



UNIVERSITAS INDONESIA

**KENDALA DAN KELAYAKAN SURAT BERHARGA
SYARIAH NEGARA (SBSN)/SUKUK NEGARA SEBAGAI
ALTERNATIF PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR
(Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru
Kertajati, Majalengka)**

TESIS

JATMIKO

1006788100

**FAKULTAS TEKNIK
PROGRAM PASCA SARJANA
DEPOK
JULI 2012**

314/FT.01/TESIS/07/2012



UNIVERSITAS INDONESIA

**KENDALA DAN KELAYAKAN SURAT BERHARGA
SYARIAH NEGARA (SBSN)/SUKUK NEGARA SEBAGAI
ALTERNATIF PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR
(Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru
Kertajati, Majalengka)**

TESIS

Diajukan sebagai salah satu syarat untuk memperoleh gelar Magister Teknik

JATMIKO

1006788100

**FAKULTAS TEKNIK
PROGRAM STUDI TEKNIK SIPIL
KEKHUSUSAN MANAJEMEN INFRASTRUKTUR
DEPOK
JULI 2012**

HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS

Tesis ini adalah hasil karya saya sendiri,
dan semua sumber baik yang dikutip maupun dirujuk
telah saya nyatakan dengan benar

Nama : JATMIKO

NPM : 1006788100

Tanda Tangan :



Tanggal : 9 Juli 2012

HALAMAN PENGESAHAN

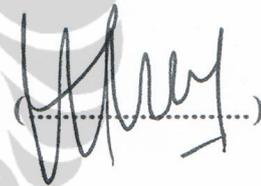
Tesis ini diajukan oleh :

Nama : JATMIKO
NPM : 1006788100
Program Studi : Teknik Sipil
Judul Tesis : **Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur (Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka)**

Telah berhasil dipertahankan di hadapan Dewan Penguji dan diterima sebagai bagian persyaratan yang diperlukan untuk memperoleh gelar Magister Teknik pada Program Studi Teknik Sipil Kekhususan Manajemen Infrastruktur, Fakultas Teknik, Universitas Indonesia

DEWAN PENGUJI

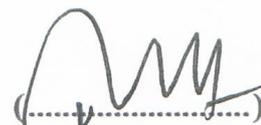
Pembimbing I : Dr. Bambang Susantono, MSCE, MCP.



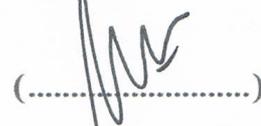
Pembimbing II : Prof. Dr. Ir. Suyono Dikun M.Sc., Ph.D.



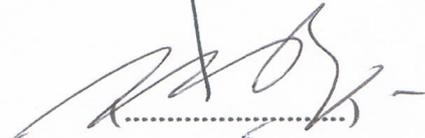
Penguji : Prof. Dr. Ir. Yusuf Latief, MT.



Penguji : M. Ali Berawi, M.Eng, SC., Ph.D.



Penguji : Dr. Ir. Wahyu Utomo, MS.



Ditetapkan di : Jakarta

Tanggal : 9 Juli 2012

KATA PENGANTAR

Segala puji hanya milik Allah Azza Wa Jalla, Rabb semesta alam. Shalawat dan salam tercurahkan kepada Rasulullah Muhammad Shallallahu ‘Alaihi Wassalam, keluarga, para sahabat dan orang-orang yang meniti jejak serta berpegang teguh kepada sunnahnya. Alhamdulillah, atas berkat Allah, saya dapat menyelesaikan tesis ini. Penulisan tesis ini dilakukan dalam rangka memenuhi salah satu syarat dalam menyelesaikan Program Magister Kekhususan Manajemen Infrastruktur, Program Studi Teknik Sipil, Universitas Indonesia. Saya menyadari bahwa tanpa bantuan dan bimbingan dari berbagai pihak, dari masa perkuliahan sampai pada penyusunan tesis ini, sangatlah sulit bagi saya untuk menyelesaikan tesis ini. Oleh karena itu, saya mengucapkan terima kasih kepada:

- (1) Bapak dan Ibu selaku darah dan tanah air ku yang senantiasa mencurahkan kasih sayang dan memanjatkan doa-doa ikhlas untuk aku.
- (2) Dr. Bambang Susantono, MSCE, MCP. selaku dosen pembimbing pertama yang telah menyediakan waktu dan pikiran dalam penyusunan tesis ini.
- (3) Prof. Ir. Suyono Dikun, M.Sc., Ph.D. selaku dosen pembimbing kedua yang telah menyediakan waktu dan pikiran dalam penyusunan tesis ini.
- (4) M. Ali Berawi, M.Eng,SC., Ph.D. selaku pembimbing akademis yang telah menyediakan waktu "*Kamisan Pagi*" dan pikiran dalam penyusunan tesis ini.
- (5) Para pakar dan responden, serta semua pihak atas bantuan, pemikiran serta masukannya kepada saya dalam penyusunan tesis ini.
- (6) Istri dan anak tercinta, Dr. Yuliana, FS., Sp.KP dan Rayyan Maulana Fathan, Ayesha Mawla Takia atas dukungan dalam setiap tangismu "*Ayah jangan sekolah,...mau ikut Ayah*".
- (7) Rekan mahasiswa Manajemen Infrastruktur 2009 dan Manajemen Infrastruktur 2010 serta mahasiswa UI lainnya yang sempat bersilaturahmi.

Akhir kata, saya berharap Allah Jalla Wa ‘Ala membalas segala kebaikan semua pihak yang telah membantu. Semoga tesis ini membawa manfaat bagi pengembangan ilmu dan kemaslahatan umat manusia.

Jakarta, 9 Juli 2012

Jatmiko

HALAMAN PERNYATAAN PERSETUJUAN PUBLIKASI TUGAS AKHIR UNTUK KEPENTINGAN AKADEMIS

Sebagai sivitas akademik Universitas Indonesia, saya yang bertanda tangan di bawah ini:

Nama : JATMIKO
NPM : 1006788100
Program Studi : Teknik Sipil
Kekhususan : Manajemen Infrastruktur
Fakultas : Teknik
Jenis karya : Tesis

demi pengembangan ilmu pengetahuan, menyetujui untuk memberikan kepada Universitas Indonesia **Hak Bebas Royalti Noneksklusif (*Non-exclusive Royalty-Free Right*)** atas karya ilmiah saya yang berjudul:

Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur (Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka)

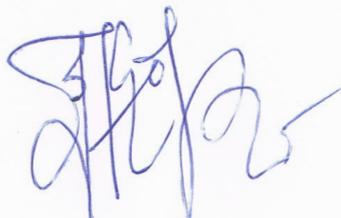
beserta perangkat yang ada (jika diperlukan). Dengan hak bebas royalti noneksklusif ini Universitas Indonesia berhak menyimpan, mengalihmedia/formatkan, mengelola dalam bentuk pangkalan data (*database*), merawat dan mempublikasikan tugas akhir saya selama tetap mencantumkan nama saya sebagai penulis/pencipta dan sebagai pemilik Hak Cipta.

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sebenarnya.

Dibuat di: Jakarta

Pada tanggal: 9 Juli 2012

Yang menyatakan



(JATMIKO)

ABSTRAK

Nama : JATMIKO
Program Studi: Teknik Sipil
Judul : Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur (Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka)

Kondisi dilematis Infrastruktur Indonesia akibat keterbatasan kemampuan keuangan negara. Salah satu upaya Pemerintah adalah pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Tesis ini bertujuan mengidentifikasi kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN dengan *Analytic Network Process* dan menganalisa kelayakan finansialnya. Berdasarkan ANP, kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN yaitu kendala aspek penunjang (0,471; W=0,36). Kendala yang paling dominan pada masing-masing aspek adalah: 1) aspek produk, Batas maksimal nilai (0,271; W=0,55); 2) aspek penunjang, kriteria kesiapan (0,33; W=0,37); 3) aspek pasar, pengetahuan pelaku pasar (0,343; W=0,28). Kendala tanggung jawab adalah DJPU-Bapepam (0,44; W=0,19) dan Kendala aturan adalah Peraturan lainnya (0,553; W=0,86). Berdasarkan analisis kelayakan finansial, NPV lebih besar adalah metode pembiayaan konvensional, IRR lebih besar dan Payback Period lebih baik adalah SBSN akhir periode. Sedangkan imbal hasil lebih besar adalah metode pembiayaan SBSN.

Kata Kunci:
pembiayaan infrastruktur, surat berharga syariah negara, sukuk negara, analisis ANP, analisis finansial

ABSTRACTS

Name : JATMIKO
Study Program: Civil Engineering
Title : Constraint and Feasibility Sovereign Syariah Securities/Sovereign Sukuk as an Alternative Financing Infrastructure Project (Case Study: The New Airport Kertajati Construction Project, Majalengka)

Condition of the infrastructure dilemma Indonesia due to limited financial capacity of the state. One of the efforts of the government is financing infrastructure projects through SBSN. This thesis aims at identifying the constraints of financing infrastructure projects through SBSN by *Analytic Network Process* and analyze the financial feasibility. According to ANP, the constraints of financing infrastructure projects through SBSN such as aspect support constraints (0,471; W=0,36). The most dominant constraint in each aspect is: Produk aspect, maximal limit value (0,271; W=0,55); 2) Support aspect, readiness criteria (0,33; W=0,37); 3) Market aspect, knowledge of market participants (0,343; W=0,28). Liability constraint is DJPU-Bappepam (0,44; W=0,19) and constraint rules is another regulations (0,553; W=0,86). Based on the financial feasibility analysis, the biggest NPV is conventional financing, the biggest value of IRR and Payback Period that show a better return is maturity of the SBSN period. Whereas the value for greater results is financing metode sovereign syariah securities.

Kata Kunci:
infrastructure financing, sovereign syariah securities, sovereign sukuk, analytic network process analysis, financial analysis

DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN SAMBUNG	i
HALAMAN PERNYATAAN ORISINALITAS	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
KATA PENGANTAR	iv
HALAMAN PERSETUJUAN PUBLIKASI	v
ABSTRAK	vi
DAFTAR ISI	viii
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
1. PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang Masalah.....	1
1.1.1 Perkembangan Sukuk Global	1
1.1.2 Perkembangan Sukuk di Indonesia.....	2
1.1.3 Peran dan Permasalahan Infrastruktur di Indonesia	4
1.1.4 Sukuk sebagai Alternatif Pembiayaan.....	9
1.2 Perumusan Masalah.....	11
1.2.1 Identifikasi Masalah	11
1.2.2 Signifikansi Masalah	11
1.2.3 Rumusan Masalah.....	12
1.3 Tujuan Penelitian.....	12
1.4 Batasan Masalah.....	12
1.5 Manfaat Penelitian.....	13
1.6 Model Operasional Penelitian.....	13
1.7 Sistematika Penulisan.....	14
2. TINJAUAN LITERATUR	15
2.1 Sukuk.....	16
2.1.1 Pengertian Sukuk.....	16
2.1.2 Keuangan Syariah dan Landasan Syariah Sukuk	18
2.1.3 Lembaga Internasional Keuangan Syariah.....	24
2.1.4 Jenis-Jenis Sukuk.....	26
2.1.5 Karakteristik Sukuk	27
2.1.6 Penentuan Keuntungan Sukuk.....	29
2.1.7 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Konvensional	32
2.1.8 Risiko Sukuk.....	33
2.1.9 Peringkat Sukuk (Rating Sukuk)	36
2.1.10 Persyaratan Penerbitan Sukuk	41
2.1.11 Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk.....	42
2.1.12 Tantangan dan Strategi Penerapan Sukuk	42
2.2 Pembiayaan Proyek Infrastruktur.....	45
2.2.1 Pengertian Pembiayaan, Proyek dan Infrastruktur	45
2.2.2 Jenis Pembiayaan Proyek Infrastruktur	48
2.2.3 Karakteristik Pembiayaan Proyek Infrastruktur	51

