

PERKEMBANGAN DAN DINAMIKA PASAR SUKUK DOMESTIK: SEBUAH KAJIAN AGENDA DAN KEBIJAKAN

Ayief Fathurrahman

Universitas Muhammadiyah Yogyakarta

e-mail: ayief_ospp@yahoo.com

Abstract: *One of Islamic financial sectors that attract much interest from the business community around the world is the global sharia obligation (sukuk) market. Sukuk has become an important instrument in sharia financial system, both as a financing instrument and investment. This instrument grew rapidly along with the growth and development of other conventional financial instruments. This estimation is based on the large number of infrastructure projects from the Gulf region and across the Muslim world seeking capital for development. This paper tries to answer the question: What are the factors that led to the issuance and development of sukuk in three countries, namely Indonesia, Malaysia, and Turkey? The result shows that government policy and agenda in order to develop sukuk can be concluded that the issuance of sukuk from three countries Indonesia, Malaysia and Turkey is influenced by several factors. However, the most dominant factor, even the factor that has always been the cause of the increased issuance of sukuk in three countries is the regulatory or policy factor, especially regarding the tax on sukuk and the existence of strong legal infrastructure as an umbrella of sukuk practice in a country. It can be said that the smaller the tax on the issuance of sukuk the more sukuk will be published. Then the second element of the regulatory factor is the existence of security guarantees in its implementation from the side of positive law imposed in a State. This factor is also very important especially in cases in Indonesia. With the legal clarity, there is no slit in the weakness of sukuk when compared with bonds. It is different from the two countries above, the advancement of sukuk issuance apart from being influenced by regulatory factors, Malaysia seems to be more benefited by the perception of the global community that Malaysia has become the Islamic economic and finance center in the world, so Malaysia is considered more experienced in this sector. This is a factor that may be considered by global investors, so that Malaysia is to be the right destination for sharia-based investment.*

Keywords: *sukuk development, Indonesia, Malaysia, Turkey*

Pendahuluan

Berbicara tentang ekonomi dan keuangan Islam, saat ini sudah bukan menjadi topik yang asing dan aneh lagi, tetapi justru menjadi topik yang sedang hangat-hangatnya untuk dibahas, didiskusikan, dipelajari bahkan diteliti. Baru-baru ini, ada salah satu perguruan tinggi ternama di Filipina yang berdiri di bawah yayasan Katholik secara terbuka menyampaikan keinginan mereka untuk belajar lebih dalam tentang ekonomi dan keuangan Islam kepada beberapa perguruan tinggi di Indonesia, tepatnya di Yogyakarta.¹ Ini adalah fakta bahwa

¹ Pembicaraan ini berlangsung di gedung Fakhruddin A lantai 5 di kampus terpadu UMY (Universitas Muhammadiyah Yogyakarta). Selain di UMY, juga di Universitas Islam Indonesia (UII).

ekonomi dan keuangan Islam merupakan ilmu yang universal, bisa diterima oleh golongan apapun sekalipun berbeda agama.

Salah satu bidang keuangan Islam yang menarik dan terus menarik banyak minat dari komunitas bisnis di seluruh dunia adalah pasar sukuk global. Sukuk telah menjadi instrumen penting dalam sistem keuangan syariah, baik sebagai instrumen pembiayaan maupun investasi. Instrumen ini tumbuh pesat seiring dengan pertumbuhan dan perkembangan instrumen keuangan konvensional lainnya. Perkiraan ini didasarkan pada banyaknya proyek-proyek infrastruktur besar dari wilayah Teluk dan seluruh dunia muslim yang sedang mencari modal untuk pembangunan. Hal ini juga diproyeksikan bahwa dalam dekade berikutnya, akan ada lebih dari 1 triliun rupiah peluang investasi di proyek-proyek besar di kawasan Teluk dan pasar sukuk dianggap memainkan peran penting dalam memberdayakan dana tersebut. Di samping itu, ini juga merupakan efek dari reaksi terhadap prospek pertumbuhan ekonomi yang positif serta kekhawatiran atas kebijakan moneter di Amerika yang tidak menentu, karena sebagai pasar obligasi terbesar di dunia yang memiliki pengaruh besar terhadap stabilitas *capital market global*. Di luar dunia muslim penerbitan sukuk mendapatkan perhatian yang khusus. Setelah 100 juta Euro sukuk yang diterbitkan oleh Saxony Anhalt di Jerman, Pemerintah Inggris juga mengeluarkan sukuk dalam upayanya untuk meningkatkan posisi London sebagai pusat keuangan Islam.²

Berdasarkan fakta di atas, terlihat bahwa sektor *capital market* menunjukkan kemajuan yang signifikan dan prospek yang cukup menjanjikan, di samping sektor perbankan. Sukuk menjadi instrumen *islamic capital market* yang diandalkan dalam meningkatkan peranan *islamic capital market* pada tataran global,³ karena potensi pasar sukuk yang luas dan biasanya diterapkan dalam pembiayaan proyek dan usaha besar. Posisinya sebagai instrumen yang kuat dan aktif dalam pertumbuhan ekonomi dan stabilitas keuangan telah lama diakui. Keberadaan sukuk berpengaruh terhadap pergeseran paradigma baru untuk mendapatkan pembiayaan selain obligasi konvensional yang selama ini dikenal.

Secara global, dalam dekade ini pasar sukuk telah mengalami pertumbuhan yang luar biasa, rata-rata pertumbuhan tahunan mencapai 40%. Walaupun sempat mengalami penurunan pada tahun 2010 sebagai akibat dari gejolak pasar global, namun prospek jangka panjang pasar sukuk tetap kuat. Sukuk yang diterbitkan secara global naik 55% pada kuartal kedua 2012 dari kuartal kedua 2011.⁴ Sukuk global mencapai USD 245.3 miliar pada akhir 1H13 (kuartal 1 tahun 2013), naik 7% dari USD 229.3 miliar pada akhir 2012. Pasar sekunder sukuk di Malaysia mencapai USD 148.2 miliar, terbesar dan menyumbang 60,4% dari total pasar pada akhir 1H13. Hal ini diikuti oleh Arab Saudi (USD 32 miliar, 13,0%), UAE (USD 20.9 miliar, 8,5%) dan Qatar (USD 17.8 miliar, 7,3%). HSBC/Nasdaq SKBI Indeks Yield

² Mushtak Parker, "UK Government Serious About Sukuk", *Arab News* 2007.

³ Obiyathulla Ismath Bacha menjelaskan bahwa Islamic Capital Market dibentuk dan disusun berdasarkan lima prinsip operasional utama, yaitu mencegah praktik riba, risiko saham, menghindari spekulasi, menyamakan *al-'aqd* dengan kontrak dan kegiatan dilakukan harus sesuai dengan perspektif syariah. Baca lebih mendalam pada artikel Obiyathulla Ismath Bacha, "New Issues in Islamic Capital Market Development: Risk Management and Islamic Capital Markets", *The Kuala Lumpur International Islamic Capital Market Conference Seminar*, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 26-27 March 2002.

