

*Working Paper*

**PENGGUNAAN SUKUK ILM SEBAGAI  
INSTRUMEN INVESTASI DAN LIKUIDITAS  
PERBANKAN SYARIAH**

Dadang Muljawan, Diana Yumanita, Aditya Anta Taruna,  
Rieska Indah Astuti

Desember, 2014

Kesimpulan, pendapat, dan pandangan yang disampaikan oleh penulis dalam paper ini merupakan kesimpulan, pendapat dan pandangan penulis dan bukan merupakan kesimpulan, pendapat dan pandangan resmi Bank Indonesia.



# **Penggunaan Sukuk IILM Sebagai Instrumen Investasi dan Likuiditas Perbankan Syariah**

Dadang Muljawan, Diana Yumanita, Aditya Anta Taruna, Rieska Indah  
Astuti

## **Abstrak**

*Pengelolaan likuiditas dalam lembaga perbankan merupakan salah satu aspek yang menjadi prioritas utama, termasuk bagi perbankan syariah. Dengan pertumbuhan pembiayaan (36,8%, yoy) dan DPK (38,8%, yoy) yang relatif berimbang setiap tahun, bank syariah cukup berhasil menjalankan fungsi intermediasinya yang ditunjukkan dengan financing to deposit ratio (FDR) yang mencapai rata-rata 90—100 persen per tahun. Dengan tingkat FDR yang cukup tinggi, maka pengelolaan likuiditas bank syariah menjadi penting dan pengembangan instrumen untuk pengelolaan likuiditas menjadi cukup mendesak. Sumber pendanaan valas pada bank syariah terutama berasal dari DPK, khususnya deposito yang mencapai rata-rata 6—7 triliun setiap tahunnya. Sejak awal tahun 2014 perbankan syariah mulai memiliki kelebihan dana dibandingkan pembiayaan, padahal sebelumnya pergerakan sumber pendanaan dan pembiayaan cenderung berada dalam rentang nominal yang relatif sama. Saat ini terdapat alternatif penempatan dana, yaitu melalui fasilitas term deposit valas syariah. Selain itu, sukuk IILM juga dapat menjadi alternatif instrumen investasi bagi perbankan syariah. Penerbitan sukuk oleh pemerintah secara domestik dan global telah mulai membuka peluang tersedianya instrumen investasi. Namun demikian, instrumen tersebut belum dapat memenuhi kebutuhan likuiditas perbankan syariah karena tenornya yang belum sesuai. Keberadaan instrumen IILM diharapkan dapat mengisi kekosongan instrumen yang sangat dibutuhkan oleh lembaga keuangan syariah dalam mengoptimalkan manajemen likuiditasnya. Berdasarkan kajian aspek hukum yang telah dilakukan, dapat disimpulkan bahwa terdapat peluang bagi Indonesia untuk menerbitkan sukuk melalui IILM dengan memanfaatkan keberadaan Undang-Undang Sukuk Negara yang berlaku pada saat ini.*

Kata Kunci : Likuiditas Perbankan, Manajemen Likuiditas

Klasifikasi JEL : G 23, G24

# I. PENDAHULUAN

## 1.1 Latar Belakang

Pengelolaan likuiditas dalam lembaga perbankan merupakan salah satu aspek yang menjadi prioritas utama. Lembaga perbankan harus senantiasa memelihara kemampuan untuk memenuhi kewajiban keuangan dalam waktu yang telah ditentukan. Kegagalan untuk memenuhi kewajiban jangka pendek dengan tepat dapat mengakibatkan krisis kepercayaan dari investor dan dapat membawa kepada kemungkinan bank melakukan *discount* yang lebih dalam untuk memenuhi kebutuhan likuiditasnya. Jika hal tersebut terjadi dalam volume yang cukup signifikan bank dapat jatuh ke dalam kondisi insolvensi. Secara makro, kemampuan bank mempertahankan kondisi likuiditas yang sehat akan meningkatkan kestabilan dan ketahanan sistem keuangan dalam menghadapi ketidakpastian, baik secara internal maupun eksternal. Risiko likuiditas muncul secara natural akibat *mismatch* yang terjadi antara sisi pendanaan dan pembiayaan. Namun, dampak yang terjadi berpotensi untuk menjadi tidak terkendali jika bank tidak memiliki manajemen risiko yang memadai. *Islamic Financial Services Board* (IFSB) mendefinisikan risiko likuiditas sebagai potensi kerugian pada bank syariah yang timbul dari ketidakmampuan bank dalam memenuhi kewajibannya atau mendanai peningkatan aset pada saat jatuh tempo tanpa menimbulkan biaya atau kerugian yang tidak dapat diterima.

Secara umum Aspachs et al. (2005) menyatakan bahwa untuk mengantisipasi terjadinya kekurangan likuiditas yang akan membahayakan keberlangsungan hidup bank, terdapat tiga upaya yang dapat dilakukan oleh bank, yaitu pertama, memegang likuiditas cadangan di sisi aset (seperti kas, penempatan pada bank sentral atau bank lainnya, dan surat-surat berharga, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun korporasi) untuk menekan *probability of illiquidity*; kedua, menghubungkan sisi *liabilities*, misalnya menggunakan pinjaman antar bank, tetapi langkah ini akan sangat bergantung pada *market liquidity risk*; ketiga, masih terkait dengan

sisi *liabilities*, yaitu memanfaatkan bantuan likuiditas dari bank sentral yang memiliki fungsi *the lender of last resort*. Dengan fungsi tersebut bank sentral harus menyediakan bantuan likuiditas bagi bank-bank yang *illiquid* dan menyediakan bantuan likuiditas secara agregat pada sistem yang sedang mengalami defisit yang cukup besar.

Perbankan syariah layaknya perbankan konvensional, juga memandang pentingnya pengelolaan likuiditas. Namun, pengelolaan likuiditas pada perbankan syariah cukup unik, bahkan sangat menantang, karena sebagian besar instrumen likuiditas perbankan yang tersedia saat ini berbasis suku bunga. Hal tersebut sesungguhnya tidak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

Mengingat motif keuntungan sangat mendominasi setiap transaksi ekonomi, nasabah pun dapat menjadikan bank syariah rentan terhadap penarikan likuiditas. Manakala terdapat daya tarik keuntungan yang lebih tinggi di bank konvensional, misalnya jika bank konvensional menawarkan suku bunga yang lebih tinggi dari *margin* atau bagi hasil yang diberikan oleh bank syariah, nasabah yang berorientasi pada keuntungan akan cenderung memindahkan dananya ke bank konvensional. Dengan kondisi seperti ini tentu saja potensi risiko likuiditas di perbankan menjadi tinggi.

Dalam mengelola likuiditasnya, bank syariah dihadapkan pada pilihan yang cukup terbatas, khususnya tidak berdasarkan bunga. Secara umum, bank syariah di dunia cenderung melakukan pengelolaan likuiditasnya dengan memanfaatkan instrumen yang berbasis komoditas *murabaha*. Instrumen ini menggunakan akad *tawarruq* termasuk untuk investasi jangka pendek. Namun demikian, penggunaan akad *tawarruq* ini banyak dikritisi oleh sebagian besar pakar, sehingga dipandang perlu untuk mencari dan mengembangkan instrumen pengelolaan likuiditas lain yang lebih sesuai dengan prinsip-prinsip syariah. Oleh karena itu, beberapa negara sudah memperkenalkan instrumen yang berbasis sukuk *mudarabah*, *ijarah*, dan *parallel salam* sebagai instrumen pengelolaan likuiditas (Ayub, 2007).

Secara internasional *best practices*, IFSB telah mengeluarkan pedoman yang memuat prinsip-prinsip pengelolaan likuiditas di perbankan syariah.

Dalam hal ini, IFSB menekankan pada pengelolaan risiko likuiditas yang sepadan dengan kemampuan bank untuk mendapatkan bantuan likuiditas. Pedoman IFSB memuat imbauan agar bank syariah memiliki kerangka pengelolaan likuiditas yang terpisah untuk setiap *current account* dan *investment account*. Selain itu, IFSB juga mengimbau agar bank syariah memiliki kebijakan pengelolaan likuiditas yang memuat proses pengukuran dan pemantauan likuiditas yang baik, sistem pemantauan dan pelaporan atas eksposur likuiditas yang memadai secara reguler, memperkuat kapasitas *funding*, memiliki akses likuiditas melalui realisasi *fixed asset* berdasarkan *sale and lease back arrangement*, dan mengembangkan kerangka pengelolaan likuiditas dalam kondisi krisis.

Selain dalam mata uang domestik, *liquidity mismatch* dalam perbankan syariah dapat pula terjadi dalam mata uang asing. Hal ini terutama terjadi pada bank-bank syariah yang memiliki cakupan operasional secara internasional. Bank-bank syariah tersebut perlu memiliki instrumen investasi jangka pendek untuk meningkatkan efisiensi operasionalnya, khususnya dalam mengatur portofolio dalam mata uang asing. Inisiatif secara internasional telah dilakukan dalam bentuk diskusi tingkat tinggi yang melibatkan otoritas dari beberapa negara yang mengoperasikan industri perbankan syariah. Butir-butir hasil diskusi yang dihasilkan kemudian diwujudkan dalam bentuk pendirian lembaga penerbit instrumen keuangan syariah yang beroperasi secara internasional, yaitu *International Islamic Liquidity Management* (IILM) yang berpusat di Kuala Lumpur, Malaysia. Dengan berdirinya IILM, diharapkan aktivitas transaksi internasional lembaga keuangan, khususnya perbankan syariah, dapat lebih ditingkatkan lagi.

