

Hasil Penelitian

STRATEGI PENGEMBANGAN SUKUK KORPORASI DI INDONESIA: METODE ANALYTICAL HIERARCHY PROCESS

(STRATEGY OF COORPORATION SUKUK DEVELOPMENT IN INDONESIA: ANALYTICAL HIERARCHY PROCESS METHOD)

Lokot Zein Nasution

Pusat Kebijakan Sektor Keuangan, Badan Kebijakan Fiskal, Kementerian Keuangan RI
Gedung R.M Notohamiprodjo, Jl. DR. Wahidin No. 1 Jakarta 10710
Email: lokot.nasution@yahoo.com

Diterima: 11 Januari 2017; Direvisi: 18 April 2017; Disetujui: 20 April 2017

ABSTRAK

Dalam skala global, laju pertumbuhan sukuk korporasi berjalan sangat pesat. Namun, tren perkembangan di tingkat domestik berjalan sangat lambat. Oleh karena itu, penelitian ini berusaha menemukan akar masalah serta strategi pengembangan sukuk korporasi di Indonesia. Berdasarkan metode analisis akar masalah, penelitian ini menemukan tiga aspek utama penghambat laju pertumbuhan sukuk di Indonesia, yaitu: (i) akibat karakteristik sukuk yang belum banyak dipahami oleh pelaku pasar; (ii) akibat persoalan dari sisi supply; dan (iii) akibat persoalan dari sisi demand. Akar persoalan fase pertama terdiri dari lima faktor, yaitu: (i) biaya penerbitan sukuk masih mahal; (ii) terbatasnya likuiditas sukuk di pasar sekunder; (iii) karakteristik struktur sukuk yang kompleks; (iv) kompleksnya dokumen penerbitan sukuk; dan (v) rendahnya variasi akad sukuk. Akar persoalan fase kedua terdiri dari lima faktor, yaitu: (i) kurangnya pemahaman dari investor akan karakter sukuk; (ii) kurangnya pemahaman dari emiten akan karakter sukuk; (iii) belum terpetakannya basis investor; (iv) standar akuntansi masih belum jelas; dan (v) rendahnya variasi akad. Sementara akar persoalan fase ketiga terdiri dari empat faktor, yaitu: (i) belum tersedianya profesi penunjang dalam pasar sukuk; (ii) rendahnya sosialisasi dan edukasi atas informasi mengenai persukukan; (iii) belum tersedianya industri pendukung; dan (iv) terbatasnya kualitas SDM para pelaku sukuk. Berdasarkan analisis Analytical Hierarchy Process (AHP), usulan strategi pengembangan terdiri dari tiga saran prioritas, yaitu: (i) membuat regulasi mengenai profesi penunjang di pasar sukuk; (ii) membuat regulasi sosialisasi dan edukasi mengenai instrumen sukuk; dan (iii) menyediakan industri pendukung atas pasar sukuk. Hasil ini dapat menjadi acuan dalam rangka menciptakan strategi yang tepat untuk mendorong pengembangan sukuk korporasi dalam jangka panjang.

Kata kunci: karakteristik sukuk, persoalan supply, persoalan demand

ABSTRACT

On a global scale, the growth rate of corporate sukuk goes great. However, the trend of development at the domestic level is running very slowly. Therefore, this research succeeded in finding the root of the problem and the development strategy of corporate sukuk in Indonesia. Based on the results of sukuk not yet drawn much by market participants; (i) due to problems from supply side; and (ii) due to problems from side requests. The first root, namely: (i) the cost of issuance of sukuk is still expensive; (ii) limited sukuk liquidity in the secondary market; (iii) characteristics of complex sukuk structures; (iv) the complexity of the sukuk document; and (v) low variation of sukuk contract. The root of the second phase event consists of five factors, namely: (i) investor's understanding of the sukuk character; (ii) the value of the issuer of the sukuk character; (iii) unpublished investor base; (iv) accounting standards are still unclear; And (v) low variation of contract. Meanwhile, due to: (i) the unavailability of supporting profession in the sukuk market; (ii) the lack of socialization and education on information about the association; (iii) unavailability of supporting industries; and (iv) the limited quality of human resources of the sukuk principals. Based on the Analytical Hierarchy Process (AHP) analysis, namely: (i) establishing regulation concerning the supporting profession in the sukuk market; (ii) to make regulation of socialization and education concerning sukuk instruments; and (iii) provide supporting industries for the sukuk market. These results can serve as a reference in

strategies for strengthening appropriate strategies to foster sukuk development over the long term

Keywords: *sukuk characteristic, supply problems, demands problems*

PENDAHULUAN

Dalam skala global, keuangan berbasis syariah tumbuh sangat pesat. Pertumbuhan asetnya diperkirakan mencapai di atas 2 triliun USD, dan *market share* lembaga keuangan syariah diperkirakan di atas angka 3%, bahkan akan terus tumbuh signifikandi tahun-tahun mendatang. Menurut Nugroho (2015), pasar keuangan syariah global diperkirakan naik sekitar 25 persen setiap tahunnya. Salah satu bentuk instrumen keuangan syariah yang banyak diterbitkan adalah sukuk. Sukuk telah diterima secara universal, bukan saja di kawasan Timur Tengah atau negara-negara berbasis muslim, tetapi juga Eropa, Amerika, dan Asia. Sukuk menjadi alternatif bagi para pihak yang membutuhkan pembiayaan dan investasi. Investor juga menangkap peluang sukuk atas dasar basis syariah sebagai investasi yang menguntungkan.

Perkembangan total emisi sukuk secara global mulai tahun 2001 hingga tahun 2012 mengalami peningkatan yang signifikan. Jika dihitung mulai tahun 1996 hingga 2013, total sukuk yang telah diterbitkan di dunia mencapai 488.2 milyar USD (OJK, 2015). Beberapa negara utama dengan rata-rata porsi terbesar sebagai penerbit sukuk mulai tahun 1996-2013 adalah Malaysia (65,6%), Uni Arab Emirat (12,2%), dan Saudi Arabia (6,2%). Sementara Indonesia di urutan keenam (3,3%), setelah Qatar (4,4%) dan Bahrain (3,8%). Meski perkembangan sukuk global cukup signifikan dan Indonesia berada di urutan keenam, tetapi perkembangan sukuk di Indonesia sebenarnya masih sangat jauh dibandingkan obligasi konvensional. Hal ini diperkuat oleh Fatah (2011), bahwa meski mempunyai potensi dan prospek yang baik, perkembangan sukuk di Indonesia sebenarnya dapat dikategorikan sangat lambat.

Sukuk yang perkembangannya sangat lambat adalah sukuk korporasi. Selama kurun waktu lima tahun terakhir (2011-2015), total sukuk korporasi mengalami perkembangan yang cenderung lambat dan berbanding terbalik dengan total sukuk negara dan obligasi konvensional. Pada tahun 2011, nilai sukuk korporasi yang beredar sebesar Rp. 6,12 triliun, dan hanya naik sedikit menjadi Rp. 7,11 triliun pada tahun 2015. Bandingkan dengan nilai total sukuk negara dan obligasi konvensional yang beredar pada tahun 2011 sebesar Rp. 114,97 triliun dan melonjak tajam menjadi Rp. 223,46 triliun pada tahun 2015. Dengan demikian, laju pertumbuhan sukuk korporasi selama lima

tahun terakhir hanya sebesar 16,1%, berbanding jauh dengan total sukuk negara dan obligasi konvensional yang mencapai 94,63%.

Nilai emisi sukuk korporasi masih kalah jauh dengan sukuk negara dan juga dengan nilai emisi obligasi konvensional korporasi. Kondisi ini diperkuat oleh Rahmany (2010), bahwa penerbitan sukuk memang menunjukkan peningkatan, tetapi sukuk korporasi masih sangat rendah, berbanding terbalik dengan sukuk negara. OJK (2016) juga mengungkapkan bahwa sejak awal diterbitkannya sukuk korporasi pada tahun 2002 hingga akhir 2015, *market share* terhadap pasar obligasi konvensional dan sukuk masih belum mencapai 5%.