2.2.4 Sumber Pembiayaan Proyek Infrastruktur.....	52
2.2.5 Public Private Partnership (PPP)	52
2.2.6 Privatisasi.....	58
2.2.7 <i>Corporate Social Responsibility (CSR)</i>	59
2.2.8 Penerbitan Obligasi.....	60
2.3 Jenis-Jenis Obligasi	60
2.3.1 Obligasi Konvensional	65
2.3.1.1 Obligasi Berdasarkan Penjaminan Pembayaran.....	66
2.3.1.2 Obligasi Berdasarkan Penerbitnya	66
2.3.1.3 Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran Bunga	68
2.3.1.4 Obligasi Berdasarkan Jenis Pembayaran Bunga	68
2.3.1.5 Obligasi Berdasarkan Hak Penukaran (Konversi)	68
2.3.1.6 Obligasi Berdasarkan Jaminan.....	69
2.3.1.7 Obligasi Berdasarkan Peringkatnya	70
2.3.1.8 Obligasi Berdasarkan <i>Call Feature</i>	70
2.3.1.9 Obligasi Berdasarkan Kepemilikan.....	70
2.3.2 Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.....	71
2.3.2.1 Jenis-Jenis SBSN berdasarkan Undang-Undang SBSN ..	71
2.3.2.2 Instrumen Surat Berharga Syariah Negara.....	72
2.3.2.3 Tahapan Pembiayaan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.....	77
2.3.2.4 Metode Penerbitan Surat Berharga	77
2.4 Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara	78
2.4.1 Landasan Hukum Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/ Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur	78
2.4.2 Hubungan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara dengan APBN.....	79
2.4.3 Hubungan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara dengan Proyek	79
2.4.4 Mekanisme Pembiayaan Melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.....	80
2.4.4.1 Mekanisme Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara(SBSN)/Sukuk Negara	81
2.4.4.2 Mekanisme Pembayaran Imbalan dan Pelunasan pada saat Jatuh Tempo	85
2.5 Penelitian dan Studi Kasus yang Relevan	86
2.5.1 Penelitian Terdahulu.....	86
2.5.2 Studi Kasus Peranan Sukuk dalam Pembiayaan Infrastruktur	93
2.5.2.1 Studi Kasus di Luar Negeri	93
2.5.2.2 Studi Kasus di Dalam Negeri.....	99
3. METODE PENELITIAN	100
3.1 Pendahuluan	100
3.2 Kerangka Pemikiran	101
3.3 Metode Survey Kuisisioner.....	102
3.4 Metode Analisis Penelitian Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN.....	103

3.4.1 Metode ANP	103
3.4.1.1 Gambaran Umum Metode ANP	103
3.4.1.2 Landasan ANP	105
3.4.1.3 Prinsip Dasar ANP	106
3.4.1.4 Fungsi Utama ANP	106
3.4.2 Metode ANP Penelitian Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN	111
3.4.2.1 Tahapan Penelitian ANP	111
3.4.2.2 Hierarki Penelitian	114
3.4.2.3 Identifikasi Variabel Penelitian	115
3.4.2.4 Validasi Variabel Penelitian	118
3.5 Metode Analisis Kelayakan Finansial Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN	129
3.5.1 Analisis Net Present Value (NPV)	129
3.5.2 Analisis Internal Rate of Return (IRR)	130
3.5.3 Analisis Payback Period	131
3.5.4 Penentuan Keuntungan Akad Ijarah	131
4. STUDI KASUS: PROYEK PEMBANGUNAN BANDAR UDARA KERTAJATI, MAJALENGKA	132
4.1 Gambaran Umum Proyek	132
4.1.1 Sejarah Singkat	132
4.1.2 Lokasi Proyek	133
4.1.3 Pemrakarsa Proyek dan Pihak Terkait	135
4.2 Kendala Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati	135
4.3 Pengaruh Bandara Baru Kertajati terhadap Demand Bandara Sekitarnya	136
5. ANALISA KENDALA DAN KELAYAKAN PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR MELALUI SBSN	139
5.1 Analisis Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN	139
5.1.1 Jaringan ANP	139
5.1.2 Hasil Sintesis	139
5.1.2.1 Prioritas Aspek Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN	140
5.1.2.2 Prioritas Kendala Aspek Produk	142
5.1.2.3 Prioritas Kendala Aspek Penunjang	144
5.1.2.4 Prioritas Kendala Aspek Pasar	146
5.1.2.5 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab	148
5.1.2.6 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturannya	150
5.2 Mekanisme Pembiayaan Proyek Pembangunan Bandara Baru Kertajati	157
5.2.1 Proses Pengusulan, Penilaian dan Penetapan Proyek	158
5.2.2 Penerbitan SBSN melalui Metode Lelang (<i>Auction</i>)	161
5.2.3 Mekanisme Penyaluran Dana	162
5.2.4 Mekanisme Pembayaran Sewa	164

5.2.5 Mekanisme Pelunasan Pada Saat Jatuh Tempo	166
5.3 Analisis Perbandingan Kelayakan Proyek Pembangunan Bandara Baru Kertajati antara Mekanisme Konvensional dengan SBSN	167
5.3.1 Analisa Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional	175
5.3.2 Analisa Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme SBSN.....	176
5.3.3 Analisa Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN.....	179
5.4 Kerangka Acuan Pembangunan Proyek Infrastruktur melalui SBSN...	191
5.4.1 Pendahuluan.....	191
5.4.2 Skema Pembiayaan Proyek	192
5.4.2.1 Umum.....	192
5.4.2.2 Pihak Terkait	192
5.4.2.3 Tahapan Pembiayaan Proyek	193
5.4.3 Pendanaan dan Penganggaran Proyek	194
5.4.3.1 Sumber Dana	194
5.4.3.2 Jumlah Dana	194
5.4.3.3 Waktu Penyediaan Dana	194
5.4.3.4 Pembukuan dan Penganggaran	195
5.4.3.5 Kewajiban Pembayaran Imbalan dan Nilai Nominal SBSN	195
5.4.4 Pengelolaan Proyek	195
5.4.4.1 Pelaksanaan Proyek.....	195
5.4.4.2 Pemanfaatan/Penggunaan Proyek	195
5.4.5 Struktur Akad SBSN	198
5.4.6 Aspek Legal	198
5.4.6.1 Status Kepemilikan Proyek.....	198
5.4.6.2 Dokumen Hukum dan Pasar Modal	199
5.4.6.3 Perjanjian.....	199
5.4.7 Pelaporan	200
5.4.8 Monitoring dan Evaluasi	200
5.4.9 Transparansi dan Akuntabilitas	200
5.4.10 Penutup	200
6. KESIMPULAN DAN SARAN	201
6.1 Kesimpulan.....	201
6.2 Saran.....	202
6.3 Keterbatasan Penelitian	202
6.4 Usulan Penelitian Selanjutnya.....	203
DAFTAR REFERENSI	204

DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Risiko Sukuk	34
Gambar 2.2 Model Project Finance.....	49
Gambar 2.3 Pihak Terkait Pembiayaan Proyek	50
Gambar 2.4 Pihak-Pihak Utama dalam Kerangka KPS	54
Gambar 2.5 Institusi Terkait dalam Lembaga Keuangan dan Investasi di Indonesia Model Project Finance	57
Gambar 2.6 Pihak Terkait Kerjasama Pemerintah dan Swata di Indonesia	58
Gambar 2.7 Instrumen Pembiayaan APBN.....	72
Gambar 2.8 Posisi Outstanding SBSN.....	73
Gambar 2.9 Instrumen SBSN.....	73
Gambar 2.10 Hubungan SBSN dengan APBN	79
Gambar 2.11 Alur Mekanisme Pengusulan Pembiayaan Proyek/Kegiatan Kementerian atau Lembaga melalui SBSN.....	80
Gambar 2.12 Mekanisme Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN...	81
Gambar 2.13 Hubungan Obligor SPV dan Investor SBSN Ijarah	83
Gambar 2.14 Mekanisme Penerbitan SBSN	84
Gambar 2.15 Mekanisme Pembayaran Imbalan	85
Gambar 2.16 Mekanisme Penerbitan SBSN Ijarah.....	85
Gambar 3.1 Diagram Alir Kerangka Pemikiran.....	101
Gambar 3.2 Pengembangan Konstruksi Model ANP.....	108
Gambar 3.3 Proses Input-Output.....	109
Gambar 3.4 Kerangka Kerja Penelitian ANP.....	111
Gambar 3.5 Model Hierarki Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara	114
Gambar 4.1 Peta Posisi Kabupaten Majalengka	134
Gambar 4.2 Peta Posisi Bandar Udara Kertajati	134
Gambar 4.3 Waktu Pencapaian Penumpang Bandara SoekarnoHatta	137
Gambar 4.4 Cakupan Potensi Demand di Sekitar Bandar Udara Baru Kertajati	138
Gambar 5.1 Jaringan ANP	139

Gambar 5.2	Mekanisme Pembiayaan Proyek Pembangunan Bandar Udara Kertajati-Majalengka melalui Penerbitan SBSN	157
Gambar 5.3	Proses Pengusulan, Penilaian dan Penetapan Proyek yang akan dibiayai melalui SBSN.....	159
Gambar 5.4	Alur Skema Pembiayaan Ijarah Tahap I.....	162
Gambar 5.5	Alur Skema Pembiayaan Ijarah Tahap II	163
Gambar 5.6	Grafik Perbandingan Proyeksi Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan.....	181
Gambar 5.7	Grafik Perbandingan Proyeksi Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dan SBSN Akhir Periode	183
Gambar 5.8	Grafik Perbandingan Nilai Pelunasan Per Tahun.....	190
Gambar 5.9	Skema Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN K/L ...	196
Gambar 5.10	Skema Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN selain K/L	197
Gambar 5.11	Contoh Struktur Akad Pembiayaan Proyek.....	198

DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1	Total Emisi Sukuk Internasional 2005-2010..... 2
Tabel 1.2	Jumlah Penerbitan Sukuk Negara dan <i>Market Share</i> Obligasi 2
Tabel 1.3	Anggaran Infrastruktur terhadap Belanja Negara 4
Tabel 1.4	Rasio Antara Investasi Infrastruktur dengan PDB di Indonesia 5
Tabel 1.5	Kebutuhan Investasi Infrastruktur Indonesia Tahun 2010-2014 6
Tabel 1.6	Peringkat Indonesia dalam Indeks Kualitas Infrastruktur 7
Tabel 2.1	Karakteristik Umum Sukuk..... 29
Tabel 2.2	Perbedaan Sukuk dan Obligasi..... 32
Tabel 2.3	Standar Peringkat Menurut Pefindo 39
Tabel 2.4	Standar Peringkat Menurut Moody's dan Standard & Poor's. 40
Tabel 2.5	Penerbitan Sukuk Negara Ritel 75
Tabel 3.1	Definisi Skala Penilaian dan Skala Numerik 105
Tabel 3.2	Para Pakar..... 113
Tabel 3.3	Rekapitulasi Validasi Pakar..... 119
Tabel 3.4	Variabel Reduksi Hasil Validasi Pakar 127
Tabel 3.5	Variabel Hasil Validasi Pakar 128
Tabel 5.1	Prioritas Aspek Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN 141
Tabel 5.2	Rater Agreement Aspek Kendala 141
Tabel 5.3	Prioritas Prioritas Kendala Aspek Produk..... 143
Tabel 5.4	Rater Agreement Aspek Produk..... 143
Tabel 5.5	Prioritas Prioritas Kendala Aspek Penunjang 145
Tabel 5.6	Rater Agreement Aspek Penunjang 146
Tabel 5.7	Prioritas Kendala Aspek Pasar 147
Tabel 5.8	Rater Agreement Aspek Pasar..... 148
Tabel 5.9	Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN..... 149
Tabel 5.10	Rater Agreement Kendala di tinjau secara tanggung jawab.... 149
Tabel 5.11	Kendala Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui .. 150
Tabel 5.12	Rater Agreement Kendala di tinjau secara penyelesaian aturan 151

