

BAB IV

SUKUK (OBLIGASI SYARIAH)

Sistem keuangan yang memenuhi ketentuan *shariah* dengan produk-produk investasinya, kini telah menjelma menjadi satu *mainstream* dalam perekonomian islam, terus meningkat, terintegrasi dengan pasar keuangan dunia. Pada dekade tahun 1970 hingga 1990, sistem keuangan islam hanya terbatas pada wilayah Timur Tengah dan sebagian Asia Tenggara, saat ini sistem keuangan islam terus tumbuh menyebar di Asia, sebagian Eropa bahkan Amerika Serikat. Beberapa negara islam, memberikan perhatian demi menopang peningkatan harga komoditas dan tingkat investasi langsung luar negeri yang tinggi sebagai sebuah peluang bagi terus tumbuhnya sistem keuangan islam.

Salah satu pengembangan produk keuangan islam paling fenomenal yang ada saat ini adalah penerbit *sukuk* (obligasi *shariah*), yang dapat disamakan dengan produk obligasi dalam keuangan konvensional. Pada awalnya *sukuk* dimaksudkan untuk pengembangan *asset-asset* didalam masyarakat muslim dan mendorong perkembangan lembaga keuangan islam yang lebih besar. Pada perkembangan terakhir, *sukuk* telah pula dimanfaatkan oleh beberapa negara Eropa, seperti yang dilakukan oleh Pemerintah Jerman dan paling akhir yaitu penerbitan *sukuk* oleh perusahaan minyak dan gas Amerika Serikat (Khaled dan Richardson; 2007).

Karakter dari instrument *sukuk* memungkinkan untuk dimanfaatkan oleh perusahaan atau pemerintahan diluar negara islam dalam meningkatkan liquiditas

pendanaan mereka dari modal masyarakat muslim, khususnya modal dari kawasan Timur Tengah. Selain itu, *sukuk* juga menyediakan modal bagi proyek-proyek infrastruktur korporasi dan pemerintah, mengingat *sukuk* merupakan instrumen investasi dengan basis *asset* (*asset backed*).

A. Pengertian *Sukuk* (obligasi *shariah*)

Sukuk dalam terminologi bahasa Arab merupakan bentuk jamak dari kata *sakk* yang diartikan sebagai sertifikat pembayaran yang pada masa awal islam dipergunakan oleh para pedagang sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban *financial* (keuangan) yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya (Ayub; 2005). Sedangkan Nathif J. Adam mengatakan, *sakk* oleh sejumlah penulis Barat yang memiliki *concern* terhadap sejarah islam dan bangsa Arab dianggap merupakan akar kata “*cheque*” (dalam bahasa latin), yang saat ini lazim digunakan dalam dunia perbankan sebagai alat pembayaran atau transfer (Irfan Sauki Beik; 2006).

The Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institutions (AAOIFI) dalam aturan standar *shariah* no.17 tahun 2002, mendefinisikan *sukuk* sebagai:

“Investment *sukuk* are certificates of equal value representing, after closing subscription, receipt of the value of the certificates and putting it to use asplanned, common title to shares and rights in tangible *assets*, usufructs andservices, or equity of a given project or equity of a special investment activity”(AAOIFI, *Shariah Standard No.17, 2002*)

Sebuah sertifikat yang merepresentasikan nilai keikutsertaan sebagian kepemilikan atas harta berwujud dengan pembagian hasil yang didapat dari jasa atau proyek yang melibatkan *assets* atau aktivitas investasi tertentu.

Saiful Azhar Rosly dan Mahmoud M.Sanusi mengartikan *sukuk* sebagai sertifikat hutang yang melibatkan *assets* (barang) dalam keuangan islam (*Islamic debt certificate/shahdah al-Dayn*) (Rosly dan Sanusi, 1999). Zamir Iqbal dan Hiroshi Tsubota mengartikan *sukuk* sebagai bentuk keikutsertaan dalam kepemilikan *asset* (barang) yang ditandai dengan bukti berupa sertifikat keikutsertaan (Iqbal dan Tsubota, 2005). Ali Arsan Tariq mengartikan *sukuk* sebagai bukti (sertifikat) keikutan atas investasi *asset* yang memiliki pendapatan stabil, dapat diperdagangkan dan sesuai dengan ketentuan *shariah* (Tariq, 2004). Sedangkan dalam peraturan Bursa Efek Surabaya nomor:1.F.4 tahun 2007 tentang pencatatan *sukuk* korporasi, pada bagian pertama point 4 (empat) memberikan definisi *sukuk* sebagai efek *shariah* yang berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili sebagian penyertaan atas kepemilikan *asset* berwujud tertentu, nilai jasa atas *asset* proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu dan kepemilikan atas *asset* tertentu atau investasi tertentu.

Sukuk pada awalnya hanya digunakan dalam akad hutang piutang atas barang-barang dalam dunia perdagangan. Dimana pedagang yang membawa (meminjam) barang dagangan dari pedagang lainnya akan membuat surat bukti atas kepinjamannya. Pada perkembangannya, bentuk *sukuk* yang ada saat ini berbeda dengan *sukuk* pada awalnya masa islam. Saat ini *sukuk* telah

menjadi sebuah bentuk instrumen yang dikembangkan mengikuti kebutuhan investasi bagi masyarakat muslim yang lebih modern. *Sukuk* tidak lagi hanya sekedar dokumen hutang piutang dalam dunia perdagangan sebagaimana dahulu awal pemanfaatannya, namun sudah menjadi instrumen investasi dalam keuangan islam yang menyerupai *obligasi* didalam keuangan konvensional.

Didalam pengembangan sistem keuangan islam yang ada saat ini, pasar *sukuk* masih berada pada tahap awal pengembangannya. Adanya ketentuan *shariah* islam terdapat larangan pembebanan dan pembayaran bunga (*interest*) yang dianggap bagian dari *riba* menjadi salah satu alasan pengembangan *sukuk* mendapat respon positif dari masyarakat muslim yang memiliki komitmen tinggi terhadap penerapan *shariah* islam dalam tataran sistem ekonomi.

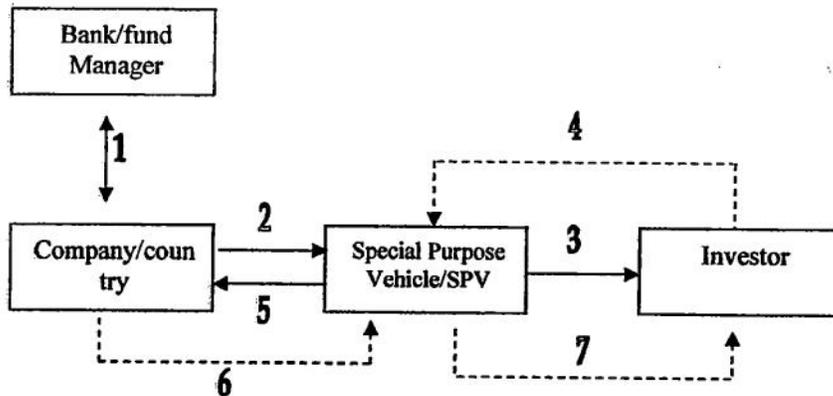
Selain respon positif dari masyarakat muslim, *sukuk* juga mendapat respon positif dari masyarakat non muslim. Hal ini dapat dilihat dari semakin banyaknya *corporate* (perusahaan) yang bukan dimiliki oleh masyarakat muslim memanfaatkan *sukuk* sebagai alternatif investasi mereka. Sebagai sebuah instrumen investasi modal, selain pemanfaatan oleh *corporate* (perusahaan), *sukuk* juga dapat dimanfaatkan oleh pemerintah sebagai upaya peningkatan pendanaan. Namun pemanfaatan *sukuk* oleh pemerintah lebih banyak dimanfaatkan dalam rangka meningkatkan pendanaan pembangunan, khususnya pembangunan infrastruktur. Hal ini berkaitan dengan sifat instrumen *sukuk* yang berbasis *asset* (*underlying asset*).

Beberapa negara yang telah memanfaatkan *sukuk* sebagai instrumen keuangan pemerintah diantaranya Malaysia, Pakistan, Bahrain, Qatar dan beberapa negara dikawasan Timur Tengah lainnya. Selain dimanfaatkan oleh negara-negara Timur Tengah dan Asia, Jerman menjadi negara pertama di Eropa yang memanfaatkan *sukuk* sebagai instrumen keuangan bagi pemerintah dengan menerbitkan *Ijarah sukuk Saxony-Anhalt*.

Secara konsep *sukuk* berbeda dengan *bond* (obligasi), *share* (saham) dan *derivative* dalam keuangan konvensional, namun memiliki kesamaan dengan *securitization* (surat-surat berharga) konvensional, yaitu suatu proses kepemilikan yang ditransfer kepada *investor* dengan menggunakan surat berharga yang kenal dengan nama *Sanadat*, sertifikat, *sukuk* atau bentuk instrumen lainnya yang menggambarkan (mewakili) nilai *asset* yang dimiliki. Namun keduanya tetap memiliki perbedaan satu sama lain. *Securitization* (surat-surat berharga) biasanya dikaitkan dengan pengubahan berbagai bentuk pinjaman kedalam bentuk surat berharga dengan membentuk kumpulan-kumpulan hutang dan kemudian menjual *share* (saham) kepemilikan didalam kumpulan itu sendiri. Sedangkan *sukuk* merupakan bentuk sertifikat yang menggambarkan nilai kepemilikan yang berbentuk harta, mendatangkan hasil dan jasa (Adam, 2006). Selain itu secara umum *sukuk* merupakan instrumen yang didasarkan atas objek barang (*asset backed*), dapat diperdagangkan, stabil dan dapat dipertukarkan.

Secara ringkas anatomi (struktur) *sukuk* dapat digambarkan dalam bentuk bagan, sebagai berikut :

Gambar 4.A.19:
Skema Struktur *Sukuk*



Sumber; Ubaidullah, 1998

Keterangan:

1. Perusahaan meminta pendapat pada bank/fund Investasi mengenai surat-surat berharga, pengidentifikasian dan pengumpulan *asset*.
2. Perusahaan/Pemerintah membuat SPV yang terpisah, untuk penempatan dan pengelolaan *asset*.
3. SPV mengeluarkan sertifikat untuk *asset* atau proyek infrastruktur kepada investor
4. SPV memobilisasi dana dari investor dari pengeluaran *sukuk*
5. SPV kemudian menyalurkan kembali *asset*/proyek yang dibiayai kepada perusahaan atau pemerintah.
6. Perusahaan/pemerintah membayar harga *asset* atau membagi laba (*profit sharing*) dari proyek kepada SPV.