Padahal di level global, penerbitan sukuk lebih didominasi oleh jenis sukuk korporasi (IIFM, 2013). Pada tahun 2008, nilai emisi sukuk korporasi mencapai USD 1.180 Juta, dibandingkan dengan sukuk negara yang hanya USD 800 Juta. Kemudian pada tahun 2012 yang total nilai emisi sukuk korporasi mencapai USD 8.280 Juta, padahal nilai emisi sukuk negara hanya USD 3.950 Juta. Kondisi domestik dan perbandingan dengan tingkat global di atas mengindikasikan bahwa terdapat masalah tertentu yang menghambat pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Secara teoritis, beberapa permasalahan sukuk korporasi muncul dari faktor internal perusahaan, faktor eksternal (pasar), dan kondisi regulasi. Ketiganya mempengaruhi tingkat *supply* dan *demand* sehingga menentukan tingkat pertumbuhan sukuk korporasi. Mengingat pasar sukuk korporasi sebenarnya mempunyai potensi yang besar, akan tetapi masih dihadapkan pada pertumbuhan yang relatif lambat, maka penelitian ini berupaya untuk menganalisis permasalahan yang muncul sebagai penghambat pertumbuhan sukuk korporasi. Analisis permasalahan sangat penting dalam rangka menciptakan strategi yang tepat untuk mendorong pengembangan sukuk korporasi di Indonesia.

Berdasarkan latar belakang di atas, maka penelitian ini mempunyai tujuan pada dua hal, yaitu: a) menguraikan faktor-faktor penghambat laju pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia; dan, b) merumuskan strategi dan kebijakan yang tepat bagi pengembangan sukuk korporasi di Indonesia. Rumusan strategi dan kebijakan ini dipecah menjadi dua sub-tujuan, yaitu: a) mengevaluasi respon *supply* dan *demand* sukuk korporasi; dan, b) merumuskan rekomendasi

kebijakan peraturan kepada Menteri Keuangan untuk mengembangkan sukuk korporasi di Indonesia.

METODE

Penelitian ini menggunakan pendekatan deskriptif evaluatif, yang bertujuan untuk mengumpulkan informasi mengenai status suatu gejala yang ada, yaitu keadaan menurut apa adanya pada saat penelitian dilakukan (Tobin et.al, 2003). Gejala yang dimaksud adalah persoalan lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, sangat diametral dengan sukuk negara dan obligasi korporasi. Kondisi sekarang ini kemudian akan dievaluasi berdasarkan ketepatan kondisi yang ideal, yakni berdasarkan acuan teoritis. Dalam kondisi ideal,

pertumbuhan sukuk korporasi seharusnya sebanding dengan sukuk negara atau dengan obligasi korporasi, karena potensi pasarnya sangat tinggi. Bahkan di tingkat global, sukuk korporasi lebih mendominasi daripada sukuk negara.

Menemukan faktor-faktor permasalahan lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi diperoleh melalui data primer dengan penyebaran kuesioner dan dilanjutkan dengan diskusi dalam rangka *cross check* dan pendalaman informasi. Metode penentuan informan dilakukan dengan menggunakan *purposive sampling*, yaitu mengambil (dengan menentukan kriteria tertentu) informan yang ahli atau kompeten di bidang sukuk, baik sebagai praktisi maupun regulator.

Tabel 1. Kategori Responden dan Daftar Nama Responden

No	Kategori Responden	Daftar Nama Responden
1	Investor sukuk korporasi	1. Ditjen Pajak, Kementerian Keuangan, RI 2. DJPPR, Kementerian Keuangan, RI
2	Emiten yang sudah menerbitkan sukuk korporasi	3. OJK 4. PT. Indosat, Tbk (Persero) 5. PT. PLN (Persero)
3	Emiten yang belum menerbitkan sukuk korporasi	6. PT. PELINDO II (Persero) 7. BPJS Ketenagakerjaan
4	OJK (Otoritas Jasa Keuangan)	8. PT. Bank Central Asia, Tbk 9. PT. XL Axiata, Tbk
5	DJPPR (Ditjen Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko)	10. PT. Adira Dinamika Multifinnc, Tbk 11. PT. Mandiri Sekuritas 12. PT. Maybank Indonesia, Tbk
6	Penjamin emisi efek	13. PT. Maybank GMT Asset Management 14. PT. Mybank Kim Eng
7	Ditjen pajak	15. PT. Danareksa Investment Management

Responden praktisi maupun regulator dalam penelitian ini dibedakan menjadi tujuh kriteria dan 16 daftar responden, yaitu menggali informasi melalui kuesioner dan diskusi pada masing-masing responden di atas dilakukan dengan sistematika sebagai berikut:

- Langkah pertama, peneliti menggali informasi dari masing-masing responden, dirancang kuesioner yang dalam penyusunannya dibedakan menjadi tiga aspek pertanyaan, yaitu aspek internal perusahaan, aspek eksternal perusahaan, dan aspek regulasi. Aspek internal perusahaan menyangkut lingkungan institusi atau perusahaan yang bersangkutan baik emiten maupun investor, aspek eksternal perusahaan adalah kondisi pasar atau kondisi diluar kendali perusahaan, dan aspek regulasi menyangkut beberapa peraturan terkait dengan sukuk korporasi.

- Langkah kedua, peneliti melakukan analisis deskripsi tahap awal sebagai bahan diskusi dengan masing-masing responden.
- Langkah ketiga, peneliti berkunjung ke masing-masing responden untuk melakukan kegiatan diskusi. Fungsi diskusi ini sangat penting dalam memperdalam (*indepth*) dan menggali informasi melalui beragam pertanyaan terbuka.
- Langkah keempat, peneliti melakukan analisis tahap kedua. Fungsi analisis tahap kedua adalah mengakomodasi dua analisis sekaligus, yakni analisis deskripsi tahap awal dan pendalaman informasi melalui diskusi yang sudah dilakukan.

Ada dua metode yang dipakai dalam analisis tahap kedua sebagaimana disebutkan dalam pin 4 di atas, yaitu: (i) Teknik Analisis Akar Masalah (*Root Cause Analysis*); dan (ii) Teknik AHP (*Analytic Hierarchy Process*).

1. Teknik Analisis Akar Masalah (*Root Cause Analysis*)

Metode *Root Cause Analysis* atau disingkat RCA dipilih karena sering terjadi perbincangan mengenai masalah lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi. Akan tetapi, perbincangan ini seringkali tidak menghasilkan solusi karena akar masalah tidak dapat ditemukan secara komprehensif. Oleh karena itu, penggunaan RCA sangat penting untuk menemukan akar masalah penyebab lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Metode RCA diarahkan pada landasan teoritis sebagaimana yang dikemukakan dalam BAB II, yaitu: a) Problem emiten; b) Problem investor; c) Problem penunjang; dan, d) Problem pasar

Landasan teoritis ini kemudian dikembangkan berdasarkan isu-isu empiris lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia, yaitu: a) Isu ketidakjelasan perpajakan pada sukuk korporasi; b) Isu lemahnya sosialisasi dan edukasi mengenai sukuk; c) Isu terkait dengan biaya penerbitan sukuk; d) Isu mengenai rendahnya SDM perusahaan maupun investor yang memahami sukuk; dan, e) Isu regulasi mengenai sukuk yang dianggap belum jelas. Secara teknis, RCA dalam penelitian ini dilakukan dengan menganalisis hasil jawaban dari tiap-tiap kuesioner. Teknis analisis RCA dilakukan dengan tahapan sebagai berikut: a) Mengidentifikasi masalah utama yang dihadapi oleh penjamin emisi, regulator, pihak emiten, dan pihak investor dalam kaitannya dengan kegiatan yang berhubungan dengan sukuk korporasi; b) Mengidentifikasi faktor-faktor yang menjadi penyebab masalah tersebut; c) Mengelompokkan sebab-sebab dan mengidentifikasi tingkatan penyebab; d) Mengidentifikasi faktor penyebab munculnya permasalahan; e) Menentukan harapan yang ingin diraih untuk mengatasi permasalahan; f) Memprioritaskan penyebab permasalahan yang paling mendesak; dan, g) Memprioritaskan harapan yang paling efektif dan realistis untuk dicapai.