⁴ Zawya Research, "Sukuk Quarterly Bulletin", dalam http://www.zawya.com/story/Zawya_Research_Sukuk_Quarterly_Bulletin_Q22012-pdf_180712055856, diakses tanggal 13 November 2013.

menunjukkan bahwa hasil sukuk keseluruhan telah meningkat tajam dalam 2Q13, dengan peningkatan sebesar 43,0% ke level tertinggi dalam 25 bulan terakhir. Hingga 13 Januari 2016, total penerbitan *international sovereign sukuk* mencapai 37.31 miliar dolar AS. Indonesia menjadi negara dengan *outstanding international sovereign sukuk* (denominasi USD) terbesar kedua di dunia, dengan kontribusi sebesar 20.50 persen (7,65 miliar dolar AS).

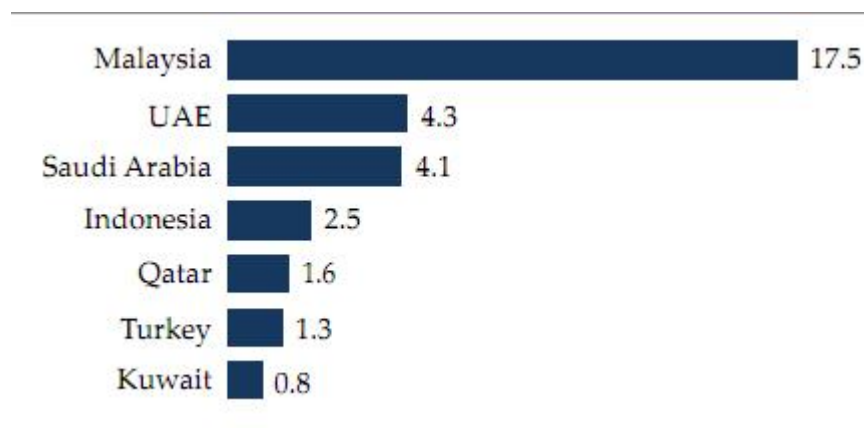
Gambar 1 Perkembangan Sukuk Global



Sumber: Dealogic

Kemudian hingga pertengahan tahun 2016, penerbitan sukuk tertinggi masih dipegang oleh Malaysia, untuk lebih jelasnya dapat dilihat pada grafik di bawah ini:

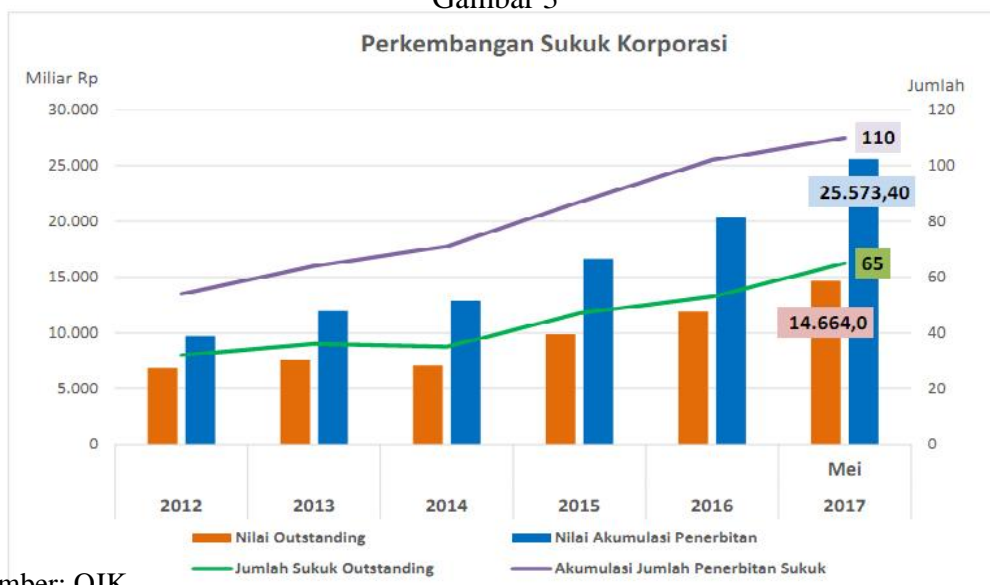
Gambar 2 Penerbitan Sukuk Berdasarkan Negara (2Q16)



Sumber: Dealogic

Dari grafik di atas, memang harus diakui bahwa Malaysia masih mendominasi pasar sukuk global. Sebesar 48% dari total sukuk global yang beredar pada tahun 2016 masih dipegang oleh Malaysia. Namun yang menarik di sini adalah Indonesia dan Turkey, karena sama-sama mengalami perkembangan penerbitan sukuk yang signifikan dalam dekade terakhir (2010-2016). Indonesia, sebagaimana laporan dari OJK, penerbitan sukuk menunjukkan peningkatan dan kemajuan yang luar biasa hingga menempati kedua tertinggi setelah Malaysia. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat di bawah ini:

Gambar 3



Di satu sisi Turkey, meskipun penduduknya berpenduduk mayoritas muslim pada tahun 2010, Turki tidak terlalu fokus di pasar untuk instrumen syariah, terutama karena kurangnya legislatif infrastruktur di tempat untuk mengakomodasi keuangan Islam. Namun seiring dengan perjalanannya, Turkey menjadi pemain besar di pasar sukuk global. Pada September 2012 Turki Treasury mengeluarkan USD 1,5 miliar sukuk yang menarik USD 1,9 miliar pesanan dari 95 investor di seluruh dunia. Penjualan sukuk sudah mencapai USD 1 miliar per Mei 2013 dan diharapkan jumlah itu bertambah mencapai 3 miliar dolar pada akhir tahun ini menurut HSBC Holdings Plc, (*underwriter* terbesar di dunia sukuk). Tujuan utama Turki adalah untuk mendapatkan akses ke salah satu “kawah” para investor terbesar yang kepemilikannya sebesar 100 miliar dolar dan untuk menyaingi penerbit sukuk top di dunia muslim, Malaysia dalam waktu sepuluh tahun ke depan.⁵

Dengan demikian, tujuan artikel ini mencoba untuk menggali informasi lebih banyak mengenai agenda dan kebijakan negara terkait dalam konteks penerbitan sukuk, terutama di tiga negara di atas (Malaysia, Indonesia dan Turkey).

Definisi Sukuk

Sukuk secara etimologi adalah jamak dari *sakk* yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Secara terminologi, banyak yang mencoba untuk memberikan definisi. Kamil misalnya, mendefinisikan sukuk sebagai kertas yang mewakili kewajiban keuangan yang timbul baik dari transaksi perdagangan maupun kegiatan komersial lainnya,⁶ sementara bebarap ekonom muslim umumnya mendefinisikan sukuk bisa dikatakan mirip dengan kepercayaan sertifikat yang merupakan bagian dalam sebuah usaha aset atau bisnis. AAOIFI mendefinisikan sukuk sebagai:

⁵ Anonymous, “Turkey: New Opportunities For Sukuk n Turkey”, dalam <http://www.mondaq.com/>, diakses tanggal 14 November 2013.

