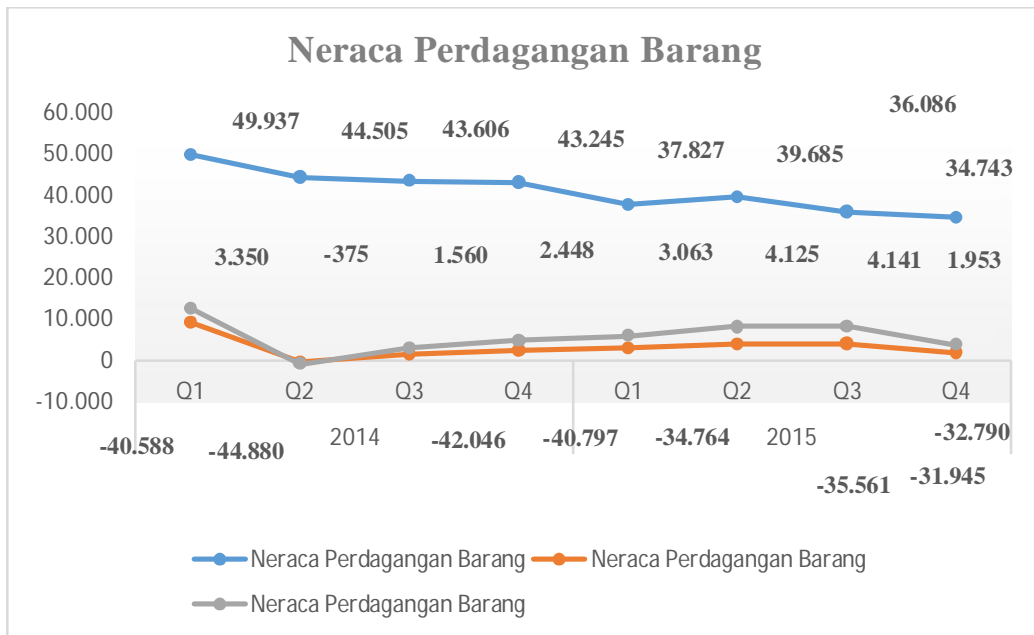
## KETERKAITAN VARIABEL MAKROEKONOMI DENGAN PENERBITAN SUKUK NEGARA RITEL

### **Posisi Neraca Transaksi Berjalan dan Neraca Barang, Neraca Jasa**

#### **Posisi Neraca Perdagangan dan Jasa**

Ada dua komponen penting dari neraca pembayaran yaitu neraca transaksi berjalan (*current account*) dan neraca modal (*capital account*). Dalam neraca transaksi berjalan itu sendiri terdiri dari dua neraca yaitu neraca perdagangan dan neraca jasa. Neraca perdagangan berisi ekspor-impor barang, sedangkan neraca jasa berisi transaksi ekspor-impor jasa. Selisih antara neraca perdagangan dan neraca jasa ini akan menentukan surplus atau defisitnya neraca transaksi berjalan.

Kondisi neraca perdagangan barang pada tahun 2014 tercatat mengalami trend menurun dari awal tahun 2014 hingga akhir tahun. Pada triwulan pertama surplus neraca perdagangan barang sebesar USD3,3 juta, lebih rendah dari triwulan sebelumnya sebesar USD4,8 juta. Berkurangnya surplus neraca perdagangan barang dipengaruhi penurunan surplus neraca perdagangan non migas dan peningkatan defisit neraca perdagangan migas. Sementara pada tahun 2015 Neraca perdagangan barang triwulan I 2015 mencatat surplus sebesar USD3,1 juta, meningkat dibandingkan dengan surplus pada triwulan sebelumnya sebesar USD2,4 juta. Kenaikan surplus neraca perdagangan barang dipengaruhi penurunan defisit neraca perdagangan migas di saat surplus neraca perdagangan nonmigas tercatat lebih rendah. selama tahun 2015. Neraca perdagangan terus meningkat terkecuali pada triwulan IV neraca turun menjadi USD1,9 juta dari triwulan sebelumnya yang sebesar USD4,1 juta. Berkurangnya surplus ini dipengaruhi oleh penurunan surplus neraca perdagangan non migas yang melampaui penurunan defisit neraca perdagangan migas.

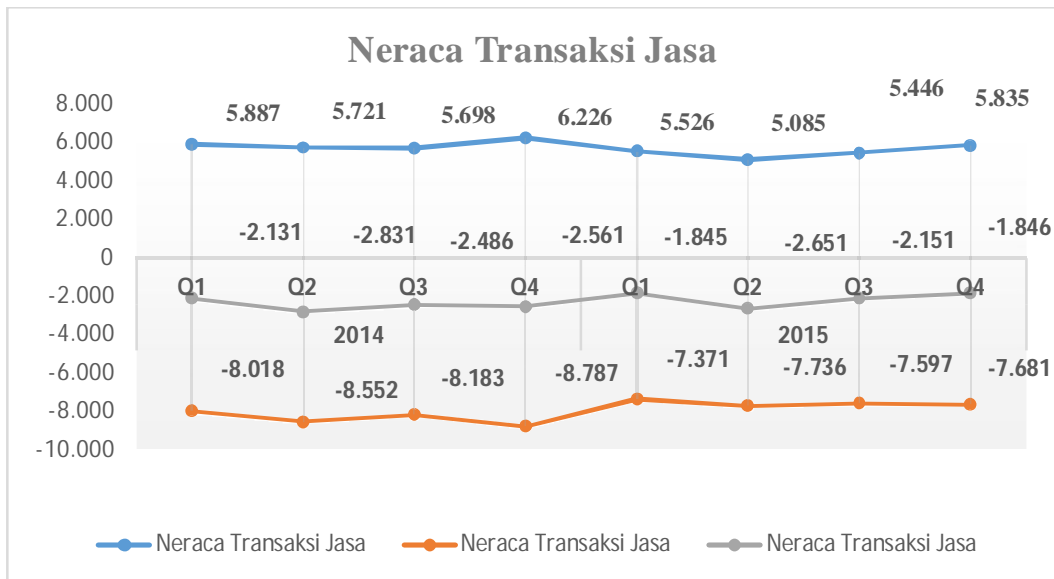


**Grafik 3.1 Posisi Neraca Transaksi Barang Tahun 2014-2015**

Sumber:

[www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015](http://www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015)

Kinerja neraca perdagangan jasa pada triwulan I 2014 membaik dan menopang perbaikan transaksi berjalan. Defisit neraca perdagangan jasa menurun dari USD 3,1 Juta pada triwulan IV 2013 menjadi USD 2,1 juta pada triwulan I 2014. Penurunan defisit tersebut terutama dipengaruhi oleh berkurangnya pembayaran jasa *freight* seiring kontraksi impor dan meningkatnya net penerimaan jasa perjalanan sesuai pola musimannya setelah berakhirnya kegiatan ibadah haji dan liburan akhir tahun. Sementara pada triwulan II neraca perdagangan jasa memburuk dibandingkan dengan triwulan sebelumnya. Defisit neraca perdagangan jasa meningkat dari USD 2,1 juta pada triwulan I 2014 menjadi USD 2,8 juta pada triwulan II 2014. Peningkatan defisit tersebut terutama dipengaruhi oleh pembayaran jasa *freight* yang meningkat seiring kenaikan impor dan menurunnya net penerimaan jasa perjalanan mengikuti bertambahnya penduduk Indonesia yang berpergian ke luar negeri selama masa liburan sekolah. Defisit neraca perdagangan jasa pada triwulan IV 2014 tercatat sebesar USD 2,5 juta, lebih tinggi dibandingkan triwulan sebelumnya sebesar USD 2,4 juta. Peningkatan defisit neraca jasa tersebut terutama disebabkan oleh turunnya net penerimaan jasa perjalanan seiring kenaikan jumlah pengeluaran penduduk Indonesia selama berkunjung ke luar negeri.



**Grafik 3.2 Posisi Neraca Transaksi Jasa Tahun 2014-2015**

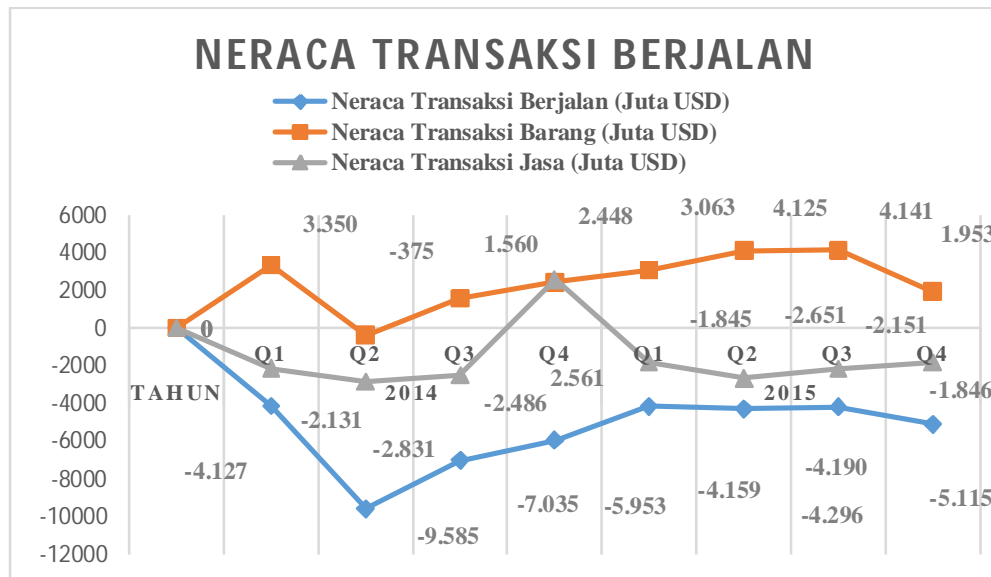
Sumber: [www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015](http://www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015)

### Posisi Neraca Perdagangan Barang, Jasa dan Neraca Transaksi Berjalan

Perbaikan kinerja transaksi berjalan ke tingkat yang lebih sehat terus berlanjut pada triwulan I 2014. Defisit transaksi berjalan turun dari USD 4,3 juta pada triwulan IV 2013 menjadi USD 4,1 juta pada triwulan I 2014. Perbaikan ini bersumber dari penurunan impor barang dan berkurangnya defisit neraca jasa dan neraca pendapatan. Defisit transaksi berjalan triwulan II 2014 mencapai USD 9,5 juta, sejalan dengan kebijakan yang ditempuh oleh Bank Indonesia dan Pemerintah. Perbaikan kinerja transaksi berjalan tersebut terutama ditopang oleh kenaikan surplus neraca perdagangan nonmigas seiring penurunan impor mengikuti pelemahan permintaan domestik. Di tengah proses pemulihan global yang lebih lambat dari perkiraan, kinerja transaksi berjalan membaik. Defisit transaksi berjalan triwulan IV-2014 lebih rendah dibandingkan dengan defisit US\$7,0 juta pada triwulan III-2014. Perbaikan kinerja transaksi berjalan tersebut terutama didukung oleh meningkatnya surplus neraca perdagangan barang seiring naiknya surplus neraca perdagangan nonmigas dan menurunnya defisit neraca perdagangan migas.

