

SEKURITISASI SBSN UNTUK PENGEMBANGAN PASAR KEUANGAN SYARIAH INDONESIA

Rifki Ismal

Sekolah Tinggi Ekonomi Islam Tazkia

Jl. Pulomas Barat V A no. 32 Jakarta Timur

Abstract

Pasar *Sukuk* maupun pasar uang syariah Indonesia masih belum berkembang, ditandai oleh masih terbatasnya instrumen pasar keuangan syariah dan pelaku pasar keuangan syariah. *Sukuk* yang diperdagangkan juga masih terbatas kepada *Sukuk* pemerintah (PBS, *Sukuk* Ritel, SPN-S) sedangkan *Sukuk* korporasi belum aktif. Instrumen moneter syariah Bank Indonesia (SBIS dan FASBIS) juga tidak dapat diperdagangkan di pasar keuangan syariah. Paper ini mengkaji kemungkinan sekuritisasi SBSN menjadi instrumen pasar keuangan syariah baru (disebut S-SBSN) yang akan: (i) mengembangkan pasar keuangan syariah (pasar modal dan pasar uang syariah), (ii) menjadi alternatif operasi moneter syariah dan, (iii) meningkatkan partisipasi publik dalam pembangunan nasional melalui SBSN. Model S-SBSN yang diusulkan adalah: (i) S-SBSN *sale and agency* dengan akad *bay wal wakalah*, (ii) S-SBSN *sale and trusteeship* dengan *bay wa wadiah yad dhamanah* dan (iii) S-SBSN *sharing ownership* dengan akad *musyarakah*. Sementara itu, *Sukuk* pemerintah yang menjadi *underlying* adalah PBS, *Sukuk* Ritel maupun SPN-S dengan konstruksi dan mekanisme pembayaran imbalan, perdagangan di pasar keuangan syariah maupun jangka waktu tertentu. Akhirnya, tiga modal S-SBSN diharapkan akan semakin meningkatkan perdagangan SBSN, menambah instrumen pasar uang syariah, menjadi alternatif operasi moneter syariah maupun mendukung pembangunan nasional melalui investasi dan perdagangan di surat berharga syariah.

Keywords: SBSN, PBS *Sukuk*, SPN-S

1. Pendahuluan

Pasar keuangan syariah di Indonesia utamanya pasar *Sukuk* maupun pasar uang syariah masih belum sepenuhnya menunjang industri keuangan syariah baik dari sisi *funding* maupun *financing*. Apabila dibandingkan dengan instrumen di pasar keuangan konvensional, instrumen pasar keuangan syariah masih terbatas pada *Sukuk* pemerintah dan *Sukuk* korporasi. Sementara itu *Sukuk* yang diterbitkan oleh pemerintah daerah, perusahaan swasta, perusahaan asing maupun perbankan (baik bank konvensional maupun bank swasta) masih belum dapat dioptimalkan. Jumlah pelaku pasar keuangan syariah juga masih banyak didominasi oleh bank-bank konvensional sementara perbankan syariah masih menjadi pelaku minoritas. Kemudian, jenis *Sukuk* yang diperdagangkan juga masih terbatas kepada *Sukuk* pemerintah (PBS, Sukuk Ritel, SPN-S) sedangkan jenis *Sukuk* korporasi belum beragam. Instrumen moneter syariah Bank Indonesia (SBIS dan FASBIS) yang seharusnya dapat mendukung transaksi pasar keuangan syariah (khususnya pasar uang syariah) juga *non tradable* di pasar keuangan syariah.

Operasi pasar terbuka (OPT) yang dilakukan oleh Bank Indonesia saat ini masih terbatas pada Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), *Repurchase (Repo)* SBIS, *Reverse Repo* Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan, Fasilitas Bank Indonesia Syariah (FASBIS). Instrumen-instrumen tersebut belum berfungsi optimal untuk mengembangkan pasar uang syariah karena SBIS *non tradable* atau tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder (Bank Indonesia, 2014a) demikian pula FASBIS yang bahkan tidak dapat pula dijadikan agunan atau dicairkan sebelum jatuh waktu (Bank Indonesia, 2009). Instrumen moneter yang dapat diperdagangkan adalah Sertifikat Deposito Bank Indonesia (SDBI) yang diterbitkan dalam mata uang Rupiah sebagai pengakuan utang berjangka waktu pendek yang dapat diperdagangkan hanya antar bank (Bank Indonesia, 2014b). Namun demikian, SDBI belum ada yang diterbitkan dengan akad syariah. Sementara itu, *reverse repo* SBSN yang berpotensi meningkatkan transaksi di pasar uang syariah (mendalamkan pasar) juga belum maksimal karena volume serta frekuensi transaksinya belum signifikan.

Di sisi lain, Undang-Undang No. 1 tahun 2004 tentang Surat Perbendaharaan Negara khususnya pasal 71 menyebutkan bahwa (Republik Indonesia, 2004):

Ayat 1

Pemberian Bunga dan/atau Jasa Giro sebagaimana dimaksud dalam pasal 23 ayat 1 mulai dilaksanakan pada saat penggantian Sertifikat Bank Indonesia dengan Surat Utang Negara sebagai instrumen moneter.

Ayat 2

Penggantian Sertifikat Bank Indonesia dengan Surat Utang Negara sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dilakukan mulai tahun 2005.

yang berarti, SBI (dan SBIS) harus digantikan dengan Surat Utang Negara (SUN) atau Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai instrumen moneter.

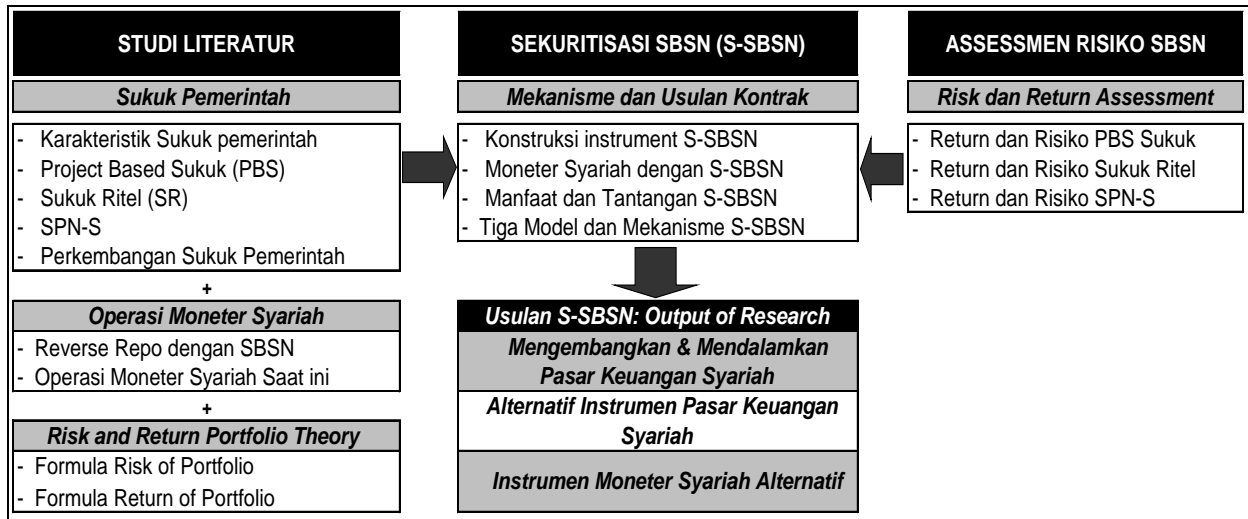
Berdasarkan latar belakang tersebut di atas, paper ini akan mengkaji kemungkinan penciptaan instrumen syariah baru yang merupakan sekuritisasi dari SBSN (disebut S-SBSN) sehingga dapat memperdalam pasar keuangan syariah (pasar modal dan pasar uang syariah) selain berfungsi pula sebagai instrumen moneter syariah. S-SBSN dimaksud merupakan gabungan antara pembelian SBN oleh Bank Indonesia berdasarkan UU No. 1 tahun 2004, operasi moneter syariah, dan transaksi *reverse repo* SBSN yang dilakukan Bank Indonesia serta upaya pendalaman pasar keuangan syariah yang dilakukan oleh kementerian keuangan.