## **1.2 Tujuan Penelitian**

Tujuan dari penulisan kajian ini adalah:

1. menganalisis *business process* dan instrumen yang dikembangkan di IILM secara teknis dan menurut perspektif hukum;
2. mempelajari potensi manfaat yang dapat dihasilkan dari pendirian IILM bagi manajemen likuiditas perbankan syariah serta potensi

pemanfaatan lembaga IILM sebagai alternatif penerbitan instrumen pembiayaan pembangunan jangka menengah dan panjang yang memiliki karakteristik syariah; dan

3. menyusun rekomendasi untuk proses implementasi IILM di Indonesia berdasarkan analisis yang dilakukan.

### **1.3 Metodologi Penelitian**

Dalam penulisan kajian ini, beberapa metodologi penelitian yang diterapkan adalah:

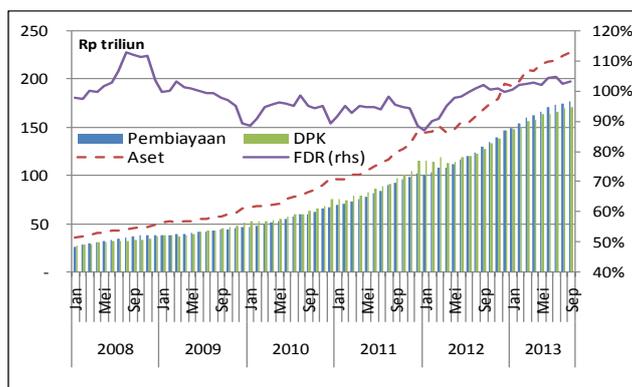
1. analisis perbandingan terhadap biaya yang diperlukan dalam proses penerbitan Sukuk global dan penghimpunan dana melalui IILM; dan
2. analisis perbandingan kelayakan dasar hukum pada proses penerbitan Sukuk global dan penghimpunan dana melalui IILM.

## II. PROFIL LIKUIDITAS PERBANKAN SYARIAH DI INDONESIA

### 2.1. Profil Likuiditas (Rupiah)

Perkembangan instrumen pengelolaan likuiditas bagi bank syariah di Indonesia juga berjalan secara gradual, disesuaikan dengan perkembangan jumlah bank dan aktivitas, khususnya dalam hal pembiayaan dan penghimpunan dana bank syariah.

Perkembangan Dana Pihak Ketiga (DPK) perbankan syariah selama 6 tahun terakhir bertumbuh rata-rata 38,8 persen per tahun, diiringi dengan pertumbuhan sisi pembiayaan yang juga mencapai rata-rata 36,8 persen per tahun (lihat **Grafik 1**). Dengan pertumbuhan pembiayaan dan DPK yang relatif berimbang setiap tahun, bank syariah cukup berhasil menjalankan fungsi intermediasinya. Hal tersebut ditunjukkan oleh *financing to deposit ratio* (FDR) yang mencapai rata-rata 90—100 persen per tahun. Rasio itu bahkan sempat melampaui level 110 persen pada tahun 2008 dan mencapai rata-rata lebih dari 100 persen sepanjang 2013. Dengan tingkat FDR yang cukup tinggi, maka pengelolaan likuiditas bank syariah menjadi penting, dan pengembangan instrumen untuk pengelolaan likuiditas pada khususnya menjadi cukup mendesak.



Sumber: Statistik Perbankan Syariah, diolah

Grafik 1. Perkembangan Aset, DPK, Pembiayaan dan FDR Perbankan Syariah

Saat ini, dalam pengelolaan likuiditas, bank syariah memanfaatkan pasar antar uang bank syariah (PUAS), layaknya instrumen PUAB bagi bank konvensional. Perbedaan utama pada kedua instrumen ini terletak pada *collateral*. PUAB merupakan *pure uncollateralized loan*, sementara dana pada PUAS harus menggunakan *underlying asset* agar sesuai dengan prinsip syariah. Dalam skema PUAS ini kegiatan transaksinya bukanlah “pinjam meminjam” dana, tetapi berupa investasi atau penyertaan dana dengan menggunakan sertifikat sebagai tanda *underlying asset*. Dalam praktiknya di Indonesia, Bank Indonesia telah mengeluarkan ketentuan mengenai instrumen PUAS yang terdiri atas Sertifikat Investasi *Mudharabah* Antarbank (SIMA) yang diatur dalam Surat Edaran No. 14/2/DPM dan Sertifikat Perdagangan Komoditi berdasarkan Prinsip Syariah Antarbank (SiKA) yang diatur dalam Surat Edaran No. 14/3/DPM.

Secara umum, volume transaksi PUAS dalam enam tahun terakhir menunjukkan kecenderungan yang meningkat dan didominasi oleh PUAS bertenor *overnight* dan satu minggu. Namun, meskipun transaksi PUAS menunjukkan tren yang meningkat, terdapat pola hubungan PUAS yang unik, yaitu:

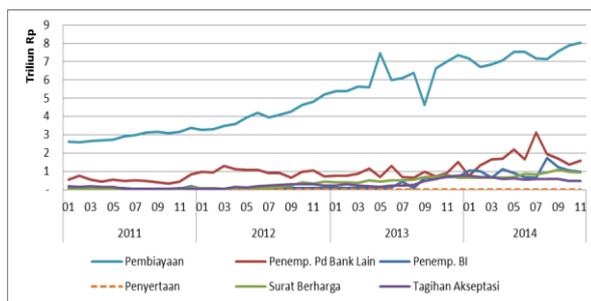
- 1) Unit Usaha Syariah (UUS) memiliki ketergantungan yang cukup tinggi kepada induknya. Dalam posisi *liquidity short*, UUS cenderung tidak aktif bertransaksi dengan bank syariah lain, tetapi mencari bantuan kepada induknya; dan
- 2) *stand alone* Bank Umum Syariah (BUS) cenderung mengusahakan hubungan yang baik dengan bank syariah yang lain.

Terbatasnya instrumen surat berharga syariah, baik yang diterbitkan oleh pemerintah maupun korporasi, merupakan salah satu faktor penyebab rendahnya penempatan bank syariah pada instrumen ini. Dengan ketersediaan *outlet* yang terbatas, begitu juga dengan instrumen pasar keuangan yang volumenya masih sangat kecil, bank syariah dihadapkan pada alternatif pengelolaan likuiditas yang sempit.

## 2.2 Profil Likuiditas dalam Mata Uang Asing

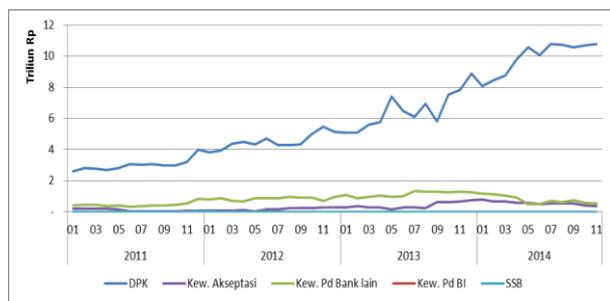
Sebagai institusi bank yang mendominasi, keberadaan bank syariah pada kelompok BUKU 2, aktivitas perbankan syariah tidak hanya terbatas pada aktivitas pembiayaan dan pengumpulan dana dalam denominasi rupiah, tetapi bank syariah juga dapat melakukan aktivitas yang terkait dengan devisa. Dengan demikian, dalam struktur aset maupun *liabilities* bank syariah dihadapkan pada kebutuhan pemenuhan likuiditas valas.

Secara umum perkembangan aset dan *liabilities* dalam denominasi USD dapat dilihat pada **Grafik 2**. Jika dibandingkan dengan pembiayaan dalam denominasi rupiah, pembiayaan dalam denominasi valas relatif kecil, rata-rata hanya berkisar 4,2 persen dari total pembiayaan. Namun, melihat kecenderungan peningkatannya selama tiga tahun terakhir, bank tetap perlu menggali sumber pendanaan valas lainnya atau meningkatkan DPK, khususnya produk deposito.



Sumber : LBU, Bank Indonesia

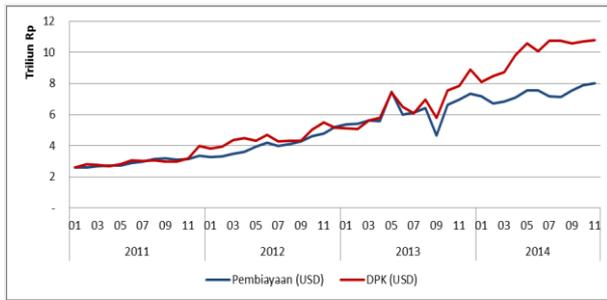
Grafik 2.(a) Perkembangan Aset dalam Denominasi USD



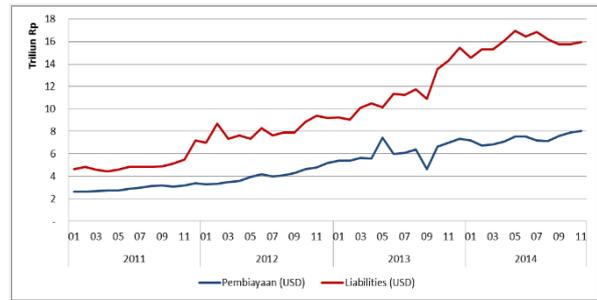
Sumber : LBU, Bank Indonesia

(b) Perkembangan *Liabilities* dalam Denominasi USD

Dengan struktur pembiayaan dalam denominasi valas yang cenderung meningkat, maka bank syariah memerlukan sumber pendanaan dalam valas yang relatif terjaga ketersediaannya. Pada **Grafik 3**, tampak bahwa sumber pendanaan valas utamanya berasal dari DPK, khususnya deposito yang mencapai rata-rata 6—7 triliun setiap tahunnya. Sejak awal tahun 2014 perbankan syariah mulai memiliki kelebihan dana dibandingkan pembiayaan, sementara sebelumnya pergerakan sumber pendanaan dan pembiayaan cenderung berada dalam rentang nominal yang relatif sama.