⁶ W. A. Kamil, “Introduction to Sukuk. In R. Rating”, dalam *Malaysia Sukuk Market Handbook-Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market* (Kuala Lumpur: RAM Rating, 2008), 21-49.

“Certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufructs and services or (in the ownership of) the assets of particular projects or special investment activity”.⁷

IFSB (The Islamic Financial Service Board) juga memiliki definisi antara lain:

“Certificate that represent the holder's proportionate ownership in an undivided part of underlying asset where the holder assumes all right and obligation to such asset”.⁸

Securities Commission Malaysia (SC) mendefinisikan sukuk sebagai dokumen atau sertifikat yang menggambarkan nilai dari suatu aset. Sementara itu, peraturan BAPEPAM dan LK Nomor IX.A.13 memberikan definisi sukuk sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak tertentu (tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*shuyu* > *undivided share*) atas:⁹

1. Aset berwujud tertentu (*ayyan* > *mawjudat*);
2. Nilai manfaat atas aset berwujud (*manaf* > *al-ayyan*) tertentu baik yang sudah ada maupun yang akan ada;
3. Jasa (*al-khadamat*) yang sudah ada maupun yang akan ada;
4. Aset proyek tertentu (*mawjudat* > *mashru* > *mu'ayyan*); dan atau
5. Kegiatan investasi yang telah ditentukan (*nash'ah istithmarin khas* > *shah*)”

Berdasarkan definisi tersebut di atas, sukuk dapat disimpulkan sebagai surat berharga yang disediakan investor dengan kepemilikan *underlying asset*. Perbedaan mendasar dengan obligasi konvensional adalah sukuk harus memiliki *underlying* transaksi aset berwujud baik dalam kepemilikan atau dalam perjanjian sewa.

Eksistensi *underlying asset* inilah yang menjadikan investasi sukuk, investasi yang relatif aman karena memiliki tingkat resiko yang relatif rendah. Dengan demikian, sukuk bisa dikatakan sebagai instrumen yang tepat bagi manajemen likuiditas karena sukuk selain memfasilitasi transfer dana dari investor, juga merupakan instrumen investasi yang relatif aman disebabkan sukuk merupakan investasi berbasis aset.¹⁰ Di samping itu, keunggulan sukuk adalah adanya kecenderungan alokasi pendanaan investasi sukuk kepada kegiatan yang lebih produktif (pendanaan proyek) dan tidak untuk kegiatan spekulatif. Sehingga resiko yang terjadi semata-mata disebabkan karena proyek dan bukan karena kegiatan spekulatif yang tidak memiliki keuntungan ekonomi riil.

Berdasarkan *benefit* yang melekat pada sukuk di atas, maka akan terlihat wajar ketika sukuk tidak hanya menjadi instrumen keuangan alternatif bagi investor muslim, tetapi juga telah menarik minat investor non-muslim. Bagi investor muslim, sukuk merupakan penyediaan likuiditas. Dana yang selama ini relatif stagnan dan tidak mengalir, dengan

⁷ Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI), *Investment Sukuk (Shariah Standar 17)* (Manama: AAOIFI, 2004), 298.

⁸ IFSB, “Capital Adequacy Standard for Institution (Other Than Insurance Institution) Offering Inly Islamic Financial Service”, dalam <http://www.ifsb.org/standard.ifs2.pdf>.

⁹ BAPEPAM, “Pengenalan Produk Syariah di Pasar Modal, dalam http://www.bapepam.go.id/syariah/pengenalan_produk_syariah.html, di akses tanggal 18 november 2013.

¹⁰ S. R. Vishwanath and S. Azmi, “An Overview of Islamic Sukuk Bonds”, *Journal of Structured Finance*, Volume 14, Nomor 4 (2009), 58-67.

adanya sukuk sebagai instrumen investasi syariah, sekarang dana tersebut dapat difungsikan sebagaimana mestinya, yaitu *circular flow*. Sedangkan bagi investor konvensional, sukuk merupakan suatu keunggulan diversifikasi investasi,¹¹ setidaknya menjadi instrumen yang dapat memenuhi kebutuhan likuiditas dengan *benefit* yang berbeda dari konvensional sesuai dengan kepentingannya.

Sukuk dalam Sejarah Peradaban Islam

Selama ini, sukuk dipandang sebagai salah satu instrumen keuangan Islam kontemporer. Munculnya pandangan ini sangat wajar, karena memang sukuk mulai dikenal secara massif oleh masyarakat setelah perkembangan ekonomi dan keuangan Islam mengalami kemajuan yang begitu pesat akhir-akhir ini. Sebenarnya, di dalam catatan sejarah peradaban Islam, sukuk sudah ada sejak abad ke VII, tepatnya ketika peradaban Islam dijalankan oleh Dinasti Umayyah pada masa Khalifah al-Marwan ibn al-Hakam. Sejarah sukuk dalam peradaban Islam ini dapat dilacak dalam bukunya Imam Malik "*Al-Muwatthi*" sebagaimana tertera di bawah ini:

Yahya narrated to me from Malik, that he had heard that receipts (sukuk) were given to people in the time of Marwan ibn al-Hakam for the produce of the market at al-Jar. People bought and sold the receipts (sukuk) among themselves before they took delivery of the goods. Zayd bin Thabit and one of the Companions of Rasulullah (SAW) went to Marwan and said, "Marwan! Do you make usury halal (permissible)?" He said: "I seek refuge with Allah! What is that?" He said, "These receipts (sukuk) which people buy and sell before they take delivery of the goods." Marwan therefore sent a guard to follow them and to take them from people's hand and return to their owners."¹²

Tipe sukuk yang diterbitkan oleh pemerintahan Dinasti Umayyah dikenal dengan nama *sukuk al-badai*. Pada masa Dinasti Umayyah, mekanisme pembayaran gaji tentara dan pegawai dibayar baik dalam bentuk tunai maupun dalam bentuk barang. Pembayaran gaji dengan barang inilah yang disebut dengan *sukuk al-Badai*, yang jika diterjemahkan sebagai "kupon komoditas"¹³. Para pemegang sukuk berhak untuk menyajikan sukuk pada tanggal jatuh tempo kepada divisi bendahara negara untuk memperoleh hak mereka dalam rangka menerima jumlah tetap atas komoditas, biasanya biji-bijian. Akan tetapi, beberapa pemegang sukuk ada yang menjual sukuk tersebut kepada orang lain dengan tunai sebelum tanggal jatuh tempo. Meskipun validitas perdagangan tersebut telah dipertanyakan oleh para sarjana masa itu, tapi setidaknya hal itu menunjukkan bahwa konsep *sukuk al-badai* sebagai instrumen yang diperdagangkan telah ada dan terekam di dalam dunia Islam dengan waktu yang tidak sebentar.

¹¹ A. A. Tariq dan Humayon Dar, "Risks Of Sukuk Structures: Implications For Resource Mobilization". *Thunder Bird International Business Review* (2007), 203-223.