Selain akan menambah variasi instrumen syariah di pasar modal syariah S-SBSN juga diharapkan dapat meningkatkan frekuensi dan volume transaksi di pasar keuangan syariah, menarik minat investor-investor baru di pasar keuangan syariah termasuk membantu kegiatan ekonomi di sektor riil. Secara khusus, S-SBSN diharapkan juga dapat menjadi alternatif bagi lembaga keuangan syariah dalam mengelola likuiditasnya. Paper ini mencakup pembahasan mengenai upaya pengembangan dan pendalaman pasar keuangan syariah Indonesia yang selaras juga dengan operasi moneter syariah dalam rangka menjalankan kebijakan moneter syariah namun juga berdampak kepada perekonomian (sektor riil) melalui pengembangan pasar *Sukuk* pemerintah.

Instrumen S-SBSN yang dikaji adalah instrumen pasar keuangan syariah yang dapat diterbitkan oleh Bank Indonesia dan dapat diperdagangkan di pasar uang syariah. Oleh karena prinsip-prinsip syariah mensyaratkan *underlying* proyek dan/atau aset agar suatu surat berharga dapat diperdagangkan secara komersil, S-SBSN terbit berdasarkan *underlying* SBSN. Sehingga, pembahasan S-SBSN mencakup analisa jenis-jenis Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), sebagai *underlying* penerbitan S-SBSN. Selain itu, cakupan pembahasan paper juga hanya terbatas kepada pasar keuangan syariah domestik dengan bank syariah (Bank Umum Syariah/BUS dan Unit Usaha Syariah/UUS) dan bank konvensional sebagai peserta pasar keuangan.

2. Metodologi

Metodologi paper ini menggunakan kombinasi antara studi literatur, analisa kuantitatif dan analisa kualitatif. Studi literatur meliputi informasi terkait *Sukuk* pemerintah dan operasi moneter syariah dan teori *risk* dan *return portfolio* untuk melakukan assessment risiko SBSN. Analisa kualitatif adalah konstruksi akad, mekanisme maupun operasional S-SBSN sedangkan analisa kuantitatif adalah perhitungan potensi risiko SBSN apabila dijadikan *underlying* S-SBSN khususnya risiko pasar SBSN dengan analisa teori *risk* dan *return* (lihat gambar 1).



Gambar 1. Metodologi dan Kerangka Penelitian

Terakhir, ouput utama paper ini yaitu instrument S-SBSN yang memberikan manfaat berupa pengembangan pasar keuangan syariah, alternatif baru instrumen pasar keuangan syariah dan instrumen moneter syariah alternatif.

3. Hasil dan Pembahasan

3.1. Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan *Reverse Repo* SBSN oleh Bank Indonesia

SBSN adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing (UU No. 19 tahun 2008). Aset SBSN adalah objek pembiayaan SBSN dan/atau barang milik negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan maupun selain tanah dan/atau bangunan, yang dalam rangka penerbitan SBSN dijadikan sebagai dasar penerbitan SBSN. Sehingga, maksud penerbitan SBSN adalah untuk membiayai APBN atau pembangunan proyek dan penerbitnya adalah pemerintah langsung atau perusahaan penerbit SBSN (UU No. 19 tahun 2008).

Sejak 2012, pemerintah Indonesia telah menerbitkan *Project Based Sukuk* (PBS) untuk mendiversifikasikan instrumen *Sukuk*, lebih mengoptimalkan potensi *underlying project* yang tersedia dan mendukung proyek-proyek pembangunan nasional. Akad yang digunakan adalah *ijarah asset to be leased* (penyewaan aset yang ditelah dibangun) yaitu untuk pelaksanaan proyek-proyek seperti infrastruktur di APBN. Secara umum, persyaratan proyek yang akan didanai dengan PBS antara lain: (i) telah dialokasikan di APBN, (ii) termasuk di dalam anggaran pemerintah pusat, (iii) persiapan konstruksi project harus 100% selesai sebelum *Sukuk* diterbitkan, (iv) disetujui parlemen (dewan perwakilan rakyat), (v) bagian dari pembangunan jangka menengah (vi) sesuai dengan syariah dan, (vii) mendukung percepatan pembangunan nasional. Beberapa proyek yang telah dibiayai dengan PBS antara lain Cirebon *Troya double track*, elektrifikasi *track* di pulau jawa dan, hotel jamaah haji.

Selain PBS, *Sukuk* ritel (SR) diterbitkan juga oleh pemerintah untuk investor masyarakat umum (publik). Berinvestasi di *Sukuk* ritel bagi masyarakat adalah hampir sama dengan menempatkan dana di deposito dengan nominal tertentu. Dana masyarakat yang terhimpun di SR akan digunakan pemerintah untuk pembiayaan di APBN dan saat jatuh tempo akan dikembalikan serta pemilik SR dijanjikan imbalan tetap. Namun berbeda dengan sertifikat deposito, SR dapat diperdagangkan di pasar sekunder yaitu dengan menggunakan jasa pialang atau perusahaan sekuritas. Minimum nilai investasi di SR adalah Rp5 juta dan maksimal Rp5 miliar. Selain PBS dan SR, Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S) adalah *Sukuk* jangka pendek (kurang dari satu tahun) yang diterbitkan pemerintah sejak Agustus 2011 untuk menghimpun dana berjangka pendek dalam rangka pendanaan proyek berjangka pendek. Imbalan yang diperoleh investor adalah berdasarkan akad *ijarah sale and lease back*.

Bank Indonesia dapat ikut serta dalam lelang perdana (pasar primer) SPN-S bersama peserta lelang lain dan jual beli PBS di pasar sekunder. Setelah memiliki SBSN, Bank Indonesia dapat melakukan *reverse repo* SBSN yaitu transaksi pembelian SBSN oleh bank dari Bank Indonesia, dengan janji penjualan kembali oleh bank sesuai dengan harga dan jangka waktu yang disepakati. Transaksi ini dilakukan dalam rangka melakukan operasi moneter yaitu kontraksi likuiditas perbankan dengan karakteristik transaksi *reverse repo* syariah antara lain (Bank Indonesia, 2011):

- Transaksi *Reverse Repo* SBSN dilakukan dengan menggunakan akad *al bay* (jual beli) yang disertai dengan *al wa'd* (janji) oleh bank kepada Bank Indonesia, dalam dokumen terpisah, untuk menjual kembali SBSN dalam jangka waktu dan harga tertentu yang disepakati.
- Jangka waktu transaksi *Reverse Repo* SBSN paling singkat 1(satu) hari dan paling lama 12 (dua belas) bulan yang dinyatakan dalam hari yang dihitung sejak 1 (satu) hari setelah tanggal setelmen sampai dengan tanggal jatuh waktu.

- Harga SBSN ditetapkan dan diumumkan oleh Bank Indonesia di BI-SSSS dan/atau sarana lainnya dengan mempertimbangkan antara lain harga pasar masing-masing jenis dan seri SBSN.
- Bank Indonesia menetapkan besarnya *haircut* untuk masing-masing jenis dan seri SBSN dalam rangka penentuan nilai setelmen transaksi *Reverse Repo* SBSN (*first leg*).
- *Haircut* akan diumumkan oleh Bank Indonesia melalui BI-SSSS, sistem Laporan Harian Bank Umum (LHBU) dan/atau sarana lainnya. Marjin transaksi *reverse repo* SBSN diperhitungkan pada saat setelmen *second leg* dari transaksi *reverse repo* SBSN.
- Hak penerimaan kupon atau imbalan atas SBSN yang di-*reverse repo*-kan selama periode transaksi *Reverse Repo* SBSN tetap merupakan milik Bank Indonesia.

Operasi moneter syariah bertujuan mencapai target operasional pengendalian moneter syariah dalam rangka mendukung pencapaian sasaran akhir kebijakan moneter Bank Indonesia (Bank Indonesia, 2008). Target operasional yang dimaksud berupa kecukupan likuiditas perbankan syariah seperti target uang primer atau komponennya yang terdiri dari uang kartal yang ada di bank dan masyarakat serta saldo giro bank dalam rupiah di Bank Indonesia. Kemudian, pencapaian target operasional kebijakan moneter dilakukan dengan cara mempengaruhi likuiditas perbankan syariah melalui kontraksi moneter atau ekspansi moneter.