Tabel 5.13	Matriks Mapping Kendala dan Rekomendasi pada Tahapan Pembiayaan Infrastruktur melalui SBSN	152
Tabel 5.14	Jadwal Pekerjaan Pembiayaan Proyek melalui SBSN dengan Skenario Pelunasan Cicilan	165
Tabel 5.15	Jadwal Pekerjaan Pembiayaan Proyek melalui SBSN dengan Skenario Pelunasan di Akhir Periode	165
Tabel 5.16	Biaya Investasi Proyek	171
Tabel 5.17	Total Pendapatan	172
Tabel 5.18	Total Pengeluaran	173
Tabel 5.19	Biaya Penyusutan	174
Tabel 5.20	Aliran Kas dengan Metode Pelunasan Konvensional	175
Tabel 5.21	Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Cicilan	177
Tabel 5.22	Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Akhir Periode	178
Tabel 5.23	Perbandingan Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan	180
Tabel 5.24	Perbandingan Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Akhir Periode	182
Tabel 5.25	Perbandingan NPV, IRR, Payback Period dan Nilai Pelunasan Metode Pelunasan Konvensional dengan Metode Pelunasan SBSN	184
Tabel 5.26	Perbandingan Nilai Pelunasan per Tahun Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan	186
Tabel 5.27	Perbandingan Nilai Pelunasan per Tahun Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Akhir Periode	188
Tabel 5.28	Tahapan Pembiayan Proyek Melalui SBSN	194

DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran 1 Format Validasi Pakar	208
Lampiran 2 Format Kuisioner.....	212
Lampiran 3 Output ANP Version 2.0.8 Super Decision.....	230
Lampiran 4 Rater Agreement.....	231
Lampiran 5 LIBOR	232
Lampiran 6 Kelayakan Finansial Konvensional	233
Lampiran 6.1 Income Statement dan Cash Flow Konvensional.....	234
Lampiran 6.2 Aliran Kas Konvensional	239
Lampiran 6.3 Pelunasan Konvensional.....	240
Lampiran 7 Kelayakan Finansial SBSN Cicil	241
Lampiran 7.1 Income Statement dan Cash Flow SBSN Cicil	242
Lampiran 7.2 Aliran Kas SBSN Cicil.....	247
Lampiran 7.3 Pelunasan SBSN Cicil	248
Lampiran 8 Kelayakan Finansial SBSN Akhir Periode.....	249
Lampiran 8.1 Income Statement dan Cash Flow SBSN Akhir periode.....	250
Lampiran 8.2 Aliran Kas SBSN Akhir Periode.....	255
Lampiran 8.3 Pelunasan SBSN Akhir Periode	256
Lampiran 9 Berita Acara Perbaikan Tesis	257

BAB 1

PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

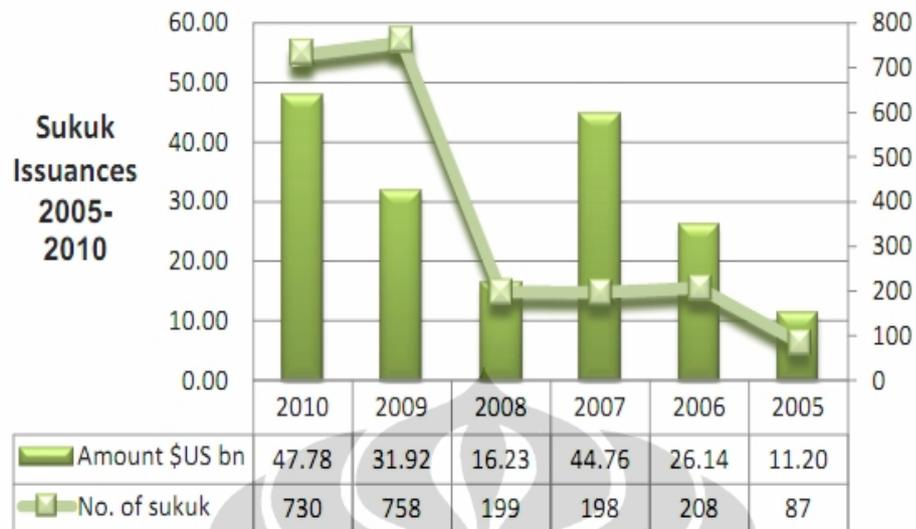
1.1.1 Perkembangan Sukuk Global

Konsep keuangan berbasis syariah Islam (Islamic finance) dewasa ini telah tumbuh secara pesat, diterima secara universal dan diadopsi tidak hanya oleh negara-negara Islam di kawasan Timur Tengah saja, melainkan juga oleh berbagai negara di kawasan Asia, Eropa dan Amerika. Hal tersebut ditandai dengan didirikannya berbagai lembaga keuangan syariah internasional dan diterbitkannya berbagai instrumen keuangan berbasis syariah.

Perkembangan produk sukuk bermula terjadi di negara-negara Timur Tengah, Asia Tenggara, hingga kini meluas ke berbagai negara Eropa dan Asia lainnya. Di beberapa negara, sukuk telah menjadi instrumen pembiayaan anggaran negara yang penting. Pada saat ini, beberapa negara yang telah menjadi regular issuer sukuk, antara lain Malaysia, Bahrain, Uni Emirat Arab, Qatar, Pakistan, Brunei Darussalam dan State of Saxony Anhalt-Jerman (Negara Bagian Jerman). Penerbitan sovereign sukuk biasanya ditujukan untuk keperluan pembiayaan anggaran Negara secara umum (general funding) atau untuk keperluan pembiayaan proyek tertentu, misalnya pembangunan bandar udara, pembangunan bendungan, unit pembangkit listrik dan jalan tol.

Sejak mulai diperdagangkan di pasar Internasional pada tahun 2002, sukuk internasional terus berkembang pesat. Sukuk merupakan instrumen keuangan Islam yang tumbuh paling cepat, jauh di atas pertumbuhan Islamic Banking dan institusi keuangan syariah lain. Pada tahun 2002, penerbitan sukuk internasional hanya US\$ 4,9 billion. Dari data lima tahun terakhir seperti tabel 1.1 di bawah ini, tahun 2005 pasar sukuk global bernilai US\$11,20 billion. Mencapai kenaikan tertinggi pada tahun 2007 mencapai US\$44,76 billion. Sedangkan pada tahun 2010 penerbitan sukuk mencapai rekor sebesar US\$47.78 billion jika dibandingkan dengan lima tahun terakhir seperti dalam tabel 1.1 di bawah ini.

Tabel 1.1 Total Emisi Sukuk Internasional 2005-2010

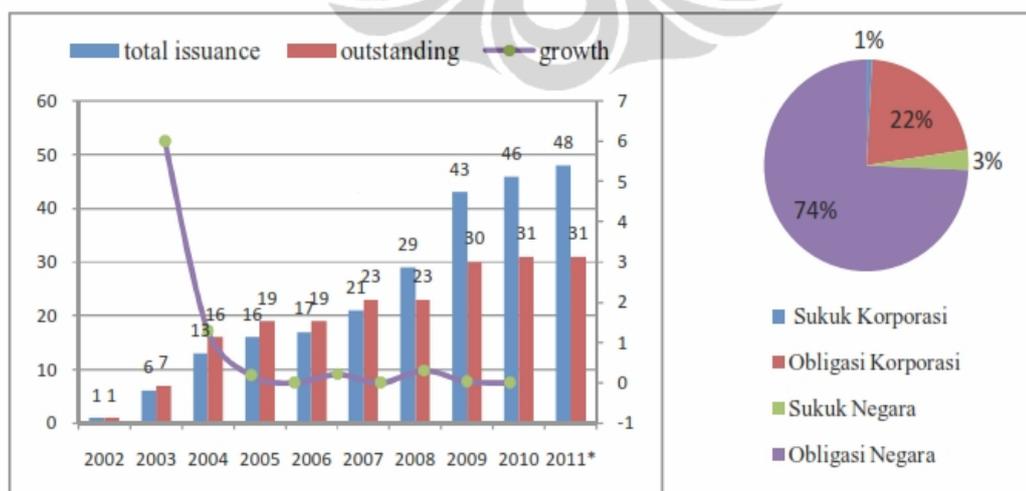


Sumber: Islamic Finance Information Service

1.1.2 Perkembangan Sukuk di Indonesia

Di dalam negeri, Pasar keuangan syariah termasuk sukuk meskipun proporsinya dibandingkan pasar konvensional masih relatif kecil namun tumbuh dengan pesat. Saat ini produk syariah di pasar modal Indonesia masih sangat terbatas baik dari segi jumlah maupun variasi produknya dan jenis akadnya jika dibandingkan dengan produk-produk sejenis yang konvensional.

Tabel 1.2 Jumlah Penerbitan Sukuk Negara dan Market Share Obligasi



Ket: *Data hingga Agustus 2011

(a)

(b)

Sumber: Laporan Statistik Bapepam-LK, data diolah

Berdasarkan grafik perkembangan jumlah penerbitan sukuk korporasi pada Tabel 1.2 (a), dapat dilihat bahwa pertumbuhan total penerbitan sukuk dari tahun 2002 perlahan mengalami kenaikan, meski pertumbuhan tidak cenderung signifikan terutama sepanjang tahun 2004 hingga 2007. Setelah tahun 2008 jumlah penerbitan tidak terlalu mengalami kenaikan, bahkan cenderung stabil.

Berdasarkan data statistik DMO dan Bapepam-LK, hingga posisi akhir Oktober 2011, tercatat 16 seri sukuk negara, dimana 15 seri berdenominasi rupiah sementara 1 seri berdenominasi USD dengan total nilai mencapai Rp44,75 triliun. Sementara untuk Sukuk korporasi, hingga akhir Oktober 2011 tercatat 31 seri sukuk korporasi dengan total nilai Rp5,88 triliun.

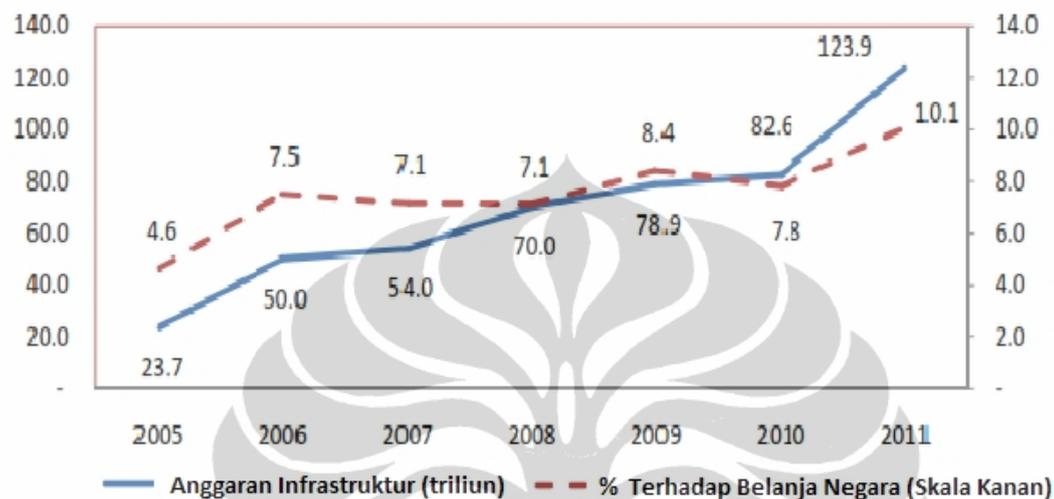
Dalam rangka pengembangan sumber pembiayaan anggaran negara dan pengembangan pasar keuangan syariah, pada tahun 2008 telah ditetapkan oleh DPR RI Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 4 UU No.19 Tahun 2008, “SBSN diterbitkan untuk membiayai APBN termasuk membiayai pembangunan proyek”, sedangkan Pasal 7 Ayat (2), “Dalam rangka penerbitan SBSN untuk pembiayaan proyek, Menteri berkoordinasi dengan Menteri yang bertanggungjawab di bidang perencanaan pembangunan nasional” Undang-Undang ini memberikan kewenangan kepada Pemerintah untuk menerbitkan SBSN untuk membiayai defisit APBN, serta membiayai pembangunan proyek.

Di sisi lain, Indonesia berpenduduk muslim terbesar di dunia. Berdasarkan Sensus 2010 yaitu sekitar 87,18% dari total jumlah penduduknya atau saat ini sekitar 207,18 juta penduduk beragama muslim (www.wikipedia.org) dengan pemahaman beragama yang mulai meningkat untuk melaksanakan agamanya secara *kaffah* baik dalam hal ibadah maupun muamalah, maka saat ini sangat membutuhkan suatu instrumen yang dapat menampung kebutuhan masyarakat muslim ini dalam berinvestasi secara syariah. Hal ini merupakan potensi besar bagi pemerintah untuk menyediakan suatu mekanisme investasi berdasarkan syariah Islam agar masyarakat muslim Indonesia bisa berpartisipasi dalam kepemilikan publik yang pada prinsipnya menyediakan prasarana untuk kesejahteraan bersama dan merupakan termasuk ibadah dalam Islam misalnya dengan berinvestasi dalam pembangunan proyek infrastruktur.