¹² A'isha Abdarahman at-Tarjumanah and Yaqub Johnson, "Translation Of Malik's Muwatta" dalam www.mastarbiya.org/ind.

¹³ Untuk lebih mendalam baca Mohammad Hashim Kamali, *Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures and Options* (UK: Islamic Texts Society, 2000).

Kata *sakk*, meskipun mungkin terdengar asing, sebenarnya merupakan asal usul kata cek yang di mana-mana diterapkan dalam dunia keuangan modern. Secara historis, banyak dari praktek komersial dan kebiasaan dunia muslim bersentuhan dengan Eropa pada abad pertengahan melalui Spanyol dan *sakk* adalah salah satu dari sekian banyak produk aktivitas ekonomi kaum muslim.¹⁴ Namun sayangnya, seperti banyak penemuan lain di dalam peradaban Islam, konsep sukuk tidak dimanfaatkan secara maksimal oleh kaum Muslim. Akan tetapi konsep sukuk tersebut justru diadopsi, disempurnakan dan diperluas oleh Barat terutama dalam lingkup penggunaan untuk berbagai kegiatan komersial dan keuangan. Hari ini, justru peradaban itu terbalik, dunia keuangan Islam justru mengadopsi praktek-praktek keuangan Barat dan menyesuaikan dengan persyaratan syariah.

Karakteristik Sukuk: Prospektus Sekuritas Islam

Salah satu prinsip syariah dalam penerbitan sukuk adalah prinsip keamanan. Prinsip ini menuntut adanya bukti riil bagi pemegang sukuk yaitu berupa *underlying asset*. Dalam satu kasus misalnya, ulama kontemporer telah membolehkan investasi dalam bentuk ekuitas atau berupa saham dalam sebuah perusahaan, atas dasar keamanan maka pemegang saham harus mendasari kepemilikan aset. Melalui kepemilikan perusahaan, pemegang saham dianggap secara tidak langsung memiliki aset yang dimiliki oleh perusahaan. Dengan membuat hubungan antara kepemilikan perusahaan dengan kepemilikan aset perusahaan, para ulama membolehkan “pembelian dan penjualan efek” bukan pada model kemitraan.¹⁵ Jika perusahaan mendapat keuntungan melalui aktivitas perdagangan barang, aset atau jasa maka pemegang saham berhak untuk menerima dari keuntungan perusahaan berupa dividen.

Di sisi lain, obligasi konvensional biasanya “mengistimewakan” pemegang obligasi dengan hak kontraktual untuk menerima pembayaran bunga obligasi tertentu selama periode obligasi dan jumlah pokok pada saat jatuh tempo. Para pemegang obligasi sendiri dianggap sebagai kreditur kepada penerbit obligasi. Dalam pandangan syariah, karakteristik konvensional jelas bertentangan dengan *islamic value*.

Namun, dalam konteks pengembangannya, tentu saja sukuk dihadapkan dengan berbagai macam tantangan. Tantangan utama bagi sukuk sebagai instrumen syariah adalah bagaimana struktur instrumen syariah yang kompatibel tersebut dapat mewujudkan karakteristik kepemilikan instrumen ekuitas dan memiliki karakteristik sistem keuangan berdasarkan pendapatan tetap (*fixed income based*) seperti obligasi konvensional. Di samping itu sukuk juga harus memiliki “daya tarik” tersendiri agar dapat dinilai secara langsung oleh lembaga pemeringkat yang diakui, terdaftar di bursa efek utama, memiliki fondasi hukum positif yang kuat dan jelas, yang pada intinya adalah bagaimana caranya agar sukuk memiliki standar yang setara dengan standar yang berlaku di pasar obligasi konvensional yang selama ini sudah diterapkan.

Bekaitan dengan itu, untuk menjawab semua tantangan di atas, dalam rangka menggali prospek sukuk sebagai instrumen keuangan syariah modern, maka sisi keunggulan yang melekat pada sukuk harus dikenali dan dipahami. Dari pola struktur saja, ternyata sukuk

¹⁴ Joseph Schacht, *An Introduction To Islamic Law* (Oxford: Oxford University Press, 1982), 78.

¹⁵ Frank E. Vogel dan Samuel L. Hayes III, *Islamic Law And Finance Religion Risk, And Return* (Netherland: Kluwer Law International, 1998), 175-176.

memiliki keunggulan yang lebih variatif jika dibandingkan dengan obligasi konvensional. Sukuk setidaknya dapat dibagi ke dalam beberapa bagian:¹⁶

1. Sukuk dengan pola *sale-based*, yang meliputi *murabahah*, BBA, *salam*, dan *istisna*.
2. Sukuk dengan pola *Lease-based*, yang meliputi *ijarah*, IMBT, *ijarah mawsufah fi>al-dhimmah*.
3. Sukuk dengan pola *partnership-based*, seperti *mudharabah* dan *musharakah*.

Berdasarkan pembagian sukuk di atas, sukuk tidak hanya terpusat pada pola *equity-based*, tetapi juga bisa menggunakan pola *debt-based*, yang biasanya menggunakan struktur *sale-based* dan *lease-based*.

Salah satu keunggulannya, dengan sukuk *ijarah (lease-based)* dan sukuk *murabahah (sale-based)* misalnya, sukuk juga memiliki karakteristik sistem keuangan yang berdasarkan pendapatan tetap (*fixed income based*), namun perbedaannya dengan konvensional adalah pada akadnya, jika obligasi konvensional berbasis pada pola utang dan bunga, maka sukuk *ijarah* berbasis pada sewa dan biaya sewa, dan sukuk *murabahah* berbasis pada jual beli dan profit margin. Misalnya berdasarkan aset yang disewakan, maka pemegang sukuk menghasilkan pendapatan tetap dari beban sewa. Hal ini membuktikan bahwa instrumen syariah dapat dikatakan lebih unggul dengan konvensional, karena lebih variatif dan mampu menyeimbangi obligasi konvensional dari sudut potensi keuntungan dengan pola *fixed income*.

Di sisi lain sukuk juga mudah diterima oleh investor konvensional, lembaga pemeringkat terkemuka bursa efek. Misalnya penerbitan sukuk yang dikeluarkan pemerintahan Malaysia, *Islamic development Bank* dan Negara Qatar semua sudah dinilai oleh lembaga pemeringkat internasional seperti *Moody*, *Standard & Poors* atau *Fitch*. Isu-isu sukuk juga tercatat di bursa terkemuka seperti Bursa Efek *Luxembourg*, *Labuan International Financial Exchange* dan Bursa Efek Bahrain.¹⁷ Ini menunjukkan bahwa sedikit demi sedikit namun pasti sukuk terus mengalami kemajuan, baik dari sisi produknya maupun pengakuan secara internasional.

Fakta di atas telah membuktikan bahwa sukuk tidak hanya dinilai dengan prinsip syariah saja tetapi juga bisa memenuhi harapan pasar obligasi internasional sehingga dengan sendirinya sukuk dengan mudah diterima oleh semua pelaku dan investor di pasar obligasi.