Kontraksi moneter adalah pengurangan likuiditas bank melalui kegiatan operasi moneter syariah sedangkan ekspansi moneter adalah penambahan likuiditas bank melalui kegiatan operasi moneter syariah dan harus memenuhi prinsip-prinsip syariah yang dinyatakan dalam bentuk pemberian fatwa atau opini syariah dari otoritas fatwa. Seperti telah disebutkan pada bagian sebelumnya, kontraksi dan/atau ekspansi moneter secara syariah dilakukan dengan instrumen maupun mekanisme transaksi keuangan syariah antara lain Sertifikat Bank Indonesia Syariah (SBIS), Repo SBIS, *reverse repo* Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan Fasilitas Bank Indonesia Syariah (FASBIS).

3.2. Perkembangan Sukuk Pemerintah (SBSN)

Sukuk sangat berpotensi untuk dikembangkan di Indonesia namun demikian, pasar sekunder *Sukuk* (*Sukuk* pemerintah atau SBSN maupun *Sukuk* korporasi) masih relatif belum berkembang seperti pasar obligasi karena satu kendala utamanya adalah masih belum optimalnya sosialisasi dan edukasi tentang *Sukuk* kepada publik. Namun demikian, intensitas pemerintah terhadap *Sukuk* cukup besar seperti pembiayaan defisit APBNP 2015 sebesar 1,9% yang antara lain akan dibiayai melalui penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) senilai Rp 451 triliun dimana 20% nya adalah SBSN yang akan diterbitkan pemerintah untuk pembiayaan APBNP dimaksud atau diperkirakan senilai Rp91 triliun.

Tabel 1. Jenis SPN-S per Desember 2014

Series	First Issued Date	Maturity Date	Coupon	Face Value
SPN-S 02012015	1-Jul-14	2-Jan-15	zero coupon	Rp 875,000,000,000.00
SPN-S 13022015	14-Aug-14	13-Feb-15		Rp 2,780,000,000,000.00
SPN-S 10032015	11-Sep-14	10-Mar-15		Rp 4,550,000,000,000.00
SPN-S 08042015	9-Oct-14	8-Apr-15		Rp 2,530,000,000,000.00
TOTAL SPNS				Rp 10,735,000,000,000.00

Sumber: Kementerian Keuangan (2014)

Tabel 2. Jenis IFR Outstanding Per Desember 2014

Series	First Issued Date	Maturity Date	Coupon	Face Value
IFR0001	26-Aug-08	15-Aug-15	11.80000%	Rp 2,714,700,000,000.00
IFR0002	26-Aug-08	15-Aug-18	11.95000%	Rp 1,985,000,000,000.00
IFR0003	29-Oct-09	15-Sep-15	9.25000%	Rp 2,632,000,000,000.00
IFR0005	21-Jan-10	15-Jan-17	9.00000%	Rp 1,171,000,000,000.00
IFR0006	1-Apr-10	15-Mar-30	10.25000%	Rp 2,175,000,000,000.00
IFR0007	21-Jan-10	15-Jan-25	10.25000%	Rp 1,547,000,000,000.00
IFR0008	15-Apr-10	15-Mar-20	8.80000%	Rp 252,000,000,000.00
IFR0010	3-Mar-11	15-Feb-36	10.00000%	Rp 4,110,000,000,000.00
TOTAL IFR				Rp 16,586,700,000,000.00

Sumber: Kementerian Keuangan (2014)

Total *outstanding* SPN-S per Desember 2014 tercatat Rp10,73 triliun dan telah jatuh tempo pada Januari 2015, 10 Maret 2015 atau 8 April 2015 (lihat tabel 1) sedangkan *outstanding Sukuk* IFR (*Islamic fixed rate*) tercatat lebih tinggi yaitu Rp16,5 triliun dengan jangka waktu lebih panjang yaitu antara 6 tahun sampai dengan 25 tahun dengan imbal hasil dari 8.8% sampai dengan 11.95% (lihat tabel 2). Sementara itu, PBS per Desember 2014 masih tercatat yang belum jatuh 6 (enam) seri PBS dan imbal hasil yang diberikan berkisar 5.45% sampai dengan 9%. Keenam PBS ini bertenor menengah dan panjang antara 10 tahun sampai dengan 30 tahun. Total nilai *outstanding*-nya sebesar Rp35, 5 triliun (lihat tabel 3). Bank Indonesia dalam hal ini hanya dapat membeli SPN-S dan PBS sebagai instrumen moneter syariah sesuai dengan UU No. 1 tahun 2004 sedangkan jenis *Sukuk* lain seperti *Sukuk* dana haji Indonesia (SDHI), *Sukuk* global, *Sukuk* Ritel, dll belum dapat dibeli oleh Bank Indonesia.

Tabel 3. Jenis PBS Outstanding Per Desember 2014

Series	First Issued Date	Maturity Date	Coupon	Face Value
PBS001	3-Mar-11	15-Feb-36	4.45000%	Rp 6,725,000,000,000.00
PBS002	2-Feb-12	15-Jan-22	5.45000%	Rp 1,218,000,000,000.00
PBS003	2-Feb-12	15-Jan-27	6.00000%	Rp 3,786,000,000,000.00
PBS004	16-Feb-12	15-Feb-37	6.10000%	Rp 10,149,000,000,000.00
PBS005	2-May-13	15-Apr-43	6.75000%	Rp 9,934,000,000,000.00
PBS006	19-Sep-13	15-Sep-20	8.25000%	Rp 2,664,000,000,000.00
PBS007	29-Sep-14	15-Sep-40	9.00000%	Rp 1,000,000,000,000.00
TOTAL PBS				Rp 35,476,000,000,000.00

Sumber: Kementerian Keuangan (2014)

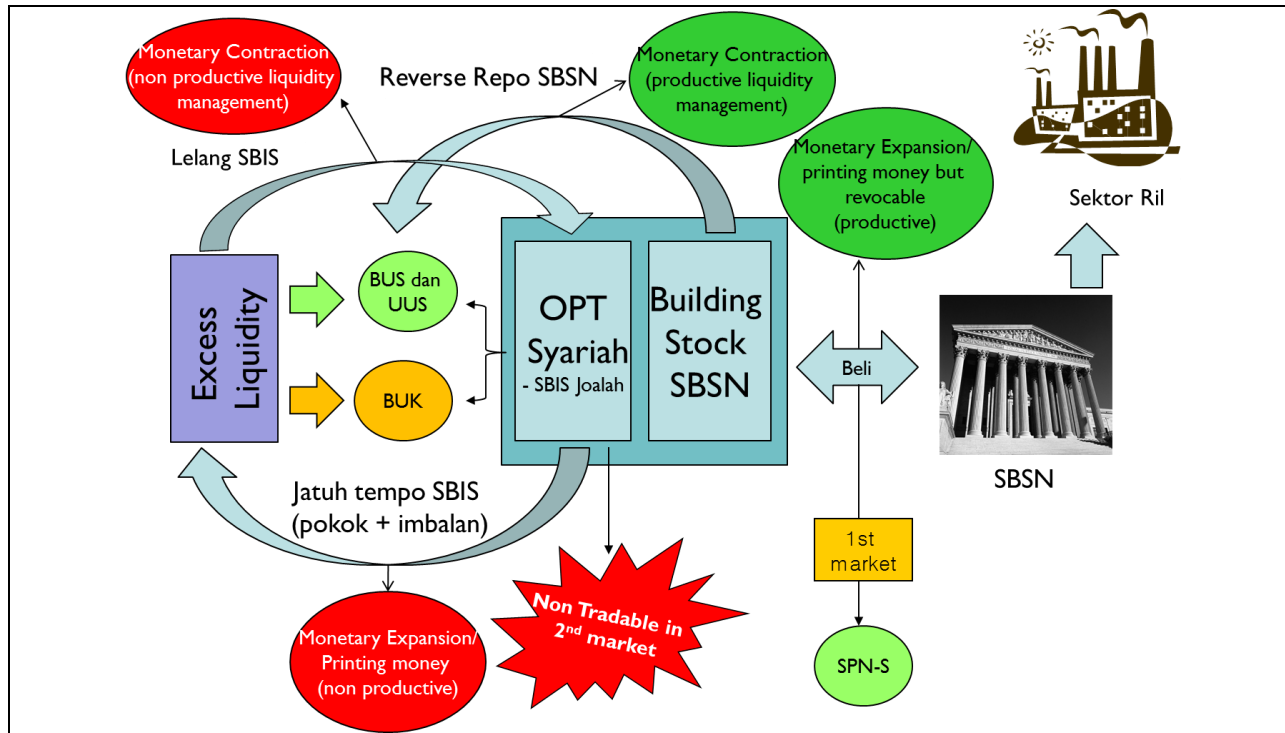
Data sd Mei 2015 menunjukkan total emisi *Sukuk* telah mencapai Rp13,6 triliun dengan jumlah emiten sebanyak 73 sehingga total *outstanding Sukuk* tercatat Rp7,72 triliun (lihat tabel 4). Data ini menunjukkan masih besarnya potensi *Sukuk* di Indonesia termasuk potensi pemanfaatan *Sukuk* sebagai instrumen moneter syariah oleh Bank Indonesia untuk menggantikan SBIS sekaligus potensi “sekuritisasi SBSN (S-SBSN)” yang dimiliki Bank Indonesia untuk menjadi instrumen syariah baru yang dapat mendalamkan pasar keuangan syariah.

