

**FAKTOR DAN FITUR DALAM KEPUTUSAN PENERBITAN SUKUK  
BANK UMUM SYARIAH**

**Taufik Awaludin**  
**Fakultas Ekonomi Universitas Pamulang**  
*dosen01844@unpam.ac.id*

**ABSTRAK**

Penelitian ini bertujuan mengidentifikasi sejumlah elemen dan subelemen yang penting dalam aspek faktor dan fitur, yang mempengaruhi Bank Umum Syariah (BUS) dalam memutuskan menerbitkan sukuk. Metode penelitian yang digunakan adalah gabungan penelitian kualitatif antara studi literatur dan wawancara mendalam (*indepth interview*). Studi literatur digunakan sebagai langkah awal untuk memperoleh informasi penelitian sejenis dan membuat kerangka dan desain pertanyaan. Setelah itu, peneliti melakukan wawancara mendalam terhadap 4 praktisi Bank Umum Syariah yang telah menerbitkan sukuk. Hasil penelitian mendapatkan bahwa dalam aspek faktor yang mempengaruhi BUS dalam memutuskan menerbitkan sukuk adalah; manajemen, keuangan, regulasi dan investor. Kemudian BUS dalam menerbitkan sukuk juga akan mempertimbangkan unsur atau fitur yang melekat pada sukuk yang terdiri dari nilai emisi, jangka waktu, *return*, jaminan dan term pembayaran.

**Kata Kunci:** Sukuk, Bank Umum Syariah, Studi Literatur, Wawancara Mendalam

**ABSTRACT**

*This study aims to identify a number of elements and sub-elements that are important in the aspects of factors and features, which affect the Islamic Commercial Banks (IB) in deciding issuing sukuk. The research method is combination of qualitative research between literature studies and indepth interview. Literature study is used as a first step to obtain similar research information and create a framework and design questions. After that, researcher conducted indepth interview with 4 practitioners of Islamic Commercial Banks who have issued sukuk. The results of the study found that in the aspect of factors that affect the IB in deciding issuing sukuk, namely; management, finance, regulation and investor. Then the IB in issuing sukuk will also consider the elements or features inherent in sukuk consisting of the value of emissions, time period, return, collateral and payment terms.*

**Keywords:** Sukuk, Islamic Commercial Bank, LiteratureStudy, Indepth Interview

## PENDAHULUAN

### 1. Latar Belakang

Berdasarkan data dari *Global Islamic Financial Report (GIFR 2016)* yang diterbitkan *Islamic Development Bank*, Indonesia menempati peringkat ke-6 dibawah Malaysia, Iran, Arab Saudi, Uni Emirat Arab dan Kuwait dalam perkembangan industri perbankan syariah. Posisi Indonesia bersama kelima Negara tersebut merupakan pasar keuangan syariah yang tumbuh dan menjadi pelaku penting bagi industri keuangan syariah dunia. Dukungan Pemerintah Indonesia pun semakin kuat dengan keberadaan Komite Pengembangan Ekonomi Syariah yang dipimpin langsung oleh Presiden. Keberadaan komite tersebut semakin memperlihatkan bahwa Indonesia semakin giat untuk mengembangkan industri keuangan syariah.

Dari beberapa jenis industri keuangan syariah yang ada, industri perbankan syariah menjadi industri yang paling berkembang. Keberadaan bank syariah di Indonesia turut membantu pertumbuhan ekonomi pada sektor riil, karena bank syariah dapat berperan sebagai *commercial banking* sekaligus *investment banking*. Sampai dengan Desember 2016, total aset bank syariah mencapai Rp 279.34 Triliun atau hanya 5.56% dari total industri perbankan nasional.

Jika dilihat dari kinerja bank syariah di Indonesia pada 3 (tiga) tahun terakhir, terjadi perlambatan pertumbuhan baik dari sisi Dana Pihak Ketiga (DPK), pembiayaan, maupun jumlah aset. Tabel berikut ini memperlihatkan perkembangan Perbankan Syariah tahun 2006 s.d. 2016:

**Tabel 1. Perkembangan Pertumbuhan Bank Syariah Periode 2006-2016**

Indikasi Bank	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bank Syariah (unit)	3	3	5	6	11	11	11	11	12	12	13
Unit Perbankan Syariah (unit)	20	26	27	25	23	24	24	23	22	22	21
BPRS (unit)	105	114	131	138	150	155	158	163	163	163	166
Total aset (Rp triliun)	26.72	36.54	49.56	66.09	97.52	145.47	195.02	242.28	283.23	309.97	373.92
Total Pembiayaan (Rp triliun)	20.45	27.94	38.2	46.89	68.18	102.66	147.51	184.12	200.18	213.99	249.09
Total dana (Rp triliun)	20.67	28.01	36.85	52.28	76.04	115.41	147.51	183.53	217.86	231.18	279.34

Sumber: OJK, 2017

Berdasar Tabel 1 menunjukan DPK selama periode 2006 s.d. 2013 rata-rata pertumbuhannya 36.91%, sedangkan pada periode 2014 s.d. 2016 mengalami penurunan menjadi 12.41%. Sumber dana DPK merupakan sumber pendanaan utama bagi bank dalam menjalankan bisnisnya, jika mengalami penurunan maka bank berpotensi mengalami penurunan skala bisnis. Kemudian pada sisi pembiayaan bank syariah tumbuh 37.23% selama periode 2006 s.d. 2016, namun terjadi penurunan pertumbuhan pada 2014 s.d. 2015 menjadi 7.56%. Perlambatan pembiayaan ini dapat mengurangi peranan intermediasi perbankan syariah pada sektor riil sehingga bank syariah tidak dapat banyak berkontribusi dalam meningkatkan pertumbuhan ekonomi. Bank syariah juga mengalami perlambatan pertumbuhan aset selama 2014-2016 yaitu 10.60% dari 37.25 % selama periode 2006 s.d. 2013. Jumlah aset yang menurun menandakan bahwa bank syariah terus mengalami pengurangan *market share* dalam industri perbankan nasional.

Selain itu, selama ini bank syariah juga mengalami keterbatasan modal sehingga tidak tumbuh dengan cepat bahkan mengalami penurunan bisnis (Alamsyah 2012). Alternatif cara untuk mengatasi masalah tersebut, bank syariah perlu mencari sumber pendanaan lain yang dapat

berasal dari pihak eksternal. Sukuk merupakan salah satu cara bagi bank syariah untuk mendapatkan sumber pendanaan bagi perusahaan dari eksternal dalam meningkatkan pertumbuhan bisnisnya.