7. SPV menyalurkan pembayaran dari harga *asset* atau menerima pembagian laba (profit sharing) dari proyek kepada investor setelah dikurangi *fee* sebagai pengelola (*mudharib*)

B. Legalitas Pemanfaatan *Sukuk*

Fiqh *Academy of the Organization of the Islamic Conference* (OIC) sebagai salah satu lembaga yang berwenang untuk memberikan penilaian tentang *keshariahan* suatu produk keuangan islam, ketika menjawab pertanyaan delegasi dari Jordan, Malaysia dan Pakistan pada sidang tahunan ke-4 (empat) di Jeddah pada bulan Februari 1988, mengatakan bahwa *shariah* islam membolehkan adanya pendokumentasian kontrak, sebagaimana tercantum didalam al-Quran:

يَتَأْتِيهَا الَّذِينَ ءَامَنُوا إِذَا تَدَايَنْتُمْ بِدَيْنٍ إِلَىٰ أَجَلٍ مُّسَمًّى فَاكْتُبُوهُ وَلْيَكْتُب بَيْنَكُمْ

كَاتِبٌ بِالْعَدْلِ ؕ وَلَا يَأْب كَاتِبٌ أَنْ يَكْتُبَ كَمَا عَلَّمَهُ اللَّهُ ؕ فَلْيَكْتُبْ وَلْيَمْلِكِ

الَّذِي عَلَيْهِ الْحَقُّ وَلْيَتَّقِ اللَّهَ رَبَّهُ وَلَا يَبْخَسْ مِنْهُ شَيْئًا.....

Hai orang-orang yang beriman, apabila kamu bermu'amalah, tidak secara tunai untuk waktu yang ditentukan, hendaklah kamu memuliskannya. dan hendaklah seorang penulis di antara kamu memuliskannya dengan benar, dan janganlah penulis enggan memuliskannya sebagaimana Allah mengajarkannya, meka hendaklah ia menulis, dan hendaklah orang yang berhutang itu mengimlakkan (apa yang akan ditulis itu), dan hendaklah ia bertakwa kepada Allah Tuhannya, dan janganlah ia mengurangi sedikitpun daripada hutangnya,... ". (QS, Al-Baqarah; 208)

Dalam ayat diatas dijelaskan, bahwa suatu transaksi yang tidak dilakukan secara tunai (*cash*) haruslah diwakili oleh suatu bentuk dokumentasi sebagai bukti transaksi yang menggambarkan adanya hak dan kewajiban antara kedua belah pihak yang bertransaksi. Lebih lanjut dijelaskan, ada dua hal penting yang perlu diperhatikan dalam penerbitan *sukuk* (obligasi *shariah*), sebagaimana yang tercantum dalam keputusan nomor: 5 tahun 1988 *the Fiqh Academy OIC* (Wilson; 2005):

- a. Seluruh *asset* diwakili atau digambarkan oleh sertifikat atau obligasi.
- b. Obligasi atau sertifikat dapat diperjual belikan dalam suatu harga pasar dengan ketentuan komposisi dari *asset* diwakili oleh satu bentuk surat berharga, yang terdiri dari sebagian besar *asset* fisik dan hak keuangan, hanya sedikit menggunakan uang tunai dan hutang pribadi

Selain penjelasan dari *fiqh Academy OIC*, lembaga yang juga menjadi acuan standarisasi ke-*shariah*-an suatu instrumen keuangan adalah *Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institutions* (AAOIFI). Dalam standar *shariah* nomor: 17 yang dikeluarkan AAOIFI, tentang investasi *sukuk*, dijelaskan beberapa ketentuan pokok dari penerbitan *sukuk*:

- a. *Sukuk* haruslah didukung dengan *asset riil* dan *asset* tersebut haruslah memenuhi ketentuan *shariah* baik bentuk, perolehan dan pemanfaatannya.
- b. Pendapatan yang timbul haruslah merupakan hasil dari aktivitas usaha, dimana pembiayaan yang menggunakan *sukuk* telah dilakukan dan bukan merupakan bentuk bunga.

- c. Harus adanya transparansi dari proses kegiatan dalam bentuk hak dan kewajiban dari seluruh yang terlibat dalam perikatan *sukuk*.

Selain kedua lembaga tersebut, penilaian *keshariahan* suatu produk keuangan islam dapat saja dilakukan oleh lembaga-lembaga yang berwenang memberikan penilaian tentang *ke-shariah-an* pada suatu negara (*shariah advisor*). Di Indonesia DSN-MUI sebagai lembaga legalisator bagi penerbitan produk-produk keuangan *shariah* telah mengeluarkan beberapa fatwa berkaitan dengan pemanfaatan obligasi *shariah* (*sukuk*):

- a. Fatwa DSN MUI nomor: 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi *shariah*.
- b. Fatwa DSN-MUI nomor: 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi *shariah mudharabah*
- c. Fatwa DSN-MUI nomor: 41/DSN-MUI/III/2004 tentang obligasi *shariah ijarah*
- d. Fatwa DSN-MUI nomor: 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang pasar modal dan pedoman umum penerapan prinsip *shariah* di bidang pasar modal.

Sedangkan pengeluaran obligasi *shariah* (*sukuk*) pertama kali diterbitkan pada akhir tahun 2002. *sukuk* pertama yang diterbitkan adalah *mudharabah*, sedangkan untuk *sukuk ijarah* baru diterbitkan pada akhir tahun 2004 setelah keluarnya Fatwa DSN-MUI tentang obligasi *ijarah*. Selain fatwa DSN-MUI, beberapa aturan pendukung pemanfaatan *sukuk* telah pula ada, khususnya aturan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan Bursa Efek Jakarta (BEJ) sebagai otoritas pasar modal di Indonesia..

Seperti halnya produk-produk keuangan islam lainnya, *sukuk* haruslah mengikuti prinsip-prinsip utama *shariah* dalam investasi keuangan islam, yaitu (El-Gamal, 2000):

- a. Terbebas dari unsur *riba* (*prohibition of riba*)
- b. Terbebas dari unsur *gharar* dan *Maysir* (*prohibition of gharar and Maysir*)
- c. Terbebas dari unsur *Tadlis* (*prohibition of collusion*)
- d. Bentuk Investasi bukanlah hal yang diharamkan oleh *shariah* (*obeying of the law*)

Beberapa perdebatan yang masih terus terjadi dikalangan ulama, terjadi khususnya berkaitan dengan perdagangan *sukuk* pada pasar sekunder. Perdagangan *sukuk* dipasar sekunder mengemuka kepentingannya karena tujuan likuiditas. Pada dasarnya hampir seluruh *sukuk* dibeli untuk investasi jangka panjang, sampai dengan jatuh tempo (*maturity*). Perdagangan tetap bisa terjadi, tetapi hanya pada saat jatuh tempo dengan harga *par* (nominalnya). Kalaupun terjadi jual beli tidak pada saat jatuh tempo, maka kontrak yang dilakukan adalah *bay al-dayn*.

Bay al-dayn didefinisikan sebagai “*the sale of a payable right that normally raises from a transaction, service, loan to the debtor himself, or to any third party*” (Rosly dan Mustopha, 1999). Jumhur ulama memfatwakan transaksi ini haram dengan merujuk pada hadist yang diriwayatkan oleh Daruqutni “*Ibnu Umar berkata: Rasulullah saw melarang penjualan hutang dengan hutang yang jumlah pembayarannya berbeda pada waktu yang lain*”, karena jual beli hutang dipandang sebagai transaksi ribawi. pendapat ini

menjadi pendapat yang jamak diterima dikalangan ulama, karenanya peluang untuk pasar sekunder *sukuk* menjadi sangat kecil, tetapi terdapat pasar sekunder *Islamic bond* di Malaysia. Penerbitan *bond* sebagai *Islamic debt certificates (shadah al-dayin)* melalui sekuritisasi *asset* berdasarkan prinsip *murabaha bi thaman ajil*, karena obyek penjualan dalam hukum islam adalah komoditi yang mempunyai nilai tertentu. Karenanya, sekuritisasi dilakukan untuk membuat surat hutang ini sebagai klaim atas *asset* yang dijamin.

Kemudian surat obligasi ini dikeluarkan melalui initial *public offering* melalui mekanisme *bidding process (bay al muzayadah)* dengan diskon. Proses ini berbeda dengan *muqarada bond* yang tanpaknya tidak bermasalah karena tidak ada pasar sekundernya. *Islamic bond* di Malaysia mengundang kontroversi besar, karena pendapatan yang diperoleh dari jual beli hutang adalah riba, karena hutang tetaplah hutang, meskipun ditunjang dengan *underlying asset*. Demikian pendapat sebagai besar ulama. Sami Hasan Houmoud dari IDB mengatakan untuk kasus Malaysia “*It’s obvious that what was practiced under the name of Islamic bond were not Islamic*” (Iggi H. Achien, 2000).

C. Struktur Investasi *Sukuk*

Secara umum, *sukuk* merupakan investasi yang didasar atas *asset (asset backed)* dengan *return* yang stabil, dapat diperjual belikan dan sesuai dengan ketentuan *shariah*. Hal inilah yang membedakan *sukuk* dengan instrumen investasi obligasi konvensional. Seperti halnya obligasi, *sukuk* dapat digunakan oleh pemerintah, otoritas moneter, bank dan institusi keuangan dan perusahaan yang ingin memobilisasi sumber pendanaan bagi

peningkatan kinerja mereka. Untuk itu indentifikasi *asset* menjadi langkah awal dan menjadi hal yang penting dilakukan dalam penerbitan *sukuk*. Ketentuan *shariah* terhadap mobilisasi *asset*, tidak hanya tertumpu pada pola pembiayaan (seperti transaksi *murabahah*, *salam* dan *istisna'*), namun juga dalam bentuk *equity* (*musyarakah* dan *mudharabah*) dan juga *lease* (*sewa/ijarah*).

1. Tipe Investasi *Sukuk*

Sukuk dapat saja dibuat dalam berbagai bentuk akad, disesuaikan dengan kebutuhan yang menyangkut bentuk transaksinya. Pembentukan jenis *sukuk* dapat juga melalui penggolongan *asset* dalam klasifikasi tertentu. Hal ini mengingat, bahwa keberadaan *asset* menjadi satu syarat untuk menerbitkan *sukuk* sesuai dengan kondisi dan kebutuhan pengeluarannya.

Pada bulan November 2002, *The Accounting and Auditing Organization for Islamic Finance Institution* (AAOIFI) mengeluarkan draf standar *shariah* no. 18 tentang investasi *sukuk*. Ada 14 bentuk akad investasi *sukuk* yang dikeluarkan oleh AAOIFI, melingkupi (Tariq, 2004):

a. Sertifikat Kepemilikan Dalam *Asset* Sewa (*certificate of ownership on the lease asset*).