Tabel 4. Perkembangan Sukuk

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah	Total Nilai (Rp miliar)	Total Jumlah
2002	175	1	175	1
2003	740	6	740	6
2004	1.424,00	13	1.394,00	13
2005	2.009,00	16	1.979,40	16
2006	2.282,00	17	2.179,40	17
2007	3.174,00	21	3.029,40	20
2008	5.498,00	29	4.958,40	24
2009	7.015,00	43	5.621,40	30
2010	7.815,00	47	6.121,00	32
2011	7.915,40	48	5.876,00	31
2012	9.790,40	54	6.883,00	32
2013	11.994,40	64	7.553,00	36
2014	12.956,40	71	7.105,00	35
2015 Januari	12.956,40	71	7.105,00	35
2015 Februari	12.956,40	71	7.078,00	34
Maret	12.956,40	71	7.078,00	34
April	13.517,00	72	7.678,00	35
Mei	13.579,00	73	7.728,00	36

3.3. Operasi Moneter Syariah Saat ini

Operasi moneter syariah yang dilakukan oleh Bank Indonesia saat ini, dapat dijelaskan pada gambar 2. Lelang SBIS menyerap kelebihan likuiditas perekonomian melalui perbankan sifatnya non produktif karena dana yang diserap tidak untuk kegiatan riil perekonomian. Ketika jatuh tempo, pelunasan SBIS mengakibatkan penambahan likuiditas. Sementara itu, *reverse repo* SBSN dilakukan dengan membeli SBSN oleh Bank Indonesia dan hal ini termasuk ekspansi likuiditas yang produktif karena dananya untuk pembiayaan proyek di APBN (*underlying* SBSN) dan ketika dilakukan *reverse repo*, kontraksi yang dilakukan juga termasuk produktif.



Gambar 2. Lelang SBIS dan *Reverse Repo* (RR) SBSN

Namun demikian, mekanisme di atas tidak mempunyai peran pada pengembangan dan pendalaman pasar keuangan syariah karena SBIS sifatnya *non tradable* dan *reverse repo* SBSN juga bukan dimaksudkan untuk pengembangan dan pendalaman pasar keuangan syariah atau hanya merupakan bagian atau pendukung dari operasi moneter syariah dengan instrumen SBIS.

3.4. Sekuritisasi SBSN: Pengembangan Pasar *Sukuk* dan Operasi Moneter Syariah Baru

Sekuritisasi SBSN (S-SBSN) dapat dijelaskan pada gambar 3. Awalnya, Bank Indonesia membeli (memiliki) SBSN di pasar primer maupun sekunder (untuk operasi moneter syariah) sehingga memberikan dampak ekspansi likuiditas namun sifatnya produktif karena dana disalurkan kepada APBN. Kemudian, SBSN yang dimiliki BI tersebut menjadi dasar (*underlying*) dari penerbitan instrumen S-SBSN oleh BI (sekuritisasi SBSN) yang merupakan instrumen pasar keuangan syariah baru yang akan dapat diperdagangkan di pasar uang syariah. Ketika S-SBSN dibeli investor (perbankan) maka kepemilikan SBSN berpindah dari Bank Indonesia kepada investor sehingga terjadi kontraksi likuiditas yang sifatnya produktif.

antara kementerian keuangan yang menerbitkan SBSN dan Bank Indonesia yang membeli SBSN dan menjadikannya S-SBSN agar tradable di pasar sekunder keuangan syariah.

- Mendorong aktifitas ekonomi, menurunkan ekspekstasi likuiditas dan meningkatkan kesejahteraan umum karena: (i) ketika SBSN dibeli oleh Bank Indonesia maka kebutuhan likuiditas pemerintah (pembiayaan APBN) terpenuhi, (ii) proyek APBN dibiayai oleh SBSN maka akan meningkatkan kesejahteraan umum, (iii) ketika SBSN di “sekuritisasi” menjadi S-SBSN maka operasi moneter (kontraksi) akan mengendalikan kelebihan likuiditas di perekonomian.
- Meningkatkan pangsa pasar keuangan syariah karena ketika lebih banyak instrumen keuangan syariah maka dana publik akan semakin banyak yang terserap ke sistem keuangan syariah dan hal ini berpotensi meningkatkan pangsa pasar lembaga keuangan syariah. Hal ini menjadi *concern* nasional terutama mempersiapkan Indonesia dalam menghadapi MEA (Masyarakat Ekonomi ASEAN),
- Meningkatkan partisipasi pelaku keuangan karena penambahan instrumen pasar keuangan syariah dapat meningkatkan investor-investor baru keuangan syariah. Hal ini menjadi *concern* pelaku keuangan syariah dan pemerintah.

3.6. Tantangan S-SBSN dan Solusinya

Apabila S-SBSN diterbitkan serta dijual di pasar uang syariah, terdapat sejumlah tantangan yang harus diantisipasi oleh otoritas terkait yaitu:

- Apabila imbalan SBSN lebih rendah daripada imbalan SBIS (sebagai *benchmark rate*). Untuk mengatasi hal ini, penjualan S-SBSN oleh Bank Indonesia dilakukan dengan memperhatikan kondisi likuiditas perbankan di pasar sekunder (pasar uang syariah) seperti ketika imbalan PUAS tinggi atau ketika likuiditas di PUAS sedang meningkat. Bank Indonesia juga dimungkinkan memberikan tambahan imbalan pada S-SBSN berdasarkan akad *Wadiah ya dhamanah*. Selain itu, kehadiran S-SBSN yang likuid di pasar sekunder seharusnya memberikan insentif tambahan bagi peminat S-SBSN ketimbang hanya membandingkan imbalan S-SBSN (imbalan SBSN) dengan imbalan SBIS.
- Kemungkinan terjadi perbedaan tenor S-SBSN dengan SBSN (yang dimiliki Bank Indonesia). Untuk mengatasi hal ini, tenor S-SBSN minimal sama dengan *outstanding* tenor SBSN dan apabila ingin melakukan repo S-SBSN (penjualan kembali S-SBSN) hanya dapat dilakukan ke Bank Indonesia (sebagai pemilik awal SBSN).
- Bank Indonesia dimungkinkan mengalami risiko likuiditas ketika membeli SBSN dan menerbitkan S-SBSN dengan *underlying* SBSN (sekuritisasi SBSN). Untuk mengatasi risiko ini, kontrak S-SBSN dilakukan dengan akad *waad* (janji investor/bank untuk membeli S-SBSN), Bank Indonesia dapat memberikan insentif tambahan pada S-SBSN agar semakin menarik minat investor (bank) dan tidak melakukan pembatalan (risiko likuiditas) dan nilai serta jumlah S-SBSN yang diterbitkan oleh Bank Indonesia harus sama dengan nilai dan jumlah SBSN yang dimiliki oleh Bank Indonesia.