2. Teknik *Analytical Hierarchy Process* (AHP)

Teknik AHP dipilih karena tujuan dari AHP sendiri adalah menentukan prioritas kebijakan. AHP dalam penelitian ini bertujuan untuk merekomendasikan sebuah strategi kebijakan yang tepat dalam mengembangkan sukuk korporasi di Indonesia. AHP merupakan suatu metode pengambilan keputusan yang sederhana dan fleksibel, yang menampung kreativitas dalam rancangannya terhadap suatu masalah dengan memasukkan aspek kualitatif

dan kuantitatif (Saaty, 1993). Aspek kualitatif dengan mendefinisikan persoalan dan hierarkinya, sementara aspek kuantitatif dengan mengekspresikan penilaian dan preferensi secara ringkas dan padat. Penggunaan prinsip AHP secara sistematis adalah sebagai berikut: a) Prinsip menyusun hierarki yang menggambarkan dan menguraikan secara hierarki, yaitu memecah persoalan menjadi unsur yang terpisah-pisah; dan, b) Prinsip konsistensi logis yang terdiri dari dua hal, yaitu: (i) bahwa pemikiran atau objek yang serupa dikelompokkan menurut homogenitas dan relevansinya; dan (ii) bahwa intensitas relasi antar gagasan atau antar objek yang didasarkan pada kriteria tertentu saling membenarkan secara logis.

AHP mengukur konsistensi menyeluruh dari berbagai pertimbangan melalui rasio konsistensi. Nilai rasio konsistensi harus 10 persen atau kurang ($CR \leq 0,1$). Jika lebih dari 10%, pertimbangan itu mungkin agak acak dan mungkin perlu diperbaiki. Pengukuran rasio konsistensi (CR) adalah sebagai berikut:

$$CR = \frac{CI}{RI}$$

CR : *Consistency Ratio*
 CI : *Consistency Index*
 RI : *Random Index*

Pengolahan data pada AHP dapat menggunakan satu responden ahli, misalkan dalam penelitian ini cukup dengan OJK saja. Namun hal ini tidak dapat menjangkau akan kebutuhan ahli yang multidisipliner. Oleh karena itu dalam penelitian ini dilakukan dengan lebih dari 1 (satu) ahli yang multidisipliner. Hasil gabungan tersebut selanjutnya diolah dengan prosedur AHP. Setelah dilakukan pengolahan melalui program *expert choice*, kemudian dapat ditemukan hasil urutan skala prioritas untuk mencapai sasaran "penentuan prioritas dalam menjalankan kebijakan pengembangan sukuk korporasi di Indonesia". Urutan skala prioritas ini sesuai dengan nilai atau bobot dari masing-masing alternatif dan kriteria serta besarnya konsistensi gabungan berdasarkan hasil *running*. Apabila besarnya rasio konsistensi tersebut $\leq 0,1$ maka keputusan yang diambil oleh para responden untuk menentukan skala prioritas cukup konsisten. Jika dikatakan cukup konsisten, maka skala prioritas tersebut dapat diimplementasikan.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Analisis faktor-faktor yang menjadi penghambat pengembangan sukuk korporasi

terjaring melalui penyebaran kuesioner pada masing-masing responden. Sebagaimana dijelaskan dalam landasan teoritis, permasalahan yang menjadi penghambat pertumbuhan sukuk di Indonesia secara garis besar dibedakan menjadi tiga aspek, yaitu: (i) lingkungan internal perusahaan; (ii) lingkungan eksternal perusahaan; dan (iii) aspek regulasi. Ketiga aspek ini menjadi kerangka pikir untuk menelaah jawaban dari masing-masing responden. Jawaban dari semua responden dirangkum dalam Tabel 2, dimana jawaban dari masing-masing responden cukup bervariasi, tetapi juga ada yang seragam. Rangkuman dalam menemukan akar masalah sebagaimana dalam

Tabel 2 dilakukan melalui sistematika sebagai berikut:

1. Mengkoding jawaban dengan jumlah frekuensi terbanyak atau dengan skor tertinggi dari masing-masing responden;
2. Hasil koding kemudian dikelompokkan dalam satu tabel lalu dipilih masuk kategori mana saja, apakah lingkungan internal perusahaan, eksternal perusahaan, atau lingkungan regulasi;
3. Setelah dilakukan pengelompokkan masing-masing kategori dari semua responden, dan hasilnya kemudian dimasukkan dalam satu rangkuman sebagaimana dalam Tabel 2.

Tabel 2. Rangkuman Akar Masalah Penghambat Pertumbuhan Sukuk Korporasi dari Masing-Masing Kategori Responden

No	Faktor Penghambat Sukuk Korporasi	Investor	Emiten yang Sudah Menerbitkan Sukuk	Emiten yang Belum Menerbitkan Sukuk	Penjamin Emisi	Ditjen Pajak
1	Faktor Lingkungan Internal Perusahaan	1. Belum mengetahui mengenai sukuk sebagai kompelemen dari obligasi konvensional	1. <i>Cost of fund</i> (imbalan kepada investor)	1. Biaya terkait penerbitan sukuk	-----	-----
2	Faktor Lingkungan Eksternal Perusahaan	1. Ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah masih terbatas 2. Terbatasnya likuiditas di pasar sekunder	1. Belum adanya industri pendukung lainnya seperti tafakul, reksadana syariah, multifinance syariah dan lain-lain	1. Kondisi industri keuangan syariah domestik belum berkembang pesat dan belum mendukung untuk menerbitkan sukuk 2. Belum tersedianya profesi penunjang pasar modal yang kompeten di bidang pasar modal syariah	1. Likuiditas transaksi di pasar sekunder masih terbatas 2. Potensi rendahnya pasar dalam menyerap sukuk 3. Belum terpetakannya basis investor pada akad-tertentu	-----
3	Faktor Regulasi	1. Peraturan mengenai sukuk masih belum jelas 2. Masih kurangnya sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad kepada investor 3. Masih lemahnya standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk 4. Masih rendahnya	1. Perlakuan perpajakan atas sukuk masih belum jelas 2. Variasi akad dan struktur sukuk masih terbatas	1. Perlakuan perpajakan atas sukuk masih belum jelas	1. Perlakuan perpajakan atas sukuk masih belum jelas 2. Belum jelasnya peraturan OJK yang mengatur penerbitan sukuk 3. Masih	1. Kendala pengenaan PPN atas pengalihan hak manfaat atas <i>underlying asset</i> 2. Belum optimalnya

No	Faktor Penghambat Sukuk Korporasi	Investor	Emiten yang Sudah Menerbitkan Sukuk	Emiten yang Belum Menerbitkan Sukuk	Penjamin Emisi	Ditjen Pajak
		akad dan keberagaman produk syariah			kompleksnya	sosialisasi dan edukasi mengenai akad-sukuk
		5. Perlakuan perpajakan atas sukuk masih belum jelas			4. Sempitnya keterbukaan informasi yang dipersyaratkan terkait penerbitan sukuk	3. Belum jelasnya standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk

Sumber: Data penelitian diolah (2016)

Berdasarkan temuan akar masalah faktor-faktor penghambat pertumbuhan sukuk korporasi di atas, kemudian dilakukan analisis hierarki masalah. Analisis hierarki masalah ini bertujuan untuk mengelompokkan sebab-akibat sehingga dapat menemukan akar masalah dari masing-masing faktor penghambat pertumbuhan sukuk korporasi. Analisis hierarki masalah dari bahan Tabel 2 dilakukan dengan sistematika sebagai berikut: a) Melihat masalah masing-masing aspek, baik lingkungan internal perusahaan, eksternal perusahaan, maupun lingkungan birokrasi; b) Dari masalah masing-masing aspek, dianalisis sebab-akibat, yakni mana saja yang menjadi sebab, dan mana yang menjadi akibat; c) Analisis sebab-akibat ini dilakukan atas dasar informasi dari deskripsi kuesioner dan pengetahuan yang didapat dari stui literatur kritis; dan, d) Kemudian dapat ditemukan hierarkis sebab-akibat sebagaimana dalam Gambar 1 berikut:

Berdasarkan analisis bagan akar masalah sebagaimana Gambar 1, maka akar masalah penyebab lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia adalah sebagai berikut:

1. Faktor Internal Perusahaan

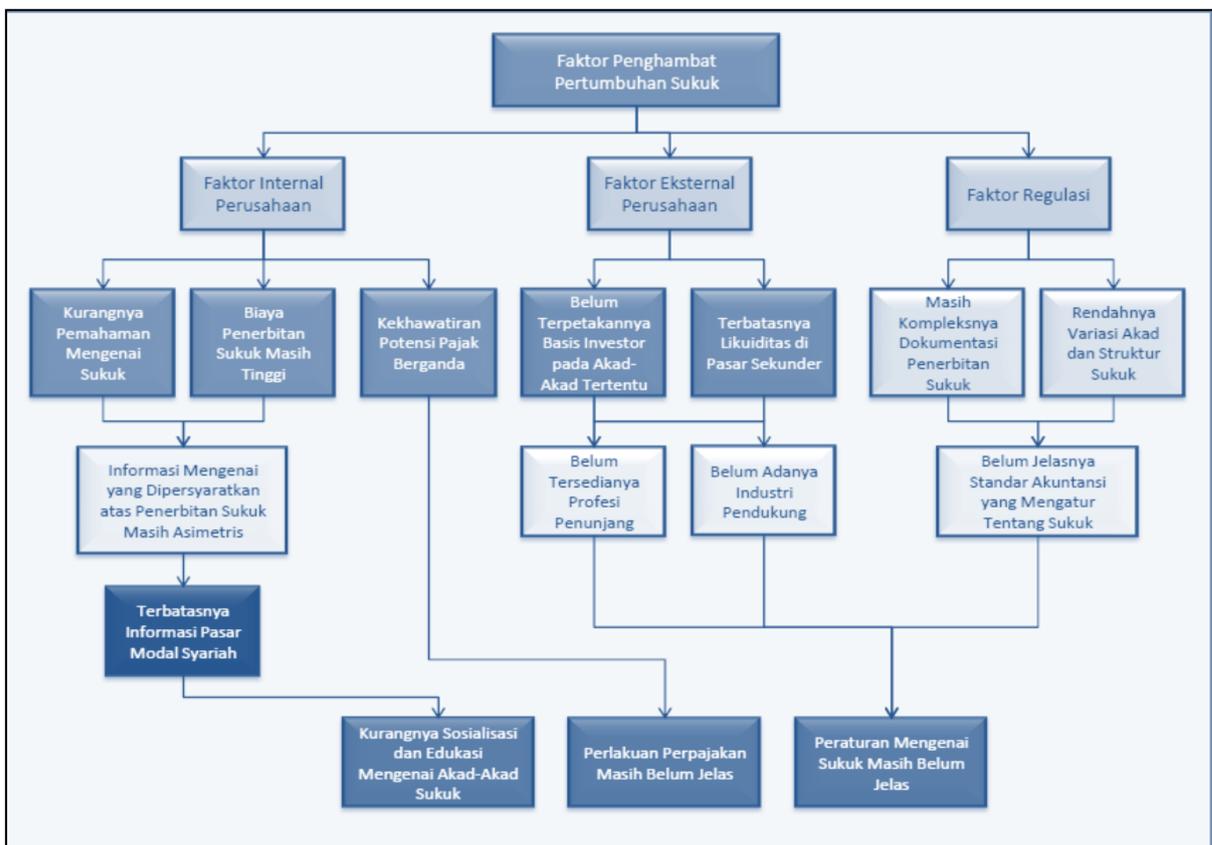
- a. Faktor pertama adalah terkait dengan investor maupun emiten. Dari sisi investor maupun emiten, faktor paling besar adalah kurangnya pemahaman mengenai sukuk sehingga menjadikan faktor *demand* maupun *supply* masih terbatas. Dari sisi investor, kurangnya pemahaman mengenai sukuk membuat investor menjadi enggan untuk menanamkan modalnya di instrumen sukuk korporasi. Dari sisi emiten yang belum menerbitkan sukuk, kurangnya pemahamannya mengenai sukuk membuat perusahaan enggan menerbitkan sukuk;
- b. Faktor kedua adalah biaya penerbitan sukuk yang masih tinggi, sehingga

menjadikan emiten-non sukuk enggan menerbitkan sukuk korporasi. Salah satu responden dari emiten yang sudah menerbitkan sukuk mengatakan bahwa salah satu faktor mahal biaya penerbitan sukuk dibandingkan dengan obligasi konvensional terletak pada biaya wali amanat, opini DSN (Dewan Syariah Nasional), dan besaran pungutan dari OJK (Otoritas Jasa Keuangan);

- c. Faktor ketiga adalah kekhawatiran potensi pajak berganda, khususnya pada jenis sukuk ijarah karena adanya transfer manfaat atas *underlying asset*. Pengertian *underlying asset* adalah aset yang dijadikan sebagai jaminan. Kekhawatiran ini sebenarnya muncul dari emiten yang belum menerbitkan sukuk. Sedangkan bagi emiten yang sudah menerbitkan sukuk sebenarnya tidak jadi persoalan karena pengenaan pajak adalah sama dengan obligasi konvensional, kecuali akad *ijarah*. Untuk akad lain tidak menimbulkan masalah, seperti akad *mudharabah* karena tidak terkait dengan isu pajak berganda. Beberapa responden emiten yang belum menerbitkan sukuk menyatakan bahwa isu pajak masih menimbulkan kesimpangsiuran sehingga perlu dicermati implikasi dari pajak berganda jika menggunakan struktur sukuk yang ada. Bagaimanapun, isu pajak ini berpengaruh terhadap sikap emiten untuk menerbitkan sukuk. Sementara bagi investor, isu pajak sebenarnya tidak terjadi karena pajak untuk investor hanya dikenakan sekali. Dengan demikian, meski isu pajak sebenarnya bukan persoalan, tetapi

- masih terjadi kesimpangsiuran sehingga membuat emiten yang belum menerbitkan sukuk menjadi enggan untuk menerbitkan sukuk;
- d. Faktor pertama dan faktor kedua disebabkan oleh informasi mengenai yang dipersyaratkan atas penerbitan sukuk masih asimetris, sehingga menjadikan investor maupun emiten masih kurang paham akan informasi pasar sukuk dan beberapa komponennya. Informasi yang masih asimetris ini disebabkan oleh masih terbatasnya informasi pasar modal syariah. Harus diakui, sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk selama ini masih sangat terbatas;
 - e. Faktor ketiga disebabkan oleh perlakuan perpajakan atas sukuk yang

- masih belum jelas. Meskipun menurut Ditjen Pajak sudah jelas, namun sosialisasinya mungkin masih kurang sehingga menjadikan emiten (terutama yang belum menerbitkan sukuk) maupun investor menganggap akan terjadi potensi pajak berganda; dan
- f. Berdasarkan faktor internal perusahaan, akar masalah lambatnya pertumbuhan sukuk adalah akibat *supply* dan *demand* yang juga rendah. Rendahnya tingkat *supply* dan *demand* ini dikarena dua akar masalah, yaitu: (i) kurangnya sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk; dan (ii) perlakuan perpajakan masih belum jelas.