Kinerja Transaksi Berjalan triwulan I 2015 membaik, terutama didorong oleh menurunnya defisit neraca migas. Defisit transaksi berjalan turun dari USD 5,9 juta pada triwulan IV-2014 menjadi USD 4,1 juta di triwulan I-2015. Defisit tersebut juga lebih rendah dari defisit pada triwulan yang sama pada 2014 sebesar USD 4,1 juta. Peningkatan kinerja transaksi berjalan terutama ditopang oleh perbaikan neraca perdagangan migas

seiring menyusutnya impor minyak karena harga minyak dunia yang lebih rendah dan turunnya konsumsi bahan bakar minyak (BBM) sebagai dampak positif dari reformasi subsidi yang ditempuh Pemerintah. Defisit transaksi berjalan pada triwulan II 2015 tercatat sebesar USD 4,2 juta, jauh lebih baik dibandingkan dengan defisit pada triwulan yang sama tahun sebelumnya sebesar USD 5 juta. Peningkatan kinerja transaksi berjalan tersebut terutama ditopang oleh perbaikan neraca perdagangan nonmigas, akibat impor nonmigas yang turun tajam seiring dengan melambatnya permintaan domestik. Defisit transaksi berjalan meningkat di tengah proses perbaikan perekonomian Indonesia. Defisit transaksi berjalan triwulan IV 2015 tersebut lebih besar dibandingkan dengan triwulan sebelumnya sebesar USD 4,1 juta. Kenaikan defisit transaksi berjalan bersumber dari penurunan surplus neraca perdagangan nonmigas karena impor nonmigas tumbuh 7,5% (qtq) seiring dengan meningkatnya permintaan domestik pada triwulan IV 2015. Peningkatan impor terbesar terjadi pada kelompok barang modal, diikuti oleh kelompok barang konsumsi dan bahan baku. Sementara itu, ekspor nonmigas berkontraksi 4,2% (qtq) dipengaruhi oleh permintaan global yang masih lemah dan terus menurunnya harga komoditas.



**Grafik 3.3 Posisi Neraca Transaksi Berjalan Tahun 2014-2015**

Sumber: [www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015](http://www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015)

Kondisi kinerja neraca transaksi berjalan yang sangat fluktuatif di mana kondisi defisitnya lebih sering daripada kondisi surplusnya mengindikasikan kondisi keuangan negara sangat tidak stabil terutama untuk pengadaan cadangan devisa. Penurunan

cadangan devisa menyebabkan kemampuan belanja negara terutama untuk membeli barang-barang impor baik barang modal maupun barang konsumsi semakin berkurang. Kondisi ini akan menyebabkan nilai tukar rupiah akan terus tertekan (mengalami depresiasi) dan berimplikasi pada kinerja hutang luar negeri yang semakin memburuk. Oleh karena itu, perlu berbagai upaya dari pemerintah untuk membatasi impor-impor barang terutama untuk kegiatan konsumsi masyarakat, agar cadangan devisa dapat dihemat sedemikian rupa yang akan berimplikasi pada penguatan nilai tukar rupiah atas mata uang asing. Selain itu, perlu berbagai upaya mendorong positifnya kinerja ekspor barang dan jasa. Adanya perbaikan yang intensif dan berkelanjutan dari semua aspek yang berkaitan dengan efisiensi kegiatan ekspor menjadi hal yang tidak dapat ditawarkan lagi oleh pemerintah untuk mendorong positifnya kinerja ekspor barang dan jasa.

### **Posisi Capital Inflow dan Outflow**

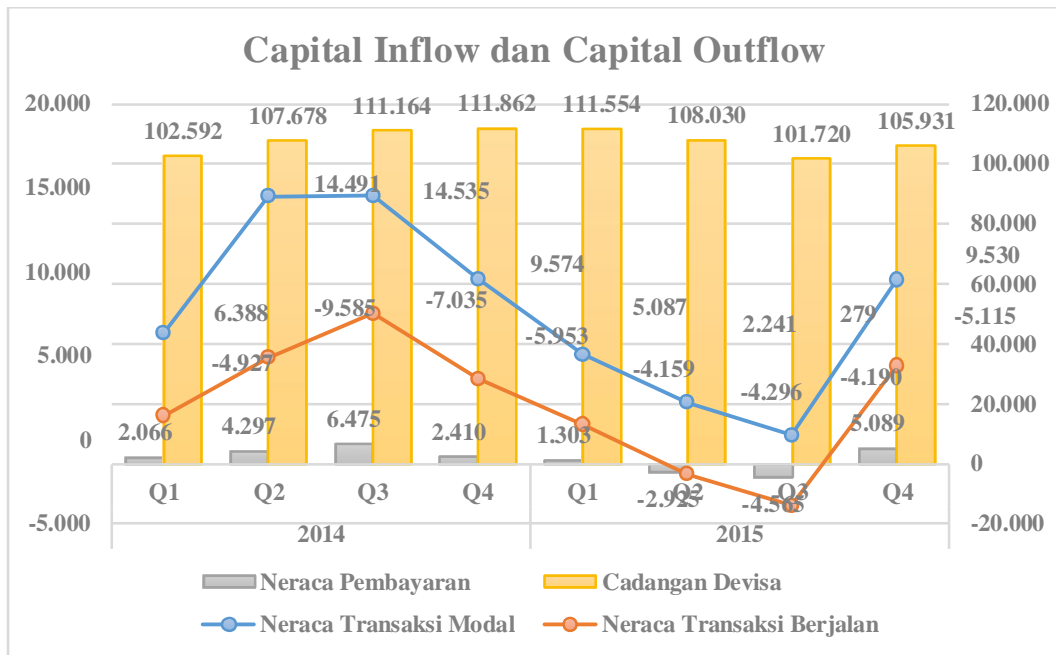
Persepsi positif terhadap membaiknya fundamental ekonomi Indonesia mendorong berlanjutnya arus masuk dana asing. Total aliran masuk dana asing tercatat meningkat dari USD 10,5 juta pada triwulan IV 2013 menjadi USD 12,3 juta pada triwulan I 2014. Peningkatan tersebut terutama pada komponen investasi portofolio yang ditopang oleh bertambahnya net beli asing pada komponen investasi portofolio berdenominasi rupiah (saham dan SUN) dan adanya penerbitan obligasi global pemerintah. Selain itu, arus masuk investasi langsung asing (PMA) tetap kuat pada level capaian selama triwulan IV 2013. Di tengah berlanjutnya ketidakpastian pasar keuangan global, persepsi investor terhadap ekonomi dalam negeri yang tetap positif dan respon kebijakan Bank Indonesia mendorong peningkatan surplus transaksi modal dan finansial pada triwulan II tahun 2014 mencapai USD 14,4 juta, meningkat dari surplus triwulan sebelumnya. Peningkatan surplus tersebut dipengaruhi arus masuk investasi langsung yang lebih besar dan investasi portofolio yang tetap kuat meskipun terdapat pembayaran obligasi global pemerintah yang jatuh tempo dalam jumlah yang cukup besar. Selain itu, kenaikan surplus transaksi modal dan finansial juga ditopang oleh surplus investasi lainnya, terutama karena adanya transaksi penarikan simpanan swasta domestik di luar negeri antara lain untuk ditempatkan dalam fasilitas simpanan yang disediakan Bank Indonesia.

Sementara itu, persepsi positif investor terhadap prospek ekonomi Indonesia dan imbal hasil yang tetap menarik mendorong aliran masuk modal asing yang cukup besar dan mampu membiayai defisit transaksi berjalan. Pada triwulan IV tahun 2014, surplus transaksi modal dan finansial didukung oleh aliran masuk investasi langsung asing (FDI)



dan surplus investasi lainnya yang berasal dari penarikan simpanan penduduk di luar negeri dan penarikan pinjaman Luar Negeri korporasi. Namun demikian, surplus transaksi modal dan finansial ini masih lebih rendah dibandingkan dengan surplus triwulan III 2014 sebesar US\$14,5 juta karena keluarnya dana asing dari sektor portofolio rupiah di bulan Desember 2014 yang dipicu oleh meningkatnya kekhawatiran investor terkait rencana kenaikan Fed Fund Rate akibat rilis data perbaikan ekonomi AS.

Sementara itu, di tengah meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan global, Transaksi Modal dan Finansial triwulan I 2015 tetap surplus. Surplus transaksi modal dan finansial pada triwulan I 2015 mencapai USD 5,0 juta, terutama ditopang oleh aliran masuk modal asing dalam bentuk investasi portofolio dan investasi langsung. Pada investasi portofolio, meskipun investor asing tercatat melakukan net jual atas surat berharga berdenominasi rupiah pada Maret 2015 akibat meningkatnya ketidakpastian di pasar keuangan global, aliran masuk modal portofolio asing pada triwulan I 2015 secara akumulatif mencapai USD 8,4 juta, jauh lebih besar dari inflow pada triwulan IV 2014 sebesar USD 62 juta. Derasnya *inflow* pada triwulan I 2015 tersebut tidak hanya bersumber dari penerbitan surat berharga global oleh Pemerintah, namun juga karena masih kuatnya pembelian investor asing terhadap surat berharga negara berdenominasi rupiah dan saham pada periode Januari-Februari 2015. Namun demikian, surplus transaksi modal dan finansial triwulan I 2015 lebih rendah dibandingkan dengan surplus triwulan sebelumnya yang mencapai USD 9,5 juta terutama karena meningkatnya penempatan simpanan sektor swasta di luar negeri dan penarikan pinjaman luar negeri swasta yang lebih rendah.



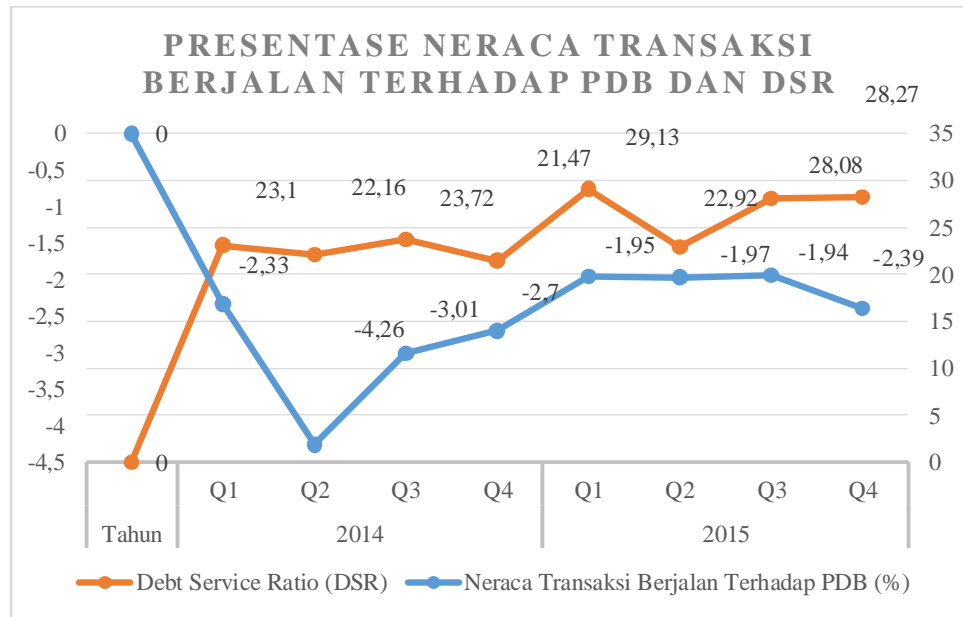
**Grafik 3.4 Posisi Capital Inflow dan Outflow Tahun 2014-2015**

Sumber: [www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015](http://www.bi.go.id/LaporanNeracaPembayaranIndonesiaTahun2014-2015)

Untuk mengimbangi defisitnya neraca transaksi berjalan maka harus ada arus modal yang masuk (*capital inflow*) ke dalam negeri agar neraca pembayaran tetap seimbang. Capital inflow dapat diciptakan melalui berbagai skema diantaranya berupa penerbitan obligasi negara baik yang bersifat konvensional maupun syariah. Semakin tinggi deficit neraca transaksi berjalan maka akan semakin besar penawaran surat berharga negara. Begitupun sebaliknya, semakin kecil deficit neraca transaksi berjalan semakin sedikit penawaran obligasi negara.