3.7. Usulan Akad (Kontrak) S-SBSN

Berdasarkan manfaat dan tantangan serta rancangan operasional S-SBSN di atas, paper ini mengusulkan tiga model S-SBSN yaitu: (i) S-SBSN *sale and agency* dengan akad *bay wal wakalah*, (ii) S-SBSN *sale and trusteeship* dengan akad *bay wa wadiah yad dhamanah* dan (iii) S-SBSN *sharing ownership* dengan akad *musyarakah*. Ketika model S-SBSN tersebut akan disesuaikan dengan jenis SBSN yang menjadi *underlying* S-SBSN.

A. S-SBSN Sale and Agency (S-SBSN SA)

Pada model ini, Bank Indonesia menjadi wakil investor (pemilik S-SBSN), tidak menanggung risiko S-SBSN termasuk risiko SBSN karena bukan merupakan pemilik SBSN lagi dan dimungkinkan mendapatkan imbalan dari investor karena Bank Indonesia menjalankan fungsi sebagai *wakil*. Investor sendiri dapat memperjualbelikan S-SBSN di pasar keuangan syariah dan apabila Bank Indonesia (sebagai wakil investor untuk mengelola SBSN) melakukan transaksi *reverse repo* SBSN (*underlying* S-SBSN) harus seijin kepada pemilik S-SBSN (konsekuensi akad *wakalah*). Kemudian, investor (pemilik S-SBSN) apabila membutuhkan likuiditas dapat *me-repo*-kan S-SBSN ke Bank Indonesia sehingga kepemilikan SBSN berpindah ke Bank Indonesia selama waktu *repo*.

B. S-SBSN sale and trusteeship (S-SBSN ST)

Pada model ini, Bank Indonesia (atas ijin investor atau pemilik S-SBSN) dapat memanfaatkan SBSN (untuk transaksi *Reverse Repo*, dll) namun demikian harus menanggung risikonya. Pemilik S-SBSN tidak menanggung risiko apa-apa dari kegiatan yang dilakukan oleh Bank Indonesia sebagai pihak yang dititipi (konsekuensi akad *wadiah*) oleh investor (pemilik S-SBSN). Apabila membutuhkan likuiditas, investor dapat menjual S-SBSN di pasar uang syariah atau di *repo* ke Bank Indonesia.

C. S-SBSN sharing ownership (S-SBSN SO)

Berbeda dengan dua model sebelumnya, pada model ini, S-SBSN merupakan *share* kepemilikan (*joint ownership*) antara Bank Indonesia dan investor (bank pemilik S-SBSN). Sebagai konsekuensinya apabila salah satu pihak membutuhkan likuiditas dan ingin menjual S-SBSN di pasar uang atau apabila Bank Indonesia ingin melakukan transaksi *reverse repo* SBSN, harus seijin kedua pihak.

3.8. Tiga Model S-SBSN

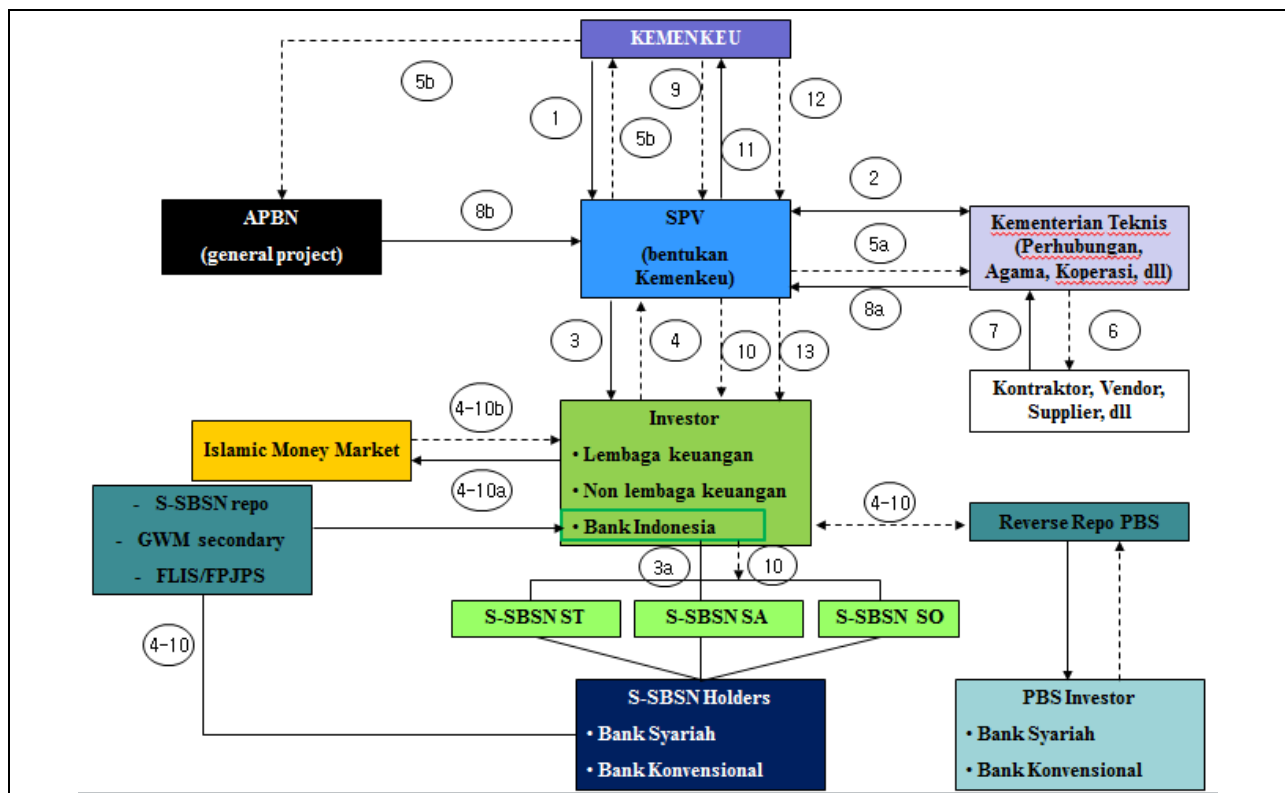
Berdasarkan usulan tiga model S-SBSN di atas, SBSN yang sesuai dengan S-SBSN *sale and agency* adalah PBS, SPN-S dan *Sukuk* ritel demikian pula SBSN untuk S-SBSN *sale and trusteeship*. Sementara itu, SBSN untuk S-SBSN *Sharing Ownership* adalah PBS. Kemudian, konstruksi dan mekanisme masing-masing model S-SBSN adalah sebagai berikut:

A. S-SBSN Berbasis PBS (*Project Based Sukuk*)

Konstruksi dan mekanisme S-SBSN berbasis PBS dapat dilihat pada gambar 4 di bawah ini, dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Prosesnya diawali dari pemesanan barang oleh Kementerian keuangan (Kemenkeu) kepada SPV untuk disewa dan akhirnya dimiliki (lingkaran 1).
2. Order kepada kementerian terkait dengan akad *wakalah* (lingkaran 2).
3. SPV menerbitkan PBS *Sukuk* kepada investor. BI membeli S-SBSN dan menawarkan S-SBSN (SA, ST, SO) kepada bank (lingkaran 3).
4. Investor (termasuk BI) membayar kepada SPV untuk membeli PBS *Sukuk* (lingkaran 4).
5. SPV membayar ke kementerian terkait (*project financing*) (lingkaran 5a) atau ke Kementerian keuangan (*project underlying*) untuk diteruskan ke APBN (lingkaran 5b).
6. Kementerian terkait membayar ke *vendor* untuk membiayai *project/asset* (lingkaran 6).
7. *Project/asset* selesai dan disampaikan oleh kementerian terkait kepada SPV (lingkaran 7).

8. Kementerian terkait menyampaikan aset kepada SPV (lingkaran 8a) (*project financing*) atau kementerian keuangan melaporkan kepemilikan aset di APBN ke SPV (8b) (*project underlying*) (lingkaran 8b).
9. Kemenkeu membayar uang sewa (*diminishing leasing*) kepada SPV (lingkaran 9).
10. SPV membayar *ujrah* tersebut kepada investor, termasuk BI membayar ke S-SBSN holders. Sejak bank memiliki S-SBSN (poin 4) sd poin 10, S-SBSN dapat di repo ke BI, antar bank (PUAS), menjadi GWM sekunder atau jaminan FLIS/FPJPS. BI (atas ijin investor dan selama tenor PBS) dapat melakukan *reverse repo* PBS *Sukuk* kepada bank (operasi moneter) (lingkaran 10).
11. Jatuh tempo PBS *Sukuk* (lingkaran 11).
12. Kementerian keuangan membayar pokok (sisa pembayaran) ke SPV (lingkaran 12).
13. SPV melunasi PBS *Sukuk* yang jatuh tempo ke investor, BI membayar S-SBSN yang jatuh tempo kepada pemilik S-SBSN (lingkaran 13).