Gambar 1. Akar Masalah Penghambat Pertumbuhan Sukuk Korporasi di Indonesia
Sumber: Data penelitian diolah (2016)

2. Faktor Eksternal Perusahaan

- a. Faktor pertama adalah belum terpetakannya basis investor pada akad-akad tertentu. Hal ini mempengaruhi tingkat *demand* atas sukuk yang belum tergal, padahal bila dipetakan potensi pasarnya sangat besar. Belum terpetakannya basis *demand* berpengaruh terhadap tingkat *supply* yang terbatas;

- b. Faktor kedua adalah terbatasnya likuiditas di pasar sekunder. Hal ini mengakibatkan investor akan berpikir ulang untuk membeli sukuk. Investor akan melirik instrumen investasi adalah ketika instrumen tersebut memiliki *secondary market* yang likuid. Menurut pandangan investor, pemerintah perlu mendukung peningkatan likuiditas pasar sukuk;

- c. Berdasarkan faktor pertama dan faktor kedua permasalahan eksternal perusahaan di atas, akar masalah dikarenakan dua hal, yaitu: (i) belum tersedianya profesi penunjang pasar modal yang kompeten di bidang pasar modal syariah; dan (ii) belum adanya industri pendukung seperti tafakul, reksadana syariah, *multifinance* syariah dan lain-lain; dan
 - d. Masalah belum tersedianya profesi penunjang dan belum adanya industri pendukung disebabkan peraturan mengenai sukuk masih belum jelas. Walaupun asumsikan sudah jelas, tetapi aspek sosialisasi kepada *stakeholders* sukuk masih sangat kurang.
3. Faktor Regulasi
- a. Faktor pertama penghambat pertumbuhan sukuk yang terkait dengan regulasi adalah masih kompleksnya dokumentasi penerbitan sukuk. Hal ini dapat berpengaruh terhadap total biaya penerbitan sukuk. Tingginya biaya akibat kompleksitas dokumentasi karena menyangkut dokumen-dokumen perjanjian yang harus dibuat oleh notaris dan konsultan hukum;
 - b. Faktor kedua adalah masih rendahnya variasi akad dan struktur sukuk. Padahal, yang dibutuhkan oleh investor adalah banyaknya variasi akad dan struktur sukuk karena akan memberikan pilihan bagi investor yang ingin berinvestasi;
 - c. Faktor pertama dan faktor kedua ini diakibatkan oleh belum jelasnya standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk. Selama ini, penyusunan standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk masih belum jelas sehingga belum memberikan pedoman yang jelas dan baku sesuai dengan karakteristik sukuk sebagai efek syariah. Misalkan, akad *mudharabah* dan *musyarakah* tidak memerlukan *underlying asset* dan imbal hasil tidak tetap tergantung hasil. Akad ini mengalami kesulitan dalam menyusun sistem akuntansi. Demikian juga kadangkala terjadi perbedaan perhitungan bagi hasil antara emiten dan investor; dan
 - d. Persoalan belum jelasnya standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk disebabkan oleh peraturan

mengenai sukuk masih belum jelas, termasuk sistem akuntansi yang dibuat.

Berdasarkan beberapa faktor permasalahan ketiga aspek di atas, maka dapat ditemukan bahwa akar masalahnya terletak pada tiga faktor, yaitu: (i) kurangnya sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk; (ii) perlakuan perpajakan dipandang masih belum jelas; dan (iii) peraturan mengenai sukuk masih belum jelas.

Strategi kebijakan pengembangan sukuk korporasi didasarkan pada analisis akar masalah sebagaimana sudah dijelaskan sebelumnya. Berdasarkan analisis akar masalah, maka perlu dibuat formula strategi kebijakan yang spesifik yang didapat dari persepsi masing-masing kategori responden. Merumuskan kebijakan yang dapat mendorong pengembangan sukuk korporasi adalah melalui metode *Analytic Hierarchy Process* (AHP). Metode ini menggunakan beberapa kriteria yang menanyakan faktor-faktor paling berpengaruh, sehingga didapatkan referensi atau acuan perbaikan rekomendasi kebijakan pada masing-masing faktor yang paling berpengaruh. Kategori responden yang dipilih dalam metode AHP adalah penjamin emisi, investor, dan emiten (emiten yang sudah menerbitkan sukuk dan emiten yang belum menerbitkan sukuk). Sementara dari pihak regulator sebagai acuan dalam menjelaskan rekomendasi kebijakan yang bersifat deskriptif.

1. Pemilihan Prioritas Keputusan Penjamin Emisi

Terdapat beberapa faktor yang mendorong keputusan penjamin emisi untuk melakukan penjaminan sukuk korporasi, yaitu: (i) ketersediaan SDM (direksidan/ atau pejabat satu level di bawah direksi) yang memahami tentang hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah; (ii) besarnya *fee* penjaminan penerbitan sukuk; (iii) variasi akad dan struktur sukuk di Indonesia; (iv) ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah; (v) tersedianya profesi dan lembaga penunjang pasar modal yang mengerti prinsip syariah; (vi) basis investor yang lebih luas dibandingkan dengan penerbitan efek lainnya; (vii) perlakuan perpajakan atas sukuk; (viii) tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk; dan (ix) potensi pasar dalam menyerap sukuk. Dengan melakukan perhitungan nilai bobot kriteria menggunakan *software expert choice* versi 11.0, didapatkan hasil sebagai berikut:

Tabel 3. Bobot Kriteria Prioritas Keputusan Penjamin Emisi yang Ikut Serta dalam Penjaminan Penerbitan Sukuk Korporasi

Nilai Manfaat	Bobot Kriteria	Prioritas
Ketersediaan SDM (Direksi dan/atau pejabat satu level di bawah direksi) yang memahami tentang hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah	0,082	3
Besarnya fee kepada penjamin emisi penerbit sukuk	0,109	2
Variasi akad dan struktur sukuk di Indonesia	0,082	3
Ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah	0,109	2
Tersedianya Profesi dan Lembaga Penunjang Pasar Modal yang mengerti prinsip syariah	0,109	2
Basis investor yang lebih luas dibandingkan dengan penerbitan efek lainnya	0,127	1
Perlakuan perpajakan atas Sukuk	0,127	1
Tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk	0,127	1
Potensi pasar dalam menyerap Sukuk	0,127	1

Penentuan prioritas proses keputusan penjamin emisi yang ikut serta dalam penjaminan penerbitan sukuk korporasi dengan berdasarkan hasil AHP dapat diketahui bahwa terdapat 4 prioritas, yaitu: (i) potensi pasar dalam menyerap sukuk; (ii) tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk; (iii) perlakuan perpajakan atas sukuk; dan (iv) basis investor yang lebih luas dibandingkan dengan penerbitan efek lainnya. Keempatnya mempunyai bobot kriteria masing-masing yang sama, yakni sebesar 0,127. Kesemua prioritas ini mempunyai nilai atau bobot yang sama, sehingga tidak ada prioritas urutan 1 sampai 4 karena keempatnya adalah berbobot sama. Oleh karena itu, prioritas kebijakan yang harus dilakukan bila mengacu dari perspektif penjamin emisi adalah: (i) pentingnya menciptakan pasar sukuk yang kondusif; (ii) adanya regulasi yang jelas dalam mengatur tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk; (iii) adanya kejelasan dan sosialisasi yang baik mengenai pajak atas sukuk; dan (iv) adanya insentif kebijakan dalam mendorong tingkat *demand*.

2. Pemilihan Prioritas Keputusan Investor

Terdapat beberapa faktor yang mendorong keputusan untuk menjadi investor pada sukuk korporasi, yaitu: (i) membeli sukuk merupakan substitusi (pengganti) dari obligasi konvensional; (ii) membeli sukuk merupakan komplementer (pelengkap) dari obligasi konvensional; (iii) membeli sukuk dilakukan ketika tren investor banyak membeli sukuk; (iv) membeli sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat; (v) peningkatan citra (*image*) perusahaan mempengaruhi pembelian sukuk; (vi) ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah; (vii) variasi akad dan struktur sukuk yang ada di Indonesia; (viii) perlakuan

perpajakan atas sukuk; dan (ix) perkiraan risiko atas sukuk yang dibeli berdasarkan nilai kurs. Dengan melakukan perhitungan nilai bobot kriteria menggunakan *software expert choice* versi 11.0, didapatkan hasil sebagai berikut.

Penentuan prioritas proses keputusan untuk menjadi investor pada sukuk korporasi dengan berdasarkan hasil AHP dapat diketahui bahwa prioritas utama dalam penelitian ini adalah: (i) perlakuan perpajakan atas sukuk; (ii) variasi akad dan struktur sukuk yang ada di Indonesia; dan (iii) ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah. Masing-masing ini mempunyai bobot kriteria sebesar 0,157. Oleh karena itu, prioritas kebijakan yang harus dilakukan bila mengacu dari pendekatan investor adalah: (i) kejelasan undang-undang perpajakan atas sukuk; (ii) regulasi yang bisa mengembangkan variasi akad dan struktur sukuk; dan (iii) regulasi yang bisa mendiseminasi informasi pasar modal syariah.