Sumber : LBU, Bank Indonesia



Sumber : LBU, Bank Indonesia

Grafik 3.

(a) Pembiayaan vs DPK

(b) Pembiayaan vs Total *Liabilities*

Pada umumnya tidak semua bank syariah memiliki deposito valas. Dengan ketersediaan outlet yang terbatas dan instrumen pasar keuangan yang volumenya masih sangat kecil, bank syariah dihadapkan pada alternatif pengelolaan likuiditas yang sempit. Dengan harapan bahwa peranan perbankan syariah semakin tinggi dalam pembiayaan sektor riil, sementara di sisi lain profil nasabah DPK cenderung *floating*, maka ke depan bank syariah akan menghadapi potensi risiko likuiditas yang cukup besar. Oleh karena itu, diperlukan langkah-langkah strategis, khususnya dalam pengembangan instrumen pengelolaan likuiditas bagi bank syariah. Lebih jauh lagi, diperlukan upaya yang lebih besar untuk menciptakan instrumen keuangan syariah yang pada akhirnya dapat digunakan untuk mengelola likuiditasnya.

### **III. PENDIRIAN IILM**

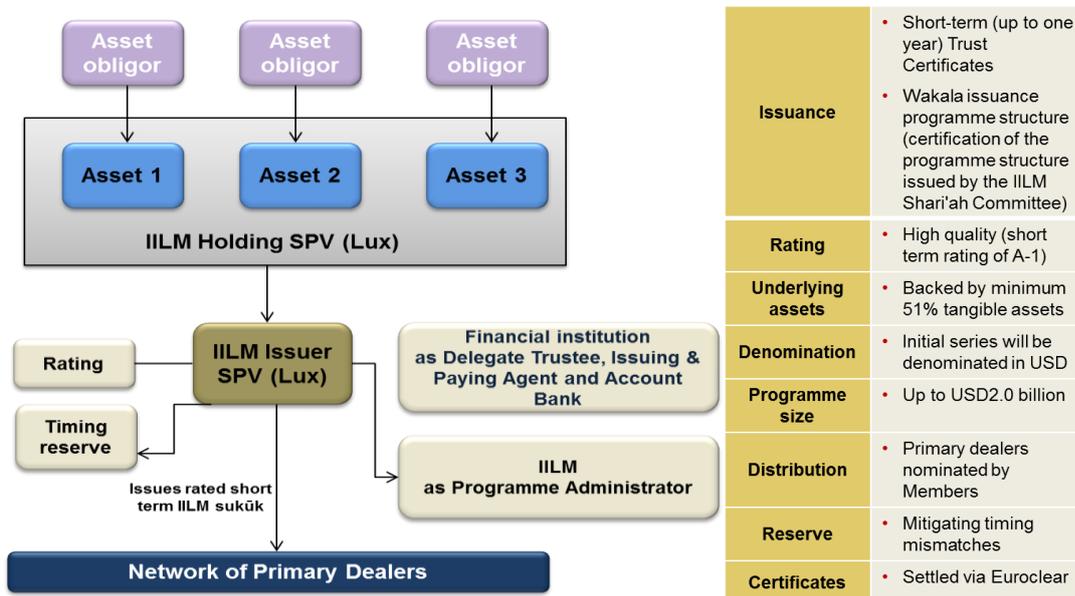
#### **3.1 Profil Operasi IILM**

IILM didirikan pada tanggal 25 Oktober 2010 berdasarkan inisiatif dari beberapa bank sentral yang mengoperasikan industri keuangan syariah dan didukung oleh lembaga multilateral, yaitu *Islamic Development Bank* (IDB). Tujuan pendirian lembaga ini adalah untuk melengkapi infrastruktur pendukung likuiditas lembaga keuangan syariah secara internasional. Beberapa negara dan lembaga internasional yang berperan sebagai *founding members* adalah Indonesia, Kuwait, Luksemburg, Malaysia, Mauritius, Nigeria, Qatar, Turki, Uni Emirat Arab, dan *Islamic Development Bank*. Negara-negara tersebut pada saat ini berperan sebagai pemegang saham dari IILM. Keanggotaan dari IILM bersifat terbuka bagi bank sentral (otoritas moneter), otoritas pengawas keuangan, kementerian maupun lembaga yang memiliki pengawasan pengaturan keuangan dan perdagangan, serta organisasi-organisasi multilateral.

Pendirian IILM ditujukan untuk mengatasi keterbatasan instrumen likuiditas lembaga keuangan syariah, khususnya perbankan syariah, yang dapat digunakan sebagai alat investasi jangka pendek dan disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah dalam bentuk mata uang asing. Penerbitan sukuk oleh pemerintah secara domestik dan global telah mulai membuka peluang tersedianya instrumen investasi. Namun demikian, instrumen tersebut belum dapat memenuhi kebutuhan likuiditas perbankan syariah, karena tenornya yang belum sesuai. Pada dasarnya Bank Indonesia telah mengeluarkan satu instrumen penempatan dana jangka pendek bagi perbankan syariah, yaitu TD valas, yang bertujuan juga untuk memberikan alternatif instrumen likuiditas bagi perbankan syariah. Namun, dalam konteks pasar keuangan diperlukan pasar keuangan yang efisien. Pasar keuangan yang efisien memiliki instrumen dengan alternatif tenor yang lebih bervariasi, mulai dari jangka pendek sampai dengan jangka panjang. Terlebih lagi, tipisnya volume instrumen yang tersedia menyebabkan sebagian besar instrumen dilepas dengan premium yang

cukup tinggi, sehingga sebagian besar pelaku memilih untuk *hold to maturity*. Dengan demikian, struktur harga di pasar keuangan syariah tidak dapat terbentuk. Hal ini akan sangat berpengaruh negatif bagi efisiensi lembaga keuangan syariah. Keberadaan instrumen IILM diharapkan dapat mengisi kekosongan instrumen yang sangat dibutuhkan oleh lembaga keuangan syariah dalam mengoptimalkan manajemen likuiditasnya.

Secara operasional, IILM memiliki bisnis model yang cukup unik dan belum memiliki bandingan yang setara jika dibandingkan dengan institusi penerbit surat berharga internasional yang pernah ada hingga saat ini. Modal yang dikumpulkan dari para pemegang saham, seperti halnya lembaga lain, digunakan untuk operasionalisasi awal kegiatan IILM dan secara terbatas akan menjadi *financial buffer* bagi IILM dalam kegiatan operasional sehari-hari. Sebagaimana ditunjukkan dalam **Grafik 4**, IILM berperan sebagai SPV yang akan menerima *pledged asset* dari negara-negara anggota yang ingin menerbitkan sukuknya melalui IILM.



Sumber: Materi dari IILM Sukuk *awareness* program, Bank Indonesia, Jakarta, 2014

Grafik 4. Business Model dari IILM

Aset tersebut ditempatkan dalam suatu *pool of asset* sehingga investor tidak lagi dapat mengidentifikasi asal aset yang menjadi *back-up* penerbitan

sukuk jangka pendek IILM pada setiap penerbitan. Sumber dana yang akan diterima oleh negara *issuer* diharapkan bersifat jangka panjang mulai dari 5 tahun sampai 15 tahun. IILM kemudian akan menyerahkan aset yang telah dikumpulkan kepada SPV yang berkedudukan di Luksemburg. Sukuk yang diterbitkan oleh IILM bersifat jangka pendek namun memiliki rating yang cukup tinggi, yaitu A. Pada saat ini IILM masih memiliki 1 *trench* dengan tenor 3 bulan yang kemudian akan di-*reissued* secara periodik. Di masa yang akan datang, telah terdapat rencana untuk membuat penerbitan sukuk IILM dalam beberapa *trenches*, salah satunya adalah 6 bulan. Dengan demikian, salah satu ciri utama dari IILM adalah melakukan pengelolaan *maturity mismatch* secara jangka panjang. Sekretariat IILM berfungsi sebagai administrator program yang melakukan operasionalisasi alokasi aset, merancang jadwal penerbitan, serta mengatur risiko yang muncul dari operasionalisasi IILM. Untuk memastikan tata kelola yang baik, IILM juga secara organisasi telah dilengkapi dengan mekanisme pengawasan bertingkat yang terdiri atas *Board of Risk Management Committee*, *Audit Committee*, dan *Council of IILM*. Untuk meningkatkan *credit rating*-nya, manajemen IILM telah mengupayakan mekanisme *credit enhancement* dari beberapa lembaga MDB, termasuk didalamnya IDB dan ADB. Dengan demikian, negara-negara yang mencari dana melalui IILM, khususnya bagi negara-negara yang memiliki rating di bawah A, memiliki potensi keuntungan berupa biaya dana yang lebih murah dibandingkan dengan melakukan *issuance* sendiri. Penjualan sukuk IILM di pasar perdana dilakukan melalui mekanisme *auction* yang di *back-up* oleh komitmen *primary dealers*. Proses ini hampir serupa dengan proses *underwriting* pada penerbitan *bonds* tetapi dengan tingkat pengikatan yang lebih rendah melalui komitmen. Saat ini terdapat sekitar 13 bank yang bertindak sebagai *primary dealers* pada penerbitan sukuk IILM. Pada saatnya, *primary dealers* akan melepas sukuk IILM kepada bank syariah lain sebagai instrumen likuiditas jangka pendek yang akan diperjualbelikan diantara bank-bank syariah di dunia.