Sertifikat-sertifikat yang memiliki nilai sama dan dikeluarkan oleh salah satu pemilik *asset* yang disewakan, atau *asset* yang disewakan dengan perjanjian, atau dengan melalui manajer keuangannya, bertujuan untuk menjual *asset* kepada pelanggan. Dalam kasus ini pemegang sertifikat merupakan pemilik *asset*.

- b. Sertifikat Kepemilikan Dalam Memetik Hasil (*certificate of ownership in usufruct*).

Sertifikat-sertifikat dengan nilai yang sama yang dikeluarkan oleh pemilik dari suatu asset atau untuk keperluan penyewaan asset, dimana pihak yang Penyewa memberikan harga sewa dan pendapatan dari pendapatan pelanggan. Untuk kasus *asset* produktif yang eksis dimasa datang, harga sewa dibebaskan dari pendapatan yang diterima atas pendapatan pelanggan (penyewa). Dalam kasus ini pemegang sertifikat adalah pemilik *asset*. ada 2 (dua) bentuk sertifikat dalam bentuk ini:

- 1) Sertifikat kepemilikan atas *asset* mendatangkan hasil yang nyata (*certificates of ownership of usufruct of existing asset*)
 - 2) Sertifikat kepemilikan atas *asset* yang mendatangkan hasil dimasa yang akan datang atas pesanan (*certificates of ownership of usufructs to be made available in the future as per description*).
- c. Sertifikat Kepemilikan Atas Jasa Suplayer Khusus atau Jasa Pesanan (*certificate of ownership of services of specified supplier or of services to be made available in the future*).

Sertifikat dengan nilai sama yang dikeluarkan untuk keperluan penyediaan jasa penjualan atau jasa-jasa khusus yang menghasilkan nilai dalam bentuk pendapatan pengguna jasa, dimana pemegang sertifikat merupakan penyedia jasa.

- d. Sertifikat Dalam Kontrak *Salam, Istisna'* dan *Murabahah* (*certificate salam, istisna' and murabaha contract*).

Sertifikat ini adalah sertifikat yang menampilkan nilai sama atas kontrak salam, istisna' dan murabahah. Pemegang sertifikat merupakan pemilik asset dari salam, istisna' dan murabahah.

- e. Sertifikat Penyertaan Dalam Proyek (*participation certificates*)

Sertifikat ini merupakan sertifikat dengan nilai sama yang merepresentasikan nilai share (penyertaan) atas suatu proyek. Biasanya bentuk kontrak sertifikat ini adalah mudharabah dan musyarakah. Pemegang sertifikat merupakan pemegang andil dari proyek atau pemilik proyek.

- f. Sertifikat konsesi dan Perkebunan (*agricultural oriented and concession certificates*)

Sertifikat ini adalah sertifikat atas usaha pertanian dan pertambangan. Sertifikat ini menampilkan nilai sama untuk keperluan mobilisasi dana dalam kaitan usaha pertanian seperti kegiatan irigasi dan penawaran konsesi pertambangan. Dalam hal ini pemegang sertifikat berhak atas hak-hak yang didasarkan atas asosiasi konsesi.

Shariq Nisar mengelompok jenis-jenis *sukuk* dengan pendekatan pemanfaatannya sebagai berikut (Nisar, 2006):

- a. *Sukuk* Untuk Proyek Khusus

Dalam katagori ini, uang yang diperoleh dari pengeluaran *sukuk* dimanfaatkan untuk proyek yang bersifat spesifik. Contoh, *sukuk*

yang dikeluarkan oleh pemerintah Qatar pada tahun 2003 yang diperuntukan untuk *Hamad Medical City* (HMC) yang berada di Doha Qatar. Dalam kasus usaha patungan ini, SPV Qatar Global *Sukuk* (QSC) dibentuk karena keterbatasan dana. SPV mendapatkan penyerahan *asset* berupa tanah atas nama HMC. Penyertaan *asset* tanah ini dalam bentuk kepercayaan dan kemudian dikeluarkan *ijarah trust certificate* (TCs) dengan nilai 700 juta USD dan memiliki masa waktu jatuh tempo (*maturity*) hingga 2010.

b. *Sukuk* Untuk *Asset* Spesifik

Dalam bentuk pemanfaatan ini, suatu bentuk pemobilisasian dengan cara menjual hak keuntungan dari *asset* yang dilibatkan kepada investor. Contoh, pengeluaran *sukuk ijarah* oleh pemerintah Malaysia dengan nilai 600 juta USD pada tahun 2002. dalam bentuk ini, hak keuntungan terhadap penyertaan *asset* berupa tanah dijual oleh pemerintah Malaysia kepada SPV, yang kemudian menjualnya kembali kepada investor dengan masa jatuh tempo 5 tahun. Contoh lainnya adalah pengeluaran *sukuk ijarah* oleh pemerintah Bahrain dengan nilai 250 juta USD untuk membangun bandara.

c. *Sukuk* Untuk Neraca Spesifik

Bentuk pemanfaatan ini dapat dilihat dari pengeluaran *sukuk* oleh *Islamic Development Bank* (IDB) tahun 2003. IDB memobilisasi dana ini untuk membiayai beberapa proyek di negara-negara anggota. Debut awal yang dilakukan IDB adalah dengan memobilisasi dana dari

pasar keuangan dengan menerbitkan *sukuk* dengan nilai 400 juta USD dengan masa jatuh tempo hingga tahun 2008.

2. Karakteristik Investasi *Sukuk*

Sukuk berbeda dengan obligasi konvensional, *sukuk* memiliki karakter tersendiri. Karakteristik *sukuk* antara lain:

- a. Merupakan bukti kepemilikan suatu asset atau hak manfaat (*beneficial title*).
- b. Pendapatan dari *sukuk* dapat berupa imbalan (kupon), margin atau bagi hasil sesuai dengan akad yang digunakan.
- c. Penerbitan melalui suatu lembaga *special purpose vehicle* (SPV).
- d. Memerlukan *underlying asset* (*asset* penyertaan)
- e. Mematuhi prinsip *shariah* dalam prosesnya

3. Bentuk-Bentuk Akad *Sukuk*

Namun secara umum akad-akad *sukuk* yang banyak digunakan saat ini adalah sebagai berikut:

a. *Muqarada/Mudharabah Sukuk*

Mudharabah sukuk merupakan instrumen untuk menambah keikutsertaan publik dalam aktivitas investasi didalam berbagai kegiatan ekonomi. *Sukuk mudharabah* merupakan sertifikat yang memperlihatkan keikutsertaan dalam proyek atau aktivitas investasi dalam bentuk skim *mudharabah/muqarada* dengan menetapkan beberapa rekanan atau orang lain sebagai mudarib untuk mengelola sebuah kegiatan bisnis (Ayub, 2005).

Pemegang *sukuk* menjadi *shahibul maal* (pemilik) nilai *return* (pendapat) yang diperoleh oleh pemegang berupa *share* (pembagian)

dari keikutsertaannya dalam bentuk persentase. Corak utama dari *mudharabah/muqarada sukuk* (Nisar, 2006):

- 1) *Mudharabah/muqarada sukuk* menggambarkan kepemilikan bersama dan merupakan bentuk *share* (penyertaan) dalam proyek-proyek khusus yang dapat menggunakan instrumen *mudharabah sukuk*.
- 2) Kontrak *mudharabah/muqarada* merupakan dasar bentuk akad pemanfaatan *sukuk* atau gambaran yang memberikan penjelasan secara menyeluruh yang sesuai dengan *shariah* melingkupi kondisi modal, rasio bagi hasil yang dibagikan dan kondisi lain yang menyangkut pemanfaatan *sukuk* haruslah sesuai dengan ketentuan *shariah*.
- 3) Kepemilikan *mudharabah/muqarada sukuk* diberi hak untuk mengalihkan kepemilikannya dipasar surat berharga (bursa) sesuai dengan pertimbangannya. Nilai pasar dari *mudharabah* bervariasi mengikuti kondisi bisnis atau *expected return* (nilai pengembalian) yang mungkin didapat dari proyek yang didanai dengan *sukuk mudharabah*. Perdagangan *mudharabah sukuk* harus mengikuti aturan sebagai berikut:
 - a) Untuk modal *mudharabah*, sebelum proyek dioperasikan, sertifikat masih mewakili sejumlah uang, perdagangan *mudharabah sukuk* dapat berupa pertukaran uang dengan

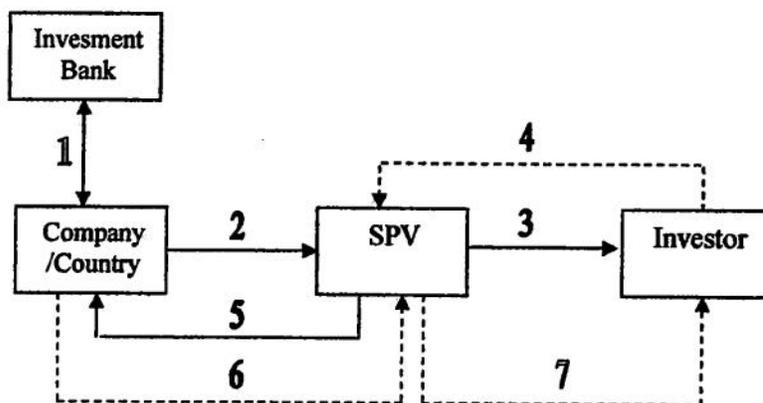
- uang dan harus mengikuti ketentuan *bay al sarf* (*money exchange*).
- b) Untuk modal muqarada haruslah berbentuk hutang, haruslah didasarkan atas prinsip pengalihan hutang didalam hukum islam.
 - c) Untuk modal yang dihasilkan dari perpaduan kas, hutang, barang, real *asset* dan keuntungan, perdagangan harus didasarkan atas harga pasar yang merupakan kesepakatan kedua belah pihak
- 4) Manajer atau SPV merupakan pengelola dana dari para investor *mudharabah sukuk*, serta dapat juga meninvestasikan dana mereka. Manajer/SPV akan mendapatkan keuntungan dari modal yang diberikan dalam bentuk *share* (pembagian) keuntungan pengelola.
- 5) *Mudharaba/muqarada sukuk* haruslah disertai jaminan, dari pengguna atau manajer keuangan, untuk modal atau keuntungan yang pasti atau keuntungan yang didasarkan atas persentase modal.
- Maka:
- a) Laba yang akan dibagi, ditentukan dengan menerapkan ketentuan *shariah* yaitu dari laba yang diperoleh, bukan dari pendapatan atau *yield* (kupon tertentu).
 - b) Prediksi bagi hasil (*profit and loss sharing*) harus di akadkan untuk diketahui oleh kedua belah pihak.

6) Laba atau kerugian haruslah dipublikasikan kepada pemegang *sukuk*.