1.1.3 Peran dan Permasalahan Infrastruktur di Indonesia

Pada pembangunan proyek infrastruktur, dana yang telah diinvestasikan Pemerintah Indonesia untuk infrastruktur seperti disajikan Tabel 1.2 dibawah ini.

Tabel 1.3 Anggaran Infrastruktur terhadap Belanja Negara

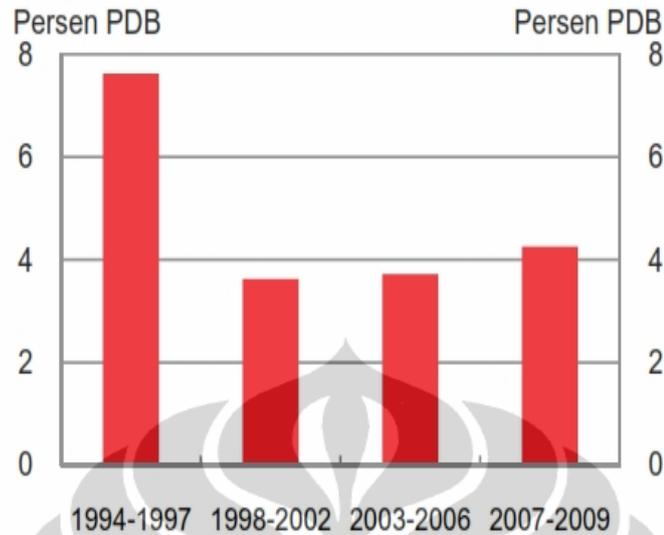


Sumber : Buku Saku APBN dan Indikator Ekonomi, DJA-KemKeu, 22 Februari 2011

Pada tahun 2005 Pemerintah memberikan dukungan untuk infrastruktur sebesar Rp23,7 triliun (atau 4,6 persen dari total Belanja Negara 2005). Dalam tahun 2011, anggaran infrastruktur naik 50% dari tahun sebelumnya Rp82,6 triliun menjadi Rp123,9 triliun (atau 10,1% dari total Belanja Negara 2011).

Berdasar data historis proporsi besarnya anggaran pemerintah yang dialokasikan untuk pembangunan infrastruktur, pada periode 1990-1991 berkisar 1,4% dari PDB. Data menunjukkan adanya penurunan nilai Investasi infrastruktur seperti disajikan dalam Tabel 1.2 dibawah ini, turun dari di atas 8 persen dari PDB di tahun 1994-1997, dari 5,34% dari total PDB di tahun 1999, 3% di tahun 2000 dan 2,33% dari total PDB pada tahun 2002. Saat ini, potensi pendanaan untuk infrastruktur tidak lebih dari 10 persen dari Belanja Negara, atau hanya satu persen dari PDB. Laporan Bank Dunia (proporsi besarnya anggaran pemerintah yang dialokasikan untuk pembangunan infrastruktur di negara berkembang berkisar antara 2-8% dengan rata-rata sekitar 4% dari PDB), kemudian rasio investasi pemerintah di bidang infrastruktur terhadap PDB periode 2005-2009 diasumsikan konstan sebesar 2,33% setiap tahun (www.bappenas.go.id).

Tabel 1.4 Rasio Antara Investasi Infrastruktur dengan PDB di Indonesia

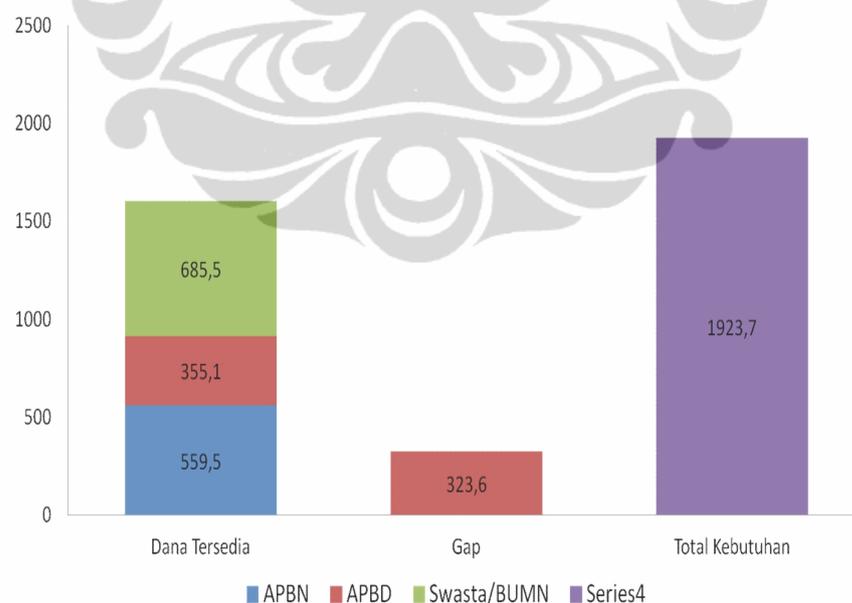


Sumber: Kemenkeu, Laporan Tahunan BUMN

Dalam dokumen Strategi Tampak Siring, Strategi pertama adalah perekonomian tumbuh lebih tinggi. Sasarannya, tumbuh 7 persen pada tahun 2014. Strategi ini merupakan salah satu dari 10 strategi dalam Instruksi Presiden (Inpres) No.3 Tahun 2010 tanggal 21 April 2010 tentang Program Pembangunan yang Berkeadilan sebagaimana disampaikan Presiden Susilo Bambang Yudhoyono pada rapat kerja di Istana Tampak Siring, Bali, 19-21 April 2010. Menurut Latif Adam (Peneliti Ekonomi Lembaga Ilmu Pengetahuan Indonesia), Bappenas dan Bank Dunia menyebutkan, untuk mencapai tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 7% pada tahun 2014, Indonesia membutuhkan alokasi anggaran infrastruktur yang ideal adalah 5-6 persen per tahun dari PDB dan saat ini belanja publik Indonesia di bidang infrastruktur tidak lagi mampu mencapai 5% - 6% dari PDB per tahun atau di bawah 4% per tahun (*Kajian Pengeluaran Publik Indonesia: Memaksimalkan Peluang Baru*, 2007). Bila berpatokan pada batas minimum 5% per tahun dari PDB (Islamic Development Bank, 2010) dan tingkat pertumbuhan ekonomi sebesar 7%, maka total kebutuhan Pembiayaan Proyek Infrastruktur tahun 2010-2014 menurut data BAPPENAS (Badan Perencanaan Pembangunan Nasional) tercatat sebesar Rp1.924 triliun.

Pemerintah telah mencanangkan kebutuhan investasi infrastruktur dalam RPJM 2010-2014, bahwa kebutuhan dana pembangunan infrastruktur publik antara tahun 2010-2014 adalah sebesar Rp1.924 triliun. Kebutuhan tersebut diperhitungkan berdasarkan asumsi, bahwa untuk meningkatkan pertumbuhan ekonomi dari 5,5-5,6% pada Tahun 2010 menjadi 7,0-7,7% pada Tahun 2014 diperlukan dana pembangunan infrastruktur minimal sebesar 5% dari PDB per tahun. Kebutuhan tersebut diharapkan dapat dipenuhi dari berbagai sumber, yaitu APBN sebesar Rp560 triliun (29%), APBD sebesar Rp355 triliun (18%), BUMN dan BUMD sebesar Rp341 triliun (18%), serta dari swasta sebesar Rp345 triliun (18%). Dari data di atas dapat disimpulkan bahwa dana anggaran pemerintah (APBN dan APBD) hanya mampu membiayai proyek infrastruktur tersebut pada kisaran nilai Rp915 triliun (47%), sedangkan dana anggaran swasta/BUMN hanya mampu membiayai proyek infrastruktur tersebut pada kisaran nilai Rp685 triliun. Sehingga, dalam hal ini masih terdapat kekurangan (gap) pendanaan sebesar Rp324 triliun (17%) seperti terlihat dalam Tabel 1.4 berikut ini:

Tabel 1.5 Kebutuhan Investasi Infrastruktur Indonesia Tahun 2010-2014

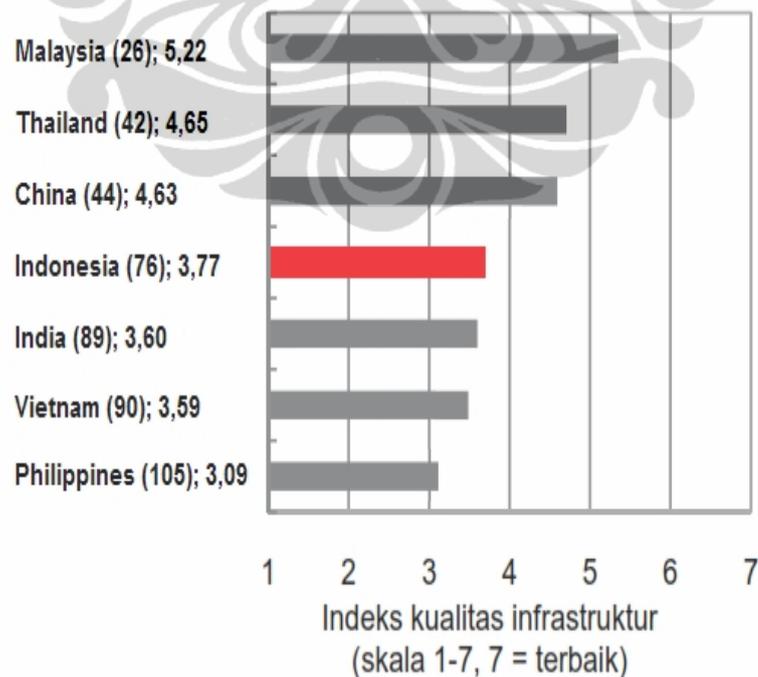


Sumber: Prioritas Pembangunan Infrastruktur Tahun 2012, 2011

Kondisi ini mengindikasikan tentang perlunya pemerintah untuk segera melakukan terobosan untuk menutupi besarnya *funding gap* tersebut dengan mencari alternatif sumber pembiayaan proyek infrastruktur lainnya. Penyediaan infrastruktur di Indonesia berada dalam kondisi dilematis antara besarnya dana yang diperlukan dan keterbatasan kemampuan keuangan negara untuk membiayainya, sementara realisasi investasi pihak swasta dalam bidang ini masih relatif rendah. Konsekuensinya diperlukan skala prioritas dalam penyediaannya agar dampak ekonomi yang dihasilkannya menjadi lebih besar.

Alokasi anggaran untuk pembangunan infrastruktur yang masih terbatas menyebabkan kondisi infrastruktur Indonesia saat ini masih tertinggal dengan negara lain. Berdasarkan Laporan Daya Saing Global 2011-2012 yang diterbitkan Forum Ekonomi Dunia (WEF), daya saing Indonesia berada di peringkat 46 dari 142 negara yang dinilai atau turun dua tingkat dibanding tahun 2010-2011. Khusus untuk peringkat daya saing infrastruktur Indonesia berada di peringkat (76) dari 142 negara. Sedangkan Malaysia (26), Thailand (42), China (44), India (89) dan Philippina (105). Ranking Indonesia sedikit di atas Vietnam (90).

Tabel 1.6 Peringkat Indonesia dalam Indeks Kualitas Infrastruktur



Sumber: World Economic Forum

Infrastruktur merupakan pondasi dalam mendorong pertumbuhan ekonomi yang berkelanjutan. Keberadaan infrastruktur memegang peranan yang sangat penting bagi perekonomian nasional, mengingat gerak laju dan pertumbuhan ekonomi di suatu negara tidak dapat dipisahkan dari ketersediaan infrastruktur. Ketersediaan infrastruktur dan pertumbuhan ekonomi terkait erat. Pembangunan infrastruktur diyakini mampu menggerakkan sektor riil dan menentukan tingkat kesejahteraan masyarakat serta merupakan instrumen utama pembangunan daerah. Infrastruktur tidak saja menjadi “*Fondation of Growth*”, melainkan juga menjadi pendorong konsumsi masyarakat yang akan menggerakkan pertumbuhan ekonomi daerah (Danang Parikesit, 2011 dalam tulisan Mochammad Natsir berjudul *Pengelolaan Sumberdaya Investasi Bagi Penyelenggaraan Infrastruktur*).