### **3.2 Keanggotaan dan Peran Bank Indonesia dalam Pendirian IILM**

Sebagai salah satu anggota IFSB yang terlibat dalam pertemuan tingkat tinggi, Bank Indonesia memandang pendirian IILM bersifat monumental bagi penyediaan instrumen likuiditas perbankan syariah. Hal tersebut mendasari peran Bank Indonesia sebagai salah satu negara pendiri IILM. Ketersediaan instrumen investasi berbasis syariah jangka pendek diharapkan dapat dipergunakan secara maksimal oleh bank-bank syariah ketika porsi transaksi dalam bentuk mata uang asing telah masuk pada tahap yang signifikan. Tanpa instrumen likuiditas jangka pendek, *buffer* dalam bentuk valas yang dibentuk untuk mengantisipasi tekanan likuiditas tidak akan bersifat produktif dan pada akhirnya akan memberikan pengaruh pada *profitability* bank secara keseluruhan. Dalam jangka panjang, tidak tertutup kemungkinan bagi bank sentral untuk juga menempatkan dana jangka pendeknya ke dalam instrument IILM. Hal tersebut dilakukan mengingat *underlying asset* yang digunakan oleh IILM sebenarnya memiliki tingkatan *sovereign* meskipun tingkat *high investment grade* yang dipersyaratkan dalam penentuan sebagai instrumen moneter belum dapat tercapai dalam jangka waktu dekat. Pada saat ini, dua negara anggota yang telah secara aktif mendorong penerbitan sukuk IILM yang diawali oleh penyerahan aset adalah Malaysia dan Qatar. Dana yang didapatkan dari penerbitan sukuk IILM oleh Qatar telah digunakan untuk melakukan ekspansi perusahaan penerbangan nasionalnya. Diharapkan suatu saat Indonesia dapat melakukan *fund raising* ke pasar internasional dengan menggunakan IILM sebagai kendaraan untuk kemudian digunakan sebagai dana untuk pembangunan. Secara konsep, hal ini sejalan dengan rencana pemerintah untuk lebih mendorong lagi perkembangan perolehan sumber dana pembangunan yang ditujukan pada proyek-proyek yang bersifat *profit oriented* dan melengkapi infrastruktur.

## IV. POTENSI PEMANFAATAN ILM BAGI INDONESIA

### 4.1 Pemanfaatan Instrumen Investasi Jangka Pendek

#### *Dampak terhadap Efisiensi Operasi*

Sebuah lembaga perbankan syariah akan mulai membangun portofolio operasi dalam bentuk mata uang asing ketika akan memperluas wilayah operasi secara internasional. Sebagaimana halnya dalam transaksi mata uang domestik, kegiatan pembiayaan dalam bentuk mata uang asing akan membutuhkan cadangan sumber dana dalam mata uang asing juga. Hal ini tentunya akan memberikan implikasi biaya yang berasal dari mata uang asing. Sebagai lembaga yang bersifat *profit making*, *spread* yang dihasilkan dari portofolio mata uang asing harus secara berkesinambungan menghasilkan marjin keuntungan yang positif.

$$\Delta_F = L_F i_{LF} + I_F i_{IF} - D_F i_{DF}, \text{ dimana } L_F + I_F = D_F$$

$i_{DF}$  adalah tingkat *return* yang diberikan kepada depositor valas,  $i_{LF}$  tingkat *return* yang dihasilkan dari investasi dalam mata uang asing, dan  $i_{IF}$  adalah tingkat *return* yang didapat dari alat-alat likuid dalam mata uang asing. Sementara itu,  $L_F$ ,  $I_F$ , dan  $D_F$  secara berurutan adalah fasilitas pinjaman *forex* yang diberikan, investasi surat-surat berharga dalam *forex*, dan deposit dalam *forex*. Dengan demikian, terlihat bahwa keberadaan unit investasi jangka pendek dalam bentuk *forex* akan sangat berpengaruh pada kemampuan bank syariah dalam meningkatkan efisiensi operasionalnya. Hadirnya sukuk dengan tenor 3 dan 6 bulan akan sangat membantu untuk melengkapi *spectrum feasible investment* dari surat-surat berharga berbasis syariah. Secara industri, hal ini akan membantu terbentuknya struktur harga (*term structure*) yang lebih lengkap dan tentunya berimplikasi pada efisiensi transaksi yang lebih tinggi.

$$L_F i_{LF} = D_F i_{DF} - I_F i_{IF}$$

Porsi kredit yang disalurkan oleh perbankan akan sangat bergantung dari *return* ( $i_{LF}$ ) yang didapat dibanding dengan jumlah *return* yang didapat dari investasi ( $i_{IF}$ ). Diasumsikan porsi penyaluran kredit sebagai  $\alpha$  sehingga porsi dana yang akan diinvestasikan adalah  $(1 - \alpha)$ . Dengan demikian, jumlah *loanable fund* bank menjadi

$$\alpha D_F i_{LF} = D_F i_{DF} - (1 - \alpha) D_F i_{IF}$$

Adanya instrumen dengan tenor yang lebih rendah dan sukuk dengan tenor 3 dan 6 bulan mendiversifikasi portofolio investasi perbankan syariah. Diasumsikan bahwa porsi yang akan diinvestasikan pada investasi jangka pendek adalah  $\beta$ , sehingga porsi investasi jangka panjang adalah  $(1 - \beta)$ . Dengan demikian, jumlah dana yang akan diversifikasikan adalah:

$$I_F (\beta i_{IS} + (1 - \beta) i_{IL}) = (1 - \alpha) D_F i_{IF}$$

Dengan diversifikasi portofolio investasi, *lending rate* digambarkan sebagai berikut:

$$I_{LF} = \frac{i_{DF} - \frac{(1-\alpha)}{(\beta i_{IS} + (1-\beta) i_{IL})}}{\alpha}$$

Dari penurunan di atas terlihat bahwa penetapan *lending rate* merupakan hasil pembentukan dari porsi dana yang dialokasi bank kepada kredit dan investasi. Persamaan di atas juga menunjukkan bahwa semakin tinggi *return* ( $i_{IS}$  dan  $i_{IL}$ ) yang didapat dari investasi akan semakin dapat mengurangi biaya yang timbul dari menarik dana ( $i_{DF}$ ), sehingga dapat menurunkan *lending rate* ( $I_{LF}$ ).

#### *Risiko Investasi dalam Instrument IILM*

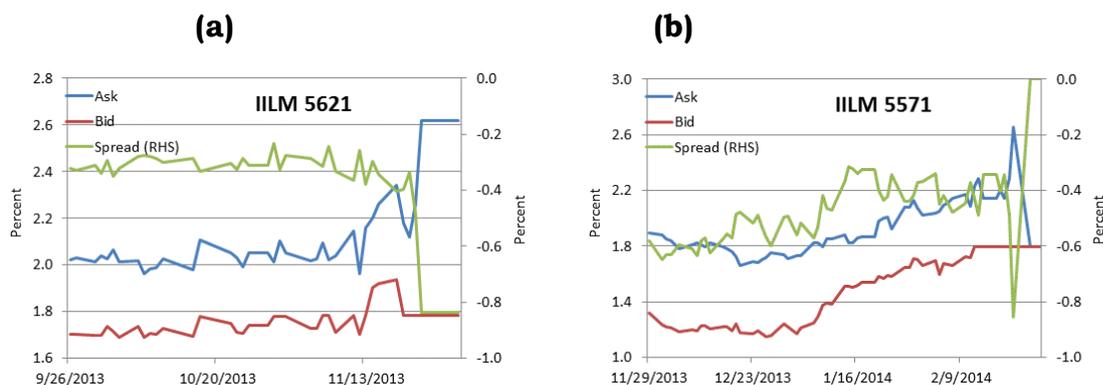
Penerbitan sukuk IILM mulai dilakukan mulai bulan Agustus 2013 dengan jumlah *issuance* sebesar USD 490 million dan tenor 3 bulan.

Dengan volume yang masih kecil, sukuk IILM diterbitkan dengan harga premium kepada 19 *primary dealers* yang telah memiliki komitmen pembelian dengan IILM. Kecilnya volume dan tingginya harga yang diberikan menyebabkan sukuk yang diterbitkan tetap dipertahankan pada *primary dealers (hold to maturity)*. Kondisi ini menyebabkan peran sukuk IILM sebagai instrumen likuiditas belum dapat tercapai secara efektif karena bank-bank syariah di luar *primary dealers* pada saat ini belum bisa membeli dan menempatkan sukuk IILM dalam komposisi portofolionya.

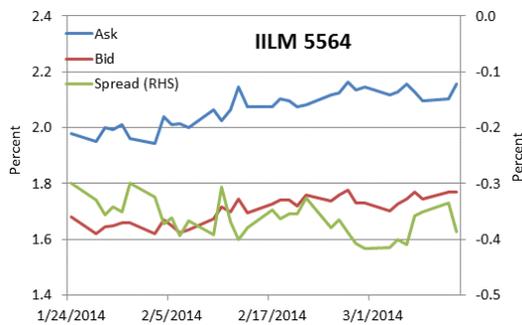
**Grafik 5** menunjukkan perbedaan *yield* sukuk IILM berdasarkan harga *bid-ask* yang terjadi di pasar. *Yield* dihitung berdasarkan persamaan berikut:

$$(1 + y)^T = \frac{C}{P}$$

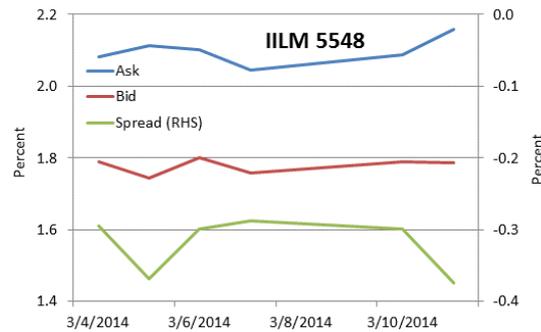
C merupakan *face value* dari masing-masing *series* sukuk dan P merepresentasikan harga yang berlaku di pasar. Sukuk ditransaksikan dengan *discount* tanpa adanya pembayaran *coupons* pada periode sebelum mencapai *maturity*.



