

# KESIAPAN INFRASTRUKTUR HUKUM DALAM PENERBITAN SUKUK (SURAT BERHARGA SYARIAH) SEBAGAI INSTRUMEN PEMBIAYAAN DAN INVESTASI UNTUK MENDORONG PERTUMBUHAN PASAR MODAL SYARIAH INDONESIA

Lastuti Abubakar & Tri Handayani

Departemen Hukum Ekonomi - Fakultas Hukum

Universitas Padjajaran

lastuti62abubakar@gmail.com & h212tri@gmail.com

## Abstrak

Pasar Modal Syariah merupakan bagian dari pasar modal Indonesia yang mempunyai peran penting sebagai alternatif pembiayaan bagi dunia usaha dan pemerintah, serta sarana bagi pemilik modal untuk memperoleh return melalui instrumen-instrumen investasi yang ditawarkan di pasar modal. Salah satu instrumen pasar modal syariah yang mempunyai potensi besar dalam menyerap dana masyarakat pasca krisis adalah Sukuk (surat berharga syariah). Indonesia dianggap memiliki potensi besar untuk menjadi pasar sukuk, mengingat populasi muslim yang besar serta besarnya pinjaman lintas negara. Namun demikian, pertumbuhan sukuk sebagai alternative pembiayaan dan investasi belum berkontribusi secara signifikan dalam mendorong pertumbuhan pasar modal syariah serta pembangunan ekonomi nasional secara umum. Salah satu isu strategis dalam pengembangan sukuk Indonesia adalah kesiapan infratraktur hukum yang belum optimal, sehingga dalam praktik masih menimbulkan mispersepsi terhadap sukuk yang seringkali dipadankan dengan obligasi, mengakibatkan sukuk belum dianggap sebagai instrumen alternatif yang menarik baik bagi dunia usaha maupun investasi. Berdasarkan hasil penelitian diperoleh hasil bahwa regulasi sukuk di Indonesia masih bersifat parsial dan tersebar dalam berbagai aturan, sehingga mengakibatkan rendahnya pemahaman pelaku usaha dan investor terhadap kerangka hukum sukuk, serta jaminan kepastian hukum bagi pemegang sukuk. Regulasi sukuk yang terintegrasi merupakan syarat utama untuk memberikan jaminan dan kepastian hukum bagi pelaku usaha dan investor. Indonesia, khususnya regulator perlu mengupayakan keberagaman jenis sukuk baik akad maupun underlying assets nya agar investor dapat memilih jenis-jenis sukuk yang sesuai dengan harapan. Selain itu, diperlukan kebijakan yang bersifat top down dari pemerintah untuk mendorong pertumbuhan sukuk negara dengan membuat kebijakan bagi BUMN untuk berinvestasi pada sukuk.

**Kata Kunci:** Sukuk, Pasar Modal Syariah, Kesiapan Infrastruktur Hukum

## Abstract

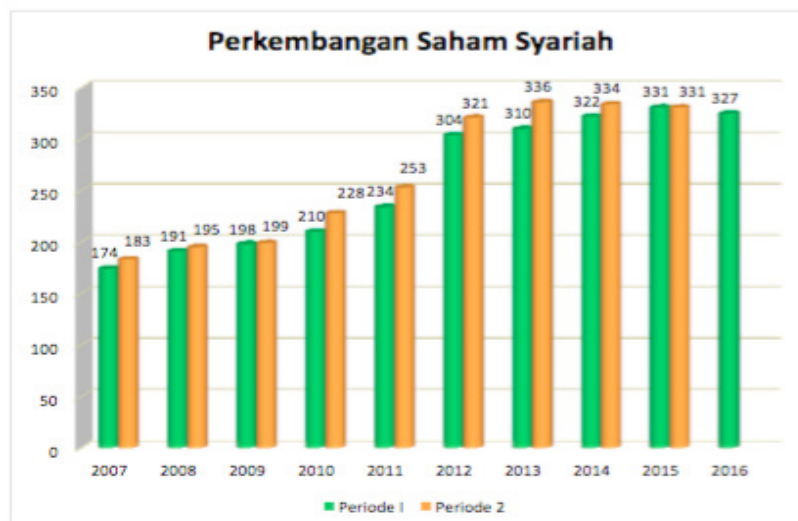
*Islamic Capital Markets is part of Indonesia's capital market has an important role as a financing alternative for businesses and governments, as well as a means for investors to get returns through the investment instruments offered instruments in the capital markets. One of the Islamic capital market instruments that have enormous potential to absorb public funds after the crisis is sukuk (Islamic securities). Indonesia is considered to have great potential to become the sukuk market, given the large Muslim population and the amount of cross-border loans. However, the growth of sukuk as an alternative financing and investment has not significantly contribute to, encourage the growth of the Islamic capital market as well as the development of the national economy in general. One of the issues in the development of sukuk strategy Indonesia is the readiness of the legal infrastructure is not*

*optimal, so that in practice they give rise to misperceptions of sukuk are often paired with bonds, so that the sukuk has not been considered an attractive alternative both for business and investment. Based on the research results that regulation of sukuk in Indonesia is still partial and scattered in a variety of rules, resulting in the lack of understanding businesses and investors to the sukuk legal framework, and ensuring legal certainty for holders of sukuk. Sukuk integrated regulation is the main requirement to provide a guarantee and legal certainty for businesses and investors. Indonesia, in particular the regulator needs to seek a diversity of sukuk both contract and its underlying assets so that investors can choose the types of sukuk in line with expectations. In addition, the necessary top-down policy of the government to encourage the growth of the sukuk to create a policy for SOEs to invest in sukuk.*

**Keywords:** Sukuk; Sharia's Capital Market; Infrastructure Readiness of Law

## Pendahuluan

Sebagai bagian dari pasar modal Indonesia, pasar modal syariah telah berkembang selama dua dekade, yaitu sejak diterbitkannya Reksadana syariah pada Tahun 1997, dan dalam kurun waktu 5 tahun (2010-2015) mengalami pertumbuhan dan perkembangan yang positif, walaupun market share nya relatif kecil.<sup>1</sup> Hal ini dapat dilihat dari perkembangan pasar modal syariah yang meningkat dari tahun ke tahun. Berdasarkan laporan keuangan Triwulan III, industri Pasar Modal Syariah mengalami peningkatan yang tercermin dari peningkatan Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI), Jakarta Islamic Indeks (JII), Reksadana Syariah dan Surat Berharga Syariah (Sukuk). Jumlah saham syariah yang diperdagangkan di pasar modal meningkat seiring dengan peningkatan jumlah perusahaan yang melakukan penawaran umum saham serta bertambahnya emiten yang sahamnya memenuhi kriteria saham syariah, yang dapat dilihat dalam Daftar Efek Syariah (DES) yang diterbitkan oleh OJK. Pada tahun 2016 jumlah saham syariah memperlihatkan grafik menurun setelah beberapa tahun sebelumnya meningkat. Berikut perkembangan saham syariah.