Berbagai literatur ekonomi antara lain Rotner (1983) dan Aschauer (1989) dalam Yoshino & Nakahigashi (2000) menemukan bahwa pemerintah berperan penting dalam mendorong pertumbuhan ekonomi, pengurangan pengangguran, dan pengentasan penduduk miskin secara berkelanjutan, melalui intervensi dalam bentuk belanja pembangunan infrastruktur. Pemerintah sebagai pemain utama dalam sektor infrastruktur selayaknya menjaga kesinambungan investasi pembangunan infrastruktur dan memprioritaskan infrastruktur dalam rencana pembangunan nasional.

Peran strategis infrastruktur juga ditunjukkan oleh berbagai kajian empirik yang menyatakan, bahwa ketersediaan infrastruktur yang lebih baik akan memberikan kontribusi terhadap kenaikan pertumbuhan ekonomi. IDB (2010) melaporkan, bahwa kenaikan investasi infrastruktur sebesar 1% di Indonesia, akan memberikan kontribusi sebesar 0,3% terhadap PDB.

Menurut Monzer Kahf, permasalahan *budget deficit* ini dapat diatasi dengan meningkatkan pendapatan dan mengurangi pengeluaran, peminjaman pada bank sentral, pinjaman dari publik dan pinjaman dari asing. Pinjaman dari publik (*public borrowing*) ini menjadi salah satu instrumen yang digunakan pada ekonomi kontemporer saat ini baik di negara yang sedang berkembang dan negara maju. Pada awalnya, pemerintah meminjam dana dari masyarakatnya yang kaya hanya pada saat menghadapi kebutuhan finansial, bencana alam dan perang.

Namun pada saat ini penggunaan *public borrowing* ini banyak digunakan untuk pendanaan belanja pemerintah baik di negara muslim dan non muslim. Instrumen ini tentu saja dapat menjadi solusi bagi negara-negara muslim yang memiliki utang luar negeri yang terus meningkat (Chapra,1992).

Permasalahannya adalah bagaimana menyediakan infrastruktur, sementara ada keterbatasan anggaran yang dimiliki pemerintah akibat sumber keuangan yang tidak cukup. Maka dibutuhkan alternatif pembiayaan untuk pembangunan infrastruktur, guna meningkatkan daya dukung Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara menggerakkan pembangunan sektor ekonomi secara berkesinambungan. Hal tersebut dapat dicapai melalui peningkatan efisiensi dalam pengelolaan asset negara dan pengembangan sumber pembiayaan anggaran negara.

1.1.4 Sukuk sebagai Alternatif Pembiayaan

Banyak pakar keuangan yang secara objektif telah mengakui bahwa Surat Berharga Syariah Negara/Sukuk Negara dengan sistem syari'ah akan jauh lebih baik daripada surat utang dengan basis bunga. Hal ini didasari oleh beberapa ketentuan yang biasanya harus dipenuhi yaitu (Karim, 2006): pertama, penggunaan dana obligasi syari'ah sejak awal jelas untuk membangun proyek tertentu. Kedua, risiko obligasi syari'ah terdefinisi sejak awal oleh proyek yang dibiayainya. Ketiga, tuntutan kedisiplinan penggunaan dana obligasi syari'ah karena sifat peruntukkan penggunaan dana yang terdefinisi secara jelas berkaitan dengan proyek tertentu.

Pemanfaatan SBSN dapat lebih diarahkan untuk menutup defisit anggaran pemerintah dan dapat mengakhiri ketergantungan skema pembiayaan pembangunan yang selama ini berbasis utang karena perangkat utang dapat mereduksi alokasi anggaran belanja pembangunan dan kesejahteraan rakyat. Pembiayaan melalui pinjaman luar negeri yang berjalan sekarang hanya menambah beban utang dan sekaligus cicilan bunganya serta meningkatnya arus modal ke luar negeri. Pada periode tahun 2006-2010 jumlah utang negara terus meningkat dari Rp. 1.302 triliun menjadi Rp1.677 triliun (Buku Saku Perkembangan Utang Negara, www.dmo.or.id).

Selama ini utang yang dilakukan oleh pemerintah kebanyakan dialokasikan untuk mendanai pembangunan yang sifatnya jangka panjang. Sedangkan utang yang dilakukan dalam jangka panjang menunjukkan ketidakefektifan fungsi utang itu sendiri karena hal itu berarti melanggengkan *saving investment gap*. Untuk mengatasi *saving investment gap* dalam jangka waktu pendek dapat diatasi dengan utang sebagaimana pernah dilakukan oleh Rasulullah ketika jatuhnya kota Mekah, yang dilunasi sebelum satu tahun, yaitu setelah perang *Hunayn*. Namun bila hal tersebut berlangsung dalam jangka waktu yang panjang, maka solusinya melalui kebijakan fiskal. Instrumen bunga bukan merupakan instrumen yang efektif untuk mempengaruhi tingkat *saving*. Cara kedua adalah dengan sistem bagi hasil, yaitu mengubah penabung menjadi investor, sehingga *saving* ditransformasikan menjadi sumber dana untuk pembangunan ekonomi sektor riil (Karim, 2008).

Secara umum, instrumen keuangan Islam, khususnya Sukuk Negara merupakan instrumen dengan basis asset, karenanya Sukuk Negara digunakan untuk membiayai proyek infrastruktur. Pemanfaatan Sukuk Negara diarahkan untuk menutup defisit anggaran dan mengakhiri ketergantungan pembiayaan pembangunan yang selama ini berbasis utang.

Saat ini dibutuhkan suatu alternatif pembiayaan yang berbasiskan non utang misalnya dengan sistem pembiayaan syariah seperti bentuk kerjasama atau penyertaan dana (investasi) berdasarkan bagi hasil/profit-loss sharing (floating income) dalam bentuk akad *mudharabah/muqaradhah/qiradh* atau *musyarakah* maupun berdasarkan *fixed income* (certainty in nature) yang direpresentasikan oleh pembiayaan yang berbasis jual beli (*murabahah*, *istishna*, *salam*) ataupun sewa menyewa (*ijarah*).

Dengan melihat prospek perkembangan Sukuk di pasar global maupun dalam negeri serta di sisi lain pemerintah sebagai pemegang otoritas dan penjamin pembangunan bangsa mempunyai permasalahan keterbatasan kemampuan dalam membiayai kebutuhan Pembiayaan Proyek Infrastruktur. Hal ini merupakan sesuatu yang sangat menarik untuk dianalisa, maka penulis mencoba memberikan sebuah wacana mengenai kendala dan kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur.

1.2 Perumusan Masalah

Dari uraian di atas, penulis memberikan penjelasan tentang ruang lingkup masalah hanya pada kendala dan kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur, sehingga dapat ditentukan rumusan permasalahan yang dibahas sebagai berikut:

1.2.1 Identifikasi Masalah

Berdasarkan latar belakang masalah di atas maka dapat diidentifikasi beberapa permasalahan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Terbatasnya kemampuan pembiayaan pembangunan infrastruktur;
2. Besarnya biaya yang diperlukan bagi pembangunan infrastruktur;
3. Kurangnya pemahaman tentang konsep pembiayaan proyek dan alternatif pembiayaannya;
4. Kurangnya pemahaman tentang konsep keuangan syariah;
5. Kurangnya pemahaman dalam memobilisasi dana masyarakat;
6. Kebijakan dan strategi pemerintah belum memanfaatkan alternatif pembiayaan proyek infrastruktur.

1.2.2 Signifikansi Masalah

Berdasarkan latar belakang dan identifikasi masalah di atas, beberapa permasalahan yang signifikan dalam penelitian ini sebagai berikut:

1. Kurangnya informasi tentang pemanfaatan alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur termasuk Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.
2. Potensi instrumen pembiayaan yang berdasarkan prinsip syariah belum dapat meyakinkan pengambil kebijakan dalam mempersiapkan strategi Pembiayaan Proyek Infrastruktur yang bersifat Nonkonvensional karena selama ini Pembiayaan Proyek Infrastruktur hanya melalui cara konvensional.
3. Belum maksimal pengembangan berbagai alternatif instrumen pembiayaan anggaran negara, khususnya instrumen pembiayaan yang berdasarkan prinsip syariah guna memobilisasi dana publik secara luas.
4. Kurangnya pengetahuan tentang Syariah dan pembiayaan syariah dalam pembangunan infrastruktur.

1.2.3 Rumusan Masalah

Berdasarkan gambaran latar belakang, identifikasi masalah dan signifikansi masalah, maka dapat disusun rumusan masalah yang digunakan sebagai petunjuk dalam melaksanakan penelitian, Penulis tidak mengambil seluruh masalah yang ada melainkan hanya akan membatasi masalah, yaitu:

1. Bagaimana analisa kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara?
2. Bagaimana kelayakan pembiayaan proyek pembangunan bandar udara melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara?

1.3 Tujuan Penelitian

Adapun penelitian ini bertujuan untuk:

1. Mengidentifikasi kendala dalam penerapan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur dalam berbagai aspek.
2. Mengetahui kelayakan pembiayaan proyek infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara.

Penulis berharap penelitian ini memberikan kontribusi dalam pembiayaan proyek infrastruktur di Indonesia di masa yang akan datang, serta mengintegrasikan peran dan fungsi antara pemerintah dan masyarakat yang dikemudian hari dapat dikembangkan sebagai penelitian lebih lanjut.

1.4 Batasan Masalah

Untuk menghindari pembahasan yang meluas, maka dalam penelitian ini akan dilakukan pembatasan sebagai berikut:

1. Akad yang digunakan dalam menganalisa kelayakan finansial pembiayaan SBSN adalah akad Ijarah.
2. Instrumen SBSN dalam pembiayaan proyek infrastruktur yang dimaksud dalam penelitian ini adalah PBS (Project Based Sukuk).
3. Persepsi responden dalam memberikan penilaian tidak terbatas pada salah satu jenis proyek infrastruktur.

1.5 Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan kontribusi positif berupa masukan pemikiran kepada beberapa pihak, antara lain:

1. Bidang ilmu Manajemen Infrastruktur, Universitas Indonesia dan perguruan tinggi lainnya dengan harapan dapat menambah pengetahuan mengenai pembiayaan proyek infrastruktur.
2. Memberikan sumbang pikiran dan bahan pertimbangan pemerintah tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang layak dijadikan sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur.
3. Mendorong pengembangan alternatif pembiayaan syariah dan pasar keuangan syariah untuk mengoptimalkan pemanfaatan dana masyarakat dan memperluas sumber pembiayaan negara.

1.6 Model Operasional Penelitian

Penelitian ini merupakan proses awal dari pemikiran untuk mengembangkan Creative Financing (bentuk kreatif pembiayaan) pemerintah dengan berbagai alternatif sumber pembiayaan negara, khususnya instrumen pembiayaan yang berdasarkan prinsip syariah perlu juga mendapat perhatian guna memobilisasi dana publik secara luas. Berawal dari konsep pemikiran tersebut, dilakukan proses penelitian dengan menyusun dan mengumpulkan data kemudian dianalisa sehingga dapat memberikan kesimpulan yang dapat berguna bagi penelitian selanjutnya.

Metode penelitian ini berupa analisis pendekatan kualitatif-kuantitatif dengan metode Analytic Network Process (ANP) untuk mengidentifikasi kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Penelitian menggunakan metode ANP melalui tiga tahapan. Pertama, in-depth interview dengan pakar dan praktisi dibidang syariah dan infrastruktur yang memiliki pemahaman tentang SBSN secara umum dan infrastruktur serta mengetahui masalah dalam pengembangan SBSN sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur di Indonesia. Kedua, dari hasil tahap pertama dibuat model ANP dan kuisioner untuk mendapatkan data dari para pakar dan praktisi. Ketiga, melakukan analisis ANP sehingga dapat dijadikan rekomendasi dalam pembuatan kebijakan.