(c)



(d)

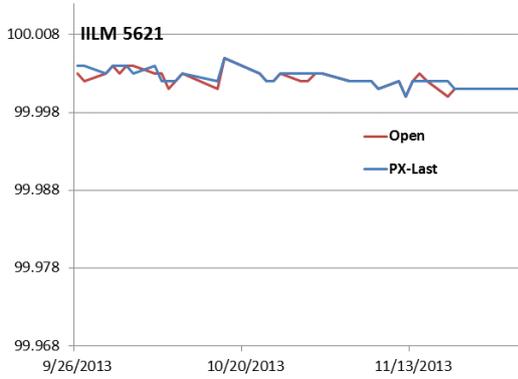


Grafik 5. *Spread* harga *bid-ask* sukuk IILM pada berbagai *series* dalam bentuk *yield*

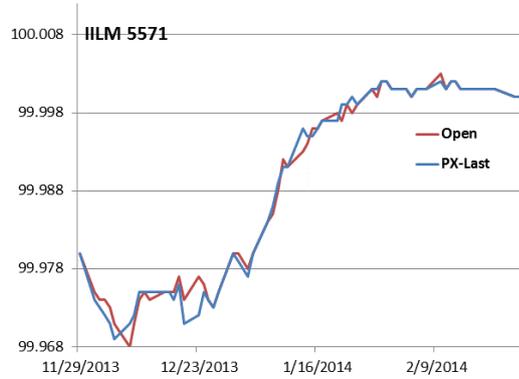
Sukuk IILM diterbitkan secara berseri dari IILM-5621, IILM-5571, IILM-5564, dan yang terakhir adalah IILM-5548. Penerbitan sukuk pada periode berikutnya dapat dianggap sebagai proses *reissuance* dari penerbitan sukuk sebelumnya. Secara praktis, IILM harus dapat menjaga kesinambungan pembiayaan yang disalurkan kepada negara-negara penerbit melalui IILM yang bertenor panjang. Tingginya *spread* menunjukkan sukuk IILM dapat dikategorikan sebagai *premium bonds*.

**Grafik 6** menunjukkan pergerakan harga dari keempat seri sukuk IILM yang telah diterbitkan dengan volume yang terus meningkat. Namun demikian, sebagaimana dapat dilihat, harga yang terbentuk di pasar masih jauh dari efisien, terutama pada periode *first entry* (IILM-5621) saat transaksi jarang sekali dilakukan dan harga di pasar belum terbentuk. Pada period kedua (IILM-5571) sukuk IILM terlihat mulai diserap oleh pasar sekunder yang ditunjukkan dengan mulai meningkatnya jumlah transaksi walaupun tingkat *discount* yang terjadi di pasar cukup besar, terutama pada tengah periode sebelum *maturity*.

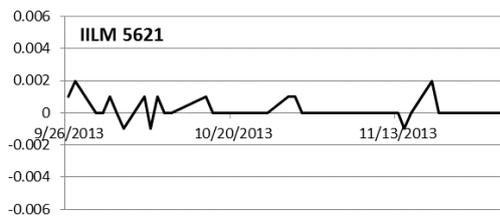
(a) IILM 5621



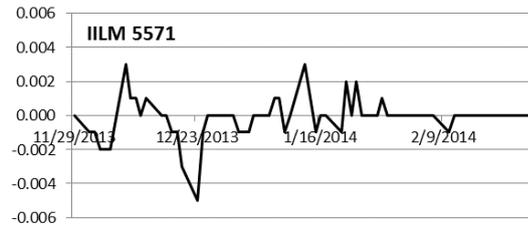
(b) IILM 5571



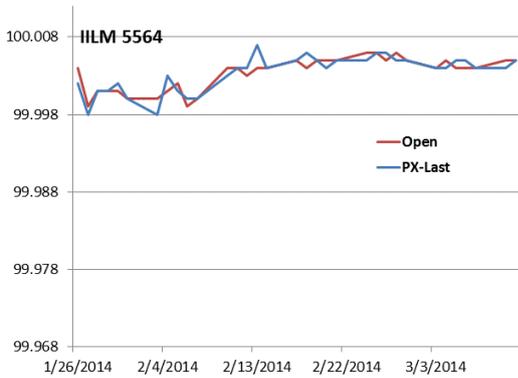
Spread IILM-5621



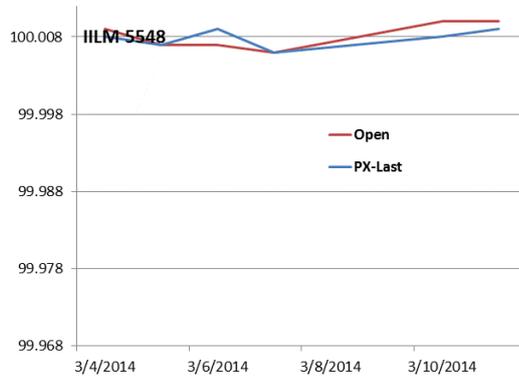
Spread IILM-5571



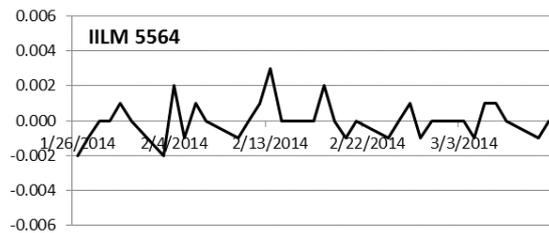
(c) IILM 5564



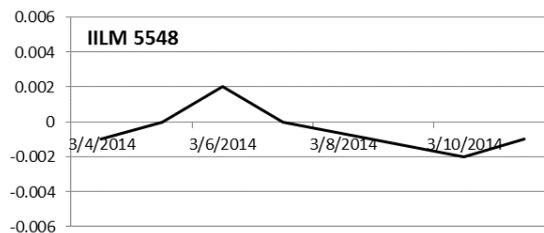
(d) IILM 5548



Spread IILM-5564



Spread IILM-5548



Grafik 6. Spread harga bid-ask sukuk IILM pada berbagai series

Pada periode ketiga, harga yang terbentuk di pasar terlihat menjadi semakin efisien yang ditunjukkan dengan menurunnya *discount* pada saat terjadinya transaksi. Jika dilihat dari volatilitas harga yang terjadi, risiko pasar yang akan terjadi jika sukuk IILM dijadikan *buffer* untuk bank tidak akan terlampaui besar. Kesimpulan ini diambil dengan mengasumsikan bahwa tingkat risiko dihitung berdasarkan nilai *Value at Risk* (VaR) atas penempatan bank dalam sukuk IILM dalam mata uang yang sama (USD) dan tidak memperhitungkan pergerakan kurs antara IDR dan USD yang berpotensi menimbulkan kerugian.

Sebagai upaya untuk mendorong penggunaan sukuk IILM sebagai instrumen likuiditas, otoritas di berbagai negara anggota IILM, pada khususnya, dapat melakukan hal-hal sebagai berikut:

- a. Menurunkan ATMR bagi instrumen IILM – Penurunan ATMR bagi bank yang membeli instrumen IILM dapat diartikan sebagai pemberian insentif dalam bentuk penurunan kebutuhan permodalan (CAR). Dengan meningkatnya *demand*, IILM akan memiliki ruang untuk menerbitkan instrumennya di masa yang akan datang dan secara teknis akan memberikan pengaruh yang positif bagi stabilisasi harga.
- b. Membuka kemungkinan repo – Sesuai dengan tujuan untuk menciptakan instrumen likuiditas bagi lembaga keuangan syariah, pembukaan kemungkinan repo dengan bank sentral dalam bentuk USD akan mempermudah bank untuk mendapatkan likuiditas dalam bentuk *forex* pada saat dibutuhkan. Hal ini tentunya akan sangat bermanfaat terutama pada saat pasar *forex* berada dalam kondisi yang sangat tipis sehingga kerugian akibat terjadinya gangguan likuiditas di pasar sangat mungkin terjadi.

#### **4.2 Mekanisme Alternatif bagi Sumber Pendanaan Pembangunan**

Penggunaan instrumen keuangan syariah sebagai sarana pengumpulan dana bagi negara telah dilakukan melalui penerbitan sukuk pemerintah. Penerbitan sukuk pemerintah dilakukan baik dalam mata uang Rupiah maupun USD. Mengikuti *global trend* yang terjadi, penerbitan

sukuk secara global telah mencapai *outstanding* sebesar USD 237 milyar pada January 2014. Hal ini dilakukan untuk memenuhi beberapa tujuan sebagai berikut:

### 1. Penerbitan sukuk dalam Rupiah

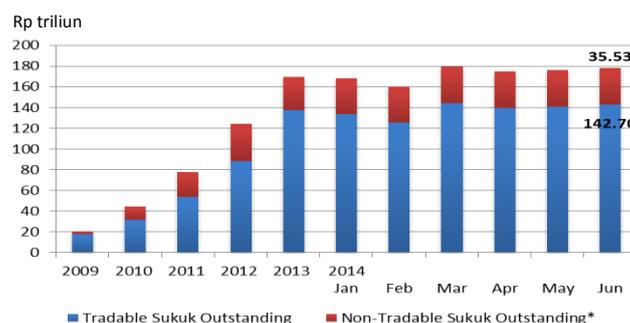
- Menjangkau investor dana jangka panjang yang memiliki preferensi keuangan berbasis syariah, termasuk lembaga-lembaga keuangan syariah seperti perbankan syariah dan perusahaan takaful.
- Penerbitan sukuk secara teratur dapat dimanfaatkan oleh lembaga keuangan syariah untuk memperkaya jenis portofolio investasi dan berguna sebagai instrumen pendalaman pasar keuangan syariah.
- Jika telah menjangkau pasar secara dalam, dapat digunakan sebagai instrumen pendukung operasi moneter berbasis keuangan syariah.