### Posisi Presentase Neraca Transaksi Berjalan Terhadap PDB dan Debt Service Ratio (DSR)

Angka DSR yang tinggi terjadi akibat dari merosotnya penerimaan devisa ekspor, dan makin besarnya jumlah cicilan utang jatuh tempo yang harus dibayarkan. Oleh karena itu, untuk mengatasi hal tersebut ada dua cara, yaitu menaikkan ekspor dan mengurangi utang luar negeri. Posisi utang Indonesia hingga April 2015 mencapai Rp 2.600 triliun. Hal ini mengindikasikan rasio utang terhadap PDB saat ini relatif cukup tinggi. Rasio DSR pada 2014 pernah mencapai 46,31%, lebih tinggi dibandingkan posisi 2013 sebesar 43,38%. Di sisi lain, peningkatan risiko utang luar negeri (ULN) tercermin dari kenaikan beban bunga dan proporsi utang jangka pendek yang akan jatuh tempo pada tahun ini. Kondisi ini tentu sangat berpengaruh pada tekanan nilai tukar rupiah akibat beban pembayaran bunga dan utang pokok yang ditanggung APBN-P 2015.



**Grafik 3.5** Presentase Neraca Transaksi Berjalan Terhadap PDB dan DSR  
Tahun 2014-2015

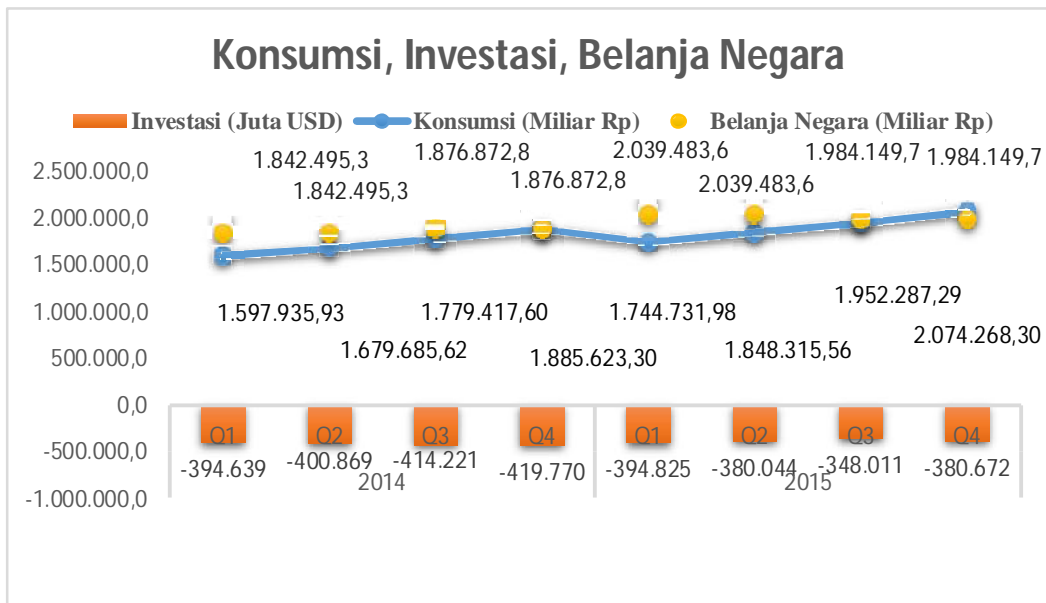
Kondisi neraca transaksi berjalan yang terus deficit telah menyebabkan semakin tingginya rasio utang luar negeri terhadap PDB Indonesia. Kondisi ini semakin sulit karena depresiasi nilai tukar rupiah yang terjadi terus menerus. Selama ini, depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dollar tidak berkorelasi positif terhadap kinerja ekspor Indonesia. Penyebabnya, output industry manufaktur Indonesia dihasilkan dengan input-input yang sebagian besar diimpor. Padahal pada saat depresiasi nilai tukar rupiah terhadap dollar, harga barang-barang impor sangat mahal termasuk bahan baku. Efeknya biaya produksi naik yang berimbas pada tidak kompetitifnya harga barang-barang yang diekspor ke luar negeri. Oleh karena itu, untuk menurunkan debt service ratio maka pemerintah harus terus mendorong positifnya kinerja ekspor dan mencari sumber pendanaan yang tidak terpengaruh oleh fluktuasi nilai tukar rupiah terhadap dollar (kurs) seperti penerbitan obligasi negara syariah

### **Posisi Defisit Anggaran, Hutang Luar Negeri, Cadangan Devisa, Nilai Tukar, dan Inflasi**

#### **Posisi Konsumsi, Investasi, dan Belanja Negara**

Terbentuknya total PDB merupakan kontribusi dari seluruh komponen pengeluaran, yang terdiri dari Pengeluaran Konsumsi Akhir Rumah Tangga

(PKRT), Pengeluaran Konsumsi Akhir Lembaga Non Profit yang Melayani Rumah Tangga (PKLNPR), Pengeluaran Konsumsi Akhir Pemerintah (PKP), Pembentukan Modal Tetap Bruto (PMTB), Ekspor neto (E) atau Ekspor Barang dan Jasa minus Impor Barang dan Jasa. Terlihat bahwa selama periode 2014-2015, produk yang dikonsumsi di wilayah domestik sebagian besar masih digunakan untuk memenuhi kebutuhan konsumsi akhir rumah tangga. Pengeluaran untuk pembentukan modal (PMTB) juga mempunyai peran relatif besar dengan kontribusi sekitar 31 sampai dengan 34 persen dan komponen ekspor barang dan jasa berperan sekitar 21 sampai dengan 27 persen. Di sisi lain, impor barang dan jasa sebagai komponen pengurang pada PDB masih mempunyai peran yang relatif besar, yaitu sekitar 20 sampai 25 persen yang artinya sebagian kebutuhan domestik masih harus dipenuhi oleh produk dari impor.



**Gambar 3.6** Perkembangan Konsumsi, Investasi dan Belanja Negara Indonesia, Tahun 2014-2015

Selama ini, pembentukan Produk Domestik Bruto (PDB) Indonesia dari sisi pengeluaran disumbang oleh sector konsumsi RT konsumen dan belanja negara. Artinya, pertumbuhan output nasional sebagian besar disumbang oleh konsumsi masyarakat. Kondisi ini sebenarnya kuranglah baik karena efek dari kegiatan konsumsi hanyalah bersifat jangka pendek dan efek penggandanya kecil, tidak seperti efek pengganda dari kegiatan investasi. Oleh karenanya, perlu upaya untuk membangun persepsi positif agar para investor mau menginvestasikan dananya di Indonesia. Rendahnya kegiatan investasi tidak

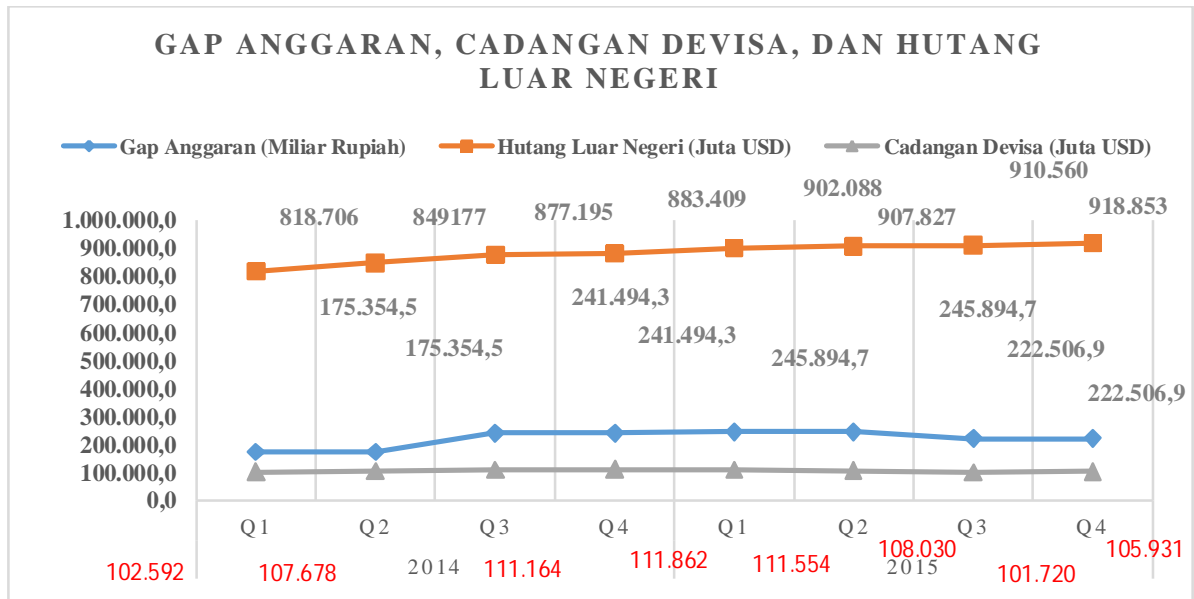
hanya terjadi pada investasi barang modal tetapi juga surat berharga baik yang bersifat konvensional maupun syariah.

### **Posisi Gap Anggaran, Cadangan Devisa, Hutang Luar Negeri**

Realisasi defisit Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Perubahan (APBNP) 2014 mencapai Rp 227,4 triliun atau 2,26 persen dari PDB. Realisasi ini lebih rendah dari target anggaran dalam APBNP sebesar 2,4 persen. Tingginya pembiayaan anggaran dari penerbitan surat berharga negara yang mencapai 102,7 persen, menjadi salah satu faktor rendahnya defisit anggaran pemerintah tahun lalu, meskipun diakuinya penerimaan negara tidak mencapai target. Angka defisit ini masih bisa sedikit ke bawah, karena belum final, masih bisa berubah sampai pertengahan Januari.