Pasar Sukuk Domestik: Sebuah Perbandingan

Sukuk merupakan instrumen syariah yang terus mengalami perkembangan dari tahun ke tahun. Perkembangan sukuk banyak didasari oleh berbagai faktor, baik faktor yang sifatnya internal maupun eksternal. Akhir-akhir ini, negara-negara Barat, baik di belahan Eropa maupun dataran Amerika sedang mengalami guncangan ekonomi. Terutama Amerika Serikat sebagai penerbit obligasi terbesar, sehingga banyak dari kalangan investor terutama yang berasal dari Negara-negara Timur Tengah memikir ulang untuk membeli obligasi di kawasan

¹⁶ Mohd Azmi Omar, et.al, *Fundamentals of Islamic Money and Capital Market* (Singapore: Wiley and Sons, 2011).

¹⁷ Rafe Haneef, *Recent Trends and Innovations in Islamic Debt Securities: Prospects for Islamic Profit and Loss Sharing Securities* (Cambridge: Harvard Law School, 2005), 6.

tersebut. Sehingga pergeseran dana obligasi ke kawasan tertentu sangat mungkin terjadi, dan sukuk merupakan salah satu alternatif instrumen perpindahan dana itu.

Di sisi lain, pemantapan sukuk sebagai instrumen syariah di pasar modal juga sangat intensif dilakukan, baik dari inovasi strukturnya maupun perumusan infrastruktur hukum positif yang menaunginya dalam suatu negara. Di bawah ini merupakan kajian di tiga negara, yaitu Indonesia, Malaysia, dan Turkey, khusus mengenai agenda dan kebijakan yang diterapkan. Karena selama ini terbukti, dari tahun ke tahun, negara-negara tersebut terus mengalami kemajuan pesat dalam penerbitan sukuk dan menyumbang presentase yang cukup besar dalam pasar sukuk global.

1. Perkembangan Sukuk di Indonesia

Indonesia pertama kali menerbitkan sukuk pada tahun 2002, walaupun masih berupa sukuk korporasi yang diterbitkan oleh PT. Indosat, Tbk dengan nilai 175 miliar rupiah dengan menggunakan akad *mudharabah*. Berdasarkan data sampai dengan September 2012, jumlah penerbitan sukuk korporasi telah mencapai 52 penerbitan dengan total nilai emisi mencapai 9,39 triliun rupiah. Dari 52 penerbitan sukuk korporasi tersebut, *outstanding sukuk* yang masih beredar saat ini mencapai 31 sukuk korporasi dengan total nilai mencapai 6,57 triliun rupiah. *Market share* sukuk korporasi terhadap obligasi korporasi mencapai 9,66% dari sisi jumlah dan 3,81% dari sisi nilai.¹⁸ Hingga Maret 2017, Pemerintah Indonesia mencatatkan diri sebagai penerbit sukuk global terbesar di pasar internasional dengan total penerbitan senilai 13,1 miliar dolar Amerika. Dengan kata lain, Indonesia merupakan *the largest US dolar sovereign sukuk issuer* dengan total penerbitan 13,15 miliar dolar Amerika.

Agak sedikit terlambat dibanding sukuk korporasi, sukuk negara baru terbit pada tahun 2008, setelah disahkannya Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 yang mengatur tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Sukuk yang diterbitkan oleh negara secara garis besar terdiri atas sukuk yang diperjualbelikan dalam nominal besar dan sukuk yang diterbitkan dengan nominal kecil (sukuk ritel).

Jenis sukuk yang paling umum diminati adalah sukuk berdasarkan akad *ijarah* dan *mudharabah*, namun yang paling dominan digunakan baik oleh korporat maupun pemerintah adalah akad *ijarah*.

Selanjutnya, berdasarkan tabel di bawah ini terlihat perkembangan jumlah penerbitan sukuk dari tahun 2002 sampai dengan 2015 yang selalu mengalami peningkatan yang pesat meskipun secara umum mengikuti perkembangan jumlah penerbitan obligasi konvensional. Namun demikian, sukuk sebagai produk “baru” dalam pasar modal, namun di satu sisi telah menunjukkan tanda-tanda kemajuan yang signifikan sehingga hal ini menjadi modal yang kuat bagi sukuk sebagai pesaing obligasi konvensional ke depan.

¹⁸ Tim Kajian Pasar Sekunder Sukuk, *Pasar Sekunder Sukuk* (Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2012), 9.

Tabel 1.1. Data Perkembangan Sukuk di Indonesia

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai	Total Jumlah	Total Nilai	Total Jumlah
2010	7.815,00	47	6.121,00	32
2011	7.915,40	48	5.876,00	31
2012	9.790,40	54	6.883,00	32
2013	11.994,40	64	7.553,00	36
2014	12.956,40	71	7.105,00	35
2015	14.483,40	80	8.444,40	41

Sumber: OJK.

Tren penerbitan sukuk yang selalu meningkat di atas tidak terlepas dari penguatan infrastruktur aturan dan hukum yang menaungi penerbitan sukuk di Indonesia. Dengan diberlakukannya Undang-Undang Sukuk Negara dan dirumuskannya peraturan-peraturan tentang obligasi syariah, yaitu peraturan Nomor IX.A.13 yang mengatur tentang penerbitan efek syariah, dan peraturan Nomor IX.A.14 yang mengatur tentang akad-akad yang digunakan dalam penerbitan efek syariah di pasar modal, menjadikan sukuk bukan hanya sebatas instrument investasi yang islami saja tetapi juga memiliki daya magnet yang kuat terhadap pelaku pasar modal bahkan siap menjadi *competitor* obligasi konvensional. Apalagi kecenderungan dan investor global untuk melirik sukuk sebagai instrument sangat besar sebagaimana ditunjukkan dari perkembangan sukuk global saat ini.

Di samping itu, persepsi masyarakat Indonesia dalam memilih keputusan ekonomi umumnya sudah tidak lagi terpengaruh hanya dengan faktor religius saja, tetapi lebih banyak berdasarkan pada besarnya profit dan kecilnya resiko yang dihadapi. Ini artinya bahwa masyarakat Indonesia cenderung rasional, terutama bagi masyarakat yang berpenghasilan menengah ke atas. Sikap demikian justru menjadi peluang bagi pengembangan pasar sukuk di Indonesia. Alasannya, pertama, karena sukuk sebetulnya sebagai instrumen investasi yang menjanjikan tingkat keuntungan yang kompetitif. Kedua pasar sukuk hanya diisi dengan kalangan investor rasional.

Berkaitan dengan di atas, selama beberapa dekade ini, pertumbuhan ekonomi Indonesia selalu tumbuh positif di saat negara lain mengalami minus pertumbuhan akibat krisis keuangan global. Berdasarkan data BPS, ekonomi Indonesia triwulan II-2017 tumbuh 5.01 %.¹⁹ Pertumbuhan ekonomi Indonesia bisa menjadi faktor yang mesti diperhitungkan dalam rangka pengembangan sukuk di Indonesia. Karena di sinilah sebetulnya yang menjadi daya tarik investor terhadap Indonesia, yaitu dengan banyaknya proyek infrastruktur dalam negeri yang bisa dibiayai melalui skema sukuk.