Dalam menerbitkan sukuk, manajemen bank umum syariah akan memperhatikan sejumlah faktor yang diperlukan dalam pengambilan keputusan untuk menerbitkan sukuk. Dengan menggunakan metode gabungan antara studi literatur dan wawancara mendalam (*indepth interview*), penelitian ini berupaya mengidentifikasi sejumlah elemen penting dari para praktisi perbankan syariah yang telah menerbitkan sukuk atas sejumlah faktor dan fitur yang memengaruhi mereka dalam memutuskan menerbitkan sukuk. Dengan demikian bank syariah lain yang belum menerbitkan sukuk mendapatkan pengetahuan.

## 2. Rumusan Masalah

Selama periode 2006 s.d. 2013 BUS mengalami pertumbuhan dalam jumlah DPK, pembiayaan, dan aset. Namun selama 2014 s.d. 2016, Bank Umum Syariah (BUS) mengalami perlambatan pertumbuhan jumlah DPK, pembiayaan, dan aset. Salah satu alternatif cara yang dapat dilakukan oleh BUS adalah dengan mencari sumber pendanaan lain dengan menerbitkan sukuk. Akan tetapi ternyata masih sedikit BUS yang menerbitkan sukuk. Sampai dengan Desember 2016, dari 13 BUS di Indonesia hanya 4 BUS yang telah menerbitkan sukuk, yaitu: Bank Syariah Mandiri, Bank Muamalat Indonesia, Bank Negara Indonesia Syariah, dan Bank Rakyat Indonesia Syariah. Terdapat 9 BUS lagi yang belum pernah menerbitkan sukuk. Untuk memutuskan menerbitkan sukuk, manajemen BUS akan memperhatikan sejumlah faktor dan fitur yang memengaruhi keputusan penerbitan sukuk.

## 3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah, maka penelitian ini bertujuan:

1. Mengidentifikasi sejumlah faktor yang mempengaruhi Bank Umum Syariah dalam memutuskan menerbitkan sukuk.
2. Mengidentifikasi sejumlah fitur yang mempengaruhi Bank Umum Syariah dalam memutuskan menerbitkan sukuk.

## TINJAUAN PUSTAKA

### 1. Pengertian Sukuk

Secara *etimologi* (bahasa), sukuk berasal dari bentuk jamak bahasa Arab dari kata “sakk” yang berarti sertifikat, perjanjian, atau instrumen hukum. Secara terminologi, sukuk dapat didefinisikan sebagai suatu sertifikat kepercayaan atas kepemilikan atau sertifikat investasi atas kepemilikan sesuatu, dengan masing-masing *sakk* menunjukkan kepentingan kepemilikan yang proporsional dan tidak dapat dipisahkan dalam suatu aset atau kumpulan aset.

Berdasarkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk, pengertian sukuk adalah Efek Syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu'/undivided share*) atas aset yang mendasarinya.

## 2. Perbandingan Sukuk dengan Obligasi

Wijnbergen dan Zaheer (2013), perbedaan utama antara sukuk dan obligasi konvensional adalah bahwa sukuk tidak melibatkan bunga transaksi berdasarkan karena larangan mereka disyariah. Seperti aset- konvensional *backed securities* (ABS), sukuk juga didukung oleh aset. Namun, perbedaan antara sukuk dan ABS konvensional adalah bahwa dikedua aset yang mendasari dapat menjadi aset keuangan seperti pinjaman atau piutang lain tetapi di sukuk hanya aset riil dapat digunakan sebagai jaminan. Penjualan utang tidak diperbolehkan dalam keuangan Islam, kecuali bila diperdagangkan pada par.

## 3. Jenis Sukuk

Zin (2011), sukuk dapat terstruktur bersama teknik yang berbeda. Sementara obligasi konvensional adalah janji untuk membayar pinjaman, sukuk merupakan kepemilikan parsial dalam utang (*Murabahah* sukuk), aset (*Al Ijarah* sukuk), proyek (*Al Istishna'a* sukuk), bisnis (*Al Musyarakah* sukuk) atau investasi (*Al Istithmar* sukuk). Struktur sukuk yang beragam tersebut, tidak ditemukan dalam Al- Qur'an dan Sunah namun merupakan hasil ijtihad berbasis konteks yang dikembangkan oleh para ulama dan pemikir Islam (Saeed dan Salah: 2013).

## 4. Unsur yang Terkait dengan Sukuk

Sudarsono (2008), secara unsur atau fitur, sukuk mirip dengan obligasi. Adapun unsur yang ada pada penerbitan sukuk adalah:

- a. Nilai Emisi Dalam penerbitan sukuk maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan beberapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan sukuk.
- b. Jangka Waktu Sukuk Setiap sukuk mempunyai jangka waktu jatuh tempo (*maturity*).
- c. *Return* Pendapatan Untuk menarik investor membeli sukuk, maka terdapat *return* yang didapatkan oleh investor dalam bentuk imbalan, bagi hasil, margin, dan *capital gain*.
- d. Jadwal Pembayaran *Return* Pendapatan Kewajiban pembayaran *return* pendapatan dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulanan atau semesteran.
- e. Jaminan Sukuk mengharuskan jaminan berbentuk aset perusahaan sebagai *underlying asset*. Jenis aset ditentukan oleh perusahaan dalam menawarkan emisi sukuk kepada investor.

## 5. Syarat Penerbitan Sukuk

Ada beberapa syarat yang harus dipenuhi emiten agar dapat menerbitkan sukuk. Beberapa syarat penerbitan sukuk tersebut adalah:

- a. Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No: 20/DSN-MUI/IV/2001. Fatwa tersebut menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
- b. Peringkat *investment grade*: (1) memiliki fundamental usaha yang kuat; (2) keuangan yang kuat; (3) memiliki reputasi yang baik dalam masyarakat.
- c. Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Jakarta Islamic Index/JII*.

## 6. Manfaat Penerbitan Sukuk

Pramono dan Setiawan (2006) tujuan penerbitan sukuk sebagai *benchmark* syariah, diversifikasi sumber pendanaan dan kebutuhan pembiayaan. Adapun menurut Usmani (2008), manfaat sukuk adalah:

- a. Sukuk adalah salah satu cara terbaik untuk pembiayaan perusahaan besar.
- b. Sukuk menyediakan sarana yang ideal bagi investor yang ingin menyebarkan aliran modal dan yang membutuhkan dana.
- c. Sukuk merupakan cara terbaik mengelola likuiditas bagi bank dan Lembaga Keuangan Islam.
- d. Sukuk adalah sarana untuk distribusi kekayaan yang adil karena mereka memungkinkan semua investor untuk mendapatkan keuntungan.