Realisasi pendapatan negara sepanjang 2014 mencapai Rp 1.537,2 triliun atau hanya 94 persen dari rencana asumsi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara Perubahan (APBN-P) 2014 yang mencapai Rp 1.635,4 triliun. Dari angka itu, penerimaan perpajakan mencapai Rp1.143,3 triliun atau 91,7 persen dari target Rp 1.246,1 triliun dan penerimaan negara bukan pajak (PNBP) mencapai Rp 390,7 triliun atau 101 persen dari target Rp 386,9 triliun. Capaian tertinggi bersumber dari sumber daya alam minyak dan gas. Realisasi belanja negara 2014 mencapai Rp 1.764, triliun atau mencapai 94 persen dari pagu Rp 1.876 triliun, rinciannya belanja pemerintah pusat mencapai Rp 1.190,8 triliun atau 93 persen dari pagu Rp 1.280,4 triliun dan transfer ke daerah telah mencapai Rp 573,8 triliun atau 96,2 persen dari pagu Rp 596,5 triliun. Realisasi pembiayaan anggaran mencapai Rp 246,4 triliun mencapai 102 persen atau lebih tinggi Rp 4,9 triliun dari target yang ditetapkan pemerintah sebesar Rp 241,5 triliun.

Sepanjang semester I-2015, defisit anggaran telah mencapai Rp76,4 triliun atau 0,66 dari Produk Domestik Bruto (PDB). Realisasi tersebut karena belanja negara yang sudah digunakan hingga 30 Juni 2015 mencapai Rp773,9 triliun atau 39 persen dari total pagu belanja sebesar Rp1.984,1 triliun yang ditetapkan dalam APBN Perubahan 2015. Sementara untuk pendapatan negara yang terkumpul sampai dengan bulan Juni 2015 mencapai Rp697,4 triliun atau sekitar 39 persen dari asumsi pendapatan negara tahun ini sebesar Rp1.761,6 triliun. Dengan kondisi ini, maka APBN Indonesia defisit Rp76,4 triliun atau 0,66 persen dari PDB. Sementara itu, pembiayaan yang sudah keluar mencapai Rp194 triliun terdiri dari pembiayaan dalam negeri yang sebesar Rp256 triliun dan pembiayaan luar negeri yang defisit Rp21,1 triliun, sehingga pada posisi 30 Juni 2015 masih ada sisa lebih pembiayaan anggaran (Silpa) sebesar Rp117,6 triliun



**Grafik 3.7 Posisi Gap Anggaran, Cadangan Devisa, dan Hutang Luar Negeri Tahun 2014-2015**

Dalam makroekonomi defisit kembar (*twin-deficit*) adalah suatu situasi dimana terjadi defisit yang bersamaan antara defisit transaksi berjalan (*current account deficit*) dan defisit fiskal (*fiscal deficit*). Penyebab dari hal ini bisa berasal dari defisit fiskal dimana penerimaan negara (perpajakan dan bukan pajak) tidak mampu menutupi belanja pemerintah (*government spending*). Akibatnya anggaran negara menjadi defisit. Semakin tinggi defisit fiskal maka artinya semakin lebar gap antara penerimaan negara dari pajak dengan belanja negara. Artinya, untuk menutup kebutuhan pendanaan domestic maka pemerintah harus menciptakan hutang luar negeri. Dengan demikian, semakin besar defisit anggaran maka semakin besar penciptaan hutang luar negeri untuk menutup gap antara neraca transaksi berjalan dengan neraca modal. Berikut perkembangan defisit kembar di Indonesia selama kurun waktu 2001-2014.

**Tabel 3.1** Perkembangan Twin Defisit Indonesia

Year	Government Revenue and Grant	Government Expenditure	Government Deficit or Surplus
	(Milyar Rupiah)	(Milyar Rupiah)	(Milyar Rupiah)
2001	286.006,00	340.325,00	-54.320,00
2002	301.874,30	344.008,80	-42.134,50
2003	336.155,50	370.591,80	-34.436,30
2004	349.933,70	374.351,26	-24.417,60
2005	380.377,10	397.769,30	-17.392,20
2006	625.237,00	647.667,80	-22.430,80
2007	723.057,90	763.570,80	-40.512,90
2008	781.354,10	854.660,10	-73.306,00
2009	985.725,33	1.037.067,30	-51.342,01
2010	949.656,12	1.047.666,04	-98.009,93
2011	1.104.902,00	1.229.558,50	-124.656,50
2012	1.311.386,70	1.435.406,70	-124.020,00
2013	1.529.673,10	1.683.011,10	-153.338,00
2014	1.667.140,80	1.842.495,30	-175.354,50

**Sumber:** Macroeconomic Dashboard FEB UGM

Salah satu upaya yang dilakukan pemerintah untuk mengurangi gap anggaran adalah dengan mengurangi subsidi energy, karena ternyata proporsi subsidi energy dalam APBN Indonesia jumlahnya sangat besar. Adanya pengurangan subsidi BBM bisa memberikan ruang fiskal (*fiscal space*) yang lebih luas kepada pemerintah sehingga dana yang awalnya dianggarkan untuk pemberian subsidi dapat dialihkan ke sektor-sektor produktif dan strategis.

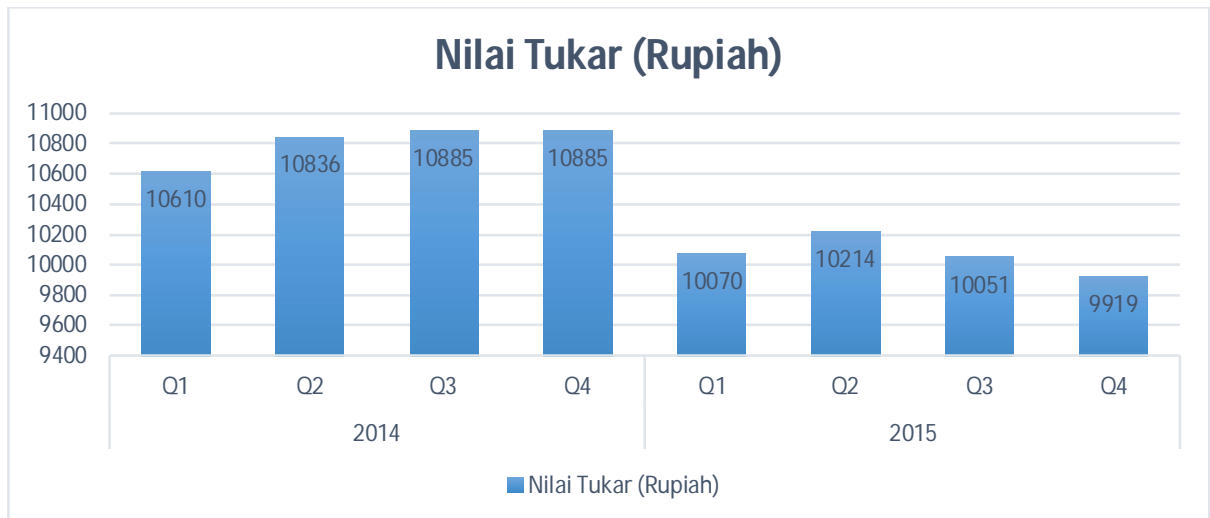
Defisit anggaran pemerintah telah memaksa pemerintah untuk harus mendatangkan modal yang berasal dari hutang luar negeri. Rasio utang luar negeri terhadap produk domestik bruto (PDB) Indonesia pada akhir kuartal IV 2015 tercatat sebesar 36,1%, lebih

tinggi dibandingkan dengan 34,8% pada akhir kuartal III 2015 dan 33,0% pada akhir tahun 2014. Sedangkan berdasarkan jangka waktu asal, posisi utang luar negeri Indonesia didominasi oleh utang luar negeri berjangka panjang (86,7% dari total utang luar negeri). Adapun utang luar negeri berjangka panjang pada akhir kuartal IV 2015 mencapai USD 269,4 miliar, naik 3,6% dibandingkan dengan posisi akhir kuartal III 2015 yang tercatat sebesar USD 260,0 miliar. Di sisi lain, utang luar negeri berjangka pendek turun 2,4% dari USD 42,3 miliar pada akhir kuartal III 2015 menjadi USD 41,3 miliar pada akhir kuartal IV 2015. Dengan perkembangan tersebut, kemampuan cadangan devisa untuk menutupi kewajiban jangka pendek membaik, tercermin pada rasio utang jangka pendek terhadap cadangan devisa yang turun dari 41,6% pada kuartal III 2015 menjadi 39,0% pada kuartal IV 2015.

### **Posisi Nilai Tukar dan Inflasi**

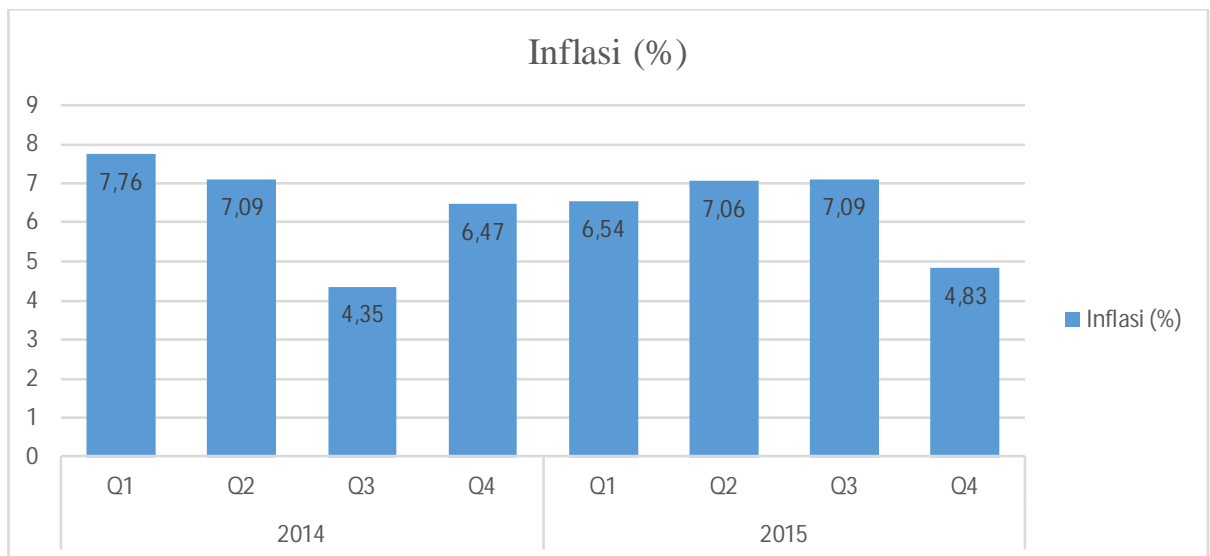
Kondisi nilai tukar pada tahun 2014 terus melemah pada triwulan I sebesar Rp 10.610 melemah menjadi Rp 10.885 pada triwulan IV. Kondisi ini terjadi karena data ekonomi AS yang semakin membaik dan memicu kekhawatiran bahwa The Fed akan menaikkan suku bunganya lebih cepat dari perkiraan, Kekhawatiran akan penguatan dolar AS karena peningkatan data ekonomi dan perputaran uang atau *Great Rotation* di mana dana asing yang beredar kembali masuk ke Amerika Serikat menjelang akhir tahun. Dua sentimen tersebut merupakan faktor yang paling berpengaruh pada pergerakan rupiah. Faktor lain yang menekan nilai tukar rupiah adalah defisit transaksi berjalan yang terbilang masih cukup besar. Indonesia mencatat defisit transaksi berjalan sebesar US\$ 6,8 miliar di triwulan III.