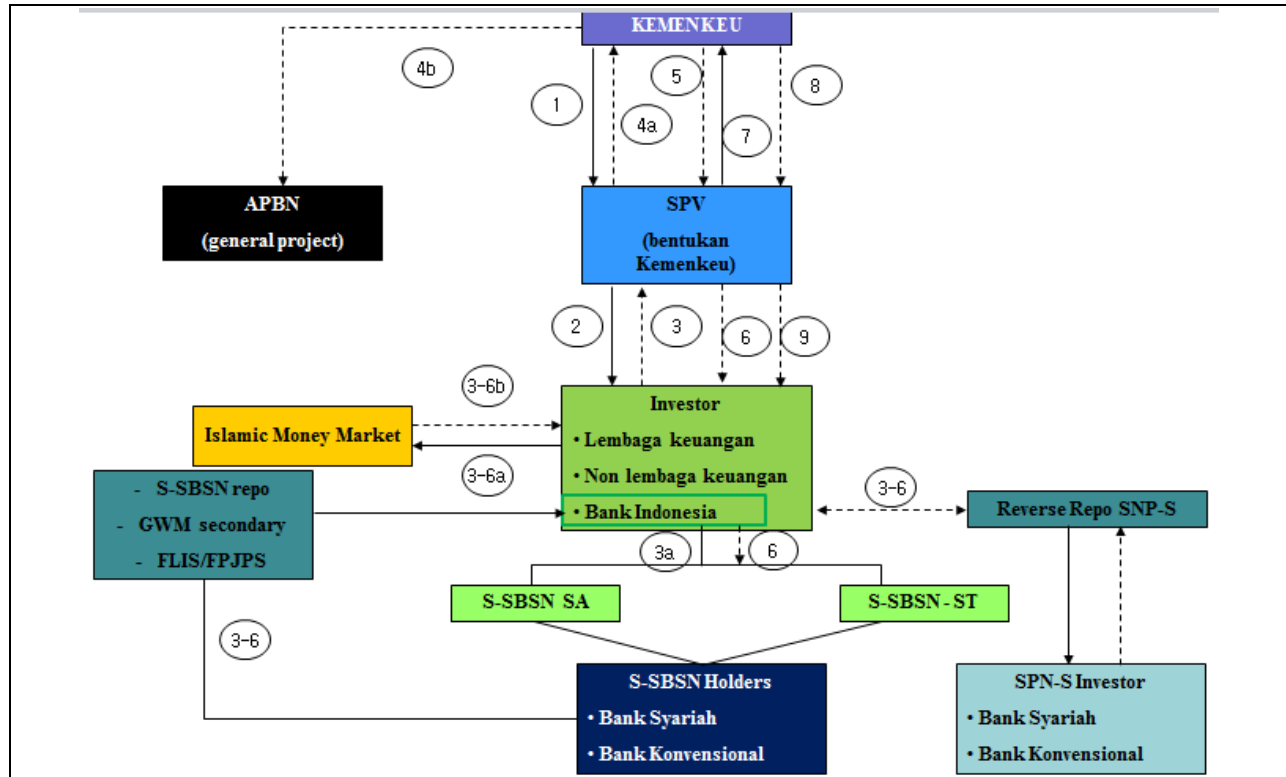
Gambar 4. S-SBSN Berbasis PBS

B. S-SBSN Berbasis SPN-S (Surat Perbendaharaan Negara Syariah)

Konstruksi dan mekanisme S-SBSN berbasis SPN-S dapat dilihat pada gambar 5 di bawah ini, dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Kementerian keuangan menjual aset ke SPV (lingkaran 1).
2. SPV menerbitkan SPN-S kepada investor. BI membeli SPNS dan menawarkan S-SBSN (SA, ST) ke bank (lingkaran 2).
3. Investor (dan BI) membayar kepada SPV untuk memiliki SPN-S (lingkaran 3)
4. SPV membayar kepada Kementerian keuangan (lingkaran 4a) yang kemudian menempatkannya di APBN (lingkaran 4b)

5. Kementerian keuangan membayar uang sewa kepada SPV (lingkaran 5)
6. SPV membayar imbalan SPN-S kepada investor termasuk BI membayar kepada S-SBSN holder. Sejak bank memiliki S-SBSN (poin 3) sd poin 6, S-SBSN dapat di repo ke BI, menjadi GWM sekunder atau jaminan FLIS/FPJPS. BI dapat melakukan *reverse repo* PBS *Sukuk* kepada bank (operasi moneter) (lingkaran 6).
7. SPN-S jatuh tempo (lingkaran 7).
8. Kementerian keuangan membayar pokok (sisa pembayaran) ke SPV (lingkaran 8).
9. SPV melunasi SPN-S yang jatuh tempo ke investor, BI melunasi S-SBSN yang jatuh tempo (lingkaran 9).



Gambar 5. S-SBSN Berbasis SPN-S

C. S-SBSN Berbasis SR (*Sukuk Ritel*)

Konstruksi dan mekanisme S-SBSN berbasis SPN-S dapat dilihat pada gambar 6 di bawah ini, dengan penjelasan sebagai berikut:

1. Kementerian keuangan menjual aset ke SPV (lingkaran 1).
2. SPV menerbitkan SR kepada investor dan BI membeli SR kemudian menawarkan S-SBSN (SA, ST) ke bank (lingkaran 2).
3. Investor (dan BI) membayar kepada SPV untuk memiliki SR (lingkaran 3)
4. SPV membayar kepada Kementerian keuangan (lingkaran 4a) yang kemudian menempatkannya di APBN (lingkaran 4b).
5. Kementerian keuangan membayar uang sewa kepada SPV (lingkaran 5)
6. SPV membayar imbalan SR kepada investor termasuk BI membayar kepada S-SBSN holder. Sejak bank memiliki S-SBSN (poin 3) sd poin 6, S-SBSN dapat di repo ke BI, menjadi GWM sekunder atau jaminan FLIS/FPJPS. BI dapat melakukan *reverse repo* SR kepada bank (operasi moneter) (lingkaran 6)

$$\begin{aligned} \text{Interval 1: } y_1 &< \left(a + \frac{x}{4}\right) & \text{Interval 3: } \left(a + \frac{x}{2}\right) &< y_3 < \left(a + \frac{3x}{4}\right) \\ \text{Interval 2: } \left(a + \frac{x}{4}\right) &< y_2 < \left(a + \frac{x}{2}\right) & \text{Interval 4: } y_4 &> \left(a + \frac{3x}{4}\right) \end{aligned}$$

Kemudian, *expected return* dari satu instrumen *Sukuk* diformulasikan sebagai berikut:

$$E(R_i) = \sum_{i=1}^N p_i r_i \text{ (Single instrument)} \quad (2)$$

di mana p_i adalah peluang terjadinya *return* dan r_i adalah *rate of return* (RoR) instrumen. Karena teori keuangan Islam menyebutkan bahwa keuntungan masa depan tidak boleh dipastikan, maka perhitungan ini menggunakan data historis sebagai perramal (*good predictor-proxy*) bagi peluang kejadian (p_i) di atas. Kemudian perbedaan antara *expected return* dan nilai aktual menjelaskan variasi (*variance*) instrumen (σ) atau risiko yang dihitung dengan formula umum persamaan (3) di bawah ini.