### 2. Penerbitan sukuk dalam USD

- Sarana pelengkap instrumen sumber dana pemerintah dalam menjangkau pasar non-tradisional

Sejak krisis ekonomi yang menghantam Asia pada 1998, Indonesia telah berhasil meningkatkan *rating*-nya dari *selected default* pada saat krisis menjadi BB+ (*Standard and Poors*) pada tahun 2013. Peningkatan *rating* tersebut tentunya sangat membanggakan dan secara perekonomian akan sangat mendukung program pembangunan mengingat biaya pinjaman yang diperlukan bagi percepatan program pembangunan akan membutuhkan tingkat premium yang lebih rendah dibandingkan dengan sebelumnya. Pada saat ini biaya pinjaman Indonesia berada pada sekitar 200–220 bps di atas LIBOR.

**Grafik 7** menunjukkan tren peningkatan penerbitan sukuk oleh pemerintah Indonesia, baik secara domestik maupun global.

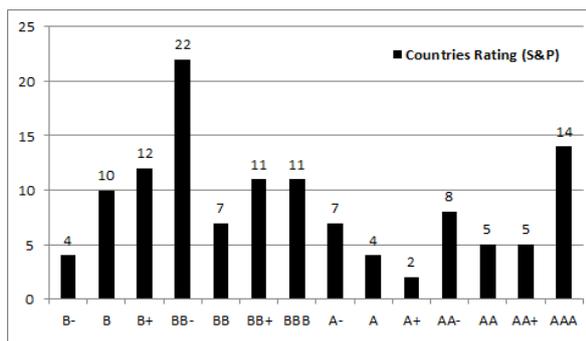


\*Non-tradable sukuk are held by Bank Indonesia

Sumber : Kementerian Keuangan, diolah

Grafik 7. Volume penerbitan sukuk oleh pemerintah Indonesia

**Grafik 8** menggambarkan sebaran *rating* negara-negara oleh *Standard and Poors* yang tidak hanya mencakup negara berkembang, tetapi juga negara-negara maju.



Grafik 8. Peta jumlah negara yang memiliki *rating* mulai dari B-

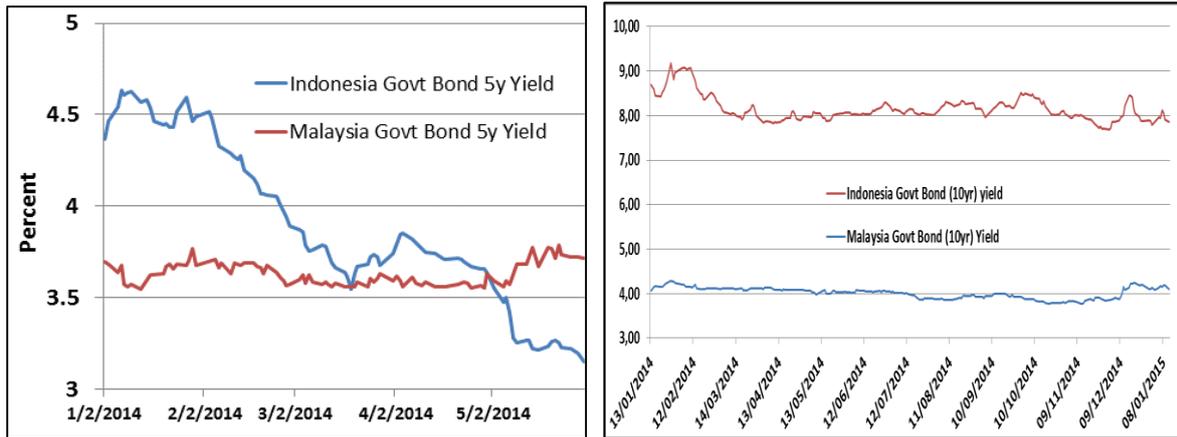
Biaya premium yang dicapai oleh pemerintah pada akhirnya menjadi basis penentuan biaya sektor korporasi mengingat kondisi negara berperan sebagai jangkar bagi kegiatan usaha sektor swasta<sup>1</sup>. **Grafik 9** menunjukkan perbandingan *yield government bonds* atau sukuk dari pemerintah Indonesia (dengan *rating* BB+) dan Malaysia (dengan *rating* A) dalam 3 tahun terakhir<sup>2</sup>. Kondisi *yield* di atas menunjukkan peluang bagi penyusunan inovasi untuk mendapatkan biaya dana yang lebih murah lagi. Keberadaan IILM serta posisi Indonesia sebagai anggota dari lembaga tersebut membuka peluang bagi pengumpulan dana melalui sukuk yang diterbitkan oleh IILM dengan konsekuensi biaya dana yang lebih murah.

<sup>1</sup> *Rating* suatu perusahaan pada dasarnya memperhitungkan *business risk* (B) dan *financial risk* (F).

$$R = B(C, b, P, X) + F(f, A, G)$$

B merupakan fungsi dari *Country risk* (C), *Industry Characteristic* (b), *Country Position* dalam ekonomi global (P) dan posisi terhadap kompetitor (X). Sementara itu, F merupakan fungsi dari *capital flow* (f), *accounting* (A), dan *governance* (G).

<sup>2</sup> Sebagai perbandingan besar pasar sukuk global, pemerintah Indonesia pada saat ini hanya memiliki USD 2.65 milyar *outstanding government* sukuk dibandingkan dengan USD 79.7 milyar *outstanding* sukuk pemerintah Malaysia pada 1<sup>st</sup> Quarter 2014.

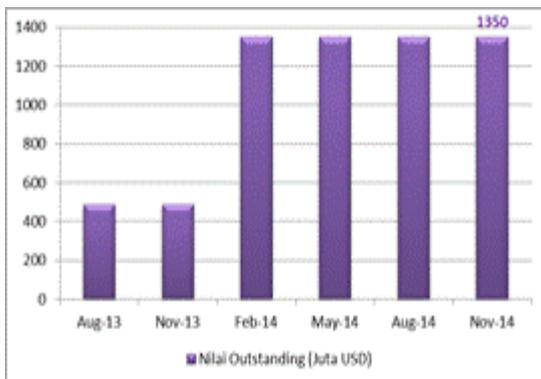


Sumber : Bloomberg©

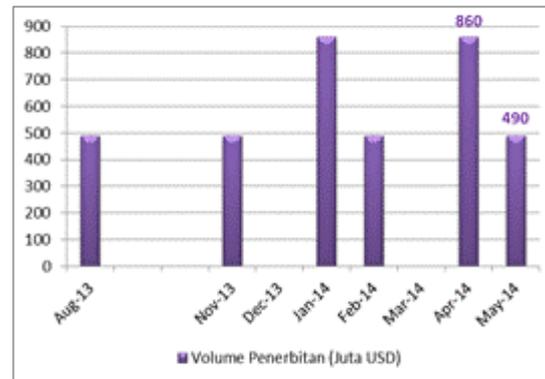
Grafik 9. Yield dari Indonesian and Malaysian Government Bonds

Sebagaimana yang telah dibahas pada bagian sebelumnya, sejak penerbitan pertamanya pada tahun 2013, sukuk ILM telah mengalami peningkatan dari waktu ke waktu (lihat **Grafik 10**).

(a) Nilai *outstanding*



(b) Volume per penerbitan

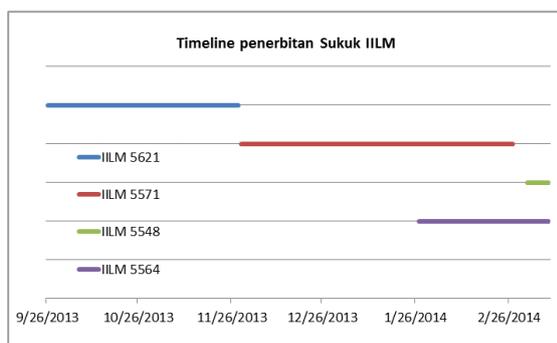


\*Issuance tenor: 3 month

Sumber: IILM

Grafik 10. Volume penerbitan sukuk IILM

Apabila dilihat dari jadwal penerbitan, saat ini telah terdapat 4 seri sukuk IILM yang diterbitkan dengan *time line* yang ditunjukkan dalam **Grafik 11**.



Grafik 11. Seri sukuk IILM

Penerbitan sukuk melalui IILM dapat memberikan beberapa keuntungan secara ekonomis dibandingkan dengan penerbitan sukuk secara langsung oleh pemerintah, selain tentunya terdapat pula beberapa kekurangan. Perbandingan manfaat dan kerugian dari proses penerbitan sukuk secara langsung oleh pemerintah dan penerbitan melalui IILM dapat dilihat pada **Tabel 1**.