Beberapa penerbitan *sukuk mudharabah* yang telah ada, diantaranya, Shamil Bank of Bahrain yang menempatkan 360 juta riyal Saudi investasi modalnya pada Al Esha harta tak bergerak khusus *mudharabah*. Suatu bentuk investasi dalam perusahaan yang bergerak dibidang *real estate* (perumahan) di Saudi Arabia. Investasi dalam *mudharabah* menyediakan kepada investor hasil tahunan dari keikutsertaan modal pada pendanaan proyek pengembangan. Keuntungan yang didapat oleh investor didasarkan atas return (pendapatan) yang diperoleh oleh perusahaan.

Gambar. 4.C.2.a.20:

Skema *Sukuk Mudharabah*



Sumber; Ubaidullah, 1998

Ket :

1. Perusahaan/Pemerintah meminta pendapat Bank atau Fund Manager, melakukan indentifikasi proyek yang akan dibiayai.
2. Perusahaan/pemerintah membentuk SPV dan menyerahkan beberapa rencana proyek kepada SPV.
3. SPV mengeluarkan *sukuk* kepada investor dalam upaya mobilisasi dana untuk pembiayaan proyek.
4. SPV memobilisasi dana dari para Investor bagi pembiayaan proyek.
5. SPV membiayai proyek-proyek yang diserahkan oleh perusahaan/pemerintah untuk dibiayai dengan penerbitan *sukuk*.
6. Perusahaan/pemerintah memberikan bagi hasil (*profit sharing*) dari pendapatan proyek atau pelunasan pembiayaan proyek kepada SPV.
7. SPV kemudian akan mendistribusikan pendapatan bagi hasil (*profit sharing*) atau pelunasan pembiayaan proyek (pada saat jatuh tempo) kepada investor setelah dikurangi *fee* (balas jasa) sebagai pengelola.

b. *Sukuk Musyarakah*

Sukuk musyarakah merupakan sertifikat dengan nilai yang sama, dikeluarkan bentuk *funding* (pengumpulan) dana atas dasar persekutuan. Sehingga para rekan investor menjadi pemilik atas proyek

atau *asset* perbagian bagian/saham yang dimilikinya dari *asset* portofolio *sukuk*. Sertifikat *sukuk musyarakah* dapat dikeluarkan oleh perseroan atau perorangan atau bahkan negara untuk tujuan pembelian barang atau pembangunan dalam bentuk konstruksi seperti rumah sakit, gedung perkantoran, pabrik dan lain-lain (Ayub, 2005).

Sukuk musyarakah dikeluarkan relatif sama dengan *sukuk mudharabah*. Dasar syariah yang menjadi rujukan pada skim *murabahah* juga berlaku pada sertifikat *musyarakah*. Selain itu *sukuk musyarakah* dapat di perlakukan sebagai instrument yang dicarikan dan dapat diperdagangkan dipasar sekunder. Dalam standar AAOIFI sertifikat ini merupakan sertifikat penyertaan dengan nilai sama atas satu proyek tertentu, pengembangan proyek atau aktivitas bisnis keuangan atas dasar kontrak penyertaan, sehingga pemegang *sukuk* menjadi pemilik atas proyek tersebut atau terhadap *asset* sesuai dengan *share* (penyertaan).

Bentuk pemanfaatan *sukuk musyarakah* yang telah dilakukan diantaranya seperti yang dilakukan oleh Emirat Airline yang mengeluarkan *sukuk* dengan jumlah 550 juta USD dengan masa jatuh tempo selama 7 tahun dalam bentuk akad *musyarakah*. Pendanaan dari *sukuk musyarakah* ini digunakan untuk pembangunan gedung pusat *engineering* dan markas baru dari *Emirat Airline* yang terletak didekat bandara *Dubai Airport*, yang kemudian disewakan.

Laba yang didapat dari pendapatan sewa, kemudian didistribusikan kepada para pemegang *sukuk*. Selain *Emirate Airline*, *Sitara Chemical Industry Ltd*, yang merupakan perusahaan publik, membuat penyertaan untuk umum dengan basis *profit sharing* (bagi hasil) bagi sertifikat keuangan (TFC's) senilai 360 juta USD yang dikeluarkan pada bulan Juni 2002. TFC's memiliki jangka waktu 5 tahun dan *profit sharing* didasarkan atas laba atau rugi yang dialami oleh *Sitara Chemical Industri Ltd*.

Kuwait Finance House (KFH), *Liquidity Management Center (LMC)* and *Al Muthanna Investment Company (MIC)*, mengeluarkan *Lagoon City Musyarakah sukuk* senilai 125 juta USD untuk mendukung *Lagoon City Residential* dan pengembangan kawasan *real estate Kheiran Pearl City* (Nisar, 2006).

c. *Sukuk Salam*

Salam sukuk menjadi sarana investasi untuk jangka waktu yang singkat yang berkaitan dengan *asset* yang dibiayai. Dalam *draf exposure standard AAOIFI no. 18 tahun 2002* sertifikat *salam* didefinisikan sebagai sertifikat dengan nilai sama untuk kepentingan memobilisasi modal *salam* untuk kemudian dikeluarkan kepada investor dalam bentuk basis *salam*. Pemegang sertifikat *sukuk* menjadi penjual dari barang-barang *salam*, sedangkan perusahaan pengguna *sukuk* menjadi pembeli dari barang-barang *sukuk*, yang mana harga dari perusahaan menjadi harga dari penjualan barang-barang

salam. Pemilik sertifikat menjadi pemilik barang *salam* dan berhak menjual sertifikat dengan harga tertentu atau menjual barang *salam* dengan harga tertentu dalam bentuk penjualan *salam* paralel.

Seluruh ketentuan dari skim *salam*, juga berlaku dalam transaksi *sukuk salam* seperti pembayaran penuh oleh perusahaan/negara yang menjadi pembeli, standar dari *underlying asset*, bentuk kualitas dan kuantitas, tanggal dan tempat penyerahan barang dan hal-hal lain yang disyaratkan. Satu ketentuan *shariah* berkenaan dengan *sukuk salam*, tidak dapat diperdagangkan sebelum waktu saat barang diserahkan.

Transaksi yang menjual barang *salam* sebelum saat waktu penyerahan sama dengan penjualan hutang. Ketentuan ini menjadikan instrumen *salam* tidak *liquid* dan membuat investor sedikit terbatas, padahal seorang investor akan membeli *sukuk salam* jika ia melihat harga barang *salam* akan lebih tinggi pada saat penyerahan.

Bentuk pemanfaatan *sukuk salam* seperti yang dilakukan oleh pemerintah Bahrain yang menerbitkan *Bahrain Government al-Salam* kontrak untuk penyediaan barang (*underlying asset*) aluminium. *The Bahrain Islamic Bank* (BIB) telah ditunjuk untuk mendatangkan pihak lain (bank lain) untuk ikut berpartisipasi dalam kontrak *al-Salam* ini. BIB membentuk sindikasi antar bank, pada waktu yang sama, pembeli menugaskan pemerintah Bahrain sebagai agen untuk menjual kuantitas dengan harga sesuai pada saat penyerahan melalui penyalur atau

distribusinya. Pemerintah Bahrain, membentuk satu satuan harga yang akan menyediakan nilai *return al-Salam* setara dengan instrumen pasar keuangan konvensional jangka pendek (Nisar, 2006).

d. *Sukuk Ijarah*

Sukuk ijarah merupakan sertifikat kepemilikan atas *asset lease* (barang yang dapat disewakan). *Sukuk ijarah* memberikan opsi kepemilikan mutlak, menerima sewa dan mengalihkan kepemilikan tanpa mempengaruhi penyewa (Nisar, 2006). Gagasan pertama kali pemanfaatan *sukuk ijarah* diusulkan oleh Mozer Khaf dalam tulisannya "*The use of Asset Ijarah Bond for Bridging The Budget Gap*" yang dipublikasikan dalam studi ekonomi islam, seperti yang diungkap oleh Ahmed dan Khan (1997) dalam *Islamic Financing Instrument for Public Sector* (Salman, 2007).

Dalam *draf exposure standard* AAOIFI no.18 tahun 2002, *sukuk ijarah* adalah sertifikat yang memiliki nilai sama terhadap *asset* yang disewakan, baik oleh pemilik atau oleh agen yang mewakili untuk disewakan dengan opsi kepemilikan oleh penyewa. Dalam hal ini pemilik sertifikat merupakan pemilik dari *asset lease* (sewa).

Salah satu kelebihan dari *sukuk ijarah* adalah fleksibilitas dari aturan kontrak *ijarah* yang memungkinkan *sukuk ijarah* digunakan permasalahan manajemen likuiditas dan untuk keuangan sektor public yang kekurangan dana dalam pembangunan suatu negara. Pembayaran sewa dapat saja tidak bertalian dengan periode pemanfaatan *asset*

sewa. Hal tersebut dapat saja dilakukan sebelum atau setelah masa sewa, sepanjang masa periode atau setelah masa periode dapat saja dilakukan perubahan kontrak.

Fleksibilitas ini dapat digunakan untuk meningkatkan format kontrak yang berbeda dan *sukuk* dapat saja disesuaikan dengan tujuan dari pengguna atau pemegang *sukuk*. Pemerintah dapat menggunakan bentuk alternatif dari *interest based borrowing* (bunga pinjaman), mereka memiliki *asset* yang memiliki *durable* (masa penggunaan yang cukup panjang) yang dapat digunakan dalam fungsi penyelenggaraan pemerintah. Pemanfaatan *asset* oleh pemerintah menjadi penting selama tidak ada persoalan apakah *asset* tersebut merupakan pendapatan yang terus tumbuh atau tidak (Khaf, 1998).

Berikut beberapa hal yang menjadi ciri utama dari sertifikat berharga dengan basis *ijarah*:

- 1) Dalam kontrak *ijarah* perlu adanya kejelasan barang yang disewa (*asset lease*) dan harga sewa untuk diketahui saat terjadinya kontrak kesepakatan dan seandainya kedua hal tersebut diketahui, *ijarah* dapat diadakan pada suatu barang (*asset*) atau satu bangunan sekalipun masih dalam tahap pembangunan, sepanjang hal-hal tersebut dijabarkan didalam kontrak dengan ketentuan pemberi sewa dapat secara normal memperoleh, membangun atau membeli barang yang yang ditambahkan pada barang sewa oleh

penyewa pada saat barang sedang dalam proses penyewaan (AAOIFI, 2003).