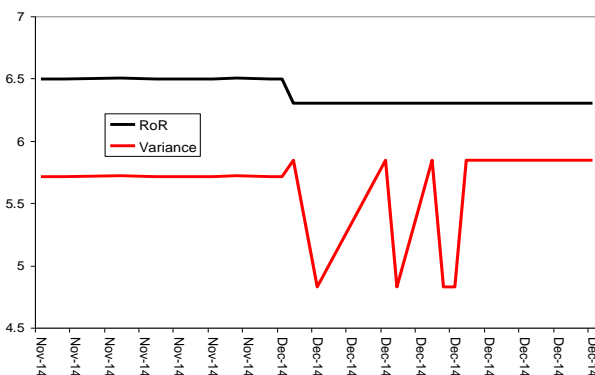
$$\text{Var}(R_p) = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n w_i w_j \sigma_{i,j} \quad (3)$$

$$\text{Var}(R_1) = \sum_{i=1}^1 \sum_{j=1}^1 w_i w_j \sigma_{i,j} = p_1 [r_1 - E(R_1)]^2 + \dots = \sum_{i=1}^N p_n [(r_n - E(R_i))]^2 \quad (4)$$

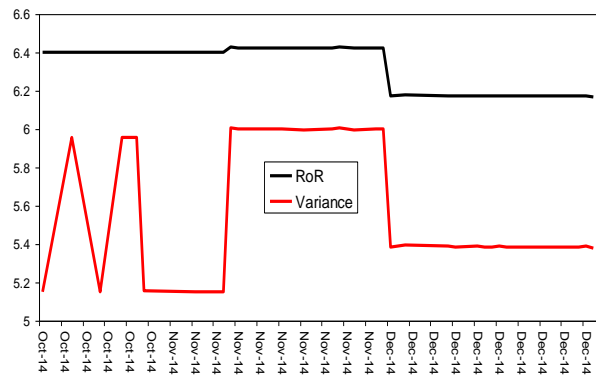
Kemudian, persamaan *variance* untuk satu instrumen *Sukuk* dijelaskan oleh formula (4). *High variance* menunjukkan tidak konsistennya (*inconsistency*) pergerakan *return* pada target indikator tertentu (*expected RoR*) yang antara lain berarti relatif tingginya risiko pasar *Sukuk*.

A. Risiko dan Imbal Hasil Surat Perbendaharaan Negara Syariah (SPN-S)

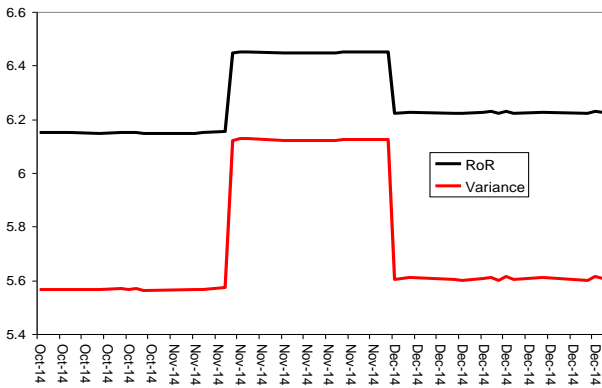
Hasil perhitungan risiko dan imbal hasil dengan menggunakan teori portfolio di atas, untuk SPN-S ditampilkan pada gambar 7-9 di bawah ini. Ketiga SPN-S yang jatuh tempo di tahun 2015 ini menunjukkan imbalan yang cukup tinggi dan di atas potensi risikonya. Walaupun jatuh temponya berjangka pendek, sekuritisasi SPN-S menjadi instrumen S-SBSN dapat dilakukan karena profil risiko dan imbalannya yang cukup menjanjikan selain dapat digunakan untuk mendukung pendalaman pasar dan operasi moneter syariah Bank Indonesia berjangka pendek.



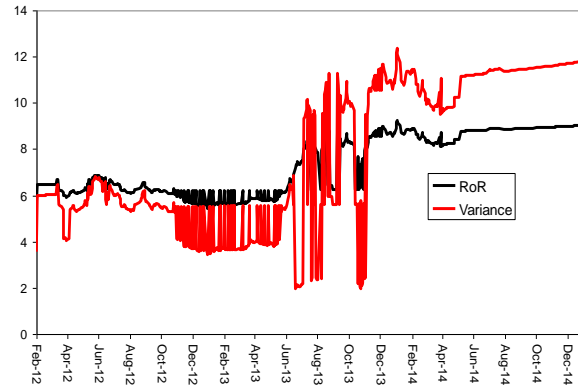
Gambar 7. SPN-S Jatuh Tempo 8/2015



Gambar 8. SPN-S Jatuh Tempo 10/2015



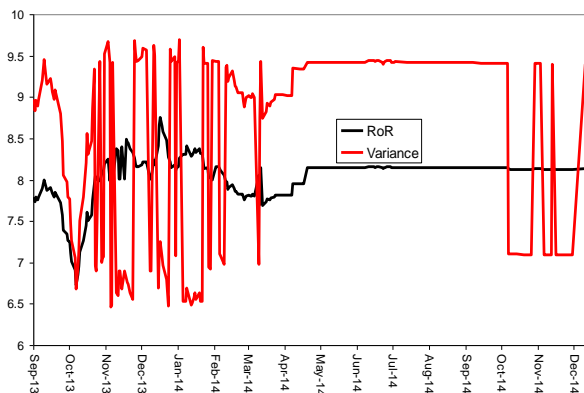
Gambar 9. SPN-S Jatuh Tempo 2/2015



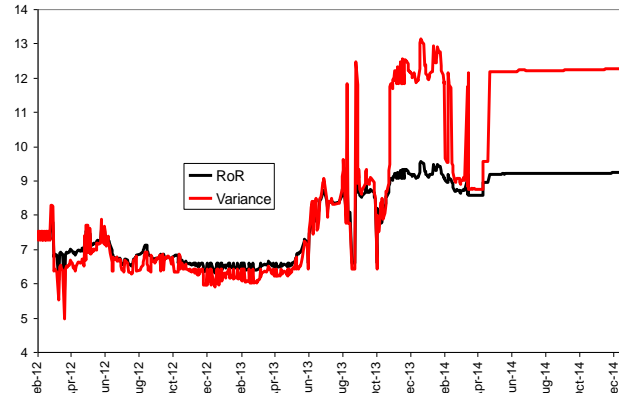
Gambar 10. PBS Jatuh Tempo 2022

B. Risiko dan Imbal Hasil Project Based Sukuk (PBS)

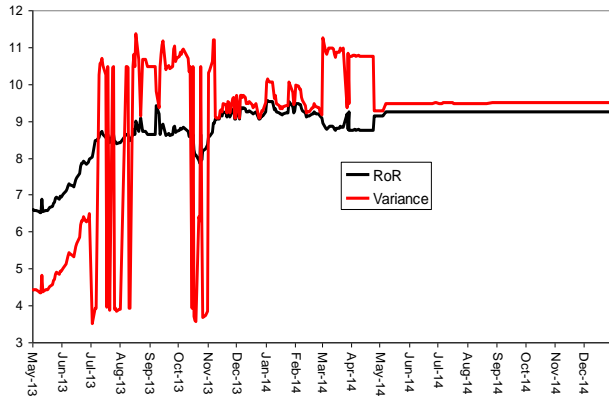
Namun demikian, berbeda dengan hasil perhitungan risiko dan imbal hasil SPN-S, pada PBS risiko pasar Sukuk cenderung di atas imbalannya (lihat gambar 10-14). Hal ini terjadi umumnya sejak tahun 2013 sedangkan periode sebelumnya risiko pasar Sukuk selalu di bawah imbalan PBS. Oleh karena PBS berjangka panjang (jatuh tempo 2018, 2020, 2022, 2037 dan 2043) fluktuasi risiko pasar dan imbalan ini dimungkinkan terjadi karena pengaruh kinerja ekonomi yang berdampak kepada kinerja proyek yang dibiayai dengan dana Sukuk atau ekspansi perkembangan indikator ekonomi dan pasar keuangan ke depan yang mempengaruhi kinerja Sukuk dan keputusan investasi para investor. Apabila PBS disekuritisasikan menjadi instrumen S-SBSN, selain mendukung pendalaman pasar uang syariah, operasi moneter syariah berjangka menengah-panjang dan pembiayaan kegiatan ekonomi riil, fluktuasi imbalan dan risiko pasar dalam jangka menengah panjang harus menjadi pertimbangan pelaku pasar.