**Grafik 3.8 Posisi Nilai Tukar Tahun 2014-2015**

Depresiasi nilai tukar yang terjadi beberapa waktu di tahun 2014 semakin mempersulit APBN Indonesia. Penyebabnya depresiasi nilai tukar rupiah tidak diikuti dengan perbaikan kinerja ekspor Indonesia. Sebaliknya depresiasi nilai tukar rupiah menyebabkan memburuknya kinerja impor karena harga barang-barang impor menjadi sangat mahal. Memburuknya kinerja APBN diperparah oleh kondisi inflasi yang terus meningkat dalam setiap waktunya. Inflasi yang tinggi telah menggerus pendapatan riil masyarakat yang berimbas pada keengganan para investor untuk menyimpan dananya di Indonesia. Kondisi ini akan semakin mempersulit keuangan negara.



**Grafik 3.9 Posisi Inflasi Tahun 2014-2015**

## **Posisi Surat Berharga Negara Konvensional dan Syariah**

Penerbitan surat utang negara pada awalnya dimaksudkan untuk membiayai pelaksanaan program restrukturisasi dan rekapitalisasi perbankan akibat terjadinya krisis keuangan dan moneter yang melanda Indonesia pada tahun 1997. Namun dalam perkembangan selanjutnya, penerbitan surat utang dipandang sebagai salah satu cara untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan anggaran akibat defisit anggaran yang meningkat dari tahun ke tahun sampai saat ini. Bentuk pinjaman negara yang berupa surat utang dinamakan Surat Berharga Negara (SBN). SBN terdiri atas (a) Surat Utang Negara (SUN), (b) obligasi negara ritel (ORI), (c) surat perbendaharaan negara (SPN), (d) Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk. Penerbitan SUN sendiri dibagi dalam dua kategori, yaitu denominasi rupiah dan dolar. Kecuali dijual di dalam negeri dengan sasaran pembeli pihak perbankan, asuransi, dan lembaga keuangan lainnya, pemerintah juga mengejar investor asing melalui penjualan SUN langsung ke negara target antara lain Jepang dan Amerika Serikat.

Mobilisasi dana melalui pasar keuangan merupakan upaya peningkatan partisipasi masyarakat secara optimal dalam program pembiayaan pembangunan nasional melalui mekanisme pengelolaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara. Penerbitan Surat Utang Negara kepada publik merupakan salah satu potensi pembiayaan untuk mengurangi beban dan risiko keuangan bagi negara di masa mendatang. Selain itu, penerbitan SBSN juga digunakan untuk pengadaan dana yang bebas dari resiko fluktuasi nilai tukar rupiah.

Selain obligasi negara konvensional, pemerintah juga menerbitkan sukuk Negara Ritel (obligasi negara syariah) yang didesain oleh Pemerintah untuk menjadi instrumen investasi bagi masyarakat Indonesia secara perseorangan, sehingga untuk berinvestasi dipersyaratkan untuk memiliki Kartu Tanda Penduduk (KTP). Berinvestasi pada Sukuk Negara Ritel sebenarnya mirip dengan menyimpan uang pada deposito. Dana yang diinvestasikan pada Sukuk Negara Ritel akan diterima kembali secara utuh pada saat jatuh tempo. Sedangkan imbal hasil atau keuntungan investasi berupa imbalan tetap (*fixed return*) yang akan diterima setiap bulan langsung melalui rekening investor. Apabila investor memerlukan dana sebelum Sukuk Negara Ritel jatuh tempo, maka investor dapat menjual Sukuk-nya ke Agen Penjual (bank atau perusahaan sekuritas) dimana investor membeli Sukuk Negara Ritel tanpa dikenakan penalti seperti pada deposito. Sukuk Negara Ritel dapat pula dipindahtangankan kepada investor lain sesuai dengan kesepakatan antar investor, dengan kata lain instrumen ini dapat diperjualbelikan di pasar sekunder

Sukuk Negara Ritel juga diharapkan menjadi instrumen investasi bagi semua lapisan masyarakat karena dengan nominal Rp 5 juta masyarakat sudah dapat berinvestasi pada instrumen ini. Sedangkan batas maksimal investasi adalah Rp5 miliar. Penerbitan instrumen ini sebenarnya juga merupakan edukasi kepada masyarakat agar melakukan transformasi dari masyarakat yang berorientasi menabung (*savings-oriented society*) menjadi masyarakat berorientasi investasi (*investments-oriented society*). Seiring dengan kesadaran masyarakat Muslim Indonesia untuk berinvestasi sesuai dengan kaidah Islam, maka Sukuk Negara Ritel dapat dijadikan pilihan utama berinvestasi karena instrumen ini telah mendapatkan fatwa dan opini syariah dari Dewan Syariah Nasional MUI. Namun “stempel halal ”yang diberikan oleh lembaga tersebut bukan menjadikan Sukuk Negara Ritel menjadi instrumen yang “eksklusif” tetapi instrumen ini tetap dapat dimiliki oleh seluruh masyarakat Indonesia. Bahkan instrumen ini diharapkan menjadi instrumen keuangan inklusif yang bisa dimiliki oleh masyarakat berpenghasilan menengah ke bawah. Sebagaimana disebutkan dalam UU Sukuk Negara, hasil penerbitan Sukuk Negara Ritel dapat dipergunakan untuk pembiayaan umum APBN maupun pembiayaan proyek-proyek pemerintah. Sejak penerbitan Sukuk Negara Ritel SR-004, hasil penerbitan Sukuk Negara Ritel dipergunakan untuk pembiayaan proyek-proyek yang telah tercantum pada APBN tahun berjalan. Masyarakat yang ingin mengetahui penggunaan dana investasinya dapat menanyakan jenis proyek apa saja yang telah dibiayai. Tidak menutup kemungkinan, pada masa yang akan datang masyarakat dapat berpartisipasi dalam pembangunan proyek monumental yang bermanfaat bagi Negara melalui investasi pada Sukuk Negara Ritel. Sebagai instrumen yang diterbitkan oleh Pemerintah, maka Sukuk Negara Ritel dapat dikategorikan sebagai instrumen investasi bebas risiko (*zero risk investment*). Hal ini dikarenakan seluruh nilai investasi masyarakat baik pembayaran nominal ketika jatuh tempo maupun imbal hasilnya dijamin oleh Pemerintah melalui Undang-Undang no 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (Sukuk Negara) dan Undang -Undang APBN yang diterbitkan setiap tahun.

Untuk membiayai defisit anggaran, Pemerintah memiliki berbagai instrumen baik berupa pinjaman langsung maupun penerbitan Surat Berharga Negara (SBN). Untuk membiayai defisit anggaran tersebut Pemerintah dapat pula melakukan mobilisasi dana dari masyarakat atau menghimpun partisipasi masyarakat untuk turut membiayai defisit anggaran melalui penerbitan Surat Berharga Negara baik konvensional maupun syariah. Saat ini pelaku yang dominan di pasar obligasi syariah (sukuk) Indonesia masih ditempati pemerintah dengan variasi Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) seperti Surat

Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S), Sukuk Negara Indonesia (SNI), Sukuk Ritel (SR), Project Based Sukuk (PBS), Islamic Fixed Rate Sukuk (IFR), Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI), dan lainnya.

Dilihat dari sisi perkembangannya, baik jumlah maupun nilai *outstanding*, secara keseluruhan dari tahun 2009 hingga Agustus Sukuk Negara, atau lebih dikenal dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) merupakan salah satu alternatif pembiayaan belanja Negara. SBSN diatur tersendiri dalam Undang-undang No. 19 tahun 2008. Setidaknya, ada 6 (enam) seri sukuk yang diterbitkan oleh Negara yakni: 1. Sukuk Negara Ritel (SR) yang diterbitkan khusus bagi investor individu warga Negara Indonesia; 2. Sukuk Negara Indonesia (SNI) yang merupakan SBSN yang diterbitkan dalam denominasi valuta asing (US Dollar) dan ditujuka untuk investor asing; 3. Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S); 4. Islamic Fixed Rate (IFR); 5. Project Based Sukuk (PBS); 6. Sukuk Dana Haji (SDHI) merupakan penempatan Dana Haji dan Dana Abadi Umat berdasarkan kesepakatan Kementerian Agama dan Kementerian Keuangan yang tidak diperjual belikan.

Hingga Agustus 2014, jumlah sukuk Negara *outstanding* tercatat sebanyak 43 atau setara dengan 31% dari total obligasi pemerintah *outstanding*. Dari 43 sukuk yang masih *outstanding*, SDHI adalah jenis seri sukuk yang paling mendominasi dengan jumlah sukuk mencapai 17 atau sekitar 12% dari total obligasi *outstanding* dan disusul oleh sukuk dengan seri IFR, PBS, SPN-S, SNI dan SR dengan masing-masing prosentase di bawah 10%. Selain itu, sampai September 2015, total penerbitan SBSN tercatat Rp 369 triliun dengan total *outstanding* SBSN sebesar Rp 288,5 triliun yang terdiri dari Rp 256 triliun SBSN yang *tradable* dan Rp 32 triliun SBSN yang *nontradable*. Secara khusus, total *outstanding* SPN-S adalah Rp 8,84 triliun, PBS sebesar Rp 41,6 triliun dan SR senilai Rp 21,97 triliun. Sementara, SDHI masih belum besar yaitu hanya Rp 3 triliun dan SNI juga baru Rp 26,4 triliun. Dengan demikian, capaian SBSN telah menguasai kurang lebih 12,5% pangsa pasar surat utang negara.

Dari sisi kepemilikan, SBSN domestik pada tahun 2014 mayoritas dimiliki oleh bank konvensional yang mencapai 27,43% dengan nilai *outstanding* sebesar Rp. 38,080 milyar dan disusul oleh Kementerian Agama (Kemenag) dengan nilai *outstanding* sebesar Rp. 35,197 milyar atau 25,26% dari total *outstanding* SBSN domestik. Posisi ketiga kepemilikan mayoritas SBSN *outstanding* adalah asuransi dengan prosentasi. Kepemilikan 15,93% dan sisanya dimiliki oleh sektor lain dengan prosentase di bawah 10%.

Sampai saat ini, Pemerintah juga menunjuk beberapa bank dan perusahaan efek untuk menjadi agen penjual instrumen investasi yang menysasar Warga Negara Indonesia (WNI) ini. Bank tersebut antara lain, BRI, Bank Mandiri, BNI, BCA, Bank Muamalat, Bank Syariah Mandiri, Standard Chartered Bank, BTN, dan Bank OCBC NISP. Kemudian Bank ANZ Indonesia, Bank Permata, Bank BRI Syariah, HSBC, Bank CIMB Niaga, Bank Internasional Indonesia, Bank Mega, dan Bank Danamon. Untuk meningkatkan penjualan di masa depan pemerintah sebaiknya membuka berbagai chanel untuk penjualan obligasi negara syariah.

## BAB IV

### SUKUK NEGARA RITEL DAN HUTANG LUAR NEGERI

Dalam memotrer Pola distribusi sukuk negara (SBSN) maka urutan pembahasan adalah:

- a. Metode penerbitan SBSN
- b. Jenis Instrumen sukuk negara
- c. Perkembangan Penerbitan SBSN
- d. Profil Jatuh tempo SBSN
- e. Outstanding SBSN
- f. Peserta Lelang SBSN
- g. Realisasi Lelang SBSN tahun 2017
- h. Agen Sukuk Negara Ritel

Berikut gambaran lengkapnya dari point-point di atas.