- 2) Persewaan didalam akad *ijarah*, masa kontrak pertama haruslah ditetapkan dalam bentuk akad yang jelas, untuk kontrak selanjutnya dapat saja diperbaharui atau tetap atau berkurang dengan didasarkan atas sebuah acuan atau adanya variabel lain yang dapat dijadikan alasan seperti inflasi, adanya sebuah indeks harga periodik atau hal lainnya yang dapat dijadikan dasar. Namun dalam pandangan *shariah*, tidak diperkenankan menggunakan satu satuan faktor yang didasarkan atas *interest rate* (suku bunga) yang sedang berlaku (Usmani, 2000).
- 3) Menurut aturan *shariah*, biaya administrasi yang berhubungan dengan peraturan atau biaya yang menjadi karakteristik dari *asset* menjadi tanggungjawab pemilik (seperti pajak bumi dan bangunan), namun biaya yang timbul dalam rangka perawatan/pemeliharaan *asset* sewa menjadi tanggungan dari penyewa selama proses pemanfaatan sewa berlangsung. Oleh karenanya, *return* (pendapatan) dari *sukuk* tidak mungkin sepenuhnya dapat ditetapkan dan dapat ditentukan diawal. Dalam perspektif dimana *ijarah sukuk* harus dibentuk menjadi instrument yang memiliki *return* tetap dalam keuangan islam, hal ini dapat saja dipahami. Bagaimanapun, transaksi sewa terdiri dari dua

bagian, pertama, merupakan pembayaran sewa dan pembayaran lainnya merupakan angsuran (AAOIFI, 2003).

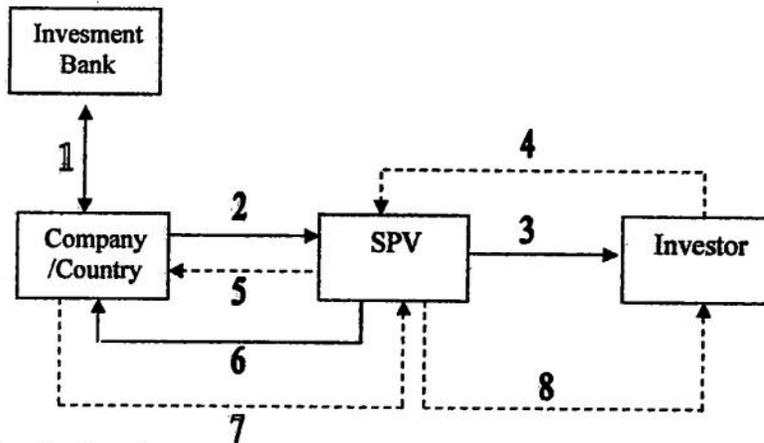
- 4) Mengenai prosedur pengeluaran emisi *sukuk ijarah*, SPV dibentuk untuk membeli *asset* (barang) dengan menerbitkan *sukuk* kepada investor untuk pembiayaan pembelian *asset* tersebut. Kemudian *asset-asset* tersebut disewakan kepada perusahaan atau pemerintah yang membutuhkan pemanfaatan *asset*. Penyewa membuat pembayaran berkala kepada SPV yang kemudian mendistribusikan kepada pemegang *sukuk* dengan bentuk periode yang sama. Pemberi sewa dapat menetapkan persewaan didepan, persewaan dengan menggunkan *sukuk* dapat saja diindikasikan dengan kemungkin yang sangat sedikit terjadinya variasi, seperti halnya dengan biaya yang mungkin terjadi dan tidak dapat diramalkan oleh pemberi sewa atau segala bentuk kelalaian yang dilakukan oleh penyewa.

Pada bulan Desember 2000 kumpulan Guthrie Berhad telah mengeluarkan *sukuk al-Ijarah al-Muntahiya bi-Tamlik* bersama dengan konsorsium beberapa bank dengan nilai 1,5 miliar RM (400 juta USD). Fasilitas ini digunakan untuk mendanai perkebungan kelapa sawit kelompok Guthrie di Indonesia. Konsorsium beberapa bank di Malaysia ikut ambil bagian dalam transaksi *sukuk* ini.

Selain itu, *Serawak Corporate Sukuk Inc* (SCSI) mengeluarkan sertifikat *sukuk* dengan nilai 350 juta USD, dilanjutkan dengan

Sarawak Economic Development Corporation (SEDC) yang menerbitkan sertifikat dengan nilai 350 juta USD dengan basis *ijarah sukuk*. *Sukuk-sukuk* ini memiliki masa *tenor* (tengang waktu jatuh tempo) selama 5 tahun.

Gambar. 4.C.2. d.21:
Skema *Sukuk Ijarah*



Sumber: Ubaidullah, 1998

Ket:

1. Perusahaan/pemerintah meminta pendapat kepada Bank Investasi atau Fund Manager, melakukan indentifikasi *asset* dan bentuk pengumpulannya.
2. Perusahaan/pemerintah membentuk SPV sebagai lembaga pengelola dan menjual *asset* atau meminta penyediaan *asset* kepada SPV.
3. SPV mengeluarkan *sukuk* kepada investor dalam rangka pembelian *asset-asset* yang dijual atau diminta untuk disediakan oleh perusahaan/pemerintah.

4. SPV melakukan mobilisasi dana dari investor.
5. SPV membayar harga *asset* yang dijual oleh perusahaan/pemerintah untuk bentuk pembelian *asset* perusahaan/pemerintah
6. SPV kemudian menyewakan/sewa kembali *asset* kepada perusahaan/pemerintah.
7. SPV menerima pembayaran sewa dari perusahaan/pemerintah dikemudian hari.
8. SPV mendistribusikan penerimaan sewa kepada investor setelah dikurangi *fee* sebagai pengelola.

e. *Sukuk Istisna'*

Istisnal' merupakan persetujuan kontrak untuk memproduksi barang yang sesuai dengan pesanan pembeli dengan pembayaran dan penyerahan barang didepan atau kemudian. *Sukuk istisna'* adalah sertifikat dengan nilai sama dan dikeluarkan dengan tujuan untuk memobilisasi dana yang dibutuhkan dalam produksi sebuah produk dengan menggunakan sertifikat kepemilikan. Pengguna dari sertifikat ini adalah pabrikan (*supplier* atau penjual), sedangkan pemesan merupakan pembeli dari produk pesanan. Pemilik sertifikat merupakan pemilik produk dan berhak atas hasil penjualan sertifikat atau harga penjualan produk atas dasar konsep *istisna'* paralel (Nisar, 2006).

Sukuk istisna' dapat digunakan untuk pembiayaan manufaktur atau konstruksi rumah, proyek infrastruktur, jembatan, jalan raya dan jalan layang. Didalam *istisna'*, kepemilikan mutlak atas proyek yang dibangun langsung diserahkan kepada pembeli dengan harga yang berbeda, secara normal tidak hanya biaya-biaya produksi namun juga nilai keuntungan, yang merupakan biaya perikatan dana untuk jangka waktu pembayaran kembali.

Namun harga pembayaran yang berbeda didalam *sukuk* masih menyisakan perdebatan dan hal ini juga terjadi dalam *sukuk istisna'*. Adanya aturan pelarangan *riba* menjadi alasan tidak dibolehkannya penjualan surat hutang kepada pihak ketiga dengan harga yang berbeda dengan harga nominalnya. Oleh karena itu, sertifikat hutang hanya dapat diuangkan ketika saat jatuh tempo (*maturity*) dan tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder (Ayub, 2005).

Tabreed's Five-Year Global Corporate Sukuk (atas nama the *National Central Cooling Company*, UAE) mengeluarkan obligasi dengan *fixed coupon* (tarif tetap) 5,5 %. Obligasi ini merupakan kombinasi antara *ijarah istisna'* dan *ijarah mawsufah fi al dhimmah* (kontrak sewa dimasa datang). Pengeluaran ini digunakan untuk melunasi beberapa hutang dengan total 136 juta USD sebagai pembiayaan perluasan.

The Durat Sukuk yang akan digunakan untuk proyek reklamasi laut dan infrastruktur khususnya *resident* (perumahan *elite*) yang merupakan proyek pengembangan *resident* mewah dan besar oleh pemerintah Bahrain dengan target pembiayaan 1 miliar USD. *Sukuk* ini memiliki *return* (pendapatan) 125 basis poin dari LIBOR setelah 3 bulan yang dapat dibayar setiap triwulan (Nisar, 2006).

f. *Sukuk Murabahah*

Sukuk murabahah merupakan instrumen yang lebih tepat digunakan dalam pembelian barang-barang untuk sektor publik. Satu contoh ketika pemerintah membutuhkan barang untuk sektor publik dengan harga yang besar, hal itu dimungkinkan untuk dilakukan dengan pembelian kredit. Penjual menghitung biaya dan *Returns* (*Profit Margin* yang diinginkan) dalam hitungan selama masa angsuran. Pemerintah dapat mengeluarkan sertifikat pembayaran untuk angsuran tersebut. Setiap sertifikat menggambarkan masa jatuh tempo yang menunjukkan hak kepemilikan bagi penjual atau penjual dapat saja memindahtangkankan sertifikat *sukuk* murabahah kepada pihak lain atas pembayaran yang layak dengan tidak mengubah nilai nominal sertifikat (Ayub, 2005).

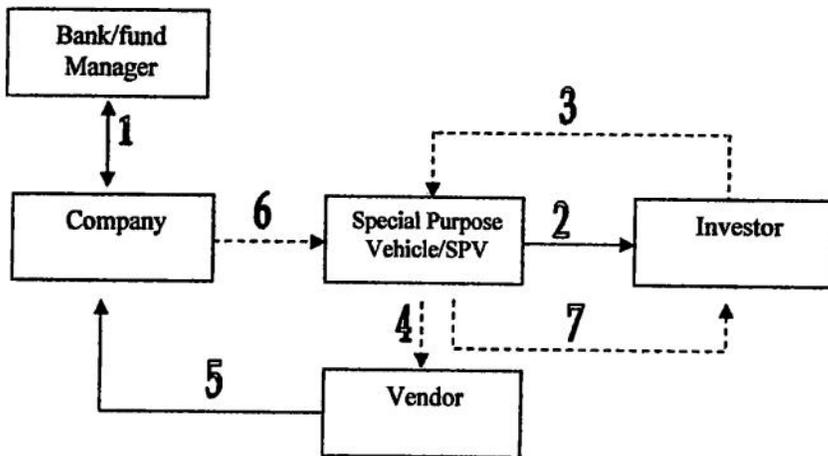
Negoisasi dalam kaitan *sukuk* atau perdagangannya dipasar sekunder tidak dapat dibenarkan oleh *shariah*, karena perdagangan hutang dengan basis harga yang berbeda merupakan bentuk *riba*. Selain sebagai instrumen hutang, *sukuk murabaha* bisa dapat dicairkan

jika dibentuk dalam bagian-bagian kecil atau portofolio. *Murabaha sukuk* menjadi terkenal dipasar Malaysia, dimana hal terkait adanya penafsiran fiqh yang lebih fleksibel oleh para ulama Malaysia yang mengijinkan penjualan hutang (*bay al-dayin*) dengan harga yang dapat dinegoisasikan (Nisar, 2006).