## 7. Kajian Penelitian Terdahulu

Sejumlah penelitian terdahulu terkait sukuk mengemukakan beberapa peluang, tantangan, manfaat dan faktor yang berkaitan dalam penerbitan sukuk, diantaranya:

### 8. Penelitian Terkait Dengan Peluang dan Tantangan Penerbitan Sukuk

Pramono dan Setiawan (2006), mengungkapkan peluang dalam menerbitkan sukuk adalah: kelebihan likuiditas dana investor negara-negara pada kawasan Timur Tengah dan sebagai alternatif pembiayaan infrastruktur, sedangkan tantangannya adalah aspek regulasi, pendukung operasional, dan infrastruktur lainnya. Armadiyanti (2013), peluang dalam menerbitkan sukuk adalah sukuk sebagai potensi penyaluran likuiditas yang aman, populasi penduduk muslim Indonesia yang besar, pertumbuhan ekonomi Indonesia yang menjanjikan dan sebagai alternatif cadangan defisit APBN dan kebijakan moneter, sedangkan tantangannya adalah terbatasnya SDM dan pemahaman pelaku pasar terhadap produk pasar modal syariah, kurangnya sosialisasi terhadap produk syariah, masih terbatasnya jenis akad dan produk pasar modal syariah, regulasi terkait pasar modal syariah yang kurang update, sulitnya pembentukan SPV dan perlakuan sukuk tidak diatur dalam PSAK Syariah.

### 9. Penelitian Terkait Dengan Manfaat dan Dampak dari Penerbitan Sukuk

Sallama (2005), mengungkapkan bahwa sukuk dapat memberikan pengaruh efisiensi biaya operasional dan pendapatan bagi hasil serta meningkatkan porsi pembiayaan *mudharabah* dan *musyarakah*. Adapun Fatwandari (2010), bahwa penerbitan obligasi turut meningkatkan faktor *CAMELS* bagi bank. Akbarullah (2011), mendapatkan bahwa sukuk yang diterbitkan memberikan dampak pada peningkatan jumlah pembiayaan yang disalurkan, peningkatan rasio-rasio keuangan pada ROE, FDR dan NIM sedangkan pada CAR terjadi penurunan. Nagano (2010), mengungkapkan bahwa penerbitan sukuk dapat digunakan untuk tujuan yang berbeda sesuai kebutuhan perusahaan. Dari penerbitan sukuk yang dilakukan, emiten dapat meningkatkan nilai pemegang saham dan produktifitas perusahaan.

### 10. Penelitian Terkait Dengan Faktor yang Memengaruhi Penerbitan Sukuk

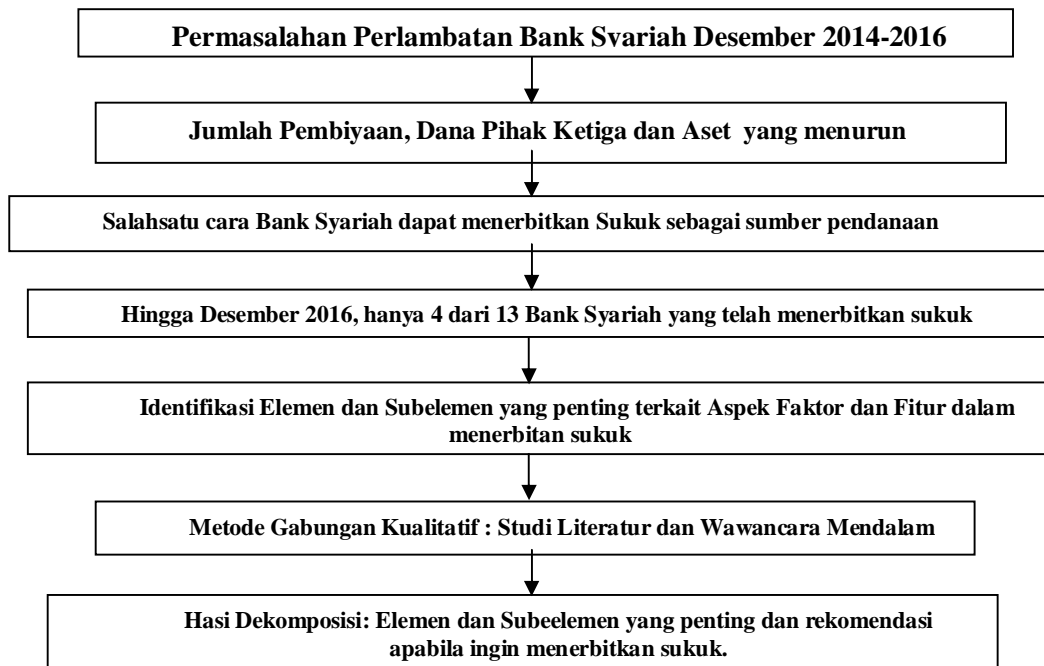
Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal Departemen Keuangan Republik Indonesia-Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (2009), mengklasifikasikan faktor-faktor yang mempengaruhi minat Emiten/PP dalam menerbitkan sukuk kedalam faktor utama dan faktor tambahan. Hasil penelitian didapatkan bahwa faktor eksternal adalah faktor yang dominan mempengaruhi Emiten/PP Sukuk dalam menerbitkan sukuk kemudian diikuti dengan faktor peraturan dan faktor internal. Faktor eksternal yang dominan adalah adanya kelebihan likuiditas di pasar (*market liquidity*) dan *market interest rate*. Sedangkan faktor peraturan yang dominan

mempengaruhi adalah adanya ketentuan bahwa aset/kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan prinsip syariah dan perlakuan perpajakan atas sukuk.