Metodologi yang digunakan dalam penelitian ini meliputi: tinjauan literatur, mengidentifikasi kendala dalam pembiayaan proyek infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara, pengumpulan dan pengolahan data primer. Selain itu, untuk membuktikan bahwa SBSN layak dijadikan alternatif pembiayaan proyek infrastruktur adalah dengan cara menganalisa kelayakan finansial dan membandingkan pembiayaan secara konvensional (APBN/PHLN) dengan pembiayaan melalui SBSN.

1.7 Sistematika Penulisan

Laporan tesis ini terdiri atas 6 (enam) bab yang terdiri atas beberapa sub bab. Bab dan sub bab di dalam tesis ini berkaitan dan mendukung satu sama lain.

Bab 1 Pendahuluan, berisi latar belakang masalah, perumusan masalah, tujuan penelitian, batasan masalah, manfaat penelitian, model operasional penelitian dan sistematika penulisan. Kemudian Bab 2 Tinjauan Literatur yang menjelaskan mengenai Sukuk, pembiayaan proyek infrastruktur, jenis-jenis obligasi, pembiayaan proyek infrastruktur melalui surat berharga syariah negara (sbsn)/sukuk negara, penelitian dan studi kasus yang relevan. Bab 3 Metodologi Penelitian berisi, pendahuluan, kerangka pemikiran, metode survey kuisioner, metode analisis penelitian kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, metode analisis kelayakan finansial pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Bab 4 Studi Kasus Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka menjelaskan secara umum tentang gambaran umum proyek, kendala proyek pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati dan pengaruh Bandara Baru Kertajati terhadap demand bandar udara di sekitarnya. Bab 5 Analisa dan Kelayakan Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN, menganalisa dan membahas tentang kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, mekanisme pembiayaan proyek pembangunan Bandara Baru Kertajati dan analisis perbandingan kelayakan proyek pembangunan Bandara Baru Kertajati antara mekanisme konvensional dengan SBSN dan kerangka acuan pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Bab 6 Kesimpulan dan Saran yang menjelaskan hasil dari analisis dan pembahasan serta dengan keterbatasan penelitian dan usulan penelitian selanjutnya.

BAB 2

TINJAUAN LITERATUR

Penelitian ini dilaksanakan untuk melakukan analisa kendala dan kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur. Dalam bab ini akan dibahas tinjauan literatur dari berbagai sumber yang berkaitan dengan analisa kendala dan kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur. Guna mendukung penelitian dan memperoleh gambaran yang lebih jelas mengenai permasalahan yang akan dibahas dalam penelitian ini., digunakan beberapa literatur yang relevan dengan sistematika pembahasan yang terbagi dalam sub bab berikut:

- 2.1 SUKUK**
- 2.2 PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR**
- 2.3 JENIS-JENIS OBLIGASI**
- 2.4 PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR MELALUI SURAT BERHARGA SYARIAH NEGARA (SBSN)/SUKUK NEGARA**
- 2.5 PENELITIAN DAN STUDI KASUS YANG RELEVAN**

2.1 Sukuk

2.1.1 Pengertian Sukuk

Sukuk secara terminologi merupakan bentuk jamak dalam bahasa arab yang berasal dari kata "sakk" yang berarti sertifikat atau bukti kepemilikan. Dalam pemahaman praktisnya, sukuk merupakan bukti (*claim*) kepemilikan. Pada abad pertengahan, sukuk lazim digunakan oleh para pedagang muslim sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari perdagangan dan aktivitas komersial lainnya (Muhammad Ayub, 2005).

Sukuk pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional, dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya aqad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, sukuk juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbebas dari *riba*, *gharar* dan *maysir*.

Terdapat beberapa referensi yang menjelaskan pengertian sukuk, yaitu:

a. **AAOIFI (*The Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institutions*)**

Sesuai dengan Sharia Standard No. 17 tentang Investment menyatakan definisi sukuk adalah: "*Investment Sukuk are certificates of equal value representing undivided shares in ownership of tangible assets, usufruct and services or (in the ownership of) the assets or particular projects or special investment activity, however, this is true after receipt of the value of the sukuk, the closing of subscription and the employment of funds received for the purpose for which the sukuk were issued.*". Secara singkat *The Accounting and Auditing Organisation of Islamic Financial Institutions* (AAOIFI) mendefinisikan sukuk merupakan sertifikat bernilai sama yang mewakili bagian tak terpisahkan dalam kepemilikan suatu aset berwujud (*tangible asset*), hak manfaat (*usufruct*) dan jasa, atau kepemilikan dari aset suatu proyek atau aktivitas investasi tertentu, yang terjadi setelah adanya penerimaan dana sukuk, penutupan pemesanan dan dana yang diterima dimanfaatkan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk.

b. DSN-MUI

- Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, Sukuk (Obligasi Syariah) didefinisikan sebagai surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.
- Berdasarkan Fatwa DSN-MUI No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara, SBSN atau Sukuk Negara didefinisikan sebagai Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian kepemilikan aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing.

c. UU SBSN

Pasal 1 ayat (1) Undang-Undang No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) menyatakan bahwa Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN, atau dapat disebut Sukuk Negara 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.**

d. Bapepam-LK

Dalam Peraturan Nomor IX.A.13, Berdasarkan keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (Bapepam-LK) Nomor KEP-181/BL/2009 tentang Penerbitan Efek Syariah, Sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi atas:

- 1) kepemilikan aset berwujud tertentu;
- 2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu; atau
- 3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.

2.1.2 Keuangan Syariah dan Landasan Syariah Sukuk

Keuangan Syariah (*Islamic Finance*) adalah suatu sistem perekonomian yang diatur dan dikelola berdasarkan syariah Islam. Sedangkan Syariah adalah aturan/hukum Islam yang bersumber dari al-Qur'an dan al-Hadits. Tujuan Keuangan/Ekonomi Syariah adalah untuk mewujudkan kebaikan, kemaslahatan dan kesejahteraan manusia terutama di bidang ekonomi/keuangan, dengan mengacu pada tujuan utama syariah (*maqashid syariah*) dalam rangka membantu manusia mencapai kemenangan (*falaah*) di dunia dan akhirat.

Prinsip-prinsip dasar transaksi dalam Keuangan Syariah yang dijadikan panduan dalam berbagai aktivitas transaksi ekonomi, yaitu antara lain:

- Larangan atas penerapan bunga (*riba/usury*);
- Larangan terhadap aktivitas ekonomi yang mengandung unsur Judi/spekulasi (*maysir*), ketidakpastian/penipuan (*gharar*), serta produksi barang dan jasa yang bertentangan dengan syariah Islam (*bathil*);
- Anjuran atas penerapan sistem bagi hasil (*profit loss sharing*);
- Penekanan pada perjanjian atau kesepakatan yang adil (*'an taradhin*); dan
- Mendorong produktivitas dan keadilan distribusi.

Riba (*usury/interest*) adalah tambahan yang diambil dalam suatu transaksi tanpa adanya suatu *'iwadh* (*pengganti/penyeimbang*) yang dibenarkan syariah atas penambahan tersebut. Dalam fikih muamalah, *riba* dibagi menjadi 3 (tiga) jenis:

- *Riba fadhli*, disebut juga *riba buyu'*, yaitu *riba* yang timbul akibat pertukaran barang sejenis yang tidak memenuhi kriteria yang sama kualitasnya (*mistlan bi mistlin*), sama kuantitasnya (*sawa'an bi sawa'in*) dan sama waktu penyerahannya (*yadan bi yadin*). *Riba fadhli* dapat ditemui dalam transaksi *valas* yang tidak dilakukan secara tunai.
- *Riba Nasi'ah* atau *riba duyun*, yaitu *riba* yang timbul akibat utang piutang yang tidak memenuhi kriteria untung muncul bersama risiko (*al ghunmu bil ghurmi*) dan hasil usaha muncul bersama biaya (*al kharaj bi dhaman*). *Riba* jenis ini dapat ditemui dalam pembayaran bunga kredit dan pembayaran bunga tabungan, deposito, giro.
- *Riba Jahiliyah* adalah utang yang dibayar melebihi dari pokok pinjaman karena peminjam tidak mampu mengembalikan dana pinjaman pada saat jatuh tempo.

Gharar adalah sesuatu yang mengandung ketidakjelasan, keraguan, tipuan atau tindakan yang bertujuan merugikan orang lain. Dalam jual beli, gharar dapat terjadi jika mengandung ketidakjelasan atau ketidakpastian, baik mengenai obyek, cara penyerahan maupun cara pembayaran.

Maysir adalah aktivitas spekulasi, judi, dan untung-untungan di dalam transaksi keuangan yang memungkinkan diperolehnya suatu kekayaan dengan cara yang mudah, dengan kemungkinan adanya pihak yang dirugikan di atas keuntungan pihak yang lain.

Konsep dasar prinsip keuangan syariah berasal dari landasan hukum Islam:

a. Firman Allah SWT, antara lain:

1) *“Hai orang-orang yang beriman, penuhilah aqad-aqad itu. Dihalalkan bagimu binatang ternak, kecuali yang akan dibacakan kepadamu. (Yang demikian itu) dengan tidak menghalalkan berburu ketika kamu sedang mengerjakan haji. Sesungguhnya Allah menetapkan hukum-hukum menurut yang dikehendaki-Nya”* (Q.S Al-Maidah (5) : 1)

Penjelasan:

Merujuk pada keharusan untuk memenuhi komitmen dan isi perjanjian (akad) secara umum. Perjanjian yang terdapat dalam obligasi syariah, yakni Emiten berjanji akan membayar pendapatan pada periode tertentu dan membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi haruslah dipenuhi, dan ia tidak diperbolehkan untuk mengingkarinya.

2) *“Dan janganlah kamu mendekati harta anak yatim, kecuali dengan cara yang lebih baik (bermanfa`at) sampai ia dewasa dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggungjawaban”*. (Q.S Al-Isra' (17) : 34)

Penjelasan:

Merujuk pada perintah untuk memenuhi segala janji yang telah disepakati. Berdasarkan ayat ini, kaum muslimin diperintahkan untuk memenuhi segala janji, baik berupa kontrak maupun akad yang dilakukan dengan manusia lain dalam kehidupan muamalah, dikarenakan, janji dan akad kontrak yang telah disepakati, akan dimintai pertanggungjawaban. Emiten dan pemegang obligasi syariah harus konsisten dan memiliki komitmen untuk melaksanakan isi perjanjian.

3) *“Orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba. Orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan): dan urusannya (terserah) kepada Allah. Orang yang mengulangi (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal didalamnya”*. (Q.S Al-Baqarah (2) : 275)

Penjelasan:

Merujuk pada kehalalan jual beli dan keharaman riba. Dalam ayat ini, Allah mempertegas legalitas dan keabsahan jual beli secara umum, serta menolak dan melarang konsep ribawi. Berdasarkan ketentuan ini, obligasi yang dioperasionalkan Lembaga Keuangan Syariah tidak boleh bersentuhan dengan unsur bunga, karena ayat ini jelas sekali melarang sistem ribawi.

4) *“...dan jika kamu ingin anakmu disusukan oleh orang lain, tidak dosa bagimu apabila kamu memberikan pembayaran menurut yang patut. Ber-Takwalah kepada Allah; dan ketahuilah bahwa Allah maha melihat apa yang kamu kerjakan.”* (Q.S Al-Baqarah (2) : 233)

5) *Salah seorang dari kedua wanita itu berkata: “Ya bapakku, ambillah ia sebagai orang yang bekerja (pada kita), karena sesungguhnya orang yang paling baik yang kamu ambil untuk bekerja (pada kita) adalah orang yang kuat dan dipercaya.”* (Q.S Al-Qashash (28) : 26)

b. Hadist Nabi SAW, antara lain:

1) *“Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”*. (Hadist Riwayat Imam Al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani)

Penjelasan:

Merujuk pada kebebasan untuk melakukan transaksi dan diperbolehkannya menetapkan beberapa syarat dalam transaksi. Berdasarkan hadis ini, terdapat

kebebebasan melakukan transaksi ataupun menetapkan beberapa syarat dalam transaksi, sepanjang syarat tersebut tidak bertentangan dengan *nash syar'ī*. Seperti syarat tersebut menyebabkan adanya unsur riba ataupun *gharar* dalam transaksi, syarat tersebut bertentangan dengan tujuan asal dilakukannya transaksi. Dalam konteks obligasi syariah, kedua pihak diberikan kebebasan untuk menentukan syarat sepanjang tidak melanggar koridor yang telah disebutkan.