Arcapita Bank, sebuah perusahaan investasi yang berbasis di Bahrain telah memberikan mandat kepada *Bayerische Hypo-und Vereinsbank AG* ("HVB"), *Standard Bank Plc* ("SB") dan *WestLB AG, London Branch* ("WestLB") bersama-sama diberi amanat untuk mengeluarkan *sukuk* dalam bentuk multi mata uang (USD, Pounsterling dan Duchmark) untuk dasar pengeluaran *sukuk* murabahah. *Sukuk* ini memiliki jangka waktu (maturity) selama 5 tahun dengan harga pertriwulan LIBOR+175 basis poin.

Gambar. 4.C.2.f.22:

Skema *Sukuk* Murabahah



Sumber; Ubaidullah, 1998

Ket:

1. Perusahaan/Pemerintah meminta pendapat kepada bank investasi dalam penerbitan surat berharga, melakukan indentifikasi *asset* yang dibutuhkan serta membentuk SPV untuk keperluan tersebut.
2. SPV mengeluarkan *sukuk* kepada investor untuk keperluan pengadaan *asset*.
3. SPV memobilisasi dana dari investor.
4. SPV dengan dana dari investor menunjuk sebuah vendor untuk menyediakan *asset* yang dipesan perusahaan/pemerintah.
5. Vendor (perusahaan penyedia) mengirimkan *asset* kepada perusahaan/pemerintah.
6. Perusahaan membayar *asset* yang dipesan kepada SPV dengan harga yang berbeda.
7. SPV kemudian mendistribusikan kepada investor setelah dikurangi *fee* pengelolaan.

g. *Hybrid Sukuk*

Melihat fakta bahwa pemanfaatan *sukuk* sebagai instrumen investasi yang cukup mendapat respon pasar dan permintaan para investor, agar instrumen *sukuk* memiliki variasi yang lebih luas dan adanya bentuk campuran (*portofolio*) yang dimunculkan dipasar. Didalam *hybrid sukuk*, dasar pengumpulan *asset* (*underlying*) dapat terdiri atas gabungan beberapa akad, seperti *istisna'* dan *murabahah*

sehingga dapat diterima seperti halnya *sukuk ijarah*. Membentuk portofolio dari bentuk yang berbeda ini ditujukan untuk mobilisasi dan yang lebih besar.

Bagaimanapun, kontrak *istisna'* dan *murabahah* tidak dapat diperdagangkan pada pasar sekunder, oleh karenanya *hybrid sukuk* haruslah memiliki 51 % instrument surat berharga yang dapat diperdagangkan seperti halnya *ijarah*. Dalam kaitan kontrak *murabahah* dan *istisna'* yang dapat diterima menjadi bagian dari pembentukan *hybrid sukuk*, nilai *return* (pendapatan) dari sertifikat ini hanya dalam bentuk *pre-determined fixed rate of return* (nilai *return* yang ditetapkan sebelumnya secara pasti).

4. *Special Purpose Vehicle* (SPV)

Special Purpose Vehicle (SPV) adalah suatu institusi/badan khusus yang mengelola *asset-asset sukuk*, hal ini berkaitan dengan instrumen *sukuk* yang merupakan satu instrumen keuangan dengan basis *asset* yang disertakan (*underlying asset*). SPV menjadi prantara antara lembaga, perusahaan atau pemerintah dengan investor.

SPV atau disebut juga *Special Purpose Entity* (SPE) atau *Special Purpose Company* (SPC) di bentuk semata-mata untuk kepentingan transaksi, dimana tidak mungkin untuk memindahkan *asset* secara langsung kepada investor. SPV merupakan pengguna sertifikat dan dibentuk atas dasar kepercayaan, dimana pengguna *sukuk* (dalam hal ini pemerintah atau perusahaan) mengumumkan bahwa SPV merupakan badan yang akan memegang sekumpulan *asset* atas kepercayaan para

pemegang *sukuk* (*investor*). SPV haruslah memiliki kredibilitas yang dipercaya baik oleh investor maupun perusahaan atau pemerintah. Pendirian SPV haruslah memiliki dasar hukum formal (UU atau peraturan) yang menjadi payung hukum pendiriannya dan juga harus mengikuti ketentuan *shariah* dalam operasionalnya.

Beberapa hal yang menjadi peran dari SPV adalah (Adam, 2006):

- a. Pendokumentasian (sertifikat) yang dikeluarkan oleh SPV haruslah tidak melanggar ketentuan *shariah*.
 - b. SPV menjadi badan yang memegang *asset* dari perusahaan atau pemerintah dalam rangka penerbitan *sukuk*.
 - c. SPV menjadi pengumpul dana dari pihak investor.
 - d. SPV menjual kembali *asset* kepada perusahaan atau pemerintah dengan harga yang berbeda dimasa akan datang.
 - e. SPV memberikan pembayaran perusahaan atau pemerintah kepada investor setelah dikurangi dengan hak pengelolaannya.
 - f. Untuk menghindari adanya konflik kepentingan antara investor dengan perusahaan atau pemerintah, SPV harus memilih (melibatkan) penyedia jasa lain atau lembaga lain sebagai vendor.
5. Pihak-Pihak Yang Terlibat Dalam Invesment *Sukuk*.

Pihak-pihak yang terlibat dalam suatu transaksi investment *sukuk* adalah:

- a. *Obligor*: yaitu suatu pihak yang bertanggungjawab atas pembayaran imbalan dan nilai nominal *sukuk* yang diterbitkan sampai dengan jatuh

- tempo. Dalam hal *sovereign sukuk* (*sukuk* pemerintah) maka pemerintah yang menjadi obligor
- b. *Special Purpose Vehicle* (SPV): yaitu satu badan hukum yang didirikan khusus dalam rangka penerbitan *sukuk*.
 - c. *Investor*: adalah pemegang *sukuk* yang memiliki hak atas imbalan, margin, *fee* dan nilai nominal *sukuk* sesuai dengan partisipasi masing-masing.
 - d. *Shariah Advisor* (dewan Pengawas *shariah*)
 - e. *Appraise* (penilai)
 - f. *Custody* (bank kustodian)
 - g. *Payment Agent* (agen pembayar)
 - h. *Arranger* (pengarah)
6. Penyertaan *Asset* (*underlying asset*)

Penerbitan *sukuk* memerlukan sejumlah tertentu aset yang akan menjadi objek perjanjian (*underlying asset*). Aset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis, dapat berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Fungsi *underlying asset* tersebut adalah:

- a. Untuk menghindari *riba*.
- b. Sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkannya *sukuk* di pasar sekunder.
- c. Untuk menentukan jenis struktur *sukuk*.

Khusus dalam kasus *sukuk Ijarah Al Muntahiyah Bittamlik* atau *Ijarah-Sale and Lease Back*, penjualan *asset* tidak disertai penyerahan fisik *asset* tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial title*) sedangkan kepemilikan *asset* (*legal title*) tetap pada *obligor*. Pada akhir periode *sukuk*, SPV wajib menjual kembali aset tersebut kepada *obligor*.

7. Perbedaan Sukuk Dengan Obligasi Konvensional

Secara umum, sukuk dapat disamakan dengan obligasi dalam sistem keuangan konvensional. Namun demikian ada beberapa perbedaan diantara kedua instrument keuangan tersebut, diantaranya masalah *underlying asset* (penyertaan *asset*).

Gambar 4.C.7.23:
Perbandingan Sukuk dengan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Korporasi dan pemerintah	Korporasi dan pemerintah
Sifat instrument	Sertifikat kepemilikan/penyertaan atas suatu <i>asset</i>	Instrument pengakuan hutang
Pengasilan (return)	Imbalan, bagi hasil dan margin	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>
Jangka waktu	Pendek, menengah	Menengah, panjang
Pihak yang terkait	<i>Obligor</i> , SPV, investor, <i>trustee</i>	Investor, <i>obligor/issuer</i>
<i>Price</i>	<i>Market price</i>	<i>Market price</i>
Investor	Muslim, konvensional	Konvensional
Pembayaran pokok	<i>Bullet</i> atau <i>amortisasi</i>	<i>Bullet</i> atau <i>amortisasi</i>
Penggunaan hasil penerbitan	Harus sesuai <i>shariah</i>	bebas

Sumber: Adam, 2006

D. Pengerkembangan Pasar *Sukuk*.

Perkembangan awal pemanfaatan *sukuk* sebagai instrumen keuangan dalam sistem keuangan islam pertama kali dilakukan oleh Bahrain dengan menerbitkan *sukuk ijarah* pemerintah dan *salam sukuk* dengan *fixed rate* (ukuran tetap). Kemudian diikuti penerbitan *sukuk ijarah* dengan *rate* mengambang (*flouting rate*), hal ini mendorong beberapa perusahaan dan pemerintah di beberapa negara untuk pemanfaatan *sukuk ijarah*. Pada perkembangan selanjutnya dasar bentuk *sukuk* tidak hanya terpaku pada *sukuk ijarah* dan *salam*, tapi juga *istisna'*, *istisna' cum ijarah* dan basis penyatuan portofolio.

Hingga tahun 2004, pasar *sukuk* diperkirakan mencapai 4 miliar USD dan terus tumbuh hingga mencapai 90 %. Perkiraan ini tidak mencakup jumlah yang dikeluarkan oleh Malaysia dan penerbitan *salam sukuk* Bahrain (Tariq; 2004). *Salam sukuk* Bahrain merupakan bentuk sertifikat jangka pendek dengan tenor satu bulan dan tidak diperdagangkan. Sejauh ini telah ada sekitar 40 *salam sukuk* yang dikeluarkan dan menjadi salah satu bentuk instrumen *sukuk* paling diminati selain *sukuk ijarah*.

Pengeluaran emisi *sukuk* terbesar hingga saat ini yang tercatat adalah pengeluaran emisi *sukuk* yang dikeluarkan oleh *Dubai Islamic Bank (DIB)* pada bulan Juni 2004 atas permintaan *Department of Civil Aviation (DCA)* Uni Emirat Arab sejumlah 750 Juta USD, yang diperuntukan untuk pembiayaan perluasan bandara *the Dubai International Airport*. Dengan pertumbuhan yang pesat baik penggunaan oleh perusahaan maupun pemerintah, pasar sekunder dari *sukuk* menjadi sesuatu yang sangat diperlukan

dalam rangka menciptakan pasar dan akitivitas investasi (Nisar, 2006). Perkembangan pemanfaatan/pengeluaran *sukuk* hingga tahun 2005 dapat dilihat dari table berikut:

Gambar 4.D.24:
Pengeluaran *Sukuk* s.d Th.2005
(Dalam juta USD)

Year	2000	2001	2002	2003	2004	2005
Corporate <i>Sukuk</i>	336.3	530	179.9	4537.06	5731.19	11358.89
Sovereign <i>Sukuk</i>	0	250	800	1180	1479.35	706.5
Total <i>Sukuk</i> issuance	336.3	780	979.9	5717.06	7210.54	12065.39
Percentage Growth		131.94	25.63	483.43	26.12	67.33

Sumber: Nisar, 2006

Data diatas menunjukkan pertumbuhan pengeluaran *sukuk* dari tahun 2000 hingga tahun 2005. Pada tahun 2000, jumlah pengeluaran *sukuk* hanya 336,3 juta USD dan tidak ada penerbitan *sukuk* oleh pemerintah. Pada tahun 2001 pengeluaran *sukuk* mencapai 780 juta USD atau meningkat 131,94 % serta penerbitan *sukuk* pemerintah mencapai 250 juta USD. Trend peningkatan ini terus berlanjut, pada tahun 2005 pengeluaran *sukuk* mencapai 12.065,39 juta USD atau meningkat 67,33 % dari tahun 2004 yang mencapai 7.210,54 juta USD. Sedangkan untuk *sukuk* pemerintah mengalami penurunan, pada tahun 2005 jumlah pengeluaran *sukuk* pemerintah hanya mencapai 706,5 juta USD, sedangkan pada tahun 2004 mencapai 1.479,35 juta USD atau mengalami penurunan 47, 76 % (Nisar, 2006).