Al Saeed (2012), mengungkapkan bahwa secara perspektif, perusahaan menerbitkan sukuk sebagai diversifikasi sumber pendanaan. Kemudian secara harga sukuk dipengaruhi oleh keadaan krisis keuangan global, *benchmark LIBOR*, likuiditas dipasar sekunder dan harga pasar. Selain itu faktor yang mempengaruhi investor adalah struktur sukuk, aset yang dijamin dan transparansi yang detail terkait penerbitan sukuk. Said dan Grassa (2013), mendapatkan bahwa pertemuan banyak variabel mendorong pengembangan pasar sukuk. Faktor ekonomi makro seperti PDB per kapita, ukuran ekonomi, memiliki dampak positif dari pertumbuhan dari pasar sukuk. Selain itu, keterbukaan perdagangan juga memiliki efek positif. Kualitas regulasi memiliki dampak yang signifikan terhadap perkembangan pasar sukuk. Abdo (2014), mengungkapkan bahwa ada beberapa isu terkait dengan penerbitan sukuk, yaitu kebutuhan pasar sekunder, imbal hasil yang melihat pada *benchmark market*, standarisasi pada akad dan skema sukuk, ketersediaan aset yang dijamin dan kualitas regulasi terkait penerbitan sukuk. Shahr *et al* (2014), mendapatkan bahwa dibandingkan dengan faktor-faktor tata kelola perusahaan, karakteristik perusahaan yaitu harga saham memiliki peran yang lebih menonjol dalam menjelaskan pilihan antara utang Islam dan utang konvensional. Dewi (2011), berupaya mengidentifikasi faktor-faktor yang menjadi masalah dalam pengembangan sukuk korporasi di Indonesia yang mengklasifikasikan kriteria problem dalam kategori: emiten, investor, penunjang dan pasar. Sedangkan pada kriteria solusi dikategorikan ke dalam: fundamental, teknikal, makro strategi dan road map. Hasil penelitian menunjukkan bahwa permasalahan yang muncul terdiri dari 4 aspek penting yaitu emiten, investor, faktor penunjang, dan pasar. Masalah dalam upaya meningkatkan perkembangan sukuk korporasi secara keseluruhan diuraikan, maka menghasilkan urutan prioritas: 1) kurangnya pemahaman (emiten); 2) Pasar sekunder kurang likuid (pasar); 3) kurangnya pengetahuan dari (investor); 4) insentif (penunjang). Sedangkan prioritas solusi yang mampu menyelesaikan permasalahan terdiri dari: 1) sosialisasi intensif; 2) dorongan BUMN; 3) penyempurnaan regulasi perpajakan; 4) inovasi produk; 5) insentif. Adapun berdasar aspek problem dari hasil penelitian didapatkan bahwa aspek yang dominan adalah Emiten dan Penunjang. Faktor yang dominan dalam problem Emiten adalah kurangnya pemahaman emiten dan komitmen perusahaan dalam menggunakan sukuk sebagai alternatif sumber pendanaan jangka panjang yang utama.

### **11. Kerangka Pemikiran Penelitian**

Kerangka teori/pemikiran adalah suatu konsep model tentang bagaimana suatu teori atau membuat secara logika hubungan-hubungan antar beberapa faktor yang telah diidentifikasi, sedemikian penting terhadap permasalahan. Berdasarkan tinjauan literatur dan kajian penelitian terdahulu, penelitian ini memiliki kerangka yang digambarkan sebagai berikut:



Gambar 1. Kerangka Pemikiran Penelitian

## METODE PENELITIAN

Penelitian ini merupakan gabungan penelitian kualitatif antara studi literatur dan wawancara mendalam (*indepth interview*). Studi literatur merupakan langkah awal untuk memperoleh informasi penelitian sejenis dan membuat kerangka dan desain pertanyaan (Zed, 2004). Sedangkan metode wawancara mendalam adalah proses komunikasi atau interaksi dengan informan kunci yang dinilai memiliki pengetahuan yang luas dan memberikan informasi yang berharga untuk penelitian (Musianto, 2002).

Sebelum melakukan wawancara, peneliti terlebih dahulu mencari studi literatur yang relevan terkait masalah penelitian dari buku, laporan publikasi regulator, jurnal, tesis dan disertasi untuk mendapatkan pengetahuan yang utuh terhadap permasalahan penelitian. Setelah itu, peneliti membuat pertanyaan yang terstruktur kepada para responden. Kemudian, jawaban dari para responden direkam dan dibuat dekomposisi. Adapun pemilihan responden dalam penelitian ini dilakukan secara *purposive sampling* dan *convenience sampling*. Pengambilan sampel tersebut termasuk dalam teknik sampel *non probabilitas* (Sekaran, 2003). Responden yang dipilih adalah para praktisi perbankan syariah yang memiliki pengetahuan dan pengalaman sehingga mendapatkan wawasan teoritis (Saunders dan Thornhill, 2012). Jumlah total responden dalam penelitian berjumlah 4 (empat) orang yang terdiri dari; *Treasury Group Head* PT Bank Syariah Mandiri (BSM), *Treasury Division Head* PT Bank Muamalat Indonesia (BMI), *Treasury Manager* PT Bank Negara Indonesia Syariah (BNIS), *Treasury and International Banking Group Head* PT Bank Rakyat Indonesia Syariah (BRIS).

## HASIL DAN PEMBAHASAN

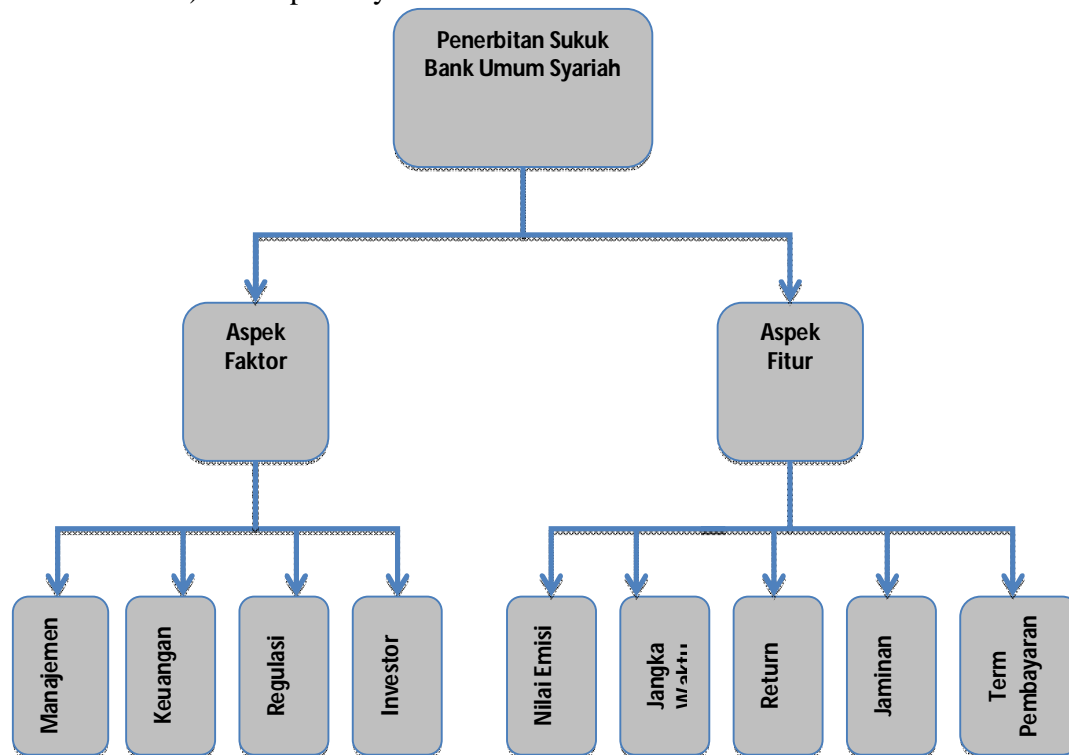
Setelah mengkaji literatur dan melakukan wawancara mendalam dari para responden, berikut gambaran aspek faktor dan fitur yang mempengaruhi Bank Umum Syariah (BUS) dalam memutuskan menerbitkan sukuk, yaitu:

### 1. Aspek Faktor

Secara aspek faktor yang mempengaruhi BUS dalam memutuskan menerbitkan sukuk adalah; a). Manajemen, b). Keuangan, c). Regulasi dan d). Investor.