3. Pemilihan Prioritas Keputusan Emiten yang Sudah Menerbitkan Sukuk

Terdapat beberapa faktor yang mendorong keputusan emiten untuk menerbitkan sukuk korporasi, yaitu: (i) adanya ketentuan bahwa aset/ kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan prinsip syariah; (ii) keterbukaan informasi yang dipersyaratkan terkait dengan penerbitan sukuk; (iii) ketentuan penyampaian hasil penerbitan sukuk setiap tahun; (iv) penggunaan dana hasil penerbitan sukuk harus sesuai dengan karakteristik akad syariah; (v) sumber pendapatan yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah yang menjadi dasar bagi hasil, margin, atau *fee* bagi pemegang sukuk; (vi) ketentuan mengenai penanggung jawab perwaliamanatan yang mengerti hal-hal

yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal; (vii) biaya penerbitan sukuk; (viii) kebijakan perusahaan dalam pendanaan (*financing*); dan (ix) perlakuan perpajakan atas sukuk. Dengan melakukan

perhitungan nilai bobot kriteria menggunakan *software expert choice* versi 11.0 didapatkan hasil sebagai berikut.

Tabel 4. Bobot Kriteria Prioritas Keputusan untuk Menjadi Investor pada Sukuk Korporasi

Nilai Manfaat	Bobot Kriteria	Prioritas
Membeli Sukuk merupakan substitusi (pengganti) dari obligasi konvensional	0,069	3
Membeli Sukuk merupakan komplementer (pelengkap) dari obligasi konvensional	0,147	2
Membeli sukuk dilakukan ketika tren investor banyak membeli Sukuk	0,074	6
Membeli sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat	0,075	5
Peningkatan citra (<i>image</i>) perusahaan mempengaruhi pembelian Sukuk	0,078	4
Ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah	0,157	1
Variasi akad dan struktur Sukuk yang ada di Indonesia	0,157	1
Perlakuan perpajakan atas Sukuk	0,157	1
Perkiraan risiko atas sukuk yang dibeli berdasarkan nilai kurs	0,087	3

Tabel 5. Bobot Kriteria Prioritas Keputusan Emiten untuk Menerbitkan Sukuk Korporasi

Nilai Manfaat	Bobot Kriteria	Prioritas
Adanya ketentuan bahwa aset/ kegiatan usaha yang mendasari penerbitan sukuk tidak bertentangan dengan prinsip syariah	0,106	3
Keterbukaan informasi yang dipersyaratkan terkait dengan penerbitan Sukuk	0,106	3
Ketentuan penyampaian hasil pemeringkatan sukuk setiap tahun	0,106	3
Penggunaan dana hasil penerbitan Sukuk harus sesuai dengan karakteristik Akad Syariah	0,106	3
Sumber pendapatan yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah yang menjadi dasar bagi hasil, margin, atau fee bagi pemegang sukuk	0,106	3
Ketentuan mengenai penanggungjawab perwaliamanatan yang mengerti hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah di pasar modal	0,106	3
Biaya penerbitan Sukuk	0,106	3
Kebijakan perusahaan dalam pendanaan (<i>financing</i>)	0,145	1
Perlakuan perpajakan atas Sukuk	0,111	2

Penentuan prioritas proses keputusan emiten untuk menerbitkan sukuk korporasi dengan berdasarkan hasil AHP dapat diketahui bahwa prioritas utama dalam penelitian ini adalah: (i) kebijakan perusahaan dalam pendanaan (*financing*) dengan bobot kriteria sebesar 0,145; dan (ii) perlakuan perpajakan atas sukuk dengan bobot kriteria sebesar 0,111. Oleh karena itu, prioritas kebijakan yang harus dilakukan bila mengacu dari perspektif emiten yang sudah menerbitkan sukuk adalah: (i) menyediakan regulasi yang dapat menjadi insentif bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk; dan (ii) melalui perlakuan perlakuan perpajakan yang tepat.

4. Pemilihan Prioritas Keputusan Emiten yang Belum Menerbitkan Sukuk

Terdapat beberapa faktor yang mendorong keputusan emiten yang belum menerbitkan sukuk korporasi, yaitu: (i) penerbitan sukuk merupakan substitusi (pengganti) dari penerbitan obligasi konvensional; (ii) penerbitan sukuk merupakan komplementer (pelengkap) dari penerbitan obligasi konvensional; (iii) penerbitan sukuk dilakukan ketika banyak perusahaan yang menerbitkan sukuk; (iv) penerbitan sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat; (v) penerbitan sukuk dilakukan ketika saham perusahaan di pasar *under value*; (vi) ketersediaan SDM (direksi dan/ atau pejabat satu level di bawah direksi) yang memahami tentang hal-hal yang bertentangan dengan prinsip

syariah; (vii) ketersediaan profesi penunjang pasar modal yang kompeten di bidang pasar modal syariah; (viii) peningkatan citra (*image*) perusahaan di mata investor dan masyarakat lainnya; (ix) diversifikasi basis investor; (x) biaya penerbitan sukuk; (xi) tingkat bunga dan *risk free rate* (SUN/SBSN); (xii) kelebihan likuiditas pasar; (xiii) ketersediaan

informasi mengenai pasar modal syariah; (xiv) sosialisasi kepada pelaku pasar mengenai pasar modal syariah; (xv) variasi akad dan struktur sukuk yang ada di Indonesia; dan (xiv) perlakuan perpajakan atas sukuk. Dengan melakukan perhitungan nilai bobot kriteria menggunakan *software expert choice* versi 11.0, didapatkan hasil sebagai berikut.

Tabel 6. Bobot Kriteria Prioritas Keputusan Emiten untuk Menerbitkan Sukuk Korporasi

Nilai Manfaat	Bobot Kriteria	Prioritas
Penerbitan Sukuk merupakan substitusi (pengganti) dari penerbitan obligasi konvensional	0,048	8
Penerbitan Sukuk merupakan komplementer (pelengkap) dari penerbitan obligasi konvensional	0,048	8
Penerbitan sukuk dilakukan ketika banyak perusahaan yang menerbitkan sukuk	0,056	5
Penerbitan sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat	0,078	1
Penerbitan Sukuk dilakukan ketika saham perusahaan di pasar <i>undervalue</i>	0,016	9
Ketersediaan SDM (Direksi dan/atau pejabat satu level di bawah direksi) yang memahami tentang hal-hal yang bertentangan dengan prinsip syariah	0,049	7
Ketersediaan profesi penunjang pasar modal yang kompeten di bidang pasar modal syariah	0,076	2
Peningkatan citra (<i>image</i>) perusahaan di mata investor dan masyarakat lainnya	0,055	6
Diversifikasi basis investor	0,076	2
Biaya penerbitan sukuk	0,076	2
Tingkat bunga dan <i>risk free rate</i> (SUN/SBSN)	0,076	2
Kelebihan likuiditas pasar	0,076	2
Ketersediaan informasi mengenai pasar modal syariah	0,068	4
Sosialisasi kepada pelaku pasar mengenai pasar modal syariah	0,073	3
Variasi akad dan struktur Sukuk yang ada di Indonesia	0,055	6
Perlakuan perpajakan atas Sukuk	0,076	2

Penentuan prioritas proses keputusan emiten yang belum menerbitkan sukuk korporasi berdasarkan hasil AHP dapat diketahui bahwa prioritas utama dalam penelitian ini adalah penerbitan sukuk dilakukan ketika industri keuangan syariah berkembang pesat dengan bobot kriteria sebesar 0,078. Oleh karena itu, yang diperlukan calon emiten sukuk sebenarnya adalah kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah. Kejelasan ini harus diperkuat dengan regulasi yang jelas dan model sosialisasi serta edukasi yang tepat. Berdasarkan hasil analisis AHP, maka didapat kesimpulan prioritas kebijakan berdasarkan masing-masing kategori responden adalah sebagai berikut:

1. Perspektif penjamin emisi
 - a. Prioritas kebijakan yang pertama adalah pentingnya menciptakan

pasar sukuk yang kondusif. Bila mengacu pada analisis akar masalah, kebijakan ini dapat diciptakan melalui semua faktor. Dari aspek internal perusahaan: (i) pemerintah harus bisa melakukan sosialisasi dan edukasi yang baik mengenai sukuk; (ii) pemerintah harus bisa memberikan insentif kebijakan dengan cara mengatur biaya penerbitan sukuk agar lebih murah; dan (iii) koordinasi kebijakan dengan Ditjen Pajak. Dari aspek eksternal perusahaan, kebijakan yang harus dilakukan adalah: (i) melakukan penelitian pemetaan basis investor pada akad-akad sukuk; dan (ii) mengatasi persoalan likuiditas sukuk di pasar

- sekunder. Dari aspek regulasi yaitu: (i) pemerintah harus bisa mengatur dokumen penerbitan sukuk yang efektif dan efisien; dan (ii) membuat ragam variasi akad dan struktur sukuk.
- b. Prioritas kedua adalah tuntutan regulasi yang jelas dalam mengatur tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk.
 - c. Prioritas ketiga adalah tuntutan adanya kejelasan mengenai regulasi pajak atas sukuk. Persoalan pajak terfokus pada sukuk ijarah yang menimbulkan PPN dan PPh. Oleh karena itu, Ditjen Pajak dan Kementerian Keuangan harus menemukan solusi perpajakan yang tepat.
 - d. Prioritas keempat adalah tuntutan adanya insentif kebijakan dalam mendorong tingkat *demand*. Mendorong insentif kebijakan ini dapat dilakukan melalui kebijakan yang komprehensif sebagaimana dijelaskan dalam poin (a).
2. Perspektif investor
- a. Prioritas kebijakan yang pertama adalah tuntutan adanya kejelasan undang-undang perpajakan atas sukuk. Oleh karena itu, yang harus dilakukan adalah sebagaimana dalam penjelasan 1 poin (c)
 - b. Prioritas kedua adalah tuntutan adanya regulasi yang dapat mengembangkan variasi akad dan struktur sukuk. Kebijakan untuk bisa mendorong hal ini bisa dilakukan melalui kejelasan pembuatan standar akuntansi yang mengatur tentang sukuk.
 - c. Prioritas ketiga adalah tuntutan adanya regulasi yang bisa mendiseminasikan informasi pasar modal syariah kepada investor. Kebijakan yang harus dilakukan untuk menciptakan hal ini adalah melalui prosedur sosialisasi dan edukasi mengenai sukuk yang harus dirancang oleh pemerintah.
3. Perspektif emiten yang sudah menerbitkan sukuk
- a. Prioritas pertama yang menjadi tuntutan oleh emiten yang menerbitkan sukuk adalah pemerintah harus bisa menciptakan insentif bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk. Tuntutan ini bersifat umum, sehingga kebijakan

- yang bisa dilakukan harus bersifat komprehensif sebagaimana penjelasan 1 poin (a).
- b. Prioritas kedua adalah adanya kejelasan perlakuan perpajakan yang tepat. Kebijakan untuk dapat mengakomodasi hal ini adalah sebagaimana penjelasan 1 poin c.
4. Perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk
- Dari perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk hanya ada satu prioritas kebijakan, yaitu tuntutan kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah. Kejelasan ini harus diperkuat dengan regulasi yang jelas dan model sosialisasi serta edukasi yang tepat. Untuk menciptakan kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah, maka kebijakan yang dilakukan harus komprehensif sebagaimana dalam penjelasan 1 poin a.

KESIMPULAN

1. Lambatnya laju pertumbuhan sukuk korporasi disebabkan oleh tiga aspek, yaitu: (i) lingkungan internal perusahaan, baik emiten maupun investor; (ii) lingkungan eksternal perusahaan atau kondisi pasar; dan (iii) lingkungan regulasi.
 - a. Dari sisi lingkungan internal perusahaan, faktor penyebabnya adalah: (i) kurangnya pemahaman mengenai sukuk; (ii) biaya penerbitan sukuk masih tinggi; dan (iii) kekhawatiran akan potensi pajak berganda;
 - b. Dari sisi lingkungan eksternal, faktor penyebabnya adalah: (i) belum terpetakannya basis investor pada akad-akad tertentu; dan (ii) masih terbatasnya likuiditas di pasar sekunder;
 - c. Dari lingkungan regulasi, faktor penyebabnya adalah: (i) masih kompleksnya dokumentasi penerbitan sukuk; dan (ii) masih rendahnya variasi akad dan struktur sukuk; dan
 - d. Dari ketiga persoalan lingkungan di atas, akar masalah yang menyebabkan lambatnya pertumbuhan sukuk adalah: (i) kurangnya sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk; (ii) perlakuan perpajakan yang masih terbatas; dan (iii) peraturan mengenai sukuk masih belum jelas.
2. Persoalan yang menjadi penyebab dari ketiga aspek lingkungan, baik internal maupun eksternal dan regulasi, berimplikasi pada respon *supply* dan

demand yang lambat. Memperbaiki ketiga lingkungan tersebut sangat penting dalam menumbuhkan insentif bagi peningkatan *supply* dan *demand* sukuk korporasi;

3. Strategi pengembangan sukuk diorientasikan pada perspektif masing-masing pelaku, baik penjamin emisi, investor, maupun emiten yang sudah menerbitkan sukuk maupun yang belum. Prioritas kebijakan dari keempatnya adalah sebagai berikut:
 - a. Perspektif penjamin emisi, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) menciptakan pasar sukuk yang kondusif; (ii) regulasi harus jelas dalam mengatur tingkat persaingan dalam penjaminan emisi sukuk; (iii) adanya kejelasan mengenai regulasi pajak atas sukuk; dan (iv) harus adanya insentif kebijakan dalam mendorong tingkat *demand*;
 - b. Perspektif investor, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) harus adanya kejelasan peraturan perundangan perpajakan atas sukuk; (ii) adanya regulasi yang bisa mengembangkan variasi akad dan struktur sukuk; dan (iii) adanya regulasi yang dapat mendiseminasikan informasi pasar modal syariah kepada investor;
 - c. Perspektif emiten yang sudah menerbitkan sukuk, urutan prioritas kebijakannya adalah: (i) pemerintah harus bisa menciptakan insentif bagi perusahaan untuk menerbitkan sukuk; dan (ii) adanya kejelasan perlakuan perpajakan yang tepat; dan;
 - d. Perspektif emiten yang belum menerbitkan sukuk, prioritas kebijakannya adalah adanya kejelasan kondisi industri pasar keuangan syariah melalui regulasi dan model sosialisasi serta edukasi.
 - b. Membuat kerjasama dalam bentuk nota kesepahaman (MoU) dengan asosiasi-asosiasi pelaku pasar modal dan Bursa Efek Indonesia untuk memasukkan materi mengenai pasar modal syariah. Pelaku khususnya ditujukan kepada para emiten yang belum pernah menerbitkan sukuk mengenai peraturan-peraturan terkait keterbukaan informasi dalam rangka meningkatkan pemahaman prinsip-prinsip syariah dalam penerbitan sukuk;
 - c. Memasukkan materi pasar modal syariah dalam Ujian Standar Profesi dan Pendidikan Berkelanjutan bagi Profesi di Pasar Modal. Diharapkan dapat terselenggaranya Pendidikan Profesi Lanjutan untuk seluruh profesi penunjang pasar modal dan ahli syariah; dan
 - d. Membuat program diskusi dengan perusahaan/lembaga yang berpotensi menerbitkan sukuk. Oleh karena itu, harus ada program rutin diskusi dengan manajer investasi dan asosiasi dalam rangka mendorong penerbitan sukuk korporasi.
2. Memperjelas peraturan mengenai sukuk korporasi dalam meningkat kondisi pasar sukuk yang ideal. Untuk melaksanakan strategi kebijakan ini, maka harus dilakukan beberapa langkah strategis, diantaranya:
 - a. Dibutuhkan komitmen bersama baik OJK, Kementerian Keuangan dan Ditjen Pajak menyelesaikan peraturan mengenai pajak sukuk;
 - b. Membuat penerbitan aturan mengenai status hak dan kewajiban setiap pihak atas *underlying asset*. Oleh karena itu, harus dibuat regulasi terkait status dan kewajiban setiap pihak atas *underlying asset*;
 - c. Meningkatkan likuiditas sukuk di pasar sekunder melalui tersedianya infrastruktur yang mendorong likuiditas sukuk; dan
 - d. Pembuatan regulasi mengenai manajer investasi syariah. Oleh karena itu, perlu dibuat aturan terkait lembaga penunjang di pasar modal syariah dan perusahaan efek syariah.
 3. Memperjelas peraturan mengenai sukuk korporasi untuk mereduksi masih kompleksnya dokumentasi penerbitan sukuk dan untuk memperkaya variasi akad dan struktur sukuk. Untuk melaksanakan strategi kebijakan ini, maka harus dilakukan beberapa langkah strategis, diantaranya:
 - a. Mendorong terselenggaranya Sertifikasi Ahli Syariah Pasar Modal (ASPM); dan