Gambar 4.D.25:

Penerbitan dan Pengeluaran *Sukuk* s.d Th. 2004

Name of Ijara Sukuk	Type	Amount	Maturity	Pricing
Malaysian Global First	Guthrie Co., (plantation company)	US\$ 150M	5 years	Floating reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Malaysian Global Ijara Sukuk	Sovereign	US\$ 500M	7 years	Floating reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Qatar Global Ijara Sukuk	Sovereign	US\$ 700M	7 years	Floating reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Tabreed Global Ijara Sukuk	Corporate	US\$ 150M	5 years	Floating reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Sukuk Al Intifaa Makkah	Corporate	US\$ 390 M	24 years	Sale of usufruct rights as weekly time shares
Ijara Sukuk Saxony- Anhalt Germany	Sovereign	Euro 100M	5 years	Floating reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Dubai Department of Civil Aviation (DCA) Ijara Sukuk	Corporate	US\$ 750 M	5 years	Floating rate reference rate on underlying <i>Ijarah</i>
Sinara Musharakah Term Finance	Corporate	Pak Rupees 360 M	5 years	Fixed rate on profits
Sudanese Government Investment Sukuk	Sovereign	Sudanese Dinar 6 billion	2 years	Fixed rate on profits
Solidarity Trust Certificates IDB	Corporate	US\$ 400 M	5 years	Fixed rate return
Bahrain Monetary Agency (BMA)	Sovereign	US\$ 100	5	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 70	5	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 80	3	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 50	5	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 80	3	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 100	3	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 250	5	Fixed
BMA	Sovereign	US\$ 200	5	Floating rate reference
BMA	Sovereign	US\$ 40	10	Fixed

Sumber: Tariq, 2004

E. Beberapa Hal Penting Tentang *Sukuk*

1. *Sale and Lease Bank Methodology*

Hal ini menyangkut konsep *bay al-inah* yang ditolak, para ahli fiqh (shariah) mengizinkan adanya teknik “*sale and lease back*”. Hal ini dikarenakan fleksibilitas didalam kontrak ijarah. Suatu *asset* dapat saja dibayar pada satu transaksi dan kemudian disewakan kembali, dalam kasus ini kontrak ijarah harus tidak dilaksanakan kecuali dan hingga institusi/lembaga tersebut memperoleh *asset* (AAOIFI, 2003; 140). Dengan demikian, teknik *sale and lease back* tidak memiliki relasi permasalahan dengan syariah seperti yang diungkapkan oleh beberapa penulis.

Asset sewa dibawah teknik ini dapat saja dijual kepada pemilik awalnya dan sejauh ini diterapkan pada ijarah *sukuk* pemerintah. Para ulama fiqh menganjurkan, dalam kasus ini sebaiknya agen menjual kembali *asset* setelah satu tahun pembelian terjadi. Hal ini untuk menghindari terjadinya masuknya praktik bunga melalui jalan belakang (*back door to interest*).

2. *Sukuk Untuk Sektor Publik Yang Defisit (sukuk for public sector deficit)*

Salah satu hal terpenting dalam pemanfaatan *sukuk* sebagai instrumen keuangan dalam sistem keuangan islam adalah kemungkinannya digunakan oleh sector pemerintah yang mengalami defisit pendanaan, khususnya pembangunan infrastruktur. Beberapa negara telah melakukan langkah ini seperti Bahrain dengan menerbitkan salam *sukuk* dan Sudan

dengan *sukuk shirkah* menjadi satu bentuk penerbitan oleh pemerintah. Begitu juga bentuk ijarah *sukuk* menjadi bentuk baru dari penerbitan *sukuk* oleh sektor publik yang mengalami defisit.

Pengembangan instrument keuangan yang sesuai dengan shariah bagi sektor pemerintah memang menjadi satu pekerjaan sulit. Tetapi model *ijarah, salam* dan *istisna'* dapat saja menjadi solusi alternatif bagi sektor publik yang mengalami defisit keuangan (Khaf, 1998). Pemanfaatan terbanyak dilakukan pada sektor publik yang berkaitan dengan penyediaan infrastruktur seperti pembangunan sarana rumah sakit, perumahan, bandara, pelabuhan dan sarana infrastruktur lainnya. Hal ini mengingat karakter *sukuk* yang *underlying asset*.

3. Resiko Investasi *Sukuk* (*sukuk risk investment*)

Seperti halnya bentuk investasi keuangan *bond* (obligasi) konvensional, investasi *sukuk* juga memiliki resiko (*risk*). Seperti hal *bond* (obligasi) konvensional resiko yang dihadapi terdiri dari (Tariq, 2004):

a. Resiko Pasar (*market risk*)

Resiko ini melingkupi resiko perubahan bunga pasar keuangan (*interest rate risk*), resiko tingkat kurs mata uang (*foreign exchange risk*), resiko nilai penyertaan (*equity price risk*) dan resiko komoditi (*commodity risk*).

b. Resiko Pembiayaan (*credit risk*)

Resiko pembiayaan mengacu pada sesuatu yang mungkin terjadi pada *asset* atau pinjaman yang mengakibatkan terjadinya

kerugian disebabkan kelalaian atau penundaan penyelesaian. Resiko pembiayaan ini secara inheren juga terjadi secara alami dalam sistem keuangan Islam dan memiliki keunikan tersendiri didalam instrumen keuangan Islam. Resiko ini terdapat pada akad-akad *salam, istisna'* dan *murabahah* yang merupakan akad-akad pembiayaan.

c. Resiko Kesesuaian Terhadap Syariah (*Shariah compliance risk*).

Resiko ini berkaitan dengan kesesuaian dengan syariah. Dimana setiap penerbitan sukuk harus memperhatikan aspek legal syariah baik dalam bentuk akad, proses transaksi dan pemanfaatan.

d. Resiko Operasional (*operational risk*)

Resiko ini melingkupi *Coupon payment risk* (resiko pembayaran kupon), *asset redemption risk* (resiko penyelesaian objek), *SPV specific risk* (resiko SPV yang spesifik), *investor specific risk* (resiko investor yang spesifik) dan resiko yang berkaitan dengan *asset (risk related to the asset)*.

Gambaran resiko dari struktur investasi *sukuk* dapat dilihat pada tabel dibawah berikut:

Gambar: 4.E.3.26:

Table Gambaran Karakter Resiko Sukuk

Types of Sukuk	Description of Sukuk Structure	Credit Risk	Rate of Return (interest rate risk)	FX Risk	Price Risk	Other Risk
Zero Coupon Sukuk	Istisna', Murabahah debt certificate (non tradable)	Unique basis of credit risks exist (see, Khan & Ahmed, 2000)	Very high due to fixed rate, remains for the entire maturity of the issue	If all other conditions are similar, FX risk will be the same for all cases of Sukuk. However, those Sukuk which are liquid or which are relatively short term in nature will be less exposed. The composition of assets in the pool will also contribute to the FX risk in different ways. Hence this can be very useful tool to overcome the FX risk by diversifying the pool in different currencies.	Price risk relates to the prices of the underlying commodities and assets in relation to the market prices. Ijara Sukuk are most exposed to this as the values of the underlying assets may depreciate faster as compared to market prices. Maintenance of the assets will play an important part in this process. Liquidity of the Sukuk will also play an important part in the risk. Salam is also exposed to serious price risks. However, through parallel contracts these risks can be overcome	Liquidity risk is serious as far as the non-tradable Sukuk are concerned. Business risk of the issuer is an important risk underlying Sukuk as compared to traditional fixed incomes. Shari'ah compliance risk is another one unique in case of Sukuk. Infrastructure rigidities , i.e., non-existence of efficient institutional support increases the risk of Sukuk as compared to traditional fixed incomes, see <i>Sundararajan, & Luca (2002)</i>
Fixed Rate Ijara Sukuk	Securitized Ijara, certificate holder owns part of asset or usufructs and earns fixed rent - tradable	Default on rent payment, fixed rate makes credit risk more serious	Very high due to fixed rate, remains for the entire maturity of the issue			
Floating Rate Ijara Sukuk	Securitized Ijara, certificate holder owns part of asset or usufructs and earns floating rent indexed to market benchmark such as LIBOR - tradable	Default on rent payment, floating rate makes default risk lesser serious - see previous case	Exists only within the time of the floating period normally 6 months			
Fixed rate Hybrid/ Pooled Sukuk	Securitized pool of assets; debts must not be more than 49%, floating rate possibility exists - tradable	Credit risk of debt part of pool, default on rents, fixed rate makes credit risk serious	Very high due to fixed rate, remains for the entire maturity of the issue			
Musharakah Term Finance Sukuk (MTFS)	Medium term redeemable musharakah certificate based on diminishing musharakah - tradable as well as redeemable	Musharakah has high default risk (see Khan and Ahmed 2001), however, MTFS could be based on the strength of the entire balance sheet	Similar to the case of the floating rate. This is however, unique in the sense that the rate is not indexed with a benchmark like LIBOR, hence least exposed to this risk			
Salam Sukuk	Securitized salam, fixed-rate and non-tradable	Salam has unique credit risk (see Khan and Ahmed 2001)	Very high due to fixed rate			

Sumber: Tariq, 20004

F. Beberapa Bentuk Penerbitan *Sukuk*

1. Qatar

Sejak bulan Oktober 2003, pemerintah Qatar mendirikan Qatar Global *Sukuk* QSC sebagai sebuah perusahaan gabungan di Doha. QSC merupakan perseroan gabungan antara *Special Purpose Vehicle* (SPV) yang menjadi wakil pemerintah Qatar, *Qatar International Islamic Bank* (QIIB) dan HSBC. Pada tanggal 8 Oktober 2003 pemerintah Qatar mengeluarkan *sukuk* dengan nilai 700 juta USD yang memiliki masa jatuh tempo hingga 2010. Hasil dari pengeluaran *sukuk* ini digunakan untuk membiayai pembangunan dan pengembangan *Hamad Medical City* yang berlokasi di Doha.