### 2. Aspek Fitur

BUS dalam menerbitkan sukuk tentu akan mempertimbangkan unsur atau fitur yang melekat pada sukuk. Secara fitur sukuk terdiri dari a). Nilai emisi, b). Jangka waktu, c). *Return*, d). Jaminan dan e). Term pembayaran *return*.



Gambar 2. Elemen Pada Aspek Faktor dan Fitur

Adapun dalam Aspek Faktor terdapat sub-elemen dengan rincian sebagai berikut:

#### a). Faktor Manajemen

Dalam faktor manajemen, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). *Averse selection*/ besaran *cost of fund* (COF), ii). Performa keuangan dan iii). Pengetahuan sumber daya manusia (SDM). *Averse selection*/ besaran COF menunjukkan preferensi BUS untuk menyeleksi biaya modal atas sumber pendanaan perusahaan. Sukuk merupakan salah satu instrumen pendanaan dalam pasar modal syariah yang memiliki biaya modal relatif mahal bagi BUS. Apabila manajemen merasa COF sukuk dapat diimbangi dengan pendapatan yang berasal dari *project* pembiayaan, maka manajemen akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Adapun performa keuangan menunjukkan kondisi keuangan perusahaan secara keseluruhan yang terlihat dalam laporan keuangan tahunan. Apabila manajemen merasa kondisi keuangan memerlukan tambahan dana dengan instrumen



sukuk, maka manajemen akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Kemudian pengetahuan SDM menunjukkan ketersediaan SDM dalam perusahaan yang memiliki pengetahuan terkait pasar modal syariah. Apabila BUS memiliki ketersediaan SDM tersebut, maka manajemen akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk.

b). Faktor Keuangan

Dalam faktor keuangan, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). Kondisi profitabilitas, ii). Kondisi likuiditas dan iii). Kondisi permodalan. Kondisi profitabilitas menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba dan menunjukkan kinerja usaha perusahaan. Apabila perusahaan memiliki kondisi profitabilitas yang tinggi, maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Adapun kondisi likuiditas menunjukkan posisi likuiditas terkait perbandingan antara sumber DPK dengan pembiayaan yang disalurkan. Apabila perusahaan merasa membutuhkan tambahan dana untuk meningkatkan likuiditas, maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Kemudian kondisi permodalan menunjukkan posisi rasio *capital adequacy ratio* (CAR) yang terjadi dalam perusahaan. Apabila posisi rasio CAR BUS rendah, maka BUS akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk.

c). Faktor Regulasi

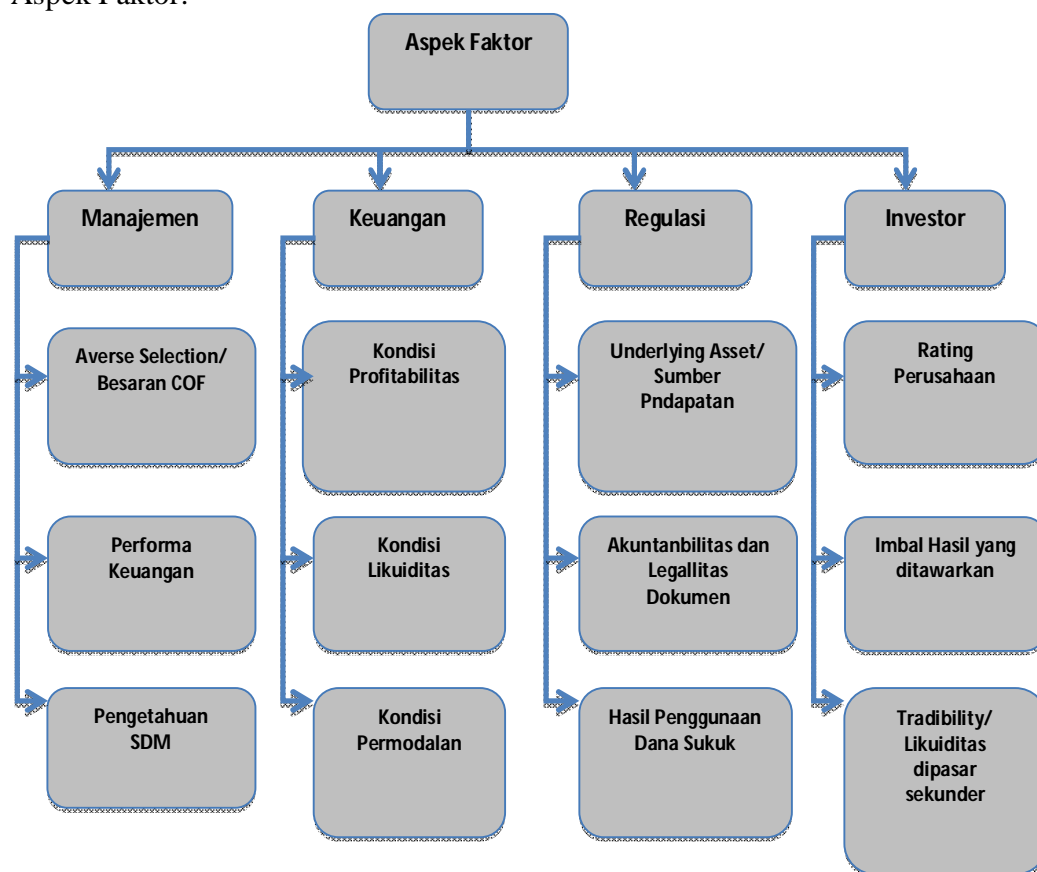
Dalam faktor regulasi, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). *Underlying asset/* sumber pendapatan, ii). Akuntabilitas dan legalitas dokumen, dan iii). Hasil penggunaan dana sukuk. *Underlying asset/* sumber pendapatan menunjukkan ketersediaan aset/ sumber pendapatan yang mendasari penerbitan sukuk. Apabila perusahaan memiliki *underlying asset* yang memadai maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Adapun akuntabilitas dan legalitas dokumen menunjukkan kesiapan perusahaan dalam memenuhi ketentuan transparansi data dan dokumen yang terkait dalam penerbitan sukuk. Apabila perusahaan bersedia serta memiliki kesiapan dalam memenuhi ketentuan tersebut, maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Kemudian hasil penggunaan dana sukuk menunjukkan kesediaan dan kemampuan perusahaan dalam menggunakan dana hasil sukuk sesuai dengan tujuan penerbitan yang tercantum dalam prospektus sukuk. Dana hasil sukuk dapat digunakan untuk memperkuat modal dan meningkatkan pembiayaan perusahaan. Apabila BUS mampu memenuhi ketentuan tersebut, maka BUS akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk.