**Grafik 1. Perkembangan Saham Syariah 2016**

Sumber : Direktorat Pasar Modal Syariah-OJK, Statistik Pasar Modal Syariah.

<sup>1</sup> Direktorat Pasar Modal Syariah -Otoritas Jasa Keuangan, *Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019*, OJK, Jakarta, 2015.

Selain saham syariah, instrumen pasar modal syariah yang mengalami pertumbuhan baik sebagai alternatif pembiayaan maupun investasi adalah sukuk (surat berharga syariah). Sejak diterbitkannya sukuk korporasi yang pertama pada tahun 2012 hingga akhir 2014, sukuk korporasi mengalami pertumbuhan, walaupun market share nilai sukuk terhadap pasar obligasi dan sukuk masih belum mencapai 5 %. Berdasarkan data yang dikeluarkan oleh OJK, jumlah sukuk yang diterbitkan hingga tahun 2014 menunjukkan bahwa dalam periode 5 tahun terakhir terdapat pertumbuhan sukuk beredar sebesar 16,18 %. Namun dari sisi pangsa pasar, pangsa pasar sukuk beredar mengalami penurunan 40,34 %, yaitu dari 5,33 % di tahun 2010 menjadi 3,18 % di tahun 2014.<sup>2</sup>

**Tabel 1 . Sukuk Korporasi yang Beredar**

	2010	2011	2012	2013	2014	Pertumbuhan
Nilai sukuk beredar	6,12	5,89	6,88	7,55	7,11	16,18%
Nilai total sukuk dan obligasi beredar	114,82	146,97	187,46	218,22	223,46	94,63%
Pangsa Pasar Sukuk (%)	5,33%	4,00%	3,67%	3,46%	3,18%	-40,34%

Sumber : OJK, Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019.

Selain Sukuk Korporasi, sukuk yang dikeluarkan oleh negara, yaitu Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) juga merupakan instrumen yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia. Kontribusi SBSN sebagai alternatif pembiayaan dan investasi berbasis syariah, menunjukkan perkembangan yang baik, bahkan menjadi kontributor terbesar bagi pasar modal syariah sebagai bagian dari sektor jasa keuangan syariah Indonesia. Secara keseluruhan, perkembangan aset Pasar Modal Syariah melalui beberapa instrumennya melebihi aset IKNB dan Perbankan Syariah.

**Tabel 2 . Perkembangan Sektor Jasa Keuangan Syariah Indonesia.**

	2010	2011	2012	2013	2014
Pasar Modal Syariah					
Kapitalisasi Indeks Saham Syariah Indonesia (ISSI)	na	1.968,09	2.451,33	2.557,85	2.946,89
Sukuk Korporasi	6,12	5,88	6,88	7,55	7,11
Surat Berharga Syariah Negara	44,34	77,73	124,44	169,29	206,10
NAB Reksadana Syariah	5,23	5,56	8,05	9,43	11,24
IKNB Syariah (aset)	18,68	26,90	35,83	41,71	54,41
Perbankan Syariah (aset)	97,51	145,46	195,01	242,27	272,34

Sumber : OJK, Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019.

Berdasarkan data yang telah diuraikan di atas, masih diperlukan berbagai upaya untuk mengembangkan pasar modal syariah Indonesia,

<sup>2</sup> OJK, Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019, hlm. 37.

khususnya pengembangan sukuk sebagai alternatif pembiayaan dan investasi. Dalam tataran global, penggunaan instrumen sukuk sebagai alternatif pembiayaan, khususnya pembiayaan infrastruktur mulai berkembang sejak terjadinya krisis finansial. Krisis yang disebabkan oleh beberapa faktor ini<sup>3</sup>, mendesak seluruh pelaku ekonomi, termasuk pemerintah negara-negara mencari solusi untuk mengatasi krisis agar tidak berlanjut. Sistem ekonomi Islam dianggap mampu memberikan jalan keluar karena filosofinya yang justru menjauhi eksploitasi, melarang penjualan utang, transaksi yang spekulatif (maisir) dan transaksi yang objeknya tidak jelas (gharar)<sup>4</sup> dan menawarkan instrumen finansial yang aman, disamping mengharuskan adanya komisi syariah atau dewan pengawas syariah yang akan memantau setiap aktivitas ekonomi syariah. Saat ini, di negara-negara Islam lainnya seperti Malaysia, Uni Emirat Arab, pemanfaatan sukuk sebagai sumber pembiayaan sudah menjadi kebutuhan, baik sukuk yang diterbitkan oleh korporasi maupun sukuk negara. Potensi Indonesia untuk mengembangkan sukuk sangat besar, namun masih terdapat beberapa kendala yang perlu diatasi untuk mendorong pertumbuhan sukuk sebagai instrumen pembiayaan dan investasi. Beberapa kendala dalam mengembangkan industri keuangan syariah, termasuk sukuk di pasar modal adalah kesiapan infrastruktur legal yang menjadi landasan bagi penerbitan sukuk, rendahnya kuantitas dan kualitas sumber daya manusia yang memahami instrumen sukuk serta rendahnya kepercayaan masyarakat terhadap produk dan layanan keuangan syariah. Selain itu, diakui juga lemahnya visi dan koordinasi antar pemangku kepentingan serta dorongan pemerintah terhadap industri keuangan syariah.<sup>5</sup>

Regulasi sukuk sebagai instrumen pembiayaan tersebar dalam beberapa aturan, dan kadangkala apabila belum terdapat regulasi berdasarkan prinsip syariah, masih dimungkinkan penggunaan regulasi konvensional sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Otoritas Jasa Keuangan, melalui roadmap pasar modal syariah telah mengeluarkan kebijakan strategis guna mempercepat pertumbuhan pasar modal syariah antara lain penguatan pengaturan, baik atas produk, lembaga dan profesi terkait pasar modal syariah sebagai landasan pengembangan pasar modal syariah.