REKOMENDASI

Strategi untuk mendorong pengembangan sukuk korporasi di Indonesia mengacu pada tiga akar masalah lambatnya pertumbuhan sukuk korporasi di Indonesia. Beberapa strategi yang perlu ditempuh pemerintah adalah sebagai berikut:

1. Meningkatkan sosialisasi dan edukasi mengenai akad-akad sukuk korporasi. Untuk melaksanakan strategi kebijakan ini, maka harus dilakukan beberapa langkah strategis, diantaranya:
 - a. Membuat peraturan mengenai format sosialisasi dan edukasi yang tepat mengenai akad-akad sukuk;

- b. Regulasi terkait dengan ahli syariah yang melakukan kegiatan di pasar sukuk. Oleh karena itu, harus dibuat aturan terkait ahli syariah di pasar modal.
4. Diperlukan penelitian lanjutan mengenai hal-hal sebagai berikut:
- a. Format sosialisasi dan edukasi yang tepat mengenai akad-akad sukuk;
 - b. Pengaturan skema perpajakan sukuk korporasi. Aspek perpajakan penting berkenaan bagi emiten yang sudah menerbitkan sukuk korporasi, tidak mengalami permasalahan terhadap pengenaan pajak. Bagi emiten yang belum menerbitkan, ada kekhawatiran pengenaan *double tax*;
 - c. Kontrak perwaliamanatan sukuk;
 - d. *Supply* dan *demand* sukuk korporasi. Mengingat terjadi ketidak seimbangan antara *supply* dan *demand* di pasar sekunder yang tidak likuid, terutama di sisi *supply*; dan
 - e. Pengembangan metodologi pemeringkat sukuk. Lembaga pemeringkat di Indonesia hanya dua yaitu PT. Pemeringkat Efek Indonesia dan PT. Fitch Ratings Indonesia. Metodologi pemeringkat sukuk sangat penting karena terdapat perbedaan karakteristik antara sukuk dan obligasi. Terkait dengan hal tersebut, pelaku pasar yang terlibat dalam pemeringkatan mengharapkan adanya panduan yang terstandar mengenai pemeringkatan sukuk, karena selama ini metode pemeringkatan antara sukuk dan obligasi adalah sama.

UCAPAN TERIMAKASIH

Penulis mengucapkan terima kasih kepada Mitra Bestari Jurnal Inovasi yang telah memberikan rekomendasi perbaikan bagi tulisan ini.

REFERENSI

BPS. 2016. *Data Pertumbuhan Ekonomi dan Pendapatan Per Kapita Indonesia*.

Dewan Syariah Nasional. 2004. *Fatwa No 41.DSN/MUI/IX/2004 Tantang Obligasi Syariah Ijarah*.

_____. Dewan Syariah Nasional. 2004. *Fatwa No 40/DSN/MUI/IX/2004 Tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di Pasar Modal*.

Dewi, N. 2011. Mengurai masalah pengembangan sukuk korporasi indonesia menggunakan analytic network process. *TAZKIA, Islamic Finance & Business Review*, Vol. 6 (2), hal. 138-167.

Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah, 2007, *Mengenal Instrumen Investasi dan Pembiayaan berbasis Syariah*, Depkeu: Jakarta.

Fatah, D.A. 2011. Perkembangan obligasi syariah (sukuk) di indonesia: analisis peluang dan tantangan. *Innovatio*, X (2), hal. 281-301.

FTSE Global Market. 2016. *Is This The Face of Tomorrow's Investor?*. Issue 78, September.

Global Research-gcc. 2012. *Sukuks-A New Dawn of Islamic Finance Era*. (Online, <http://www.globalnv.net/research/Sukuk-012008.pdf>), diakses tanggal 16 Juni 2016.

IIFM. 2016. *Sukuk Report A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* (5th Edition). Bahrain: Author.

IIFM. 2013. *Sukuk Report A Comprehensive Study Of The Global Sukuk Market* (3th ed.). Bahrain: Author.

Indriani, D. 2009. *Tinjauan Hukum Pajak Pertambahan Nilai Sukuk Ijarah Korporat di Pasar Modal Indonesia*. Makalah Disampaikan dalam Kegiatan MES Goes to Campus "Pengembangan Sukuk Sebagai Instrumen Investasi: Jakarta.

Jarkasih, M& Rusydiana, A.S. 2009. Perkembangan Pasar Sukuk: Perbandingan Indonesia, Malaysia, dan Dunia. *Jurnal Bisnis dan Ekonomi: Antisipasi*, Universitas Sanata Dharma, Vol. 1, No.2.

Kurniawati, D.D. 2015. *Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya Bagi Pasar Modal Syariah*. Universitas Negeri Surabaya: Surabaya.

Nugroho, M.T. 2015. *Analisis Faktor-Faktor yang Mempengaruhi Fluktuasi Harga Sukuk Ijarah Korporasi di Indonesia (Studi Kasus Tahun 2011-2015)*. Tesis Diterbitkan, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Indonesia: Jakarta.

OJK (Otoritas Jasa Keuangan). 2014. *Memperkuat Fundamental Perekonomian Melalui Inklusi Keuangan*. Annual Report 2014: Jakarta.

OJK (Otoritas Jasa Keuangan. 2016. *Roadmap Pasar Modal Syariah 2015-2019: Membangun Sinergi untuk Pasar Modal Syariah yang Tumbuh, Stabil, dan Berkelanjutan*. Direktorat Pasar Modal Syariah Otoritas Jasa Keuangan: Jakarta.

OJK (Otoritas Jasa Keuangan. 2015. *Kajian Faktor-faktor yang Mempengaruhi Penawaran dan Permintaan Sukuk*. Direktorat Pasar Modal Syariah OJK: Jakarta.

Rahmany, F. 2010. *Penerbitan Sukuk Korporasi Masih Rendah*. (Online <http://www.seputarforex/news.com>), diakses tanggal 20 Juni 2016.

Saaty, T.L. 1993. Decision making with the analytic hierarchy process. *International Journal Services Sciences*, 1 (1).

Soemitra, A. 2010. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah*. Kencana Media Grup: Jakarta.

Tobin, G.A., Begley, Cecily M. 2003. Methodological Rogour Within a Qualitative Framework. *Journal of Advanced Nursing*. 48 (4), hal. 388-396.

Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal Kementerian Keuangan. 2009. *Faktor-faktor yang Mempengaruhi Minat Emiten dalam Menerbitkan Sukuk di Pasar Modal*. Departemen Keuangan Republik Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan: Jakarta.

Utaminingsih, S. 2008. *Perlakuan Perpajakan Atas Transaksi Obligasi Syariah (Sukuk) Ijarah*. Jurusan Akuntansi, Fakultas Ekonomi dan Ilmu Sosial, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah: Jakarta.

Zawya Thomson Reuters. 2016. Sukuk Monitor (Online <http://www.zawya.com>), diakses tanggal 15 Juni 2016.

Peraturan Perundang-Undangan

Undang-Undang PPH dan Peraturan Pelaksanaannya. Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pajak, Direktorat Penyuluhan, Pelayanan, dan Hubungan Masyarakat.

Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 42 Tahun 2009 Tentang Perubahan Ketiga Atas Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1983 Tentang Pajak Pertambahan Nilai Barang dan Jasa dan Pajak Penjualan Atas Barang Mewah.