Berdasarkan kajian yang dilakukan oleh Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, perkembangan penerbitan sukuk di Indonesia secara umum dipengaruhi oleh tiga faktor, antara lain faktor eksternal, faktor peraturan, dan faktor

¹⁹ Badan Pusat Statistik, "Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan II-2017", No. 74/08/Th. XX, 07 Agustus 2017.

internal.²⁰ Ditinjau dari faktor eksternal, terdapat beberapa faktor yang memberikan pengaruh besar bagi Emiten sukuk untuk menerbitkan sukuk, yaitu adanya kelebihan likuiditas pasar, dan *cost of fund* serta faktor ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah dan faktor *benchmark risk free rate* (SUN/SBSN).

Ditinjau dari faktor peraturan, terdapat tiga faktor yang sangat berpengaruh bagi emiten sukuk dalam menerbitkan sukuk di pasar modal, yaitu faktor adanya ketentuan bahwa aset/kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan prinsip syariah, faktor perlakuan perpajakan atas sukuk dan faktor kebijakan perusahaan dalam pendanaan (*financing*). Ditinjau dari faktor internal, faktor yang sangat berpengaruh bagi emiten/PP sukuk dalam menerbitkan sukuk di pasar modal, yaitu faktor penerbitan sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat.

2. Perkembangan Sukuk di Malaysia

Malaysia merupakan Negara terbesar penerbitan sukuk selama beberapa dekade ini. Hal ini tentu saja tidak terlepas dari upaya pemerintah Malaysia yang berkomitmen menjadikan Negara Malaysia sebagai *islamic economics and finance hub* di dunia.

Sukuk di Malaysia diawasi oleh Securities Commission (SC) dan Bank Negara Malaysia. Securities Commission (SC) memainkan peran sebagai regulator sukuk dengan menerbitkan sukuk market (*a guide for issuer and investor*). Selain itu, SC berfungsi mengawasi perdagangan di pasar sekunder dan melakukan inspeksi kepada perbankan yang bertugas sebagai *principal dealer* bersama dengan Bank Negara Malaysia (BNM). Bank Negara Malaysia juga memainkan peranan dalam mendukung pasar efek utang dan sukuk melalui keterlibatannya pada pembangunan infrastruktur, kerangka promosi administrasi fasilitas valuta asing bagi emiten dan investor asing di pasar Malaysia.²¹

Berdasarkan informasi yang diperoleh dari Bank Negara Malaysia, terdapat tiga tipe penerbit sukuk, yaitu pemerintah (*government/GII*), BUMN (*Quasi Government/Khazanah Benchmark Bond*), dan Perusahaan (*Corporate Bond/Islamic Private Debt Securities (IPDS)*). Selain itu, jenis sukuk yang digunakan dalam penerbitan adalah:²²

- a. *Debt based* (Malaysian GII and Khazanah Bonds).
- b. *Asset based* (menggunakan SPV).
- c. *Equity based*.

Di lihat dari strukturnya, sukuk di Malaysia tidak berbeda dengan negara penerbit sukuk yang lain, seperti *ijarah*, *mudharabah*, *musharakah*, *bay' bi thaman ajil*, *istishna*,²³ walaupun ada sedikit perbedaan dari tinjauan syariahnya.²⁴ Secara umum, perkembangan pasar sukuk di Malaysia sebagian besar didominasi oleh penerbitan sukuk berbasis ekuitas seperti *musharakah*, *mudharabah* dan juga *ijarah*.

²⁰ Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal, *Studi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Emiten dalam Menerbitkan Sukuk di Pasar Modal* (Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2009).

²¹ Tim Kajian Pasar Sekunder Sukuk, *Pasar Sekunder Sukuk*, 27.

²² Ibid.

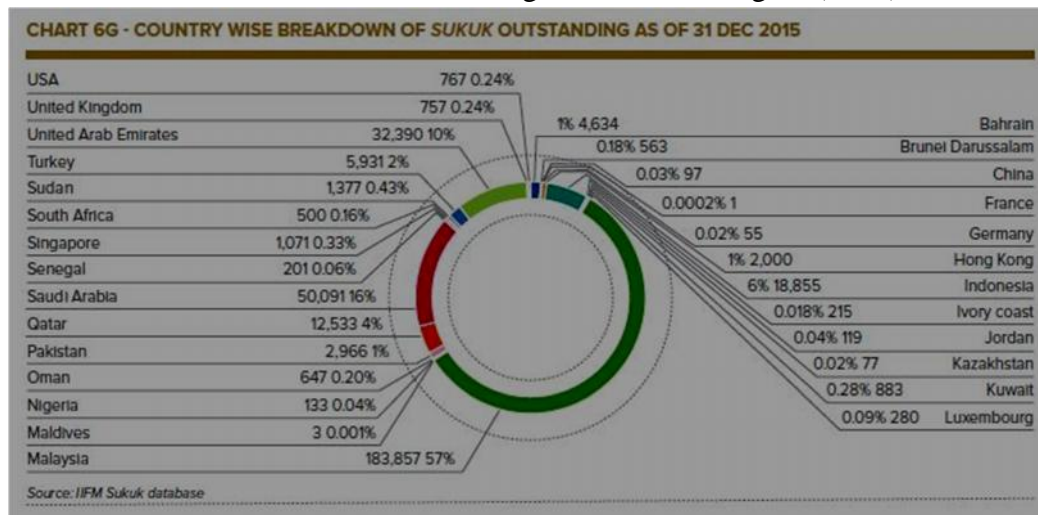
²³ Anonymous, "Malaysia International Islamic Financial Centre", dalam http://www.mifc.com/index.php?ch=menu_foc_sukandpg=menu_foc_su_k_over, diakses tanggal 13 November 2013.

²⁴ Baca lebih lanjut Khairun Najmi Saripudin et.al, "Case Study on Sukuk Musharakah Issued in Malaysia", *Middle-East Journal of Scientific Research*, Volume 12, Nomor 2 (2012), 168-175.

Penerbitan sukuk telah populer diterapkan oleh pemerintah dan sektor swasta dalam menjamin kelanjutan pertumbuhan ekonomi dan peningkatan liberalisasi keuangan syariah. Perkembangan ini juga dipengaruhi oleh faktor permintaan dari investor asing terutama dari negara-negara Timur Tengah yang lebih suka menggunakan instrumen sukuk berbasis ekuitas serta insentif pajak yang diperlonggar oleh pemerintah dalam penerbitan sukuk.²⁵ Sehingga penerbitan sukuk di Malaysia selalu mengalami kemajuan yang signifikan dari tahun ke tahun. Pada tahun 2016, Malaysia masih bertahan menjadi pendorong utama penerbitan sukuk dan menguasai pangsa pasar sebesar 46,4% dari total emisi, diikuti Indonesia dan Uni Emirat Arab masing-masing sebesar 9,9% dan 9,0%.