d). Faktor Investor

Dalam faktor investor, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan atau mempengaruhi, yaitu i). *Rating* perusahaan, ii). Imbal hasil yang ditawarkan dan iii). *Tradibility/* likuiditas dipasar sekunder. *Rating* perusahaan menunjukkan posisi *rating* investasi yang dimiliki oleh perusahaan. *Rating* dengan nilai *investment grade* yang baik akan dinilai memenuhi kriteria investasi yang aman bagi investor. Apabila perusahaan memiliki *rating* yang baik, maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Adapun imbal hasil yang ditawarkan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam menawarkan imbal hasil yang menarik bagi investor. Imbal hasil yang kompetitif akan dinilai memenuhi kriteria investasi yang menguntungkan bagi investor. Apabila perusahaan mampu menawarkan imbal hasil yang cukup kompetitif maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk. Kemudian *tradibility/* likuiditas dipasar sekunder menunjukkan kemampuan sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan memiliki kelayakan untuk diperdagangkan pada pasar sekunder

sehingga dinilai *tradable* oleh investor. Apabila perusahaan mampu menerbitkan sukuk yang *tradable*, maka perusahaan akan mempertimbangkan memutuskan menerbitkan sukuk.

Berikut pada Gambar 3 memperlihatkan secara ringkas, sub-elemen yang terdapat pada Aspek Faktor:



Gambar 3. Sub-Element Pada Aspek Faktor

Adapun dalam Aspek Fitur terdapat sub-elemen dengan rincian sebagai berikut:

a). Fitur Nilai Emisi

Dalam fitur nilai emisi, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan, atau mempengaruhi, yaitu i). Kebutuhan tambahan dana, ii). Kemampuan bayar perusahaan, dan iii). Kondisi makroekonomi. Kebutuhan tambahan dana menunjukkan besaran kebutuhan tambahan dana bagi perusahaan. Dana yang terkumpul dapat dimanfaatkan untuk kebutuhan modal atau ekspansi pembiayaan. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran nilai emisi dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi seberapa besar kebutuhan tambahan dana yang diperlukan. Adapun kemampuan bayar perusahaan menunjukkan kemampuan perusahaan dalam membayar kembali dana investor pada saat jatuh tempo pengembalian sukuk (*maturity*). Kemampuan bayar ini agar menghindari terjadinya *default risk*. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran nilai emisi dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi kemampuan perusahaan dalam melunasi dana investor pada saat sukuk telah jatuh tempo (*maturity*). Kemudian kondisi makroekonomi menunjukkan kondisi makroekonomi yang sedang atau akan terjadi. Kondisi makroekonomi memiliki pengaruh terhadap daya serap pasar

terkait nilai emisi yang diterbitkan. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran nilai emisi dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi keadaan makroekonomi yang sedang atau akan terjadi. Apabila kondisi makroekonomi baik, maka perusahaan semakin percaya diri dalam menentukan besaran nilai emisi.

b). Fitur Jangka Waktu

Dalam fitur jangka waktu, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan, atau mempengaruhi, yaitu i). Reputasi/ *size* perusahaan, ii). Besaran *nisbah* bagi hasil/*fee*/jasa, dan iii). pengelolaan *mismatch*. Reputasi/ *size* perusahaan menunjukkan reputasi/ *image* perusahaan atau *size* perusahaan yang dilihat dari total aset yang dimiliki. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka lamanya jangka waktu dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi oleh reputasi/ *size* yang melekat pada perusahaan. Apabila reputasi/ *size* perusahaan dinilai baik oleh investor, maka perusahaan semakin percaya diri dalam menentukan lamanya jangka waktu penerbitan sukuk. Adapun besaran nisbah bagi hasil/*fee*/jasa menunjukkan besaran nisbah bagi hasil/*fee*/jasa yang disepakati bersama dengan investor dalam prospektus sukuk. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka lamanya jangka waktu dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi besaran nisbah bagi hasil/*fee*/jasa yang telah disepakati. Kemudian pengelolaan *mismatch* menunjukkan perihal pengelolaan *mismatch* yang terjadi antara rata-rata jangka waktu DPK dengan pembiayaan/ proyek yang ada. Pertimbangan dalam mengelola *mismatch* ini menentukan pilihan bagi BUS dalam menentukan lamanya jangka waktu penerbitan sukuk.

c). Fitur *Return*

Dalam fitur *return*, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan, atau mempengaruhi, yaitu i). Ekspektasi investor, ii). *Benchmark market* dan iii). Jenis/ kinerja aset (*financing project*). Ekspektasi investor menunjukkan ekspektasi terkait harapan pengembalian yang diinginkan oleh investor. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran *return* dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi harapan pengembalian yang diinginkan oleh investor. Apabila perusahaan mampu memenuhi hal tersebut, maka BUS semakin percaya diri dalam menentukan besaran *return*. Adapun *benchmark market* menunjukkan pertimbangan dalam membandingkan *return* sukuk yang ada pada pasar sukuk lokal. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran *return* dalam penerbitan sukuk, dipengaruhi oleh *benchmark return* yang ada pada pasar lokal sukuk. Apabila perusahaan mampu memenuhi hal tersebut, maka perusahaan semakin percaya diri dalam menentukan besaran *return*. Kemudian jenis/ kinerja aset (*financing project*) menunjukkan pilihan jenis aset atau kinerja aset yang menjadi sumber pendapatan dalam penerbitan sukuk. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk, maka besaran *return* dalam penerbitan sukuk, berdasarkan jenis/ kinerja pembiayaan yang menjadi sumber pendapatan dalam penerbitan sukuk.