## Sukuk Sebagai Instrumen Pembiayaan dan Investasi Berbasis Syariah

### 1. Terminologi dan Pengaturan Sukuk

Terminologi sukuk dikenal dalam aktivitas ekonomi Islam, khususnya keuangan Islam, yakni merupakan bentuk jamak dari sakk atau sertifikat. Istilah sukuk berasal dari bahasa Arab yaitu sakk atau dalam bentuk plural disebut sukuk yang berarti “...a claim similar to a note or certificate, like a trust certificate.....this claim however is not simply a financial claim to a cash flow, but an ownership claim. A sakk represent either a proportional or an undivided interest in an asset or pool of assets”.<sup>6</sup> Sementara itu, The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institution (AAOIFI) Shariah Standard No : 17 on investment sukuk mendefinisikan sukuk sebagai “certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangibles assets, usufruct and services or in ownership of the asset of a particular project or special investment activity. Sejalan dengan AAOIFI, The Islamic Financial Services

3 Beberapa faktor penyebab krisis antara lain :pinjam meminjam (kredit) yang berlebihan yang cenderung mengeksploitasi para peminjam (debitor), benturan kepentingan antara ekonomi produktif dan utang untuk konsumsi; sekuritisasi finansial yang tidak transparan semisal banyaknya instrumen utang yang disekuritisasi, *credit ratings* yang menyesatkan dan kegagalan menerapkan tata kelola yang baik (*governance*) seperti kompensasi untuk para eksekutif yang tidak terkendali, manajemen risiko yang tidak seimbang, benturan kepentingan dan *moral hazard* terkait lembaga penerbit. Lihat Thomas A Myers, *From Enron to Sub-prime Mortgage to Greece : How Islamic Finance Principles Might Have Avoided the Recent Financial Crises*, Durham Islamic Summer School, 2012.

4 Lihat Lastuti Abubakar, *Implikasi Aktivitas Ekonomi Syariah Terhadap Perkembangan Hukum Ekonomi di Indonesia*, Jurnal Legal Review Volume 1 Nomor 2 Desember Tahun 2010.

5 Lihat BAPPENAS, *Masterplan Aksitektur Keuangan Syariah Indonesia*, 2015, hlm. 2

6 Rodney Wilson, *Overview of The Sukuk Market*, Euro Money Books, Nestor House-Playhouse Yard, London, UK, 2004, hlm. 42.

Board (IFSB) standard on Capital Adequaty Requirements for Sukuk Securitizations and Real Estate Investment mendefinisikan sukuk sebagai “ certificates with each sakk representing a proportional undivided ownership right in tangible assets, or a pool of predominantly tangible assets, or a business venture”. Berdasarkan beberapa pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa sukuk adalah sertifikat yang memberikan atau mempresentasikan hak kepemilikan yang tidak terbagi kepada pemegangnya atas aset, manfaat, jasa-jasa atau aset tertentu, proyek atau kegiatan investasi tertentu.

Dalam hukum positif Indonesia, sukuk sebagai surat berharga syariah dikukuhkan dalam Fatwa DSN No : 32 /DSN-MUI/IX/2002, yang mendefinisikan sukuk atau 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/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo”. Selanjutnya, sebagai instrumen keuangan sukuk berkaitan dengan beberapa hal, yakni<sup>7</sup> :

- a. merupakan surat berharga
- b. keikutsertaan investasi
- c. ada underlying assets
- d. Kupon menjadi bagi hasil
- e. Segmentasi syariah dan non syariah
- f. Emiten kriteria Jakarta Islamic Indeks (JII)
- g. Dicatat sebagai investment account.

Selain beberapa karakteristik di atas, sukuk bukanlah instrumen utang melainkan penyertaan dana (investasi) yang didasarkan pada prinsip bagi hasil. Berdasarkan hal tersebut, akad yang menjadi dasar hubungan hukum antara penerbit atau emiten (mudharib) dan investor (pemilik dana/ shahibul maal) bukanlah utang piutang, melainkan penyertaan. Return atau keuntungan yang di dapat oleh investor dapat berupa bagi hasil/margin di dapat dari akad murabahah, salam, istishna, sedangkan berupa fee di dapat dari akad ijarah.

Selain Fatwa DSN-MUI, dengan diterbitkannya Undang-Undang No : 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau sukuk negara, maka landasan hukum bagi pemerintah untuk melakukan percepatan pembangunan seharusnya sudah kokoh, tinggal bagaimana kemauan pemerintah (political will) untuk menggunakan dan mengoptimalkan sukuk, baik sukuk negara maupun korporasi sebagai alternatif pembiayaan pembangunan.

Pasal 1 Angka 1 UU SBSN mendefinisikan SBSN atau sukuk negara sebagai “surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing”. Selanjutnya Pasal 1 Angka 3 menjelaskan bahwa yang dimaksud dengan aset negara adalah “objek pembiayaan SBSN dan/atau Barang Milik Negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan maupun selain tanah, yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai dasar penerbitan SBSN.”

Bukan tidak mungkin, salah satu cara untuk mengatasi hambatan dalam pembangunan transportasi untuk mengurai kemacetan ibukota misalnya dapat diperoleh melalui penerbitan sukuk. Sebagai perbandingan misalnya, Malaysia merencanakan pembangunan jalur MRT sungai Buloh- Kajang line (SBK Blue Line) yang diestimasi akan menelan dana lebih dari RM 30 miliar melalui penerbitan sukuk. Saat ini Malaysia memang dikenal sebagai salah satu pemimpin pasar sukuk dunia. Berdasarkan laporan Zawya Quarterly Bulletin Q1 2012, penerbitan sukuk global meningkat 55 % pada kuartal II 2012 dari kuartal II 2011 meningkat dari USD 25 miliar atau menjadi USD 67,9 miliar, dan penerbit terbesar adalah Malaysia

<sup>7</sup> Ahmad Subagyo, *Kamus Istilah Ekonomi Islam- Istilah-istilah Populer dalam Perbankan, Bursa Saham, Multifinance, dan Asuransi Syariah*, Elek Media Komputindo, Jakarta, 2009, hlm : 6



dengan 69,8 %.<sup>8</sup> tahun 2012, Malaysia melalui CIMB Islamic kembali mengeluarkan sukuk berdenominasi poundsterling yang permintaannya diprediksi akan sangat kuat. Beberapa alasan bagi perusahaan-perusahaan Malaysia dapat menggunakan kesempatan dengan sangat baik adalah perekonomian Malaysia yang sehat dan regulasi yang baik dengan dukungan pemerintah yang sangat kuat.<sup>9</sup>

## 2. Sukuk Sebagai Instrumen Investasi di Pasar Modal Syariah.

Sebagai surat berharga, tentu saja sukuk memiliki nilai komersial baik sebagai instrumen investasi bagi pemilik dana (investor) maupun sebagai alternatif pembiayaan bagi dunia usaha. Oleh karena itu, manfaat sukuk dapat dilihat baik dari sisi investor maupun sisi pelaku usaha. Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No : 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, Sukuk merupakan Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (syuyu'/undivided share) atas aset yang mendasarinya. Dalam praktik banyak yang menyamakan sukuk dengan obligasi, sementara menurut hemat penulis terdapat perbedaan mendasar antara ke duanya, yakni obligasi merupakan surat berharga yang bersifat utang, dan memberikan keuntungan pada pemiliknya berupa bunga yang disepakati. Di sisi lain, sukuk adalah surat berharga syariah yang merupakan bukti kepemilikan atas suatu aset berwujud, hak atas manfaat, dan jasa-jasa, yang mekanismenya tunduk pada prinsip syariah, dan menghindari keuntungan dari bunga sebagaimana halnya obligasi. Hal ini sesuai dengan tujuan diterbitkannya sukuk yakni untuk menggantikan obligasi yang bersifat utang dengan kewajibannya membayar berdasarkan bunga.<sup>10</sup>