Di bawah ini gambaran kontribusi masing-masing negara yang menerbitkan sukuk pada tahun 2015:

Gambar 4 Sukuk Outstanding Berdasarkan Negara (2015)



Sumber: IIFM Sukuk Database

Tidak terlepas dari hal di atas, keragaman dalam penerbitan sukuk yang berbasis ekuitas atau utang telah menjadi inti utama dalam pengembangan pasar modal Islam dengan pangsa pasar sukuk hingga mencapai 60% pada rata-rata pasar obligasi di Malaysia. Kondisi ini secara tidak langsung telah membuat Malaysia sebagai *hub* yang mampu memberikan peluang investasi yang menguntungkan dan kompetitif terhadap investor di dunia yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Prestasi yang diraih Malaysia di atas, tentu saja tidak terlepas dari berbagai macam faktor, seperti keseriusan Bank Negara Malaysia dan Securities Commission dan telah bekerja sama dalam rangka merumuskan cetak biru pengembangan sukuk, seperti *the 10-year Financial Sector Master Plan, the 10-year Capital Market Master Plan and the Islamic Securities Guidelines*. Kemudian, bentuk konkrit komitmen pemerintah untuk mendorong penerbitan sukuk dengan melonggarkan pembayaran pajak pada tahun anggaran 2006.²⁶

²⁵ Mohd Yahya Mohd Hussin et.al, "Development of Sukuk Ijarah in Malaysia", *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Volume 8, Nomor 2 (April-Juni 2012), 101.

²⁶ Bank Negara Malaysia, "Malaysia's Achievements in Developing the Sukuk Market", dalam <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=252>, diakses tanggal 28 November 2012.

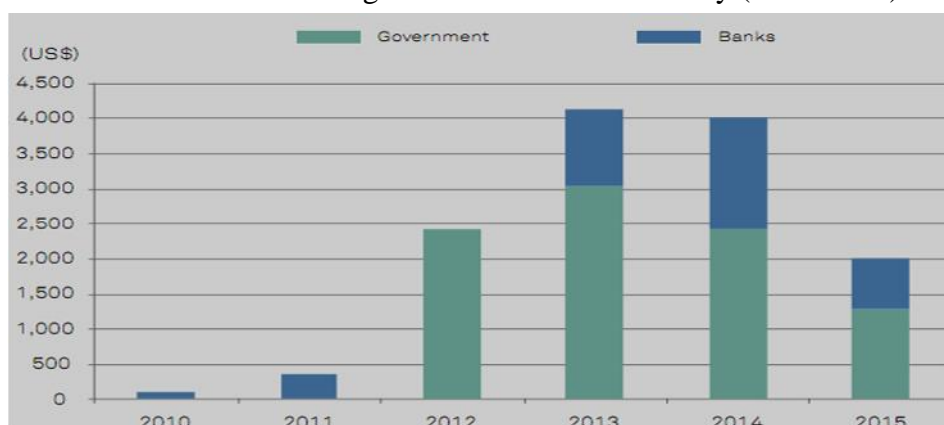
3. Perkembangan Sukuk di Turkey

Di tengah derasnya pertumbuhan sektor keuangan Islam global, Turkey juga sebagai salah satu negara yang memiliki populasi muslim tidak sedikit, akhir-akhir ini juga menunjukkan kemajuan yang begitu pesat, baik di sektor perbankan Islam maupun di sektor *capital market*-nya, seperti sukuk. Di lihat dari pertumbuhan perbankan Islam, rata-rata mengalami pertumbuhan hingga 28% dan mengunggungi perbankan konvensional yang hanya mampu mendongkrak pertumbuhannya mencapai 18% per tahun.²⁷ Fakta dan data ini secara tidak langsung menunjukkan bahwa semakin meningkatnya pemahaman masyarakat terhadap ekonomi dan keuangan Islam sehingga berimplikasi terhadap peningkatan permintaan aset dan jasa keuangan Islam.

Di samping itu, faktor lain yang juga tidak kalah pentingnya dan juga mungkin menjadi pendorong pertumbuhan keuangan Islam adalah meningkatkan iklim kenyamanan investor global dengan instrumen sukuk dan meningkatnya dukungan dari pemerintah negara-negara muslim, serta adanya standarisasi peningkatan struktur sukuk tanpa jaminan.

Tidak berbeda dengan kasus di Indoensia, di Turkey, penerbitan sukuk pertama kali juga dikeluarkan oleh sektor swasta pada bulan Oktober 2010, yaitu oleh Kuveyt Türk Katılım Bankası A. . (Kuveyt Türk) anak perusahaan dari Kuwait Finance House, dengan jumlah sebesar USD 100 juta. Pada bulan September 2012, Pemerintah Turki dengan yakin dan mantap baru mengeluarkan sukuk pertamanya dengan total pembiayaan USD 1,5 miliar dengan struktur sukuk *ijarah*, kemudian diikuti oleh dua *issuer* domestik, yaitu Türkiye Finans dan Bank Asya,²⁸ dan Kuveyt Türk menerbitkan sukuk kali kedua dengan USD 350 juta dengan struktur sukuk *ijarah*.²⁹ Total penerbitan dari Turki mencapai kumulatif USD 12,9 miliar antara 2010 dan 2015.

Gambar 5 Perkembangan Sukuk Domestik Turkey (2010-2015)



Sumber: Zawya

²⁷ Daily News, "Turkey Has Big Potential to be Key Sukuk Market", dalam <http://www.hurriyetdailynews.com/turkey-has-big-potential-to-be-key-sukuk-market.aspx? pageID=238&nI D=58631&NewsCatID=344>, diakses tanggal 29 November 2013.

²⁸ Bircan Akpınar, *Overview of The Current Regulatory Environment of Islamic Finance* (Turkey: Capital Markets Board of Turkey, 2012).

²⁹ Ahmet Faruk Aysan, *Turkish Sukuk Market And Recent Developments* (Turkey: Central Bank of the Republic of Turkey, 2012), 28.

Perkembangan sukuk di atas, tentu saja, tidak terlepas dari dukungan pemerintah yang telah merumuskan regulasi khusus dan *guidance* untuk penerbitan sukuk. Perubahan peraturan pada tahun 2011 telah menciptakan lingkungan yang menguntungkan bagi penerbitan sukuk. Misalnya langkah-langkah yang diambil *Capital Markets Board* (CMB) dalam rangka mengurangi pajak sukuk *ijarah* hingga 10% dan penjualan dibebaskan dari pajak perusahaan nilai tambah.³⁰

Undang-undang membebaskan pajak pendapatan atas sukuk dengan jangka waktu minimal lima tahun. Namun dengan catatan bahwa jangka pendek masih akan dikenakan tarif pajak berkisar antara 3% sampai 10%, menempatkan sukuk yang demikian setara dengan obligasi. Untuk lebih jelasnya dapat dilihat di bawah ini:³¹

- a. Dengan jangka waktu sampai dengan 1 tahun, 10%.
- b. Dengan jangka waktu antara 1 tahun sampai 3 tahun, 7%.
- c. Dengan jangka waktu antara 3 tahun sampai 5 tahun, 3%.
- d. Dengan jangka waktu antara 5 tahun dan lebih, 0%.