2) “Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain”. (Hadist Riwayat Imam Ibnu Majah, al-Daruquthni, dan yang lain, dari Abu Sa’id al-Khudri.)

Penjelasan:

Merujuk pada larangan untuk berbuat *mudharat* (bahaya, kesusahan) kepada orang lain. Dalam konteks obligasi syariah, pihak Emiten harus menjalankan usahanya dengan sungguh-sungguh, jangan lalai sehingga mendatangkan kerugian dan kesulitan bagi pemegang obligasi. Selain itu, ia harus jujur dalam memberikan laporan tentang hasil usaha, sehingga tidak mendzalimi pihak lain. Pembagian keuntungan harus proporsional, sehingga tidak terdapat pihak yang dirugikan.

3) Allah berfirman: “Ada tiga kelompok yang Aku menjadi musuh mereka pada Hari Kiamat nanti. Pertama, orang yang bersumpah atas nama Ku lalu ia mengkhianatinya. Kedua, orang yang menjual orang merdeka (bukan budak belian), lalu ia memakan keuntungannya. Ketiga, orang yang mempekerjakan seseorang, lalu pekerja itu memenuhi kewajibannya, sedangkan orang itu tidak membayarkan upahnya. (Hadist Qudsi Riwayat Muslim dari Abu Hurairah)

4) “Berikanlah upah pekerja sebelum keringatnya kering.” (Hadist Riwayat Ibn Majah dari Ibnu Umar)

5) “Barang siapa mempekerjakan pekerja, beri tahukanlah upahnya.” (Hadist Riwayat Abd ar-Razzaq dari Abu Hurairah dan Abu Sa’id al-Khudri)

6) “Kami pernah menyewakan tanah dengan (bayaran) hasil pertaniannya; maka, Rasulullah melarang kami melakukan hal tersebut dan memerintahkan agar kami menyewakannya dengan emas atau perak.” (Hadist Riwayat Abu Daud dari Sa’d Ibn Abi Waqqash).

c. **Ijma' ulama** tentang kebolehan melakukan akad sewa menyewa (*Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh*, Dr. Wahbah al-Zuhaili)

d. **Kaedah Fiqh**, antara lain:

1) “Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”

Penjelasan:

Merujuk pada ketentuan bahwa sesuatu yang telah berlaku di masyarakat dan telah menjadi adat kebiasaan, maka sesuatu itu sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan *syara'*. Artinya, sepanjang kebiasaan tersebut tidak melanggar norma syariah, maka adat kebiasaan tersebut tetap bisa diberlakukan dan diperbolehkan secara *syar'i*. Jika memang obligasi syariah tidak melanggar norma pokok syariah, dan ia telah menjadi kebiasaan dalam transaksi masyarakat, maka secara otomatis ia mendapatkan legalitas *syar'i*.

2) “Kesulitan dapat menarik kemudahan.”

3) “Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan *syara'* (selama tidak bertentangan dengan syariat.”

4) “Dimana terdapat kemaslahatan, disana terdapat hukum Allah”.

Konsep dasar Obligasi Syariah (Sukuk) berasal dari prinsip ekonomi Islam yang mempunyai 3 (tiga) karakteristik menurut ahli Ekonomi Islam (Sasli Rais, 2009) yaitu: (a) Inspirasi dan petunjuknya diambil dari Al-Qur'an dan Al-Sunnah; (b) Perspektif dan pandangan ekonominya mempertimbangkan peradaban Islam sebagai sumber; (c) bertujuan untuk menemukan dan menghidupkan kembali nilai-nilai, prioritas, dan etika ekonomi komunitas muslim pada periode awal.

Syarat sebuah obligasi disebut syariah adalah (Sunarsih, 2008):

1. Akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (*Mudharib*) tidak bertentangan syariah.
3. Pendapatan investasi yang dibagikan Emiten (*Mudharib*) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (*Shahibul Mal*) harus bersih dan halal.
4. Pendapatan yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad.
5. Pemindehan kepemilikan obligasi syariah mengikuti akad yang digunakan.

6. Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Dewan Pengawas Syariah atau Tim Ahli Syariah yang ditunjuk oleh Dewan Syariah Nasional MUI.
7. Kepemilikan Obligasi Syariah Ijarah dapat dialihkan kepada pihak lain, selama disepakati dalam akad.

Secara umum prinsip syariah tersebut adalah (Adrian Sutedi, 2011):

1. Pembiayaan dan investasi hanya dapat dilakukan pada aset atau kegiatan usaha yang halal, yang kegiatan usaha tersebut adalah spesifik dan bermanfaat sehingga atas manfaat yang timbul dapat dilakukan bagi hasil.
2. Uang adalah alat bantu pertukaran nilai, pemilik harta akan menerima bagi hasil manfaat yang timbul dari kegiatan usaha maka pembiayaan dan investasi harus pada mata uang yang sama dengan pembukuan kegiatan usaha.
3. Aqad yang terjadi antara pemilik harta (investor) dengan pemilik usaha (emiten) dan tindakan maupun informasi yang diberikan pemilik usaha serta mekanisme pasar (bursa dan *self regulating organization* lainnya) tidak boleh menimbulkan kondisi keraguan yang dapat menyebabkan kerugian.
4. Pemilik harta (investor) dan pemilik usaha (emiten) tidak boleh mengambil risiko yang melebihi kemampuan (maysir) yang dapat menimbulkan kerugian yang sebenarnya dapat dihindari.
5. pemilik harta (investor), pemilik usaha (emiten) maupun bursa dan *self regulating organization* lainnya tidak boleh melakukan hal yang menyebabkan gangguan yang disengaja atas mekanisme pasar, baik dari segi penawaran maupun dari segi permintaan.

Sedangkan karakteristik prinsip ekonomi Islam dalam PAPSI (Pedoman Akuntansi Perbankan Syariah Indonesia) Bank Indonesia, sebagai berikut:

1. Pelarangan riba dalam berbagai bentuknya;
2. Tidak mengenal konsep nilai waktu dari uang (time value of money);
3. Konsep uang sebagai alat tukar bukan sebagai komoditas;
4. Tidak diperkenankan melakukan kegiatan yang bersifat spekulatif;
5. Tidak diperkenankan menggunakan dua harga untuk satu barang; dan
6. Tidak diperkenankan dua transaksi dalam satu akad.

2.1.3 Lembaga Internasional Keuangan Syariah

Lembaga keuangan internasional yang mendukung perkembangan pasar keuangan syariah, antara lain sebagai berikut:

1. *Islamic Development Bank (IDB)*

Merupakan sebuah lembaga keuangan international yang didirikan berdasarkan deklarasi hasil konferensi menteri-menteri muslim dijedah bulan desember 1973. IDB sangat aktif dalam memberikan pembiayaan syariah secara langsung terutama kepada negara-negara anggota, termasuk Indonesia. IDB yang didirikan tahun 1975 atas rekomendasi Organisasi Konferensi Islam. Sampai dengan tahun 2010 IDB telah beranggotakan 57 negara, dan sangat aktif mempromosikan konsep ekonomi syariah melalui seminar, workshop maupun konferensi.

2. *Accounting And Auditing Organization For Islamic Financial Institution (AAOIFI)*

Merupakan lembaga internasional yang bersifat otonom dan non profit yang menyiapkan berbagai akuntansi, audit, tata kelola (governance), etika dan syariah bagi lembaga2 keuangan islam. AAOIFI merupakan lembaga nirlaba internasional yang bertujuan menyusun dan menyiapkan standardisasi di bidang keuangan syariah, khususnya terkait dengan teknik akuntansi, auditing, governance, ethics dan kesesuaian prinsip syariah atas produk-produk keuangan syariah. AAOIFI didirikan pada 26 Februari 1990 di Aljazair, dan terdaftar di Bahrain sejak 27 Maret 1991.

3. *The International Islamic Financil Market (IIFM)*

Merupakan lembaga internasional yang didirikan untuk mengembangkan pasar modal dan pasar uang syariah secara global dan selanjutnya diharap dapat mengembangkan pasar sekunder untuk instrumen keuangan syariah global. IIFM merupakan lembaga internasional yang bertujuan untuk mendukung pengembangan kerjasama internasional dalam rangka meningkatkan perdagangan produk keuangan Islam dan sekaligus menjadi pusat rujukan internasional terkait dengan kesesuaian prinsip syariah atas produk-produk keuangan syariah (shariah compliance).

Lembaga ini didirikan oleh bank sentral dan otoritas moneter Bahrain, Brunei, Indonesia, Malaysia, Sudan and Islamic Development Bank pada 13 November, 2001, dan head quartered in the Kingdom of Bahrain. Keanggotaan Indonesia diwakili oleh Bank Indonesia.

fokus bidang garap IIFM saat ini adalah:

- Sandarisasi pasar primer dan sekunder syariah terkait dengan kontrak dan produk.
- Pengembangan instrumen kepatuhan syariah dalam sistem manajemen likuiditas dan perdagangan internasional yang meliputi infrastruktur perdagangan, clearing dan settlement.
- Melakukan riset dan pengembangan dalam pasar modal dan pasar uang jangka pendek.

4. *The Islamic Financial Services Board (IFSB)*

Merupakan lembaga internasional penyusun standar bagi lembaga pengatur dan pengawas yang memiliki kepentingan dalam mendorong stabilitas dan kemajuan industri jasa keuangan syariah meliputi perbankan, pasar modal dan asuransi. IFSB merupakan lembaga internasional yang bertujuan merumuskan infrastruktur keuangan Islam dan standar instrumen keuangan Islam. Lembaga ini didirikan di Kuala Lumpur pada 3 November 2002 dan mulai beroperasi pada 10 Maret 2003.

5. *Islamic International Rating Agency (IIRA)*

Islamic International Rating Agency (IIRA) merupakan lembaga rating khusus untuk instrumen keuangan Islam, didirikan pada tahun 2001 dan berkedudukan di Bahrain.

6. *Liquidity Market Center (LMC)*

Lembaga yang didirikan oleh Central Bank of Bahrain (CBB) untuk mendukung perkembangan perdagangan di pasar sekunder. LMC bertugas untuk memberikan kuotasi harga seluruh sukuk internasional yang telah diterbitkan baik oleh korporasi maupun sovereign.

2.1.4 Jenis-Jenis Sukuk

Jenis dari sukuk dapat dikategorikan berdasarkan akad yang mendasari penerbitan sukuk tersebut. Jenis sukuk berdasarkan Standar Syariah The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) No.17 tentang *Investment Sukuk*, terdiri dari :

1. Sertifikat kepemilikan dalam aset yang disewakan. Sukuk Ijarah
2. Sertifikat kepemilikan atas manfaat, yang terbagi menjadi 4 (empat) tipe: Sertifikat kepemilikan atas manfaat aset yang telah ada, Sertifikat kepemilikan atas manfaat aset di masa depan, sertifikat kepemilikan atas jasa pihak tertentu dan Sertifikat kepemilikan atas jasa di masa depan.
3. Sertifikat Salam.
4. Sertifikat Istishna.
5. Sertifikat Murabahah.
6. Sertifikat Musyarakah.
7. Sertifikat Muzara'ah.
8. Sertifikat Musaqah.
9. Sertifikat Mugharashah.

Sementara itu *Academy for International Modern Studies* (AIMS) mengklasifikasikan jenis sukuk sebagai berikut:

1. Sukuk Mudharabah
2. Sukuk Musyarakah
3. Sukuk Ijarah
4. Sukuk Murabahah
5. Sukuk Salam
6. Sukuk Istishna
7. Sukuk Hybrid

Di samping itu, AIMS juga membagi sukuk menjadi 4 (empat) kelompok berdasarkan aset atau proyek yang menjadi dasar transaksinya, sebagai berikut:

1. Sukuk yang mewakili kepemilikan pada aset berwujud (sebagian besar berupa transaksi *sale and lease back* atau *direct lease*);
2. Sukuk yang mewakili kemanfaatan atau jasa (mendasarkan pada transaksi *sublease* atau penjualan jasa/*sale of service*);

3. Sukuk yang mewakili bagian ekuitas dalam usaha atau portofolio investasi tertentu (berdasarkan akad Musyarakah atau Mudharabah);
4. Sukuk yang mewakili piutang atau barang yang diterima di masa depan (berdasarkan Murabahah, Salam, atau Istishna).