#### **Metode Penerbitan SBSN**

Dalam penerbitan SBSN terdapat tiga metode yaitu *bookbuilding*, Lelang dan *private placement*.

##### a. Bookbuilding Methode

Metode *bookbuilding* yaitu penjualan SBSN melalui agen penjual (joint lead manager) yang ditunjuk oleh pemerintah melalui proses seleksi. Pada akhirnya agen penjual yang akan menghimpun pemesanan pembelian investor dalam periode penawaran yang telah ditentukan.

##### b. Lelang

Yaitu metode penerbitan sukuk negara yang rutin dilakukan oleh pemerintah setiap dua minggu sekali sesuai dengan jadwal penerbitan yang telah ditetapkan di awal tahun. Jenis sukuk negara yang diterbitkan melalui metode lelang adalah project based sukuk (PBS) dan surat perbendaharaan negara syariah (SPNS)

##### c. Private Placement

Adalah penerbitan sukuk yang dilakukan secara bilateral antara investor dan pemerintah dengan ketentuan dan persyaratan yang disepakati bersama. Investor lembaga keuangan, LPS maupun individu bisa berinvestasi di sukuk negara melalui private placement dengan memenuhi syarat yang telah ditetapkan dalam

peraturan menteri Keuangan tentang Private Placement . Contoh sukuk negara yang biasanya diterbitkan melalui private placement adalah Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI).

### Berikut tahapan bookbuilding SBSN

**Tabel 4.1** Tahapan Bookbuilding SBSN

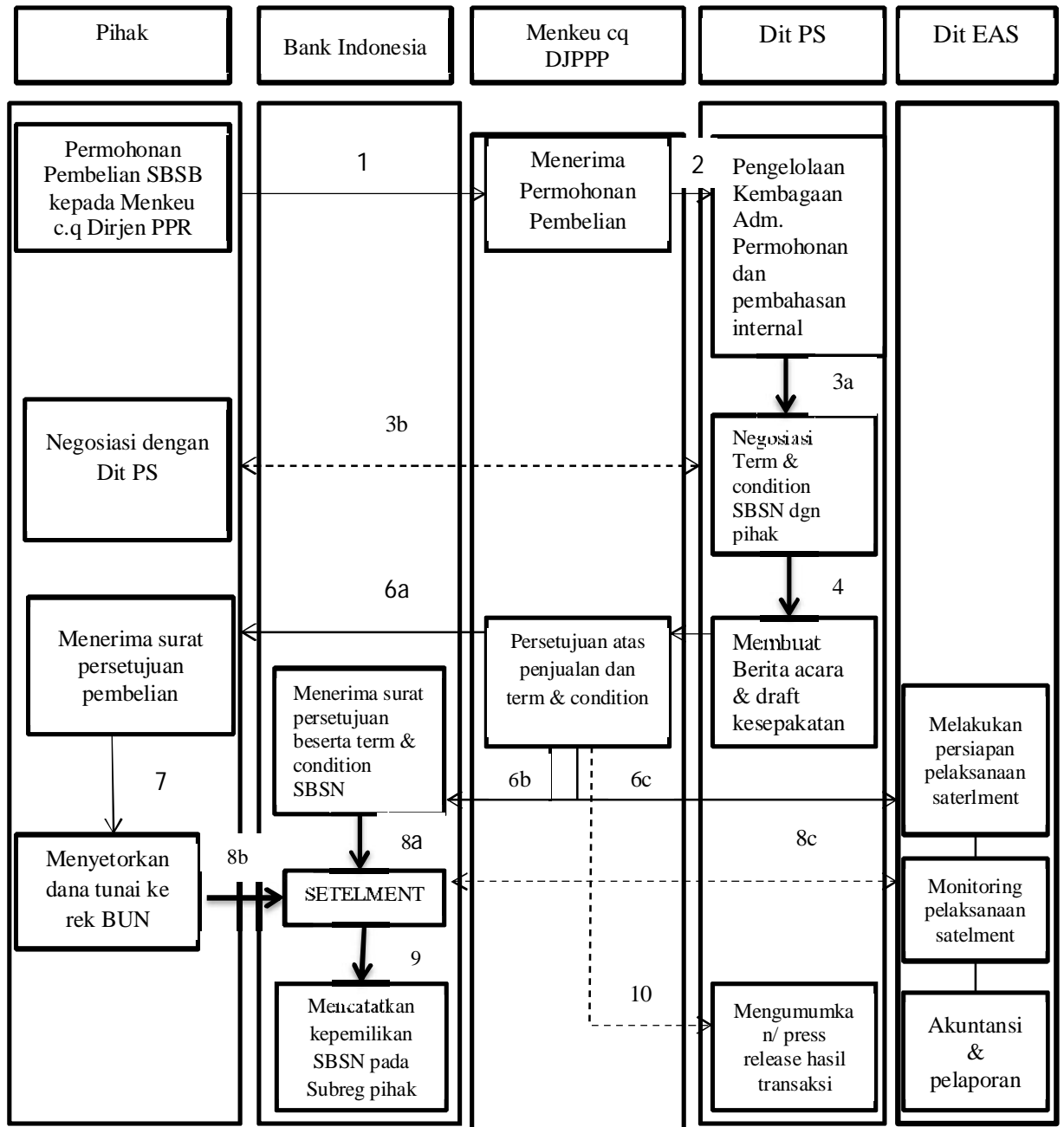
Tahap 1	Tahap 2	Tahap 3	Tahap 4	Tahap 5	Tahap 6
Menentukan underlying aset	Menetapkan : 1. Agen Penjual 2. Konsult an hukum	Mempersiapkan dokumen terkait pasar modal dan legal	Pricing	Alocation	Setelment
Mempersiapkan struktur sukuk		Evaluasi seluruh dokumen kesesuaian syariah dan DSN	Marketing	Dokumen penetapan	Listing di Bursa Efek

**Tabel 4.2** Ketentuan Umum dan Mekanisme Private Placement SBSN

### Ketentuan Umum

No	Deskripsi	Pasar Perdana	
		Domestik	Internasional
1	Mekanisme Penyampaian Penawaran Pembelian	Secara langsung kepada pemerintah Melalui Pasar Perdana	Secara langsung kepada pemerintah Melalui anggota panel Melalui peserta lelang
2	Denominasi	IDR/ Valas	Valas
3	Jumlah Pembelian Minimal	IDR: Rp. 250 M / Seri Valas: Equivalen USD100 juta/ seri	USD 100 juta/ seri

**b. Tahapan Placement**



Sumber: Kementerian Keuangan

**Gambar 4. 1** Mekanisme Private Placement

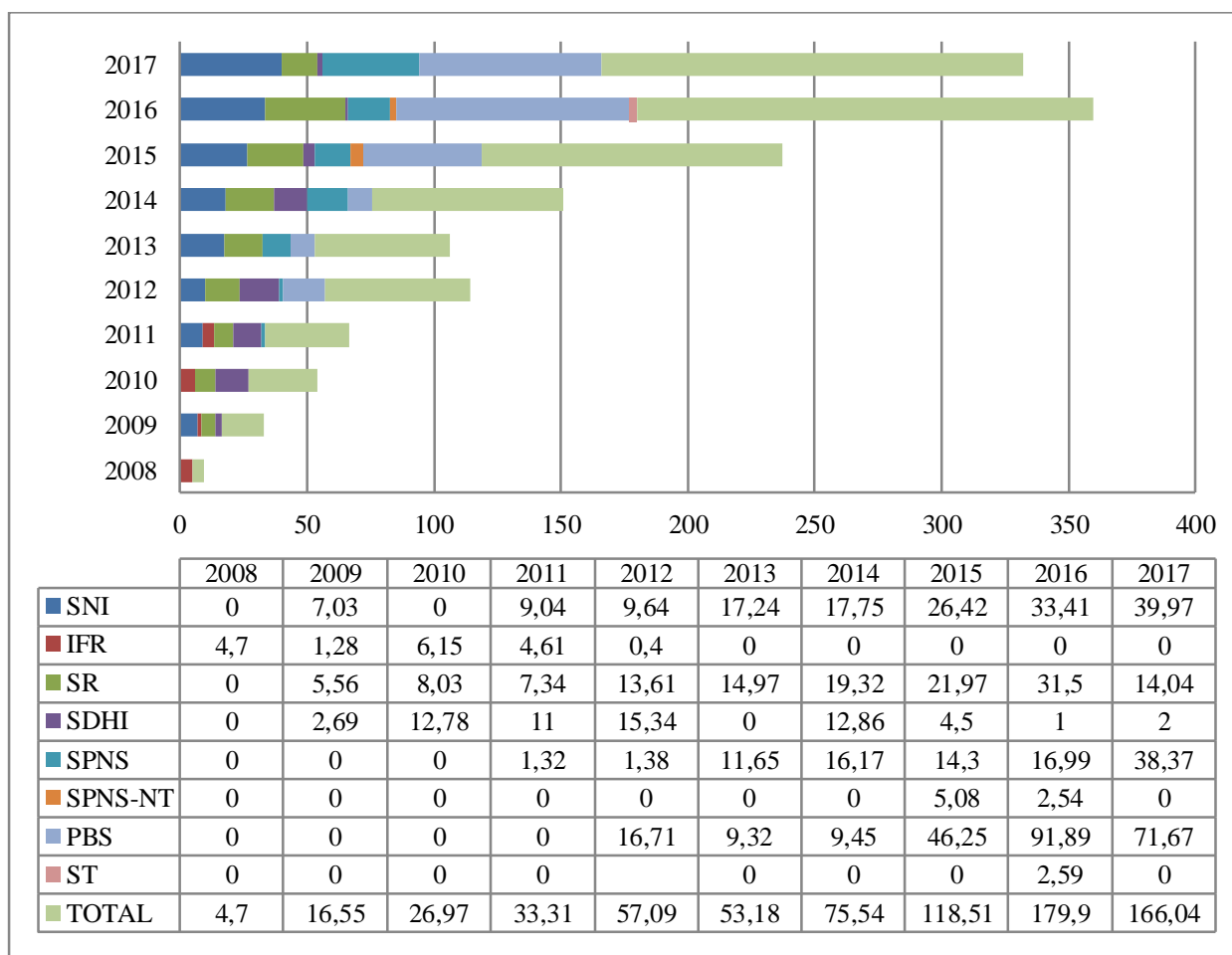


### Jenis Instrumen Sukuk Negara

	IFR	SR	ST	SPN-S	SNI	SDHI	PBS
Seri	Islamic Fixed Rate	Sukuk Negara Ritel	Sukuk Negara Tabungan	Surat Perbendaharaan Negara	Sukuk Negara Indonesia	Sukuk Dana Haji Indonesia	Project Based Sukuk
Struktur Sukuk	Ijarah Sale & Least Back Ijarah Asset to be Leased		Wakalah	Ijarah Sale & Lease Back	Ijarah sale & least back Ijarah asset to be lease	Ijarah al-khadamat	Ijarah asset to be leased
Underlying	Barang milik negara (BMN) Proyek-proyek pemerintah					Jasa Penyelenggaraan Ibadah haji	Proyek-proyek pemerintahan BMN
Imbalan	Fixed Rate						
Tradability	Tradable		Non tradable	Tradable		Non tradable	Tradable
Metode penerbitan	Bookbuilding Lelang	Bookbuilding	Bookbuilding	Lelang Private placement	Bookbuilding	Private placement	Lelang Private placement
Pasar	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik	Domestik
Deskripsi	Denominasi Rupiah Investor institusi Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan per semester	Denominasi Rupiah Untuk investor ritel WNI Tenor pendek Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor ritel WNI Tenor pendek Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor institusi Tenor pendek Penjualan dengan diskonto	Denominasi USD Untuk investor internasional Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan per semester	Denominasi Rupiah Tenor pendek Untuk penempatan dana haji Pembayaran imbalan per bulan	Denominasi Rupiah Untuk investor institusi Tenor menengah panjang Pembayaran imbalan persemester