Dalam berbagai literatur memang sukuk dipadankan dengan Islamic Bonds<sup>11</sup> atau obligasi syariah, yang maknanya tidak sama dengan pengertian obligasi. Berbeda halnya dengan obligasi konvensional yang menyatakan bahwa penerbit berhutang pada investor, maka sukuk di desain untuk mengalihkan kepemilikan atas satu atau lebih aset dasar (underlying assets). Ini merupakan fitur penting, yang menyebabkan sukuk merupakan instrumen yang dapat diperdagangkan untuk kepentingan syariah.<sup>12</sup> Salah satu karakteristik yang wajib melekat pada sukuk adalah adanya underlying assets yang mendasari penerbitannya. Keuntungan investasi berasal dari pengelolaan aset-aset tersebut sesuai akad yang digunakan. Pasal 3 POJK No : 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, Aset yang menjadi dasar Sukuk terdiri dari :

- a. aset berwujud ( a'yan maujudat);
- b. nilai manfaat atas aset berwujud (manaful a'yan) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
- c. jasa (al khadamat) yang sudah ada maupun yang akan ada;
- d. aset proyek tertentu (maujudat masyru' mu'ayyan); dan/atau
- e. kegiatan investasi yang telah ditentukan (nasyath ististmarin khashah)

Aset-aset tersebut tidak boleh bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal , dan selama periode sukuk, Emiten menjamin bahwa aset sukuk tidak bertentangan dengan prinsip

8 Ambisi negeri Jiran, *Majalah Sharing*, Edisi 68 Tahun VI Agustus 2012.

9 MohamadSafriShahul Hamid, *CIMB Islamic Plots Sterling Sukuk Breakthrough*, Euroweek 22 Juni 2012, Issue 1261, hlm.45, di download dari <http://web.ebscohost.com/ehost/delivery?sid=5e746697-d985-4027> tanggal 14 September 2012.

10 Lihat Fatwa Dewan Syariah Nasional No : 32/DSN-MUI/ 2002 Tentang Obligasi Syariah.

11 Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, *Global Sukuk and Islamic Securitization Market*, Brill, London, 2012, hlm. 57.

12 Lihat wedderburn- Day, A. Roger, *Sovereign Sukuk : Adaptation and Innovation*, Law & Contemporary Problems, Fall 2012, Vol.73 Issue 4, hlm . 325-333. Di download dari <http://web.ebscohost.com/ehost/delivery?sid=f135f349-bced-4874>.

syariah. Keberadaan underlying assets inilah yang membedakan sukuk dengan obligasi. Sukuk tidak lagi dapat disebut sebagai efek syariah apabila terjadi kondisi :

- a. tidak lagi memiliki aset yang menjadi dasar Sukuk; dan /atau
- b. terjadi perubahan jenis akad syariah, isi akad syariah, syariah, dan/atau aset yang menjadi dasar sukuk, yang menyebabkan bertentangan dengan prinsip syariah di Pasar Modal.

Dalam hal terjadi kondisi di atas, maka sukuk berubah menjadi surat utang dan Emiten wajib menyelesaikan kewajiban atas utang piutang kepada pemegang sukuk. Dari sisi Emiten, maka dana yang diperoleh dari penerbitan sukuk melalui penawaran umum sukuk wajib digunakan untuk membiayai kegiatan atau melakukan investasi yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Untuk melindungi dan mewakili kepentingan investor pemegang sukuk, Emiten penerbit Sukuk wajib menyusun perjanjian perwalianamanatan Sukuk. Berdasarkan POJK No : 18/POJK.04/2015, terhadap perjanjian perwalianamanatan sukuk ini diberlakukan ketentuan umum dan kontrak perwalianamanatan efek bersifat utang.

Sukuk sebagai instrumen investasi memberikan keuntungan bagi para investor berupa <sup>13</sup>:

- a. Memberikan penghasilan berupa imbalan atau nisbah bagi hasil yang kompetitif dibandingkan dengan instrumen keuangan lain.
- b. Pembayaran imbalan dan nilai nominal sukuk negara sampai dengan jatuh tempo dijamin oleh pemerintah.
- c. Dapat diperjualbelikan di pasar sekunder.
- d. Memungkinkan diperolehnya tambahan penghasilan berupa margin ( capital gain )
- e. Aman dan terbebas dari unsur riba (usury), gharar ( uncertainty ) dan maysir (gambling).

Di samping itu, investor akan memperoleh hasil dari pengelolaan aset sukuk. Disinilah letak perbedaan sukuk dengan obligasi. Ciri khas sukuk lainnya adalah , jika sertifikat tersebut mencerminkan kewajiban kepada pemegangnya, maka sertifikat tersebut tidak dapat diperjualbelikan di pasar sekunder sehingga menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.<sup>14</sup> Berikut ini perbedaan antara sukuk, obligasi dan saham

**Tabel 3: Perbedaan sukuk,obligasi, dan saham**

Deskripsi	sukuk	obligasi	Saham
<b>Prinsip dasar</b>	Bukan merupakan surat utang, melainkan bukti kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek	Surat pernyataan utang dari penerbit	<b>Bukti kepemilikan saham perusahaan</b>
<b>Klaim</b>	Klaim kepemilikan didasarkan pada aset/proyek yang spesifik	Emiten berkedudukan sebagai pihak peminjam	<b>Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan</b>

13 Nurul Huda & Mohamad Heykal, *Lembaga Keuangan Islam-Tinjauan Teoretis dan Praktis*, Kencana, Jakarta, 2010, hlm. 76.

14 Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, *Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal (Sukuk Musyarakah dan Sukuk Ishtisna)*, Bapepam-LK, Jakarta, 2009, hlm. 4