Masing-masing pemegang sertifikat memiliki hak keuangan atas bagian penyertaannya pada pengembangan pembangunan (dalam hal ini kompleks rumah sakit) dengan rentang waktu 2003 hingga 2010. Dalam satu bentuk arahan, SPV membeli hak yang menjadi milik pemerintah Qatar untuk kemudian menjualnya dalam bentuk sertifikat kepada investor. Pendistribusian *return* (pendapatan) dilakukan setiap tanggal 9 pada bulan April dan Oktober dengan menggunakan tingkat pengembalian mengambang (*floating rate*) yang dikalkulasikan untuk pendistribusian empat bulan pertama dengan menggunakan persamaan:

$$(\text{LIBOR pada periode akumulasi pengembalian} + \text{keuntungan } 0.4\%) \times (700 \text{ juta USD}) \times (\text{jumlah hari pada periode akumulasi pengembalian}/360)$$

Setelah empat kali tanggal distribusi, periode distribusi dikalkulasikan:

Ket:

1. Pemerintah Qatar menjual sebidang tanah dengan nilai 700 juta USD.
2. Harga beli adalah 700 juta USD.
3. SPV menyewakan kembali sebidang tanah kepada pemerintah Qatar.
4. Pemerintah Qatar membayar sewa *semi-annual lease* (per 6 bulan).
5. SPV memobilisasi Pendanaan dari Pengeluaran *sukuk*
6. SPV mendistribusikan pembayaran semi-annual berdasarkan pembayaran sewa yang dilakukan pemerintah untuk *sukuk*
7. Para Investor melakukan investasi pada *sukuk*
8. Investor mendapatkan *return* setiap *semi annual* sesuai dengan pembayaran sewa yang dilakukan pemerintah dikurangi *fee* bagi SPV.

2. Malaysia

Malaysia Global Sukuk (MGS) sebagai SPV bagi penerbitan *sukuk* pemerintah telah dibentuk di Labuan *International Financing Exchange* dengan tujuan sebagai sarana ikut serta berpartisipasi dalam transaksi *sukuk*. Pada tanggal 3 Juli 2003, pemerintah Malaysia telah mengeluarkan *sukuk* dengan nilai 600 juta USD yang memiliki *maturity* (masa jatuh tempo) hingga tahun 2007. Hasil dari pengeluaran *sukuk* tersebut diimplementasikan untuk membangun beberapa infrastruktur pemerintah di 4 (empat) area (Tariq, 2004):

- a. Pembangunan Selayang Hospital, sebuah rumah sakit milik pemerintah yang dioperasikan oleh Kementerian Kesehatan Malaysia.

- b. Pembangunan Tengku Ampuan Rahimah Hospital, rumah sakit milik pemerintah yang juga dioperasikan oleh Kementerian Kesehatan Malaysia.
- c. Perumahan Pemerintah yang berlokasi di jalan Duta.
- d. Kompleks perkantoran Pemerintah yang berlokasi di jalan Duta (melingkupi kantor departemen keuangan, departemen perdagangan dan perindustrian dan kantor komisi pempadatan perdagangan)

Secara umum, struktur pengeluaran *sukuk* di Malaysia menyerupai pengeluaran *sukuk* oleh Pemerintah Qatar. Suatu SPV dibentuk untuk membeli infrastruktur dari pemerintah (menggunakan dana yang dihimpun dari investor muslim dan konvensional), untuk kemudian disewakan kembali kepada pemerintah dengan distribusi pembayaran sewa *semi-annual* (setengah tahun). Sesungguhnya hal ini merupakan pengaturan secara umum dari pengeluaran *sukuk ijarah*.

Merujuk kepada “Master *Ijarah*” Malaysia, memberikan hak kepada pemerintah untuk mendistribusikan *semi annual* (6 bulan) pembayaran sewa yang merujuk pada LIBOR + 0,95 % kepada pemegang *sukuk*. Setelah batas waktu kesepakatan (*maturity*) pada tahun 2007, pemerintah akan membeli kembali kekayaan pada suatu nilai efektif untuk menjaga penyebaran obligasi dari berbagai bentuk dalam nilai *asset* utamanya.

Nilai *return* dari sewa ini dijamin oleh pemerintah Malaysia, dan sertifikat kepercayaan ini memiliki nilai sama dengan instrument hutang

pemerintah Malaysia yang mengambang. Sertifikat ini mendapatkan standar “Baa2” dari *Moody’s Investor Services* dan “BBB” standar rating dari *Standar & Poor’s Rating Services*. Manajer utama dari pengeluaran *sukuk* ini adalah HSBC dan wakil manajer dari *ABC Islamic Bank, Abu Dhabi Islamic Bank, Islamic Bank, Dubai Islamic Bank, Islamic Development Bank, Maybank International* dan *Standard Chartered Bank*. Seperti halnya *sukuk* pemerintah Qatar, *sukuk* pemerintah Malaysia ini juga telah terdaftar di *Luxembourg Stock Exchange* dan *Labuan Finance Exchange* (Tariq, 2004).

3. *Islamic Development Bank* (IDB)

Islamic Development Bank (IDB) adalah suatu institusi keuangan yang berkembang secara multilateral, didirikan pada bulan Desember 1973 pada konferensi para menteri keuangan negara-negara yang tergabung dalam *Organization Islamic Conference* (OIC). IDB memulai operasinya pada tahun 1975 dengan tujuan untuk pemeliharaan perkembangan ekonomi dan kemajuan masyarakat negara-negara anggota dan komunitas masyarakat muslim yang menginginkan penerapan prinsip-prinsip *shariah* pada bidang perbankan.

Pengerahan sumber daya yang ada menjadi problem tersendiri yang dihadapi IDB. Pengharaman bunga bank (*interest*) menjadi satu problem bagi IDB dalam penghimpun dan menyalurkan pendanaan bagi anggota-anggotanya. Dengan adanya instrumen *sukuk* telah menghadirkan dimensi baru bagi IDB dalam mengatasi permasalahan ini. Pada bulan Agustus 2003 mengeluarkan sertifikat dengan nilai 400 Juta USD dengan

masa jatuh tempo hingga tahun 2008. Hal yang menarik dari pengaturan portofolio kepercayaan *asset* ini, setiap sertifikat kepemilikan dijamin hanya untuk menerima pembayaran dari *asset* kepercayaan melalui kontrak ijarah, kontrak murabahah dan kontrak *istisna'*. Nilai *return* dihitung dengan menggunakan basis tarif tetap (*fixed return*) 3,625 % pada setia tanggal 12 Februari dan 12 Agustus hingga masa jatuh tempo tahun 2008.

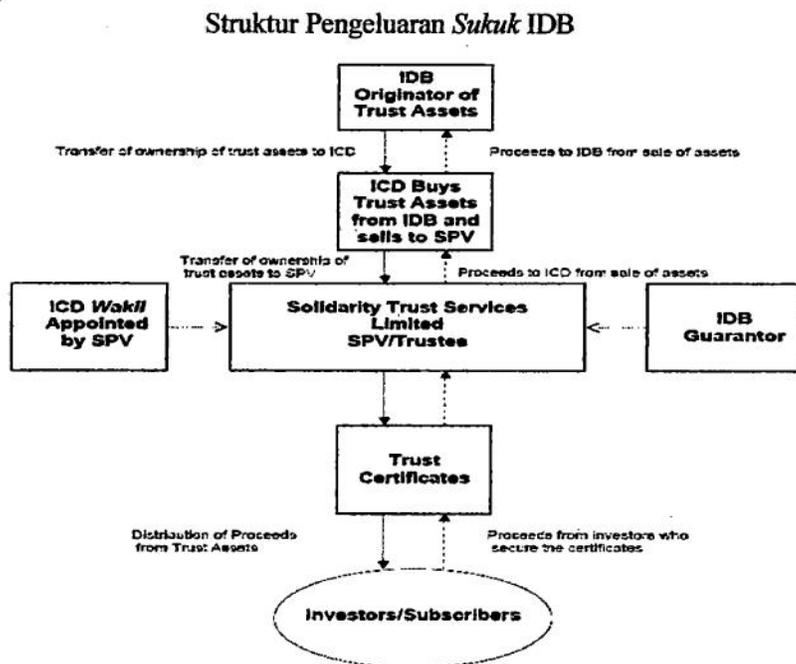
Istisna' dan *murabahah* bukanlah bentuk kontrak yang dapat diperdagangkan dipasar sekunder surat berharga. Kedua bentuk akad merepresentasikan pengaturan hutang dan perdagangan *subsequent* (lanjutan) seperti halnya tipe pertukaran uang. Dalam aturan syariah uang hanya dapat dipertukarkan dengan nilai yang sama tidak untuk mengambil keuntungan dari nilai pertukaran tersebut.

Namun demikian, jika proporsi *murabahah* dan *istisna'* terhadap *portofolio* kurang atau tidak melebihi 50 % dari gabungan *asset*, kemungkinan dapat saja *portofolio* surat berharga diperdagangkan pada pasar sekunder. Untuk kasus *sukuk* yang dikeluarkan oleh IDB, bentuk dari ijarah yang paling dominan, dimana proporsinya melebihi 51 % dari kumpulan *asset*. Namun demikian, komposisi *asset ijarah* bisa saja bersifat temporer dan mengalami penurunan hingga 25 % dari total portofolio *asset*. Jika kondisi ini terjadi pada suatu waktu dimana *asset ijarah* mengalami penurunan hingga 25 %, *portofolio* dibatalkan dan IDB berkewajiban untuk membeli seluruh *asset* yang dimiliki agen pada saat

pemutusan. Struktur *sukuk* akan bertukar, agen akan menggunakan prinsip pengumpulan *asset* yang menjadi haknya didalam *ijarah sukuk* dan kemudian menanamkan modalnya dalam kontrak *murabahah*.

Dalam bentuk *portofolio* ini, agen akan membeli *portofolio asset* dari *The Islamic Corporation for the Development of private sector* (ICD). ICD bertindak sebagai wakil dan mendelegasikan pengelolaan kepada IDB. Persetujuan wakalah (perwakilan) bertujuan untuk mengembangkan bisnis dari pemain utama (IDB) kepada pihak lain (ICD) dengan tujuan untuk mengurangi asimetris informasi. *Portofolio* ini mendapatkan rating "AA" dari *Fitch Rating Ltd* dan "AAA" dari *Standar and Poor's Rating Services*. Struktur dari IDB *sukuk* dapat didiskripsikan sebagai berikut:

Gambar 4.F.28:



Sumber: Tariq, 2004