Sumber: Kementerian Keuangan

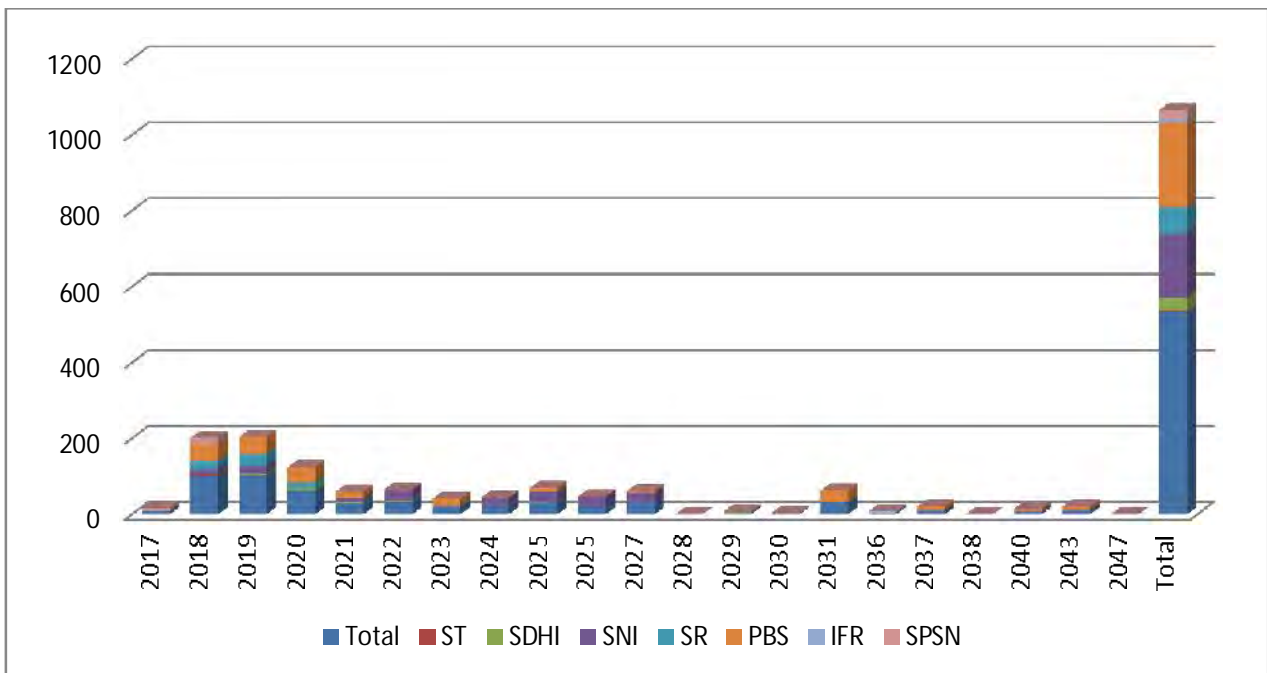
## Perkembangan Penerbitan SBSN 2008-2017



**Gambar 4.2** Perkembangan Penerbitan SBSN Tahun 2008-2017 (dalam Triliun Rupiah)

Obligasi negara syariah yang pertama kali diterbitkan oleh pemerintah adalah IFR (Islamic Fixed Rate) dengan nilai 4.7 triliun Rupiah. Setahun kemudian diterbitkan jenis sukuk negara lainnya yaitu Sukuk Negara Indonesia (SNI), Sukuk Ritel (SR) dan sukuk dana haji Indonesia (SDHI) dengan nilai rata-rata 7,03 triliun rupiah untuk SNI, 5,56 triliun rupiah untuk SR dan 2,69 triliun rupiah untuk (SDHI). Pada tahun 2009 total sukuk negara yang berhasil diterbitkan oleh pemerintah sebanyak 16,55 triliun rupiah. Perkembangan penerbitan sukuk negara terus mengalami peningkatan. Ini menunjukkan permintaan terhadap sukuk negara menunjukkan trend yang positif. Pada tahun 2011 dan 2012 pemerintah menerbitkan jenis sukuk negara yang lain yaitu SPN dan PBS dengan nilai masing-masing 1,32 triliun rupiah dan 16,71 triliun rupiah. Jenis sukuk negara yang paling terakhir diterbitkan oleh pemerintah adalah sukuk tabungan (ST) pada tahun 2016. Penerbitan sukuk negara ini sangat penting perannya dalam perekonomian guna membiayai infrastruktur fisik di dalam negeri yang jumlahnya sangat besar

### Profil Jatuh Tempo SBSN (per 9 Oktober 2017)

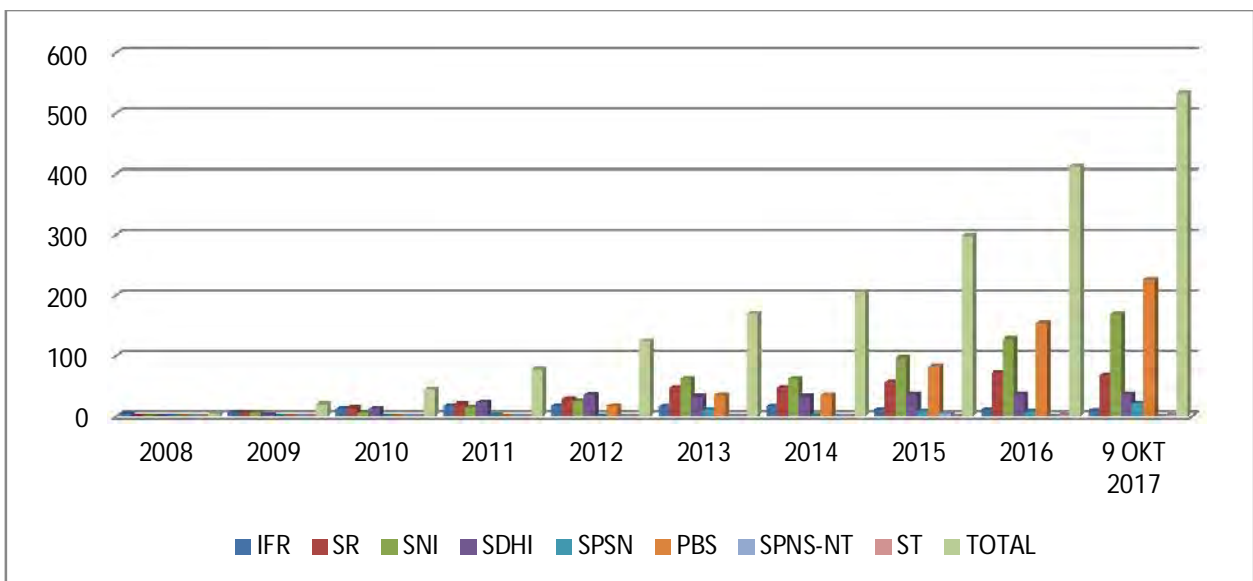


**Gambar 4.3** Profil Jatuh Tempo SBSN

Pada tahun 2008 adalah saat pertama sukuk negara seri Indonesia fixed Rate diterbitkan. Sepuluh tahun kemudia ternyata IFR telah jatuh tempo. Pada tahun 2017, SPNS yang jatuh tempo mencapai nilai 8.5 triliun Rupiah. Pada tahun 2018, total sukuk negara yang jatuh tempo dengan berbagai jenis mencapai nilai 100.4 triliun rupiah. Pada tahun 2019 total sukuk negara yang jatuh tempo sebanyak 101,7 triliun rupiah, lebih tinggi dibandingkan sukuk negara tahun 2016. Sementara pada tahun 2020 terjadi penurunan jatuh tempo sukuk negara yaitu hanya 61.80 triliun Rupiah.

### Outstanding SBSN

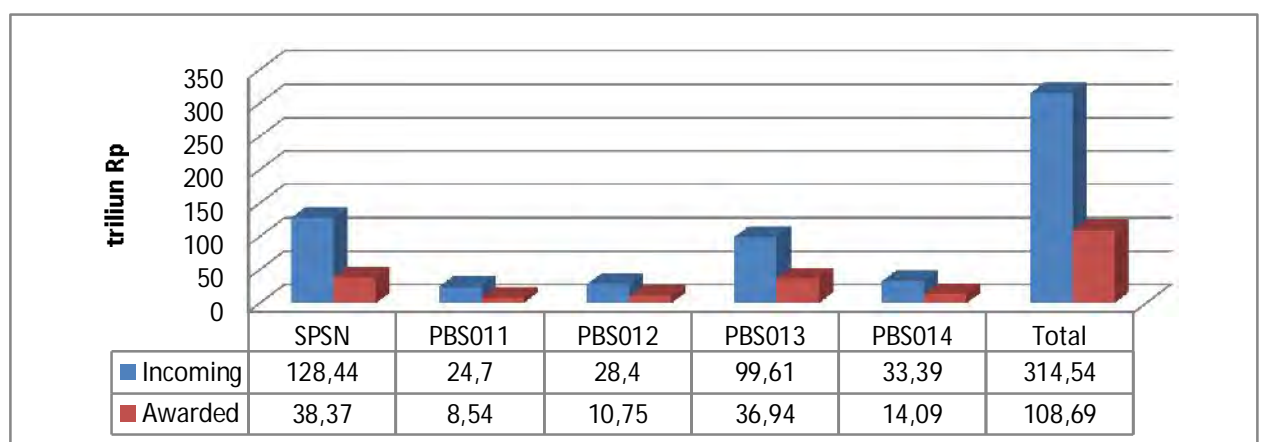
Pada tahun 2008 jumlah outstanding sukuk negara sebesar 4,70 triliun rupiah. Setahun kemudian outstanding sukuk negara meningkat lima kali lipat yaitu menjadi 20,33 triliun rupiah. Peningkatan outstanding sukuk negara ritel karena pemerintah menerbitkan jenis sukuk negara lainnya yaitu sukuk ritel (SR), sukuk negara Indonesia (SNI) dan SDHI. Pada tahun 2010 outstanding sukuk negara meningkat dua kali lipat menjadi 44,34 triliun rupiah. Dalam setiap tahun outstanding sukuk negara terus menunjukkan trend yang positif. Sampai bulan Oktober 2017 jumlah outstanding sukuk negara telah mencapai 533,06 triliun rupiah.



Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Gambar 4.4** Jumlah Outstanding Sukuk Negara (Triliun Rupiah)

### Realisasi Lelang SBSN Tahun 2017



Sumber: diolah dari data Kementerian Keuangan

**Gambar 4.5** Realisasi Lelang SBSN

Pada tahun 2017, pemerintah menggelar lelang lima seri sukuk negara yang terdiri atas dua kelompok seri yaitu seri Surat Perbendaharaan negara syariah (SPN\_S) dan seri Project Based Sukuk (PBS). Target penerbitan pemerintah saat itu adalah Rp. 5 triliun. Menurut pengamat sekuritas, memperkirakan jumlah penawaran yang masuk (incoming) antara Rp.10 triliun hingga Rp. 15 triliun. Estimasi itu lebih tinggi dibandingkan pada dua lelang sukuk sebelumnya yang hanya senilai Rp. 8.65 triliun dan 7.82 triliun rupiah. Adapun tingkat imbal hasil dari sukuk negara dalam lelang tersebut adalah:

SPN-S 05012018 berkisar antara 5.22-5.31%

PBS0013 berkisar antara 6.88-6.97%

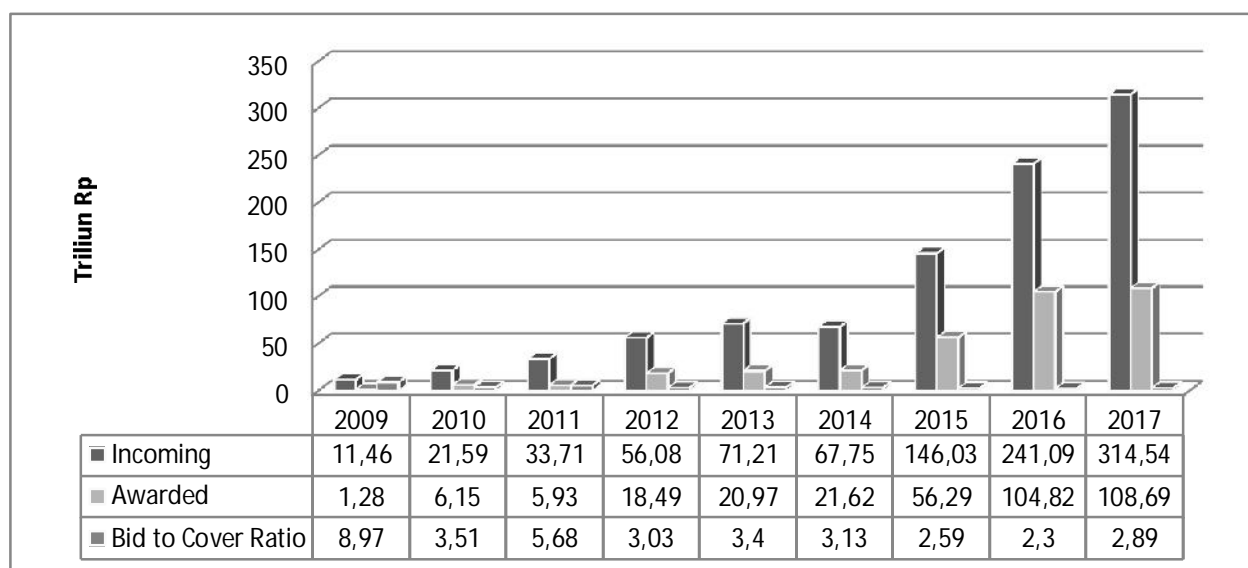
PBS0014 berkisar antara 7.16-7.25%

PBS0015 berkisar antara 7.38 – 7.47%

PBS0016 berkisar antara 7.84 7.95%

Pada kuartal III tahun 2017 pemerintah menargetkan penerbitan sukuk negara melalui lelang sebesar Rp. 147.5 triliun. Pada kuartal III ternyata total penawaran yang masuk sebesar 314.54 triliun rupiah dari lima seri sukuk negara yang diterbitkan.

### Kinerja Lelang SBSN 2009-2017



Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Gambar 4.6** Kinerja Lelang SBSN

Kinerja lelang tahun 2017 mengalami peningkatan signifikan antara lain didorong oleh:

1. Mulai terbentuknya price discover seri-seri lelang
2. Peraturan OJK no. 1/ 2016 yang mewajibkan lembaga keuangan non bank syariah untuk berinvestasi pada sukuk negara

3. Membaiknya pemahaman investor terhadap implementasi PSAK 110 dalam pencatata akuntansi sukuk negara.

### Posisi Kepemilikan SBSN

Kepemilikan SBSN terdiri dari dua tipe yaitu tradable dan non-tradable. Jumlah SBSN tradable sampai Desember 2016 sebanyak 245.708 miliar rupiah atau 86.22%, sementara yang non-tradable adalah Rp.39.282 miliar Rupiah (14,78%). Pihak-pihak yang memiliki SBSN adalah bank konvensional, bank syariah, Bank Indonesia, lembaga keuangan non bank (asuransi dan dana pensiun). Dari sisi perbankan ternyata proporsi bank dalam kepemilikan SBSN sebesar 43,35% di mana 35,61% dimiliki oleh bank syariah dan 7,74% bank syariah. Perusahaan asuransi adalah lembaga pemilik kedua terbesar SBSN setelah bank konvensional. Sementara kepemilikan sukuk negara non-tradable adalah kementerian Agama dengan proporsi sebesar 13,83% (Oktober 2016). Sampai Oktober 2017 kepemilikan SBSN perbankan sebesar 45,23% lebih tinggi dibandingkan oktober 16 (43,21%).

**Tabel 4.3.** Perkembangan Kepemilikan SBSN Okt 2016-Maret 2017

Institusi	Okt -16		Des-16		Mart-17	
	Miliar	%	Miliar	%	Miliar	%
Tradable	224.438	85.26	245.708	86.22	274.492	87.48
Total	122.591	43.21	123.549	43.35	128.439	40.93
Conventional Banks	100.874	35.55	101.492	35.61	101.76	32.43
Sharia Banks	21.717	7.65	22.057	7.74	26.693	8.51
Bank Indonesia	594	0.21	0	0	1.689	0.54
Insurance Company	47.984	16.91	49.981	17.54	53.738	17.13
Pension Fund	13.672	4.82	14.072	4.94	13.678	4.36
Individual	19.497	6.87	19.061	6.69	28.681	9.14
Mutual fund	11.355	4	12.171	4.27	12.901	4.11
Non Resident	11.991	4.23	8.867	3.11	15.795	5.03
Other	16.755	5.91	18.008	6.32	19.57	6.24
Nontradable	39.282	14.74	39.282	13.78	39.282	12.52
Ministry of Religion Affairs	36.697	13.83	36.697	12.88	36.697	11.7
Individual	2.585	0.91	2.585	0.91	2.585	0.82
<b>Total</b>	<b>283.721</b>	<b>100</b>	<b>284.991</b>	<b>100</b>	<b>13.774</b>	<b>100</b>

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

**Tabel 4.4** Perkembangan Kepemilikan SBSN Junit 2017-Oktober 2017

Institusi	17-Jun		17-Sep		Okt-17	
	Miliar	%	Miliar	%	Miliar	%
Tradable	297.424	88.33	329.039	89.35	325.039	89.23
Total	139.03	41.29	163.056	44.28	165.095	45.32
Conventional Banks	109.461	32.51	125.817	34.17	127.002	34.87
Sharia Banks	29.569	8.78	37.239	10.11	38.092	10.46
Bank Indonesia	9.524	2.83	5.836	1.58	2.842	0.78
Insurance Company	56.102	16.66	58.099	15.78	58.302	16.01
Pension Fund	14.295	4.25	14.974	4.07	14.979	4.11
Individual	24.35	7.23	22.808	6.19	22.714	6.24
Mutual fund	14.229	4.23	16.384	4.44	16.487	4.53
Non Resident	19.108	5.67	24.107	6.55	20.861	5.73
Other	20.786	6.17	23.811	6.47	23.739	6.52
Nontradable	39.282	11.67	32.221	10.65	39.221	10.77
Ministry of Religion Affairs	36.697	10.9	36.697	9.96	36.697	10.07
Individual	2.585	0.77	2.524	0.69	2.524	0.69
Total	336.706	100	368.26	100	364.26	100

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

#### Daftar Peserta Lelang SBSN

Peserta lelang SBSN pada umumnya adalah perbankan nasional baik bank milik pemerintah maupun bank swasta. Sebagian besar bank yang terlibat dalam lelang adalah bank konvensional. Baru dua bank syariah yang terlibat dalam lelang SBSN yaitu Bank Rakyat Indonesia Syariah (BRIS) dan Bank Negara Indonesia Syariah (BNI Syariah). Selain itu, peserta lainnya adalah perusahaan efek yang terdiri atas PT Bahana Sekuritas, PT Danareksa Sekuritas, PT mandiri Sekuritas dan PT Trimegah Sekuritas Indonesia

**Tabel 4.5** Pihak-pihak yang Terlibat dalam Lelang SBSN

Bank	Perusahaan Efek
Citibank N.A.	PT. Bahana Securities
Deutsche Bank	PT. Danareksa Sekuritas
PT. Bank BNP Paribas Indonesia	PT. Mandiri Sekuritas
PT. Bank BRI Syariah	PT. Trimegah Sekuritas Indonesia, Tbk
PT Bank Central Asia Tbk	
PT. Bank CIMB Niaga, Tbk	
PT. Bank Internasional Indonesia, Tbk	

Bank	Perusahaan Efek
PT. Bank Mandiri (Persero), Tbk	
PT. Bank Negara Indonesia (Persero) Tbk	
PT Bank Negara Indonesia Syariah, Tbk	
PT Bank OCB NISP, Tbk	
PT. Bank Permata, Tbk	
PT. Bank Rakyat Indonesia (Persero) Tbk	
PT. Bank Syariah Mandiri	
PT. Bank PAN Indonesia, Tbk	
Standar Charter Bank	
PT. Bank HSBC Indonesia	

Sumber: diolah dari Kementerian Keuangan

Dalam penjualan Sukuk Negara Seri Sukuk Ritel pemerintah melibatkan pihak bank sebagai agen penjualan sukuk negara. Berikut data bank yang menjadi Agen dalam Penjualan Sukuk Ritel seri SR-009

**Tabel 4.6** Agen Penjualan Sukuk Ritel

No	Nama Bank	No	Nama Bank
1	Citibank	12	Bank Muamalat Indonesia
2	Bank ANZ Indonesia	13	Bank Negara Indonesia
3	Bank BRIS	14	Bank OCBC NISP
4	Bank Central Asia	15	Bank Pan Indonesia
5	Bank CIMB Niaga	16	Bank Permata
6	Bank Commonwealth	17	Bank BRI
7	Bank Danamon Indonesia	18	Bank Syariah Mandiri
8	Bank DBS Indonesia	19	Bank Tabungan Negara
9	Bank Mandiri	20	Trimegah Sekuritas Indonesia
10	Bank Maybank Indonesia	21	Standar Chartered Bank
11	Bank Mega	22	The Hongkong ang Shanghai Banking Corp

Sumber: diolah dari data Kementerian Keuangan



## DAFTAR PUSTAKA

Bank Indonesia, 2014, ” *Statistik Ekonomi Keuangan Indonesia*,” Jakarta; Bank Indonesia  
Bank Indonesia, 2014, ” *Statistik Perbankan Syariah*,” Jakarta: Bank Indonesia  
Benda, 1997, ”Personal Religiousity and Drug Use and Other Legal Acts, “Oxford,  
*Journal of Low and Sociaty*  
[www.ojk.go.id/lembagakeuanganmikro](http://www.ojk.go.id/lembagakeuanganmikro)