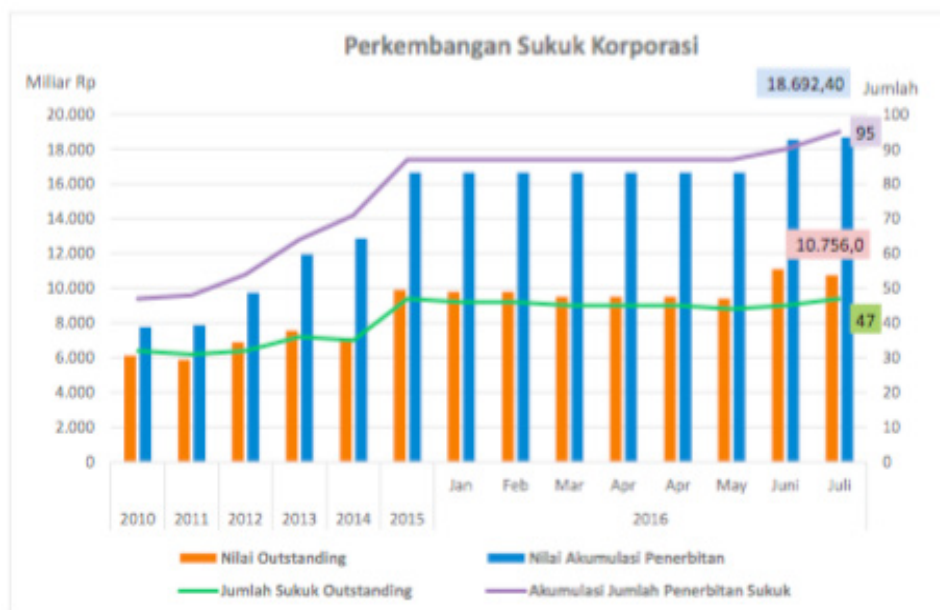
Deskripsi	sukuk	obligasi	Saham
	Harus		
<b>Penggunaan dana</b>	dipergunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	<b>Dapat digunakan untuk apa saja</b>
<b>Jenis penghasilan</b>	Imbalan, bagi hasil, marjin dan <i>capital gain</i>	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>	<b>Dividen/<i>capital gain</i></b>
<b>Underlying asset</b>	Perlu	Tidak perlu	<b>Tidak perlu</b>
<b>Syariah endorsement</b>	<b>Perlu</b>	<b>Tidak perlu</b>	<b>Tidak perlu</b>

Sumber : tim Kajian Pengembangan Produk Syariah-Bapepam-LK, 2009.

Salah satu ciri surat berharga sebagai instrumen investasi adalah dapat diperdagangkan, namun demikian sukuk berdasarkan aset atau proyek yang mendasarinya (underlying asset) dapat dikelompokkan ke dalam 2 jenis, yakni sukuk yang dapat diperdagangkan (tradable sukuk) yakni sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu, contohnya seperti sukuk ijarah, sukuk mudharabah atau sukuk musyarakah, dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan (non-tradable sukuk) yakni sukuk yang mewakili piutang dalam bentuk uang maupun barang tidak dapat diperdagangkan, contohnya sukuk salam, ishtisna dan sukuk murabahah.

### 3. Sukuk sebagai alternatif pembiayaan

Dalam kurun waktu 5 tahun terakhir, pemanfaatan sukuk sebagai alternatif pembiayaan baik melalui melalui penerbitan sukuk korporasi maupun sukuk negara (SBSN) terus meningkat. Berikut perkembangan sukuk korporasi yang diperdagangkan di pasar modal Indonesia.



Grafik 2. Perkembangan sukuk korporasi

Sumber : Direktorat Pasa Modal Syariah-OJK, Statistik Pasar Modal Syariah, Juli 2016.

jenis sukuk korporasi yang masih beredar hingga Juli 2016 terdiri dari 47 jenis sukuk



dengan total jumlah nilai nominal Rp. 10.756.000.000.000 ( 10.756 Triliun). Akad yang digunakan terdiri sukuk ijarah (30 jenis) dan mudharabah (17 jenis). Tidak ada penjelasan mengapa korporasi lebih banyak memilih sukuk ijarah, namun apabila dilihat dari akadnya, ijarah berbasis pada sewa menyewa aset, sedangkan mudharabah berbasis bagi hasil.

#### **4. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara**

Berdasarkan Pasal 1 UU No : 19 Tahun 2008 Tentang 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 rupia maupun valuta asing. Sama halnya dengan sukuk korporasi, SBSN diterbitkan dengan kewajiban negara menyediakan underlying assets yang menjadi aset SBSN, yaitu objek pembiayaan SBSN dan/atau Barang Milik Negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan.atau bangunan maupun selain tanah dan /atau bangunan, yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai dasar penerbitan SBSN. Berdasarkan Pasal 4 UU SBSN, tujuan penerbitan sukuk adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara termasuk membiayai pembangunan proyek. Sukuk negara hanya dapat digunakan untuk membiayai infrastruktur non profit, dan diperuntukkan bagi pelayanan publik dan ditujukan untuk kesejahteraan masyarakat. Syarat proyek yang dibiayai dengan sukuk negara harus merupakan proyek pemerintah pusat dan menjadi prioritas di rencana pembangaunan jangka menengah. Selain itu, proyek yang akan dibiayai harus memenuhi kriteria kesiapan dan kelayakan, yang masukannya berasal dari Bappenas.

SBSN yang diterbitkan oleh pemerintah dapat berupa :

- a. SBSN ijarah, yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad ijarah (akad sewa menyewa atas suatu aset)
- b. SBSN mudharabah; yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad mudharabah (akad kerjasama dimana salah satu pihak menyediakan modal dan pihak lain menyediakan keahlian, dimana keuntungan akan dibagi berdasarkan presentase yang disepakati sebelumnya, apabila terjadi kerugian maka akan menjadi beban dan tanggung jawab pemilik modal)
- c. SBSN musyarakah ; yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad musyarakah (akad kerjasama dalam bentuk penggabungan modal)
- d. SBSN Istisna ; yaitu SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad istishna (akad jual beli untuk pembiayaan suatu proyek dimana cara jangka waktu penyerahan barang dan harga barang ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak)
- e. SBSN berdasarkan akad lainnya sepanjang tdaik bertentangan dengan prinsip syariah;
- f. SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua tau lebih jenis akad.