Kesimpulan

Dari penjelasan di atas mengenai agenda dan kebijakan pemerintah dalam rangka mengembangkan sukuk dapat disimpulkan bahwa penerbitan sukuk dari tiga Negara; Indonesia, Malaysia dan Turkey dipengaruhi oleh beberapa faktor. Namun faktor yang paling dominan, bahkan merupakan faktor yang selalu menjadi penyebab meningkatnya penerbitan sukuk di tiga negara tersebut adalah faktor regulasi atau kebijakan, terutama mengenai pajak atas sukuk dan adanya infastruktur hukum yang kuat sebagai payung praktek sukuk di suatu negara. Maka dapat dikatakan bahwa semakin ringan pajak atas penerbitan sukuk maka akan semakin semarak sukuk diterbitkan. Kemudian unsur kedua dari faktor regulasi, yaitu adanya jaminan keamanan dalam implementasinya dari sisi hukum positif yang diberlakukan dalam suatu negara, faktor ini juga sangat penting terutama dalam kasus di Indoensia. Dengan adanya kejelasan hukum, maka tidak ada celah sedikit pun kelemahan sukuk jika dibandingkan dengan obligasi.

Agak sedikit berbeda dengan kedua negara di atas, kemajuan penerbitan sukuk Malaysia selain dipengaruhi oleh faktor regulasi, Malaysia nampaknya lebih diuntungkan dengan perpsepsi masyarakat global bahwa Malaysia sudah menjadi *islamic economic and finance hub* di dunia, sehingga Malaysia dipandang lebih matang dan lebih berpengalaman di sektor ini. Inilah faktor yang barangkali dipertimbangkan juga oleh para investor global, sehingga Malaysia menjadi tujuan yang dianggap tepat untuk melakukan investasi yang berdasarkan prinsip syariah.

Daftar Rujukan

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). *Investment Sukuk (Shariah Standar 17)*. Manama: AAOIFI, 2004.

³⁰ Anonymous, "Turkish Sukuk Market Looks Good for Expansion in 2012", dalam http://www.zawya.com/story/Turkish_sukuk_market_looks_good_for_expansion_in_2012-ZAWYA20120307053648/, diakses tanggal 29 Nobeber 2013.

³¹ Ahmet Faruk Aysan, *Turkish Sukuk Market*, 36.

- Akpinar, Bircan. *Overview of The Current Regulatory Environment of Islamic Finance*. Turkey: Capital Markets Board of Turkey, 2012.
- Anonymous. "Malaysia International Islamic Financial Centre". dalam http://www.mifc.com/index.php?ch=menu_foc_sukandpg=menu_foc_suk_over. diakses tanggal 13 November 2013.
- Anonymous. "Turkish Sukuk Market Looks Good for Expansion in 2012". dalam http://www.zawya.com/story/Turkish_sukuk_market_looks_good_for_expansion_in_2012-ZAWYA20120307053648/. diakses tanggal 29 November 2013.
- Anonymous. "Turkey: New Opportunities For Sukuk in Turkey". dalam <http://www.mondaq.com/>. diakses tanggal 14 November 2013.
- al-Tarjumana, A'isha Abdarrahman and Yaqub Johnson. "Translation Of Malik's Muwatta'" dalam www.mastarbiya.org/ind.
- Aysan, Ahmet Faruk. *Turkish Sukuk Market and Recent Developments*. Turkey: Central Bank of the Republic of Turkey, 2012.
- Bacha, Obiyathulla Ismath. "New Issues in Islamic Capital Market Development: Risk Management and Islamic Capital Markets", *The Kuala Lumpur International Islamic Capital Market Conference Seminar*, Suruhanjaya Sekuriti, Kuala Lumpur, 26-27 March 2002.
- Badan Pusat Statistik. "Pertumbuhan Ekonomi Indonesia Triwulan II-2017" No. 74/08/Th. XX, 07 Agustus 2017.
- Bank Negara Malaysia. "Malaysia's Achievements in Developing the Sukuk Market", dalam <http://www.bnm.gov.my/index.php?ch=9&pg=15&ac=252>. diakses tanggal 28 November 2012.
- BAPEPAM. "Pengenalan Produk Syariah di Pasar Modal, dalam http://www.bapepam.go.id/syariah/pengenalan_produk_syariah.html. di akses tanggal 18 November 2013.
- Daily News. "Turkey Has Big Potential to be Key Sukuk Market", dalam <http://www.hurriyetdailynews.com/turkey-has-big-potential-to-be-key-sukuk-market.aspx?pageID=238&NewsCatID=344>. diakses tanggal 29 November 2013.
- Haneef, Rafe. *Recent Trends and Innovations in Islamic Debt Securities: Prospects for Islamic Profit and Loss Sharing Securities*. Cambridge: Harvard Law School, 2005.
- Hussin, Mohd Yahya Mohd et.al. "Development of Sukuk Ijarah in Malaysia", *Journal of Islamic Economics, Banking and Finance*, Volume 8, Nomor 2 (April-Juni 2012).
- IFSB. "Capital Adequacy Standard for Institution (Other Than Insurance Institution) Offering Inly Islamic Financial Service", dalam <http://www.ifsb.org/standard.ifsb2.pdf>.
- Kamali, Mohammad Hashim. *Islamic Commercial Law: An Analysis of Futures and Options*. UK: Islamic Texts Society, 2000.
- Kamil, W. A. "Introduction to Sukuk. In R. Rating", dalam *Malaysia Sukuk Market Handbook-Your Guide to the Malaysian Islamic Capital Market*. Kuala Lumpur: RAM Rating, 2008.
- Omar, Mohd Azmi, et.al. *Fundamentals of Islamic Money and Capital Market*. Singapore: Wiley and Sons, 2011.

- Parker, Mushtak. "UK Government Serious About Sukuk", *Arab News* 2007.
- Saripudin, Khairun Najmi et.al. "Case Study on Sukuk Musharakah Issued in Malaysia", *Middle-East Journal of Scientific Research*, Volume 12, Nomor 2 (2012).
- Schacht, Joseph. *An Introduction To Islamic Law*. Oxford: Oxford University Press, 1982.
- Tariq, A. A. dan Humayon Dar. "Risks Of Sukuk Structures: Implications For Resource Mobilization", *Thunder Bird International Business Review* (2007).
- Tim Kajian Pasar Sekunder Sukuk. *Pasar Sekunder Sukuk*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2012.
- Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal. *Studi Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Minat Emiten dalam Menerbitkan Sukuk di Pasar Modal*. Jakarta: Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2009.
- Vishwanath, S. R. and S. Azmi. "An Overview of Islamic Sukuk Bonds", *Journal of Structured Finance*, Volume 14, Nomor 4 (2009).
- Vogel, Frank E. dan Samuel L. Hayes III. *Islamic Law and Finance Religion Risk, and Return*. Netherland: Kluwer Law International, 1998.