**Tabel 1. Pros dan Cons penerbitan sukuk melalui IILM**

Aspek	Pros	Cons
Rating	Sukuk IILM diterbitkan dengan rating A oleh S&P. Terlebih, IDB dan ADB telah berada dalam proses untuk memberikan <i>credit enhancement</i> kepada IILM. <i>Underlying asset</i> yang di-pledged ditempatkan dalam satu <i>pool of assets</i> yang tidak dapat teridentifikasi oleh investor.	-
Biaya	Perbedaan rating <i>sovereign</i> Indonesia BB+ dengan penerbitan dengan rating A oleh IILM membuka peluang negosiasi harga yang lebih murah.	-
Biaya penerbitan	Pemerintah tidak perlu secara khusus melakukan <i>road-show</i> untuk setiap penerbitan mengingat upaya pendekatan	-

	kepada investor dilakukan oleh IILM langsung kepada <i>primary dealers</i> .	
Dasar hukum	-	Indonesia belum memiliki dasar hukum dalam melakukan penerbitan sukuk melalui IILM. Hal ini karena proses sekuritisasi aset yang dilakukan sedikit berbeda dengan penerbitan sukuk dimana <i>pledge asset</i> dilakukan kepada IILM, dan bukan kepada SPV yang ditunjuk oleh Indonesia.
<i>Schedule</i> penerbitan	Penerbitan sukuk oleh IILM dapat dilakukan setiap waktu, tergantung pada kebutuhan pendanaan yang diperlukan oleh pemerintah.	-
Kontinuitas	-	Kesinambungan pembiayaan melalui sukuk IILM akan tergantung pada kontinuitas operasi dari IILM. Hal ini sangat tergantung pada posisi hukum IILM dalam mengelola potensi terjadinya <i>default</i> oleh <i>issuers</i> (negara yang menerbitkan).

## **V. TINJAUAN ASPEK LEGAL DALAM PEMANFAATAN IILM<sup>3</sup>**

### **5.1 Penerbitan Sukuk Negara dalam Undang-Undang No 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara**

Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara diatur dalam Undang-Undang No. 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (selanjutnya disebut UU SBSN). Sukuk Negara adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang Rupiah ataupun valuta asing (pasal 1 Ayat 1 UU SBSN).

Tujuan penerbitan Sukuk Negara adalah untuk membiayai Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara, termasuk membiayai pembangunan proyek (Pasal 4 UU SBSN).

Kewenangan untuk menerbitkan Sukuk Negara berada di tangan Pemerintah yang dilaksanakan oleh Menteri Keuangan Republik Indonesia. Penerbitan Sukuk Negara dapat dilaksanakan langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN. Penerbitan Sukuk Negara yang dilakukan melalui Perusahaan Penerbit SBSN ditetapkan oleh Menteri Keuangan (Pasal 6 UU SBSN). Dalam melakukan penerbitan Sukuk Negara, Menteri Keuangan harus berkoordinasi dengan Bank Indonesia. Jika tujuan penerbitan Sukuk Negara untuk pembiayaan proyek tertentu, Menteri Keuangan harus berkoordinasi dengan menteri yang bertanggung jawab di bidang perencanaan pembangunan nasional.

Penerbitan Sukuk Negara harus terlebih dahulu mendapat persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat pada saat pengesahan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (Pasal 8 UU SBSN).

Penerbitan Sukuk Negara dapat dilakukan di dalam maupun di luar negeri (Pasal 1 Ayat 13 dan 14 UU SBSN).

---

<sup>3</sup> Opini hukum dalam bagian dari paper ini disusun berdasarkan kolaborasi dengan Mirza Karim sebagai ahli dalam bidang hukum dan fiqh keuangan syariah.

## **5.2. Penunjukan Wali Amanat dilakukan oleh Menteri Keuangan**

Jika Sukuk Negara diterbitkan secara langsung oleh Pemerintah, maka Menteri Keuangan akan menunjuk pihak lain sebagai wali amanat (Pasal 14 UU SBSN). Pihak lain tersebut dapat berupa lembaga keuangan yang telah mendapat izin dari otoritas yang berwenang dan lembaga lain yang dapat melaksanakan fungsi sebagai wali amanat (Penjelasan Pasal 14 UU SBSN).

Tugas wali amanat adalah:

- a. melakukan perikatan dengan pihak lain untuk kepentingan pemegang Sukuk Negara;
- b. mengawasi Aset SBSN untuk kepentingan pemegang Sukuk Negara; dan
- c. mewakili kepentingan lain pemegang Sukuk Negara, terkait dengan perikatan dalam rangka penerbitan Sukuk Negara.

## **5.3. Barang Milik Negara Dapat Digunakan sebagai Aset SBSN**

Barang Milik Negara dapat digunakan sebagai Aset SBSN yang dilakukan dengan cara menjual atau menyewakan Hak Manfaat atas Barang Milik Negara tersebut. Pada saat Sukuk Negara jatuh tempo, Menteri Keuangan wajib membeli kembali Hak Manfaat Aset SBSN, membatalkan akad sewa, dan mengakhiri akad lainnya dalam penerbitan Sukuk Negara (Pasal 12 UU SBSN).

Pemindahtanganan Barang Milik Negara dalam rangka penerbitan Sukuk Negara bukan merupakan pemindahtanganan Barang Milik Negara yang diatur dalam Undang-undang No. 1 tahun 2004 tentang Perbendaharaan Negara. Pemindahtanganan Barang Milik Negara dalam rangka penerbitan Sukuk Negara tidak mengakibatkan:

- a. pemindahtanganan hak kepemilikan (*legal title*) atas Barang Milik Negara;
- b. pengalihan fisik Barang Milik Negara.

Pemindah-tanganan Barang Milik Negara dalam rangka penebitan Sukuk Negara hanya mengalihkan Hak Manfaat Barang Milik Negara.

Dengan demikian, ketentuan-ketentuan dalam Undang-Undang Perbendaharaan Negara tidak berlaku dalam pemindahtanganan Barang Milik Negara dalam rangka penerbitan Sukuk Negara.

#### **5.4. IILM adalah Lembaga Internasional Keuangan Syariah yang Didirikan oleh Berbagai Bank Sentral dari Berbagai Negara, termasuk Indonesia**

IILM adalah sebuah institusi supranasional yang didirikan berdasarkan *Articles of Agreement* beberapa bank sentral dari berbagai negara dan organisasi internasional pada tanggal 25 Oktober 2010. IILM berbadan hukum berdasarkan hukum negara Malaysia, berdasarkan *Act 721* tentang *International Islamic Liquidity Management Corporation Act 2011*. IILM berkedudukan di Kuala Lumpur, Malaysia.

Tujuan didirikannya IILM sesuai dengan Pasal 4 *Articles of Agreement* adalah untuk:

- a. memfasilitasi manajemen likuiditas di antara institusi keuangan syariah antar-negara dengan cara menerbitkan instrumen-instrumen keuangan yang berbasis syariah; dan
- b. mendorong kerjasama regional maupun internasional untuk membangun infrastruktur manajemen likuiditas yang kuat pada tingkat nasional, regional, dan internasional.

Fungsi IILM sesuai dengan Pasal 5 *Articles of Agreement*) adalah:

- a. mengadakan aset/properti yang memenuhi prinsip syariah yang disetujui oleh IILM dan para anggotanya;
- b. menciptakan kumpulan aset/properti untuk penerbitan instrumen keuangan syariah.
- c. menerbitkan instrumen keuangan syariah untuk keperluan manajemen likuiditas institusi-institusi keuangan syariah;

- d. membantu manajemen moneter tingkat nasional, hutang publik, dan pasar uang syariah melalui penerbitan instrumen keuangan syariah; dan
- e. membantu menciptakan lingkungan yang memungkinkan untuk mendorong integrasi pasar keuangan syariah dalam lingkup regional maupun global.

### **5.5 Akad yang Digunakan dalam Penerbitan Sukuk Melalui IILM**

Dengan mengacu kepada *Articles of Agreement*, IILM telah beberapa kali menerbitkan Sukuk. Situs resmi IILM tidak menyebutkan secara rinci dan tegas mengenai mekanisme penerbitan Sukuk serta tidak menyebutkan akad apa yang digunakan dalam penerbitan Sukuk. Berdasarkan keterangan dari berbagai sumber yang dapat dipercaya, penerbitan Sukuk oleh IILM menggunakan akad *Wakalah (Bishr Shibliq of Arendt & Medernach in Islamic Finance News 11 September 2013; dan www.zawya.com)*.

Dalam penerbitan Sukuk dengan akad *Wakalah* ini, pihak-pihak yang akan terlibat adalah:

- a. pihak yang menghendaki dana pembiayaan atau "*originator/obligor*", dalam hal ini adalah Pemerintah;
- b. para pemegang Sukuk, yakni pihak-pihak yang menginvestasikan dana pada proyek yang akan dibiayai dengan Sukuk;
- c. wakil atau agen manajemen atau *arranger*, yakni pihak yang akan menata-usaha aset yang dijadikan dasar penerbitan Sukuk. Dalam hal ini, IILM akan menjadi Wakil; dan
- d. penerbit Sukuk (*Issuer*) yang merupakan *special purpose vehicle*, yang akan bertindak sebagai wali amanat para pemegang Sukuk. Dalam hal ini, Penerbit Sukuk adalah sebuah perusahaan yang berkedudukan di Luksemburg (*Bishr Shibliq of Arendt & Medernach in Islamic Finance News 11 September 2013 dan [http://issuance.sc.com.my/uploads\\_issuance/IILM%20-%20PTC.pdf](http://issuance.sc.com.my/uploads_issuance/IILM%20-%20PTC.pdf)*).

Mekanisme penerbitan Sukuk melalui IILM akan menjadi seperti berikut.