d). Fitur Jaminan

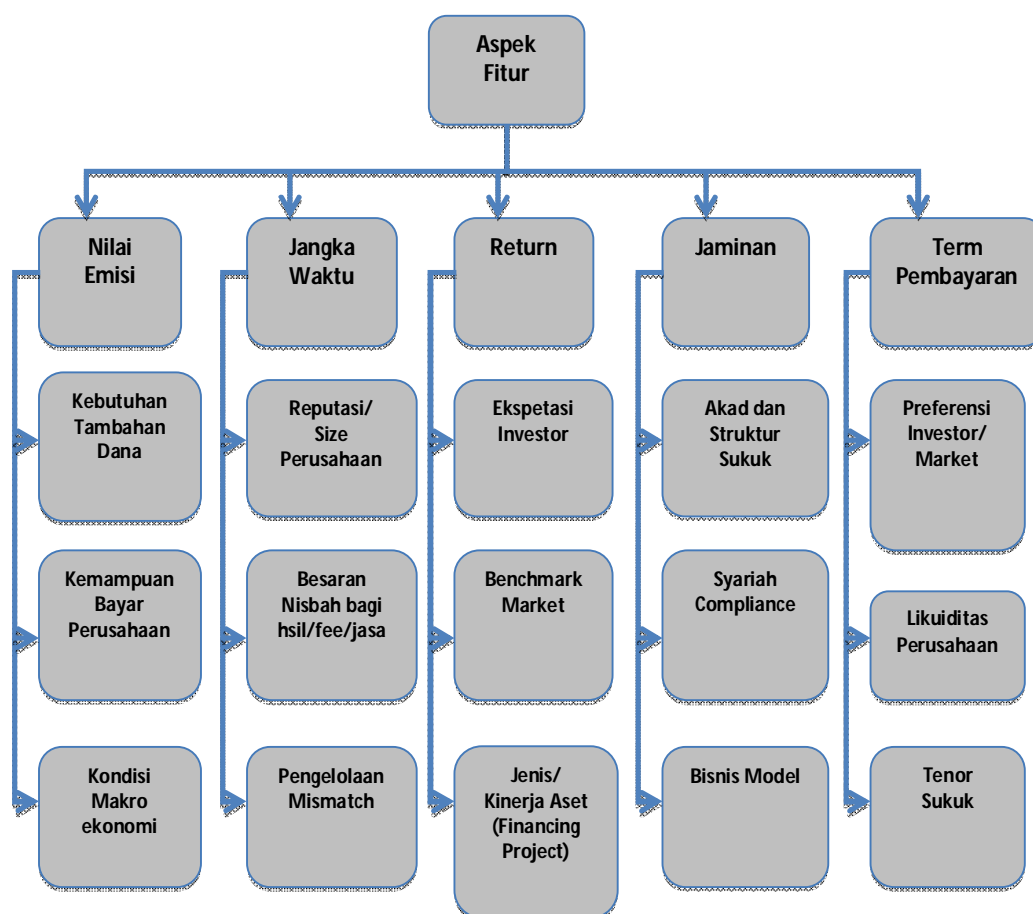
Dalam fitur jaminan, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan, atau mempengaruhi, yaitu i). Akad dan struktur sukuk, ii). *Syariah compliance*, dan iii). Bisnis model. Akad dan struktur sukuk menunjukkan pilihan akad dan struktur/skema atas sukuk yang diterbitkan. Dalam hal ini apabila perusahaan memutuskan menerbitkan sukuk maka jaminan sukuk ditentukan berdasarkan akad dan struktur sukuk. Adapun *syariah compliance* menunjukkan bahwa perusahaan memperhatikan kepatuhan atas prinsip syariah (*syariah compliance*) atas jaminan yang diberikan oleh perusahaan dalam penerbitan sukuk. Kemudian Bisnis model menunjukkan bahwa perusahaan mempertimbangkan portofolio/ segmentasi bisnis

dalam sumber DPK dan proyek pembiayaan yang sudah atau akan dilakukan sehingga jaminan yang dijadikan sumber pendapatan atas penerbitan sukuk berdasarkan model bisnis yang dominan dimiliki oleh perusahaan.

e). Fitur Term Pembayaran

Dalam fitur term pembayaran, terdapat 3 (tiga) sub-elemen yang menjadi pertimbangan, atau mempengaruhi, yaitu i). Preferensi investor/ *market*, ii). Likuiditas perusahaan dan iii). Tenor sukuk. Preferensi investor/ *market* menunjukkan bahwa perusahaan dalam menentukan term pembayaran *return* (imbal hasil), memperhatikan preferensi investor atau kelaziman term yang ada di pasar atau berdasarkan ketentuan yang berlaku. Adapun likuiditas perusahaan menunjukkan bahwa perusahaan memperhatikan kemampuan likuiditas terkait arus kas (*cashflow*) perusahaan dalam menentukan term pembayaran *return*. Kemudian tenor sukuk menunjukkan bahwa perusahaan dalam menentukan term pembayaran *return* (imbal hasil), memperhatikan lamanya waktu penerbitan sukuk.

Berikut pada Gambar 4, memperlihatkan secara ringkas sub-elemen yang terdapat pada Aspek Fitur:



Gambar 4. Sub-Element Pada Aspek Fitur

## PENUTUP

### 1. Kesimpulan

Berdasarkan hasil penelitian, didapatkan kesimpulan bahwa:

- a). Aspek faktor yang mempengaruhi BUS dalam memutuskan menerbitkan sukuk adalah; i). Manajemen, ii). Keuangan, iii). Regulasi dan iv). Investor. Subelemen yang penting bagi bank syariah dalam memutuskan menerbitkan sukuk pada Faktor Manajemen: *averse selection*/ besaran *cost of fund*, performa keuangan, dan pengetahuan SDM. Pada Faktor Keuangan: kondisi profitabilitas, kondisi likuiditas, dan kondisi permodalan. Dalam Faktor Regulasi: *underlying asset*/sumber pendapatan, akuntabilitas dan legalitas dokumen, dan hasil penggunaan dana sukuk. Pada Faktor Investor: *rating* perusahaan, imbal hasil yang ditawarkan, dan *tradibility*/likuiditas di pasar sekunder.
- b). BUS dalam menerbitkan sukuk tentu akan mempertimbangkan unsur atau fitur yang melekat pada sukuk, terdiri dari i). Nilai emisi, ii). Jangka waktu, iii). *Return*, iv). Jaminan, dan v). Term pembayaran *return*. Subelemen yang penting bagi bank syariah dalam memutuskan menerbitkan sukuk pada Fitur Nilai Emisi: kebutuhan tambahan dana, kemampuan bayar perusahaan, dan kondisi makroekonomi. Pada Fitur Jangka Waktu: reputasi/*size* perusahaan, besaran nisbah bagi hasil/*fee*/jasa, dan pengelolaan *mismatch*. Pada Fitur *Return*: ekspektasi investor, *benchmark market*, dan jenis/kinerja aset (*financing project*). Pada Fitur Jaminan: akad dan struktur sukuk, *syariah compliance*, dan model bisnis. Pada Fitur Term Pembayaran: preferensi investor/*market*, likuiditas perusahaan, dan tenor sukuk.

### 2. Saran

Penelitian ini merupakan penelitian awal yang berusaha mengidentifikasi faktor dan fitur yang mempengaruhi emiten dalam memutuskan menerbitkan sukuk. Saran yang dapat diberikan adalah:

- a). Bank syariah yang belum menerbitkan sukuk.