### **Beberapa Isu Hukum Terkait Sukuk sebagai Instrumen Pasar Modal**

#### **1. Konsep regulasi sukuk yang bersifat integratif**

Hasil penelitian di beberapa negara menunjukkan bahwa penggunaan sukuk sebagai alternatif pembiayaan menunjukkan perkembangan yang signifikan. Indonesia pun berpotensi untuk terus mengembangkan sukuk alternatif pembiayaan pembangunan, khususnya pembangunan infrastruktur yang menyerap dana besar. Indonesia berpeluang besar untuk menyerap dana investasi dari Timur Tengah pasca krisis moneter. Pengamat ekonomi optimis bahwa Indonesia berpotensi menyerap petrodolar, apabila infrastruktur legal benar-benar siap. Kesiapan infratraktur legal ini menjadi urgen mengingat Indonesia menunjukkan potensi pertumbuhan sukuk yang cukup kuat sejak tahun 2012. Allan Redemerio, Director, Head of Infrastructure Ratings at Standard & Poor's percaya bahwa Indonesia berpotensi menjadi pusat bagi pasar sukuk dengan alasan bahwa Populasi muslim yang besar dan fakta bahwa penerbit

sukuk Indonesia cenderung lebih banyak melakukan pinjaman yang sifatnya lintas negara mengingat pasar utang lokal yang kecil.<sup>15</sup> Dengan langkah cepat untuk mempromosikan sukuk, maka akan mempercepat eksistensi sukuk sebagai instrumen pembiayaan.

Dari sisi investor, sukuk masih didominasi oleh institusi keuangan yakni perusahaan asuransi sebesar 29 %, perbankan syariah 27 %, 12 % oleh dana pensiun, 9 % dikuasai perusahaan sekuritas, 5 % oleh perusahaan asuransi syariah (Takaful), selebihnya (4%) dimiliki oleh bank konvensional, reksadana syariah, raksadana konvensional, dan dana pensiun syariah.<sup>16</sup> Berdasarkan data tersebut dapat disimpulkan bahwa investor non syariah menguasai sukuk sebesar 63 %, dan sisanya dikuasai oleh investor syariah sebesar 37 %. Ini berarti potensi untuk menjaring investor syariah masih terbuka lebar. Dari sisi minat investor terhadap sukuk sebagai alternatif investasi di Indonesia cukup menggembirakan, hal ini misalnya, dapat dilihat dari pemesanan sukuk IFR 0001 dan IFR 0002 yang oversubscribed<sup>17</sup>, yakni sebanyak 1.6 kali dengan total permintaan mencapai Rp. 8.07 triliun dari target Rp.5 triliun. Permintaan dari investor domestik mencapai Rp.7.1 triliun atau 88% dari total permintaan. Hal ini menunjukkan bahwa pasar sukuk di Indonesia sangat potensial.

Berkenaan dengan praktik penerbitan sukuk sebagai alternatif pembiayaan, pemerintah sejak tahun 2011 sudah menerbitkan SBSN untuk mempercepat pembangunan infrastruktur di tanah air. Nilai sukuk berbasis proyek tersebut mencapai Rp. 20,9 Triliun. Setidaknya pada tahun 2011 ada 2 jenis sukuk yang diterbitkan, yakni :

- a. Sukuk yang diterbitkan menggunakan proyek-proyek kementerian/ lembaga (K/L) yang sudah ada dalam APBN sebagai dasar penerbitan (project underlying).
- b. Sukuk yang diterbitkan secara khusus untuk membiayai proyek-proyek baru (project based sukuk).

Proyek yang didanai dari hasil penerbitan sukuk ini antara lain untuk pembangunan jalan tol 40%, perumahan atau rusunawa sebesar 15%, fasilitas penyeberangan dan pelabuhan 16 % dan peningkatan kapasitas bandara 5,6%. Penerbitan SBSN tersebut diharapkan dapat memperkuat posisi Indonesia di pasar internasional, mengingat penerbitan sukuk tersebut menciptakan benchmark di pasar keuangan syariah internasional dan perluasan basis investor, khususnya Islamic investors dari pasar internasional. Pada tahun 2013, beberapa proyek infrastruktur dibiayai dengan sukuk, selain satu proyek pembangunan jalur ganda kereta api Cirebon Kroya. Struktur sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah menggunakan akad ijarah asset to be leased, yang berarti penggunaan proyek sebagai underlying asset penerbitan tidak akan mengubah pelaksanaan kegiatan oleh kementerian/lembaga, termasuk dalam pelaksanaan anggaran.

Beberapa manfaat penerbitan sukuk bagi Indonesia, selain untuk mendapatkan pembiayaan pembangunan, melainkan juga bermanfaat antara lain <sup>18</sup>:

- a. Proyek-proyek infrastruktur yang menyerap biaya besar yang selama ini tidak dapat dibiayai, dapat direalisasi dengan masuknya investor asing, khususnya negara-negara timur tengah.
- b. Korporasi dapat memanfaatkan sukuk untuk melakukan ekspansi usaha, khususnya ikut berperan serta dalam pembangunan.
- c. Pasar modal dan pasar keuangan syariah akan berkembang dengan hadirnya produk-produk yang semakin variatif, mengingat keberagaman produk merupakan salah satu daya tarik investor, yang dapat meningkatkan permintaan pasar. Diharapkan

15 Lorraine Cushine, *Sukuk Growth Potential Strong in Southeast Asia*, Asiamoney Jan 2012, Vol 23 Issue 1, hlm.100, di download dari <http://web.obscohost.com/ehost/delivery?sid=5e747797-d985-4027-87> tanggal 14 September 2012.

16 Ibid.

17 *Oversubscribed* terjadi apabila jumlah permintaan melebihi jumlah sukuk yang ditawarkan pada pasar perdana.

18 Lihat pula Nurul Huda & Mohamad Heykal, *op.cit*, hlm. 266.

kehadiran sukuk dapat meningkatkan jumlah aset keuangan syariah, dan selanjutnya berdampak terhadap dinamisasi pasar modal syariah.

- d. Diversifikasi basis investor, khususnya basis investor yang menginginkan berinvestasi secara syariah, sehingga optimalisasi dana masyarakat dapat tercapai.

Mengacu pada tujuan dan manfaat penerbitan sukuk dalam menunjang pembangunan ekonomi, maka sudah selayaknya Indonesia mempersiapkan infrastruktur legal dan meminimalisasi hambatan lainnya guna meningkatkan peran sukuk sebagai alternatif pembiayaan dan investasi, khususnya di pasar global.

Salah satu kelemahan pembentukan perundang-undangan di Indonesia adalah sistem kodifikasi parsial, dimana peraturan perundang-undangan dibentuk berdasarkan kebutuhan mendesak dan dilakukan secara parsial, sehingga berpotensi menimbulkan disharmoni dan tidak sinkronnya berbagai peraturan yang terkait dengan satu objek pengaturan. Hal ini akan dirasakan sebagai suatu hambatan ketika banyak peraturan perundang-undangan yang akan terkait dalam mekanisme penerbitan sukuk. Peneliti mengidentifikasi setidaknya beberapa regulasi yang akan berkaitan erat dalam mekanisme penerbitan sukuk, khususnya sukuk negara (government sukuk), yang seharusnya diatur secara komprehensif untuk menjadi landasan hukum yang kokoh, yakni :

- a. Regulasi tentang keberadaan aset/barang milik negara sebagai aset sukuk.
- b. Regulasi terkait jenis sukuk yang dapat atau tidak dapat diperdagangkan sebagai instrumen investasi.
- c. Regulasi tentang keberadaan SPV yang menjadi media untuk mewakili kepentingan investor.
- d. Regulasi tentang mekanisme beracara dalam penyelesaian sengketa syariah
- e. Regulasi tentang kemungkinan daerah dan korporasi dalam menggunakan sukuk sebagai instrumen pembiayaan.