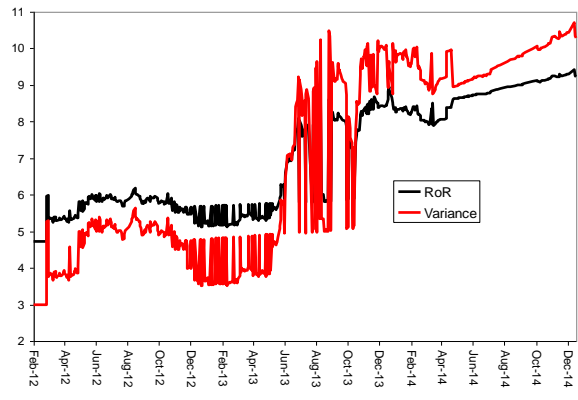
Gambar 11. PBS Jatuh Tempo 2020



Gambar 12. PBS Jatuh Tempo 2037



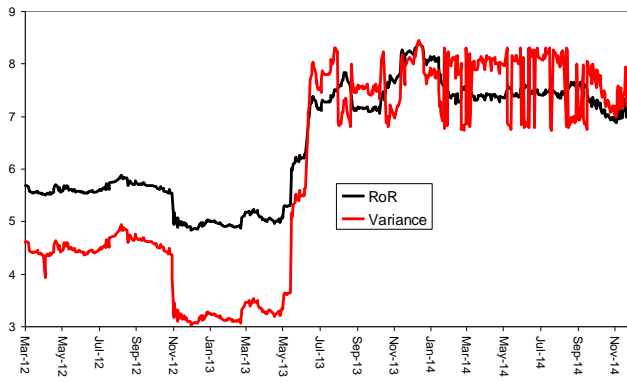
Gambar 13. PBS Jatuh Tempo 2013



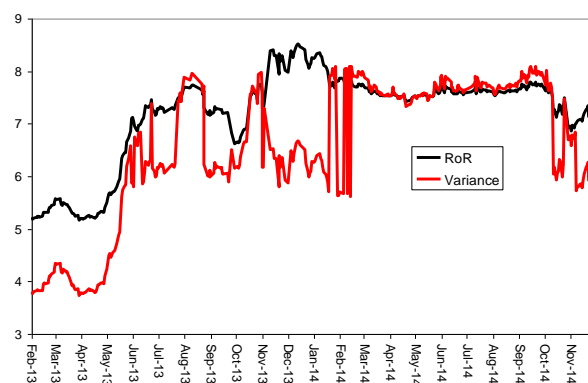
Gambar 14. PBS Jatuh Tempo 2018

C. Risiko dan Imbal Hasil *Sukuk* Ritel (SR)

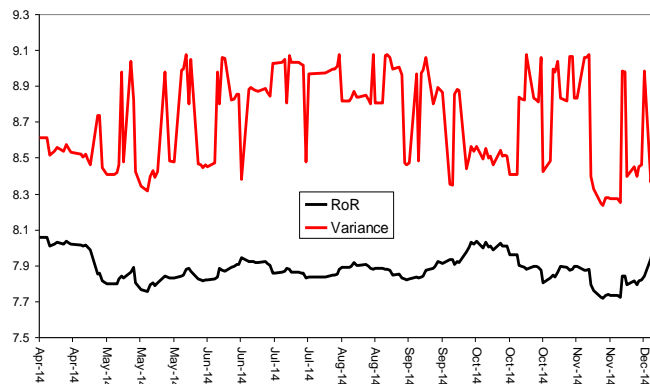
Hasil yang sama dengan PBS terlihat pada *Sukuk* Ritel dimana risiko pasarnya cenderung di atas imbalan dan hal ini terjadi umumnya sejak tahun 2013 sedangkan periode sebelumnya risiko pasar *Sukuk* ini selalu di bawah imbalannya (lihat gambar 15-17). Namun demikian, melihat kepada tenor SR yang sangat pendek dan dimiliki oleh publik (ritel), kemungkinannya untuk disekuritisasikan menjadi S-SBSN sedikit memiliki tantangan yang lebih besar dibandingkan SPN-S. Hal ini karena jangka waktunya (tenor) yang relatif pendek, sifatnya yang sangat tradable sehingga sangat sensitif di pasar.



Gambar 15. SR Seri 4



Gambar 16. SR Seri 5



Gambar 17. SR Seri 6

Penerbitan S-SBSN ber-*underlying* SR akan menciptakan S-SBSN yang cukup sensitif dengan pergerakan pasar dan cenderung kurang menarik bagi pembeli S-SBSN karena imbalannya yang cenderung di bawah risiko pasar. Oleh karena itu, dibandingkan PBS maupun SPN-S, *Sukuk* ritel dapat menjadi pilihan terakhir apabila ingin disekuritisasikan menjadi S-SBSN.

5.1. Rekomendasi dan Simpulan

Berdasarkan manfaat ketiga model S-SBSN dan tantangan yang dapat diantisipasi, paper ini merekomendasikan diaplikasikannya ketiga model S-SBSN ini dengan pertimbangan:

- S-SBSN yang diterbitkan berdasarkan *underlying* SBSN menjadi tambahan instrumen pasar keuangan syariah baru di Indonesia.
- S-SBSN berpeluang besar mengembangkan dan mendalamkan pasar keuangan syariah karena penerbit SBSN adalah kementerian keuangan, penerbit S-SBSN adalah Bank Indonesia dan berjangka pendek sehingga membantu masalah kesulitan likuiditas perbankan melalui keberadaan pasar keuangan syariah.
- S-SBSN sifatnya *tradable* (dapat diperdagangkan) dengan risiko yang rendah (SBSN diterbitkan oleh pemerintah dan S-SBSN diterbitkan oleh Bank Indonesia) sehingga seharusnya diminati pelaku pasar baik pelaku yang selama ini ada di pasar maupun pelaku (investor) baru pasar keuangan syariah.
- Aplikasi S-SBSN ini membutuhkan fatwa Dewan Syariah Nasional dan koordinasi dengan otoritas terkait seperti OJK, Kemenkeu, dll.

Daftar Pustaka

- Bank Indonesia, 2014a, Peraturan Bank Indonesia No. 16/12/PBI/2014 tentang Sertifikat Bank Indonesia Syariah, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2011, Surat Edaran Bank Indonesia No. 13/27/DPM tentang Tata Cara Transaksi Reverse Repo dengan Surat Berharga Syariah Negara dengan Bank Indonesia dalam rangka operasi pasar terbuka syariah, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2013, Kodifikasi PBI: Likuiditas Rupiah, Pusat Riset dan Edukasi Bank Sentral, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2014b, Surat Edaran Bank Indonesia No. 16/23/DPM 2014 tentang Sertifikat Deposito Bank Indonesia, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2009, Surat Edaran Bank Indonesia No. 11/8/DPM 2009 tentang Fasilitas Bank Indonesia Syariah, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2008, Peraturan Bank Indonesia No. 10/36/PBI/2008 tentang Operasi Moneter Syariah, Indonesia.
- Bank Indonesia, 2011, Surat Edaran Bank Indonesia No.13/27/DPM/2011 tentang Tata Cara Transaksi *Reverse Repo* Surat Berharga Syariah Negara Dengan Bank Indonesia Dalam Rangka Operasi Pasar Terbuka Syariah, , Indonesia
- Bank Indonesia, 2009, Surat Edaran Bank Indonesia No. 11/8/DPM/2009 tentang Tata Cara Transaksi Fasilitas Simpanan Bank Indonesia Syariah dalam Rupiah (FASBIS), Indonesia
- Chapra, Umer, 1985, *Towards a Just Monetary System*, Islamic Foundation, United Kingdom.
- Farooq, Mohammad Omar, 2009, “Global Financial Crisis and the Link Between the Monetary and Real Sector: Moving Beyond the Asset-Backed Islamic Finance”, Proceeding of the 20th Annual Islamic Banking Seminar: Financial and Economic Crisis and Development of Islamic Banking System of Iran, Iran Banking Institute.
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia, 2015, Mengenal Surat Utang Negara, Indonesia.
- Leung, Angela Hei-Yan, 2009, “Portfolio Selection and Risk Management: An Introduction, Empirical Demonstration and R-Application for Stock Portfolios”. University of California, Los Angeles
- Peraturan Menteri Keuangan, 2009, tentang Penerbitan dan Penjualan SBSN di pasar perdana dalam negeri dengan cara lelang, Jakarta, Indonesia.
- Republik Indonesia, 2004, Undang-Undang No. 1 tahun 2004, Surat Perbendaharaan Negara, Indonesia.