- a. Pemerintah sebagai pihak yang menginginkan dana akan menunjuk IILM sebagai wakil dalam penerbitan Sukuk dengan membuat akad *Wakalah*.
- b. Pemerintah akan menentukan dan menyerahkan Hak Manfaat Barang Milik Negara yang akan digunakan sebagai dasar penerbitan Sukuk kepada IILM dan selanjutnya IILM akan menempatkan Hak Manfaat Barang Milik Negara tersebut dalam suatu *pool assets*. Pemerintah akan membuat pernyataan kesanggupan akan membeli kembali (*purchase undertaking*) Hak Manfaat Barang Milik Negara.
- c. IILM sebagai wakil/agen manajemen akan membuat perjanjian manajemen investasi dengan *Issuer* yang juga merupakan *special purpose vehicle*. IILM akan menerima *ujrah* sehubungan dengan jasanya sebagai agen manajemen/manajer investasi.
- d. *Issuer* akan menerbitkan Sukuk dan memperoleh dana dari para pemegang Sukuk sesuai dengan akad syariah yang disepakati. *Issuer* akan menggunakan dana yang terkumpul dari para pemegang Sukuk untuk investasi yang memenuhi ketentuan syariah (*Shariah-compliant investment contributions*).
- e. Tiap lembar Sukuk akan menjadi bukti keikutsertaan dalam kepemilikan Hak Manfaat yang tidak dapat dibagi atas Barang Milik Negara yang akan dijadikan *underlying assets* dalam rangka penerbitan Sukuk.
- f. Dana yang terkumpul dari para pemegang Sukuk akan diberikan kepada Pemerintah untuk digunakan sebagai pembiayaan sesuai dengan kesepakatan.
- g. Selama jangka waktu Sukuk Pemerintah berkewajiban membayar imbalan sesuai dengan kesepakatan.
- h. Pada akhir masa Sukuk Pemerintah akan membeli kembali Hak Manfaat Barang Milik Negara yang dijadikan dasar penerbitan Sukuk.

## **5.6 Hak-Hak Para Anggota IILM**

Pasal 9 *Articles of Agreement* menyatakan antara lain bahwa setiap anggota IILM berhak untuk ikut serta dalam penerbitan Sukuk oleh IILM atau subsidiarinya atau *special purpose entities* sebagai: (i) investor dalam instrumen keuangan syariah atau (ii) penyedia aset dengan cara pengalihan aset kepada IILM atau subsidiarinya atau *special purpose entities*. Tiap-tiap anggota juga berhak meminta IILM atau melalui subsidiarinya atau *special purpose entities* untuk menerbitkan instrumen keuangan syariah untuk manajemen likuiditas sesuai kesepakatan di antara mereka.

Berdasarkan Pasal 9 *Articles of Agreement* tersebut, Pemerintah Indonesia berhak meminta IILM untuk menerbitkan Sukuk untuk kepentingan Pemerintah Indonesia sesuai kesepakatan. Pemerintah Indonesia berhak untuk bertindak sebagai penyedia aset yang akan dijadikan dasar penerbitan Sukuk serta memperoleh dana dari hasil penjualan Sukuk.

## **5.7 Peraturan Perundang-undangan yang Berlaku Tidak secara Khusus Mengatur mengenai Penerbitan Sukuk Melalui IILM serta Tidak secara Tegas Melarangnya**

Peraturan perundang-undangan yang berlaku, yakni UU SBSN serta peraturan-peraturan pelaksanaannya tidak mengatur mengenai penerbitan Sukuk melalui IILM serta tidak secara tegas melarangnya.

Pasal 3 huruf e UU SBSN menyebutkan bahwa Sukuk Negara dapat berupa SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah. Akad *Wakalah* yang digunakan dalam penerbitan Sukuk melalui IILM merupakan jenis akad yang tidak bertentangan dengan prinsip syariah.

Selanjutnya Pasal 5 UU SBSN menyebutkan bahwa kewenangan menerbitkan Sukuk Negara berada pada Pemerintah yang dilaksanakan oleh Menteri Keuangan. Sedangkan Pasal 6 UU SBSN menyatakan bahwa

penerbitan Sukuk Negara *dapat* dilaksanakan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN. Pasal 6 tersebut tidak membatasi bahwa penerbitan Sukuk Negara hanya boleh dilakukan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN, karena Pasal 6 tersebut menggunakan kata "*dapat*". Artinya, kewenangan penerbitan Sukuk Negara tetap berada pada tangan Pemerintah dan pelaksanaannya dilakukan oleh Menteri Keuangan. Pasal 5 UU SBSN memberikan kewenangan kepada Menteri Keuangan untuk menetapkan hal-hal yang berkaitan dengan penerbitan Sukuk Negara, termasuk menunjuk IILM sebagai Wakil berdasarkan suatu Akad *Wakalah* untuk menerbitkan Sukuk Negara. Menteri Keuangan juga berwenang menetapkan Barang Milik Negara sebagai *underlying assets* dalam penerbitan Sukuk. Penerbitan Sukuk Negara, termasuk penetapan Barang Milik Negara yang akan dijadikan sebagai *underlying assets* dalam rangka penerbitan Sukuk, harus disetujui oleh Dewan Perwakilan Rakyat pada saat pengesahan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara.

Berdasarkan hal tersebut, kami berpendapat bahwa Menteri Keuangan berwenang melakukan kerja sama dengan IILM dalam rangka penerbitan Sukuk Negara, sepanjang:

- a. penerbitan Sukuk Negara telah memperoleh persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat pada saat pengesahan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara;
- b. berkoordinasi dengan Bank Indonesia atau Menteri yang bertanggung jawab di bidang perencanaan pembangunan nasional;
- c. tidak mengubah *legal title* atas Barang Milik Negara yang dijadikan *underlying assets*. Pengalihan hanya dilakukan atas Hak Manfaat atas Barang Milik Negara;
- d. tidak dilakukan pengalihan fisik atas Barang Milik Negara yang dapat mengganggu penyelenggaraan tugas pemerintahan; dan
- e. pada saat berakhirnya tenor Sukuk Negara, Hak Manfaat atas Barang Milik Negara harus beralih kembali kepemilikannya kepada negara.

## 5.8. Simpulan Opini dari Sisi Hukum

- a. Kewenangan untuk menerbitkan Sukuk Negara berada pada tangan Pemerintah yang dilaksanakan oleh Menteri Keuangan Republik Indonesia. Penerbitan Sukuk Negara dapat dilaksanakan langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN.
- b. UU SBSN serta peraturan-peraturan pelaksanaannya tidak mengatur mengenai penerbitan Sukuk melalui IILM serta tidak secara tegas melarangnya.
- c. UU SBSN memberikan kewenangan kepada Menteri Keuangan untuk menetapkan hal-hal yang berkaitan dengan penerbitan Sukuk Negara, termasuk menunjuk IILM sebagai Wakil berdasarkan Akad *Wakalah* untuk menerbitkan Sukuk Negara. Akad *Wakalah* adalah salah satu akad yang sesuai dengan prinsip syariah.
- d. Barang Milik Negara dapat dijadikan *underlying asset* dalam penerbitan Sukuk sepanjang tidak mengubah *legal title* atas Barang Milik Negara tersebut serta tidak dilakukan pengalihan fisik atas Barang Milik Negara yang dapat mengganggu penyelenggaraan tugas pemerintahan. Pada saat berakhirnya tenor Sukuk Negara, Hak Manfaat (*beneficial title*) atas Barang Milik Negara harus beralih kembali kepemilikannya kepada Negara.
- e. Penerbitan Sukuk Negara harus memperoleh persetujuan Dewan Perwakilan Rakyat pada saat pengesahan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara.

## **VI. SIMPULAN DAN REKOMENDASI**

### **6.1 Simpulan**

Berdasarkan analisis yang telah dilakukan secara kuantitatif atau berdasarkan hukum pendukung yang berlaku, beberapa simpulan yang dapat ditarik adalah sebagai berikut.

- a. Keberadaan IILM serta keanggotaan Indonesia dalam organisasi tersebut memberikan potensi manfaat dalam pengembangan pasar keuangan syariah serta dapat membuka peluang digunakannya instrumen investasi untuk mendukung program pembangunan ekonomi nasional sebagai pelengkap dari instrumen yang sudah ada pada saat ini.
- b. Dalam hal pemanfaatan instrumen IILM sebagai instrumen likuiditas, perbankan syariah dan konvensional dapat mulai memanfaatkannya sebagai bagian dari portofolio investasi jangka pendek serta menggunakan instrumen tersebut dalam kegiatan *trading*. Hal tersebut dapat dipandang sebagai langkah untuk mendukung proses pendalaman pasar keuangan, terutama keuangan syariah. Namun, dengan masih terbatasnya volume sukuk IILM di pasar, harga yang terbentuk di pasar belum efisien.
- c. Dari kajian aspek hukum dapat disimpulkan bahwa terdapat peluang bagi Indonesia untuk menerbitkan sukuk melalui IILM dengan memanfaatkan keberadaan Undang-Undang Sukuk Negara yang berlaku pada saat ini.

### **6.2 Rekomendasi**

Untuk mengimplementasikan program penerbitan sukuk melalui IILM, beberapa langkah rekomendasi yang dapat dipertimbangkan adalah sebagai berikut.

- a. Untuk mendukung sukuk IILM sebagai salah satu instrumen likuiditas jangka pendek, beberapa hal yang dapat dilakukan oleh otoritas adalah:

- otoritas pengawasan (OJK) dapat memberikan bobot ATMR yang ringan (disamakan dengan lembaga internasional lain yang memiliki *rating* baik, misalnya sebesar 20 persen).
  - otoritas moneter dapat mengakui sukuk IILM sebagai salah satu instrumen yang dapat di-repo-kan pada saat lembaga keuangan mengalami kesulitan likuiditas.
- b. Otoritas dapat melakukan pembahasan lebih lanjut dengan instansi terkait sehubungan dengan potensi penerbitan sukuk melalui IILM.

## DAFTAR PUSTAKA

Ali, Salman S., 2012, "State of Liquidity Management in Islamic Financial Institutions".dalam *IRTI Working Paper* 1433-06.

Askari, H., Z. Iqbal and A. Mirakhor, 2009, *New Issues in Islamic Finance & Economics: Progress and Challenges*, Singapore: John Wiley & Sons (Asia) Pte. Ltd.

BRMC Sukuk Outlook, 2014, IILM.

BRMC Risk Reporting, 31 December 2013.