## 2. Perlindungan terhadap investor pemegang sukuk

Kepastian dan perlindungan hukum bagi para investor merupakan kata kunci bagi Indonesia dalam menyerap investasi guna pembiayaan, melalui penerbitan sukuk.

### a. Sukuk sebagai surat berharga bersifat penyertaan (equity instrument)

Mengacu pada beberapa definisi sukuk, antara lain berdasarkan AAOIFI, POJK dan Fatwa DSN-MUI serta kamus ekonomi syariah, maka hal terpenting dalam penerbitan sukuk adalah adanya real underlying assets yang menjadi objek dalam penerbitan sukuk, apakah itu berupa pengalihan aset untuk sementara waktu, atau peralihan kemanfaatan atas aset, atau bahkan sifatnya hanya pengelolaan. Hal ini menjadi pembeda antara sukuk atau surat berharga syariah dengan surat berharga konvensional yang bersifat utang seperti obligasi atau Surat Utang Negara misalnya. Pemegang sukuk tidak sama kedudukannya dengan pemegang obligasi. Pemegang obligasi (bond) merupakan kreditor yang memiliki piutang pada penerbit, dan berhak atas pengembalian utang beserta bunganya pada saat jatuh tempo. Pemegang sukuk bukanlah kreditor yang meminjamkan dana, melainkan membeli surat berharga syariah yang memberikan kepadanya hak kepemilikan atas barang, manfaat atau jasa untuk sementara waktu. Berkenaan dengan SBSN, maka aset negara yang menjadi underlying asset berdasarkan rezim hukum kekayaan negara tidak diperkenankan untuk dialihkan, atau dijaminkan. Disini, kepastian hukum bagi para investor dipertaruhkan. Persepsi investor yang masih berpikir tentang keuntungan pasti sebagaimana ditawarkan dalam investasi pada obligasi konvensional menyebabkan pengembangan sukuk semakin sulit, akibat mispersepsi tentang sukuk. Benturan antara tuntutan untuk patuh pada prinsip syariah (sharia compliance) dengan hukum positif yang berlaku menjadi salah satu penyebab lambatnya pertumbuhan sukuk di Indonesia. Harmonisasi regulasi terkait

penerbitan sukuk ini pun seyogyanya dilakukan dengan potensi daerah untuk menerbitkan sukuk sebagai alternatif pembiayaan infrastruktur.

### **b. Kebijakan yang bersifat Top Down**

Salah satu isu hukum yang strategis berkaitan dengan optimalisasi sukuk sebagai surat berharga pasar modal adalah dorongan dari pemerintah untuk meningkatkan pangsa pasar sukuk melalui kebijakan top down. Saat ini, potensi market sukuk lebih banyak menjadi portofolio reksadana syariah, padahal sukuk dapat digunakan untuk membantu pembiayaan pembangunan proyek infrastruktur . untuk itu diperlukan campur tangan pemerintah agar instrumen tersebut digunakan secara maksimal. Sebagai contoh adalah potensi BUMN untuk pembeli sukuk terbesar, namun BUMN lebih memilih obligasi konvensional. Oleh karena itu dibutuhkan kebijakan pemerintah yang mendorong BUMN membeli sukuk. Kebijakan top down ini akan sangat berperan untuk mendorong pertumbuhan sukuk di Indonesia.

### **c. Pengembangan jenis sukuk**

Keberagaman jenis dan akad sukuk akan menjadi salah satu faktor pendorong pertumbuhan sukuk di Indonesia. Berdasarkan hasil penelitian sebelumnya, akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk korporasi dan sukuk negara kebanyakan akad ijarah dan mudharabah. Pemerintah terus melakukan kajian untuk menerbitkan jenis sukuk dengan akad lain agar dapat memperluas pangsa pasar. Selain itu, pemerintah telah menerbitkan sukuk tabungan yang diharapkan dapat menysasar investor ritel, dan yang terakhir Bank Indonesia bekerja sama dengan Kementerian Keuangan, Badan Wakaf Indonesia (BWI), dan perwakilan BUMN, telah meluncurkan model sukuk linked wakaf yang merupakan inovasi untuk mengoptimalkan pemanfaatan aset wakaf dengan sukuk. Diharapkan dengan memanfaatkan aset wakaf , Indonesia tidak perlu meminjam uang ke negara lain, karena dapat memakai dana sukuk wakaf untuk pembangunan infrastruktur.<sup>19</sup>

Praktik penerbitan sukuk, khususnya untuk pembiayaan infrastruktur di Indonesia belum sebaik di Malaysia dan Uni Emirat Arab. Sebagaimana layaknya ciri atau sifat investasi, maka uang akan mengalir ke tempat dimana para investor akan memperoleh return yang optimal. Namun demikian, return yang optimal tersebut memerlukan syarat yang lain, yakni :

- a. Kepastian Hukum bahwa investasi mereka dilindungi oleh regulasi yang ada di Indonesia dengan memperhatikan standar Investasi. Berkenaan dengan investasi pembiayaan proyek melalui penerbitan sukuk negara, maka salah satu tuntutan investor adalah return tersebut akan diperoleh oleh para investor yang telah berinvestasi di Indonesia. Salah satu harapan investor adalah investasi yang wajar, efisien dan teratur, dalam artian biaya investasi yang transparan dan akuntabel, dan dilandasi aturan yang jelas dan tidak bias. Berkenaan dengan kepastian hukum ini Indonesia sudah memiliki UU SBSN, Peraturan OJK dan Fatwa DSN sebagai landasan hukum penerbitan sukuk, baik oleh korporasi maupun negara. Kepastian hukum juga diperlukan bagi setiap akad yang ditawarkan, khususnya bagi sukuk dengan akad ijarah, maka kepastian pengalihan aset memerlukan kejelasan. Kepastian hukum meliputi juga mekanisme penyelesaian sengketa yang tepat waktu dan konsisten. Penentuan lembaga penyelesaian dan proses penyelesaian sengketa menjadi urgen, agar para investor tidak kehilangan momentum bisnis. Khusus untuk sukuk negara, minat investasi di bidang pembiayaan infrastruktur adalah justru dengan diakomodasikannya kerjasama pemerintah swasta dalam pembangunan infrastruktur (public private partnership).