Untuk menerbitkan sukuk, BUS perlu memperhatikan aspek internal yaitu persiapan manajemen dan kondisi keuangan serta aspek eksternal yaitu kesiapan dalam memenuhi regulasi terkait penerbitan sukuk dan kesiapan untuk menarik minat investor. Kemudian dalam Fitur Nilai Emisi, bank umum syariah perlu memperhatikan kebutuhan tambahan dana, kemampuan bayar perusahaan dan kondisi makro ekonomi. Dalam hal ini BUS sedapat mungkin terlebih dahulu sudah mendapatkan MOU kerjasama proyek pembiayaan baik dengan sektor usaha BUMN maupun sektor swasta lainnya.

- b). Regulator

Untuk meningkatkan emisi sukuk pada BUS, hal yang dapat dilakukan oleh regulator yaitu memberikan insentif dalam mengurangi pajak dan biaya penerbitan sukuk.

- c). Peneliti berikutnya

Penelitian berikutnya dapat dilakukan terhadap lembaga keuangan syariah atau jenis korporasi yang lain. Selain itu, penelitian juga dapat mengidentifikasi elemen penting dari sudut pandang investor terhadap penerbitan sukuk. Penelitian berikutnya dapat juga mengidentifikasi elemen dan subelemen yang dominan dari Aspek Faktor dan Fitur dengan menggunakan metode lain seperti ANP atau analisis faktor.

**DAFTAR PUSTAKA**

- Abdo, A. *A Critical Review of the Sukuk Market A Qualitative Study to identify Current Risks and Opportunities*. Disertasi Dublin Business School.2014.
- Akbarullah, M.H. *Dampak Penerbitan Sukuk Terhadap Kinerja Bank Syariah (Studi Kasus Pada PT Bank Syariah Mandiri)*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia.2011.
- Al Saeed, K.S. *Sukuk Issuance in Saudi Arabia: Recent Trends and Positive Expectations*. Inggris: Tesis Durham University.2012
- Amir, A. *Pengaruh SBI, Kurs, IHSG, ROA, dan Leg 1 Harga Obligasi terhadap Harga Obligasi Konvensional dan Syariah*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia.2007.
- Armadiyanti, P. *Peluang dan Tantangan Perkembangan Obligasi Syariah (Sukuk) di Indonesia*. Surabaya: Jurnal Universitas Negeri Surabaya.2013
- Dewi, N. Bogor: STIE TAZKIA, *Jurnal Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6 No. 2 Agustus- Desember 2011.
- Diaw, A., Obiyathulla I.B., Ahcene, L. *Incentive-Compatible Sukuk Musharakah for Private Sector Funding*. International Centre for Education in Islamic Finance. MPRA Paper No. 46009, posted 20 April 2013.
- Fatwandari, R.J. *Analisis Pengaruh Penerbitan Obligasi dan Penawaran Umum Terbatas Terhadap penilaian CAMELS PT Bank XYZ, Tbk*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia.2010
- Hwang, O.I.L, Heshmati, S.A.J. *Analysis of Product Efficiency in the Korean Automobile Market from a Consumer's Perspective*. Springer.2009
- Jobst, A., Peter, K., Paul S.M, Amadou, S. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, Vol. 1, No. 4, pp. 330-344, 2008.
- Musianto, L.S. *Perbedaan Pendekatan Kuantitatif dengan Pendekatan Kualitatif dalam Metode Penelitian*. *Jurnal Manajemen dan Kewirausahaan* Vol.4, No.2. September 2002.
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan The Determinants of Sukuk Market Development: Does Macroeconomic Factors Influence the Construction of Certain Structure of Sukuk?.* Sukuk.2015
- [OJK] Otoritas Jasa Keuangan. *Laporan publikasi statistik perbankan syariah*:Jakarta.2017
- Prabowo, T. *Analisa Pengaruh Perubahan Struktur Modal dan Imunisasi Suku Bunga akibat Penerbitan Obligasi Subordinasi*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia.2003.
- Pramono, M.I.S, Setiawan, A.A. *Obligasi Syariah (Sukuk) Untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*. Jakarta: Jurnal SEBI Research Center.2006
- Saeed, A., Salah, O. *Development of Sukuk: Pragmatic and Idealist Approaches to Sukuk Structures*. *Journal of International Banking Law and Regulation*.2013.
- Said, A., Grassa, R. *Journal of Applied Finance & Banking*, vol. 3, no. 5, 2013, 251-267 ISSN: 1792-6580 (print version), 1792-6599 (online) Scienpress Ltd, 2013.
- Sallama, N.I. *Pengaruh Penerbitan Obligasi Subordinasi Terhadap Pembiayaan dan Kinerja Bank Syariah (Studi Kasus Bank Muamalat Indonesia)*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia. 2005
- Saunders, M.L, Thornhill, A.P. *Research Methods For Business Students*. 6th Edition. England: Pearson Education Limited.2012
- Sekaran, U. *Research Method for Business: A skill Building Approach*. Fourth Edition. NJ. John Wiley & Sons, Inc.2003

- Setiawan, D.L. *Analisa Pengaruh Perubahan Struktur Modal Sebelum dan Sesudah Penerbitan Obligasi Terhadap Kinerja Perbankan*. Jakarta: Tesis Universitas Indonesia.2003.
- Shahar, H.B.K., Ibrahim, Y., Mohd, K.N.T. *Firms' Issuing Choice between Islamic and Conventional debt: Does Corporate Governance Structure Matter?*. Prosiding Persidangan Kebangsaan Ekonomi Malaysia ke-9 (2014) 366 - 373 ISSN: 2231-962X.2014
- Shaikh, S.A. *Financing Public Infrastructure Using Sovereign Sukuk*. Journal of Islamic Banking and Finance Jan – March 2015.
- Sudarsono. Heri. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Yogyakarta: EKONISIA.2008.
- Wijnbergen, S.V., Zaheer, S. *Sukuk Defaults: On Distress Resolution in Islamic Finance*, Tinbergen Institute Discussion Paper, No. 13-087/VI/ DSF57.2013
- Zarqa, M.A. *Istisna Financing of Infrastructure Projects*, in Ausaf Ahmad and Tariqullah Khan (eds), *Islamic Financial Instruments for Public Sector Resource Mobilization*, Jeddah: Islamic Research and Training Institute.1997
- Zed, M. *Metode Penelitian Kepustakaan*. Yayasan Obor Indonesia.2004.
- Zin, M.M.Z. *The Effectiveness of Sukuk in Islamic Finance Market*. Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 5(12): 472-478, 2011 ISSN 1991-8178.2011