---

19 Sri Sugiarti, *Sukuk Wakaf Bisa Tingkatkan Market Share Keuangan Syariah*, <http://akucintakeuangansyariah.com/24250/sukuk-wakaf-bisa-tingkatkan-market-share-keuangan-syariah/>

- b. Jaminan bahwa investasi yang telah ditanamkan jelas pengelolaannya, sehingga investasi ini tidak berakhir pada kondisi default, yang akan mengakibatkan kerugian investasi. Penggunaan akad yang tepat untuk setiap sukuk memerlukan landasan hukum yang tepat, agar kedudukan investor menjadi jelas. Pada prinsipnya kedudukan investor pemegang sukuk adalah pemegang surat berharga yang perikatan dasarnya adalah bukti penyertaan atas kepemilikan aset. Perbedaan akad yang digunakan hanya akan mempengaruhi keuntungan/hasil bagi investor. Dalam penerbitan sukuk negara untuk pembangunan infrastruktur misalnya, keberadaan perusahaan penjamin infrastruktur menjadi penting untuk mengantisipasi kegagalan penyerahan atau pembayaran hasil investasi. Indonesia telah memiliki PT Penjamin Infrastruktur Indonesia (PT PII), namun masih memerlukan pembenahan regulasi khususnya yang terkait dengan dana penjaminan yang bersifat full commitment atau dengan komitmen penuh. Regulasi yang ada saat ini masih bersifat penjaminan terbatas. Oleh karena itu PT PII dituntut untuk menggalang dana penjaminan dan memisahkan dana itu semata mata untuk menjamin para investor yang beriktikad baik dan sungguh-sungguh.

## **Kesimpulan dan Saran**

### **1. Kesimpulan**

Berdasarkan uraian diatas, dapat disimpulkan beberapa hal, yaitu :

- a. Surat berharga Syariah (sukuk) merupakan instrumen pasar modal yang berpotensi untuk dikembangkan baik sebagai alternatif investasi maupun pembiayaan, khususnya untuk membiayai pembangunan infrastruktur untuk pelayanan publik melalui penerbitan sukuk negara. Sukuk sebagai surat berharga syariah memberikan hak yang tidak terbagi kepada pemegangnya atas aset yang digunakan sebagai underlying assets, sehingga mendudukan sukuk sebagai instrumen penyertaan (equity instrument) bukan instrumen utang (debt instrument) seperti obligasi.
- b. Perkembangan sukuk semakin meningkat dari tahun ke tahun, namun pangsa pasar sukuk masih belum signifikan. Beberapa isu strategis dalam pengembangan sukuk sebagai instrumen pasar modal adalah kesiapan regulasi sukuk yang terkendala oleh beberapa hal yaitu ; regulasi yang masih bersifat parsial dan tersebar dalam berbagai aturan, dan tidak terintegrasi. Selain itu kebijakan pemerintah yang belum optimal untuk mendorong perkembangan sukuk (kebijakan top down)
- c. Pengembangan sukuk dilakukan dengan beberapa cara yaitu melalui pengembangan akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk, dan pengembangan jenis sukuk, antara lain project based sukuk, sukuk tabungan dan sukuk wakaf untuk menciptakan keberagaman instrumen investasi.

### **2. Saran**

- a. Perlu kebijakan yang sifatnya top down untuk mendorong BUMN berinvestasi pada sukuk, karena potensi BUMN yang sangat besar.
- b. Perlu pembaruan hukum perikatan dan hukum benda yang dapat mengakomodasikan hukum perikatan dan hukum benda Islam sebagai bagian dari hukum ekonomi Islam.

## **DAFTAR PUSTAKA**

Ahmad Subagyo, Kamus Istilah Ekonomi Islam-Istilah-istilah Populer dalam Perbankan, Bursa Saham, Multifinance, dan Asuransi Syariah, Elek Media Komputindo, Jakarta, 2009

BAPPENAS, Masterplan Aksitektur Keuangan Syariah Indonesia, 2015

Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan, Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019, OJK, Jakarta, 2015



- Fatwa Dewan Syariah Nasional No : 32/DSN-MUI/ 2002 Tentang Obligasi Syariah
- Lastuti Abubakar, Implikasi Aktivitas Ekonomi Syariah Terhadap Perkembangan Hukum Ekonomi di Indonesia, Jurnal Legal Review Volume I Nomor 2 Desember Tahun 2010
- Lorraine Cushine, Sukuk Growth Potential Strong in Southeast Asia, Asiamoney Jan 2012, Vol 23 Issue 1, hlm.100, di download dari <http://web.ebscohost.com/ehost/delivery?sid=5e747797-d985-4027-87> tanggal 14 September 2012.
- Majalah Sharing, Edisi 68 Tahun VI Agustus 2012
- Mohamad Safri Shahul Hamid, CIMB Islamic Plots Sterling Sukuk Breakthrough, Euroweek 22 Juni 2012, Issue 1261, hlm.45, di download dari <http://web.ebscohost.com/ehost/delivery?sid=5e746697-d985-4027> tanggal 14 September 2012
- Muhammad al-Bashir Muhammad al-Amine, Global Sukuk and Islamic Securitization Market, Brill, London, 2012
- Nurul Huda & Mohamad Heykal, Lembaga Keuangan Islam-Tinjauan Teoretis dan Praktis, Kencana, Jakarta, 2010, hlm. 76
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No : 18/POJK.04/2015 Tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk
- Rodney Wilson, Overview of The Sukuk Market, Euro Money Books, Nestor House-Playhouse Yard, London, UK, 2004
- Sri Sugiarti, Sukuk Wakaf Bisa Tingkatkan Market Share Keuangan Syariah, <http://akucintakeuangansyariah.com/24250/sukuk-wakaf-bisa-tingkatkan-market-share-keuangan-syariah/>
- Thomas A Myers, From Enron to Subprime Mortgage to Greece : How Islamic Finance Principles Might Have Avoided the Recent Financial Crises, Durham Islamic Summer School, 2012.
- The Accounting and Auditing Organization of Islamic Financial Institution (AAOIFI) Shariah Standard No : 17
- Tim Kajian Pengembangan Produk Syariah, Pengembangan Produk Syariah di Pasar Modal (Sukuk Musyarakah dan Sukuk Ishtisna), Bapepam-LK, Jakarta, 2009
- Undang-Undang No : 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
- Wedderburn- Day, A. Roger, Sovereign Sukuk : Adaptation and Innovation, Law & Contemporary Problems, Fall 2012, Vol.73 Issue 4, hlm . 325-333. Di download dari <http://web.ebscohost.com/ehost/delivery?sid=f135f349-bced-4874>