Atas dasar proyek atau aset yang mendasarinya tersebut di atas, sukuk dapat juga dikelompokkan menjadi dua yaitu sukuk yang dapat diperdagangkan dan sukuk yang tidak dapat diperdagangkan. Sukuk yang dapat diperdagangkan (*tradable sukuk*) adalah sukuk yang mewakili aset berwujud atau porsi kepemilikan dari usaha atau portofolio investasi tertentu. Contohnya: Sukuk Ijarah, Sukuk Mudharabah, atau Sukuk Musyarakah. Sementara sukuk yang mewakili piutang dalam bentuk uang maupun barang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradable sukuk*). Contohnya: Sukuk Salam, Sukuk Istishna, atau Sukuk Murabahah.

2.1.5 Karakteristik Sukuk

Keunggulan sukuk terletak pada strukturnya yang berdasarkan aset berwujud, yang berarti bahwa nilai dari sukuk akan selalu terkait dengan nilai dari aset yang mendasarinya. Dengan konsep seperti ini, diharapkan pendanaan melalui sukuk dilakukan berdasarkan nilai aset yang menjadi dasar (*underlying*) penerbitan, sehingga akan memperkecil kemungkinan terjadinya fasilitas pendanaan yang melebihi nilai dari aset. Ciri khas lain sukuk adalah pemegang sukuk berhak atas bagian pendapatan yang dihasilkan dari aset sukuk di samping hak dari penjualan aset sukuk, dan dalam hal sertifikat tersebut mencerminkan suatu kewajiban kepada pemegangnya, maka sukuk tersebut tidak dapat diperjualbelikan pada pasar sekunder, sehingga akan menjadi instrumen jangka panjang yang dimiliki hingga jatuh tempo atau dijual pada nilai nominal.

Karakteristik Sukuk dalam buku Tanya Jawab SBSN, di antaranya adalah:

- a. merupakan bukti kepemilikan suatu aset atau hak manfaat (*beneficial title*);
- b. pendapatan berupa imbalan, marjin dan bagi hasil sesuai aqad yang digunakan;
- c. terbebas dari unsur riba, gharar dan maysir;
- d. memerlukan *underlying asset*;
- e. penggunaan *proceed* harus sesuai dengan prinsip syariah.

Karakteristik obligasi syariah menurut Rahardjo (2004) adalah:

Pertama: Obligasi syariah menekankan pendapatan investasi bukan berdasarkan kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam obligasi syariah berdasarkan kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.

Kedua: Dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak Wali amanat maka mekanisme obligasi syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor obligasi syariah diharapkan bisa lebih terjamin.

Ketiga: Jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal

Sukuk memiliki beberapa karakteristik (Adrian Sutedi, 2009) adalah:

Pertama, Sukuk menekankan pendapatan investasi bukan berdasar kepada tingkat bunga (kupon) yang telah ditentukan sebelumnya. Tingkat pendapatan dalam Sukuk berdasar kepada tingkat rasio bagi hasil (nisbah) yang besarnya telah disepakati oleh pihak emiten dan investor.

Kedua, dalam sistem pengawasannya selain diawasi oleh pihak wali amanat maka mekanisme Sukuk juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir dari masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan kepada investor diharapkan bisa lebih terjamin.

Ketiga, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur non-halal.

Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan Obligasi Syariah masih sama seperti obligasi biasa pada umumnya. Sukuk sebagai produk keuangan Islam sering disejajarkan dengan obligasi (*bond*) walaupun memiliki karakteristik yang agak berbeda. Menurut (Adam, 2006), *sukuk* memiliki sifat-sifat umum yang membuatnya memiliki kualitas yang sama dengan produk keuangan konvensional lainnya, seperti dalam tabel berikut:

Tabel 2.1. Karakteristik Umum Sukuk

Dapat diperdagangkan (<i>Tradable</i>)	Sukuk mewakili pihak pemilik aktual dari asset yang jelas, manfaat asset, atau kegiatan bisnis, dan dapat diperdagangkan menurut harga pasar (<i>market price</i>)
Dapat diperingkat (<i>Rateable</i>)	Sukuk dapat diperingkat oleh Agen Pemberi Peringkat, baik regional maupun Internasional.
Dapat ditambah (<i>Enhanceable</i>)	Sebagai tambahan terhadap asset yang mendasarinya (<i>underlying asset</i>) atau aktivitas bisnis, sukuk dapat dijamin dengan jaminan (<i>collateral</i>) lain berdasarkan prinsip syariah.
Fleksibilitas Hukum (<i>Legal Flexibility</i>)	Sukuk dapat distruktur dan ditawarkan secara nasional dan global dengan perlakuan pajak yang berbeda.
Dapat ditebus (<i>Redeemable</i>)	Struktur pada sukuk memungkinkan untuk dapat ditebus.

Sumber: Nathif J. Adam (2005)

2.1.6 Penentuan Keuntungan Sukuk

Keuntungan adalah perbedaan harga beli dengan harga jual bagi sesuatu barang dagangan. Dalam konsep ekonomi Islam, keuntungan adalah jumlah dari nilai tukar sesuatu barang yang dimilikinya dengan sesuatu nilai tukaran yang sama atau melebihi dari harga pembelian (Al-Thabari, 1975). Defini lainnya tentang keuntungan yang adil adalah keuntungan yang ditentukan dalam keadaan wajar dan sederhana, sesuai dengan hukum penawaran dan permintaan dan berlaku dalam ketentuan pasar bebas di bawah ketetapan Undang-Undang Negara, atau pengaruh-pengaruh lain tidak mencampuri dalam sistem jual-beli, produksi dan menyediakan komoditas, tetapi sepenuhnya berlaku persaingan bebas (Khursyid Ahmad, 1998).

Penentuan keuntungan menurut Imam Al-Ghazali dalam kitabnya "*Ihya Ulumuddin*", sebagaimana disampaikan Al-Qurtubi dalam (Wahid, 2010) mengatakan, ketetapan keuntungan hendaknya tidak melebihi sepertiga ($1/3$) dari harga modal. Sementara sebagian ulama lainnya menetapkan bahwa keuntungan yang melebihi sepertiga dari harga modal adalah merupakan suatu penganiayaan. Sebaiknya penentuan harga atau pengambilan keuntungan tidak berlebihan, sehingga diperlukan suatu panduan dalam penentuan harga atau keuntungan pelaku ekonomi sehingga tidak menimbulkan penipuan dan kesalahan jual-beli.

Sukuk sebagai salah satu bentuk sertifikat pengelolaan modal, yang menetapkan hak kepada sejumlah dana yang diinvestasikan pada suatu institusi keuangan. Sebagai salah satu produk pembiayaan tidak saja menghimpun dana tetapi juga sebagai alat untuk mendapatkan keuntungan.

Penanaman modal yang dilakukan dalam instrumen sukuk akan memperoleh keuntungan berdasarkan kontrak sukuk, yaitu: (1) jika dalam kontrak sukuk *ijarah*, keuntungannya berupa sewa atas aset yang dibayar oleh originator dalam jangka masa kontrak tertentu; (2) jika dalam kontrak sukuk *murabahah*, *istishna* dan *salam*, maka keuntungan yang diperoleh berupa berdasarkan margin (mark-up prices) atau berdasarkan persentase keuntungan dari proyek yang dibiayainya; (3) jika dalam kontrak sukuk *mudharabah* dan *musyarakah*, keuntungan berupa *profit and loss sharing*.

Penentuan keuntungan dapat berbeda-beda berdasarkan risiko dan juga mempertimbangkan faktor kebiasaan yang berlaku pada saat dan tempat tertentu. Sukuk berakumulasi dalam mekanisme pasar modal yang penentuan harga pasarnya (benchmark) ditentukan oleh London Interbank Offered Rate (LIBOR). Penetapan keuntungan terhadap produk sukuk sebagaimana yang pernah dilakukan oleh berbagai negara Islam umumnya berkisar antara 1.5 sampai 2.5 (bps) di atas LIBOR (Salahuddin Ahmed, 2007).

Terlepas dari kontrak sukuk yang digunakan, dalam penelitian ini kontrak sukuk yang digunakan adalah kontrak sukuk *ijarah*. Menentukan kadar sewa kontrak sukuk *ijarah*, dijelaskan sebagai berikut:

Dalam sukuk *ijarah*, menggunakan akad sewa sehingga hasil investasi (return) bersifat mendekati pasti dan besar *return* yang diberikan sama sepanjang waktu atau tetap selama obligasi berlaku karena merupakan imbalan sewa atau upah atas pemakaian manfaat dari objek pembiayaan (Yuliana, 2011).

. Pengembalian modal awal dari nilai pembayaran atas penjualan objek pembiayaan pada akhir masa pembiayaan. Imbalan sewa juga dapat diperhitungkan sebagai cicilan atas pengembalian modal awal. Imbalan hasil yang akan diberikan kepada para pemegang obligasi syariah *ijarah* tersebut didapatkan dari hasil sewa dengan tingkat *fee ijarah* tetap. *Fee ijarah* ini diperoleh dari penyewaan tempat yang telah ditentukan sebelumnya,

1. Kadar Sewa Tetap

Penentuan keuntungan sukuk dengan perhitungan kadar sewa tetap memiliki permasalahan, misalnya keuntungan yang diberikan kepada investor tetap, sedangkan tuntutan harga pasar selalu berubah., maka jika harga pasar meningkat, tentunya investor akan mengalami kerugian. Namun demikian IDB (Islamic Development Bank) menggunakan kadar sewa tetap dalam menentukan keuntungan, karena menganggap bahwa sukuk tidak lain adalah representasi utang yang tidak boleh diperjual-belikan. Dengan kata lain, Sukuk disamakan dengan pertukaran uang yang dilakukan pada nilai yang sama dan tidak untuk mendapatkan keuntungan (tidak menjadi komoditas) (Tariq, 2004).

Cara menghitung keuntungan sukuk dengan kadar sewa tetap adalah dengan cara mengkalkulasi sekaligus seluruh keuntungan dengan masa kontrak sukuk terhadap nilai investasi:

Dengan Formula:

$$\bullet \text{ Nilai Sewa per Tahun} = A \times (L+M)$$

Dimana:

A = Dana Investasi

L = jumlah tingkat profit (mengacu ke LIBOR)

M = mark up (basis points/bps),

umunya berkisar 150bps-250bps (Salahuddin Ahmed, 2006).

2. Kadar Sewa Berubah

Kadar sewa berubah dimaksudkan untuk menjaga investor dari kerugian akibat berubahnya harga pasar. Kadar sewa ini berubah jika nilai manfaat mengalami perubahan. Pakar ekonomi Islam masih berbeda pandangan dalam kadar sewa berubah, sebagian membolehkan dan sebagian lain TIDAK membolehkan. Bagi yang berpandangan membolehkan biasanya melakukan peninjauan kembali nilai sewa setiap enam bulan sekali. Formula SWX Swiss Exchange dalam penentuan kadar sewa berubah adalah sebagai berikut:

$$\text{Current Sukuk Yield} = \text{Coupon Interest} \times (100/\text{Current Market Value of Sukuk}).$$

2.1.7 Perbedaan Sukuk dengan Obligasi Konvensional

Beberapa karakteristik Sukuk yang berbeda dengan obligasi konvensional antara lain, Sukuk: 1) Merupakan bukti kepemilikan atas aset yang berwujud atau hak manfaat; 2) Pendapatan dapat berupa imbalan, *fee*, bagi hasil, atau margin, sesuai akad yang digunakan; 3) Mensyaratkan adanya aset yang mewadahnya (*underlying aset*); 4) Tidak mengandung unsur *riba*, *maisyir*, dan *gharar*; 5) Dalam penerbitannya, memerlukan peran *Special Purpose Vehicle* (SPV).

Tabel 2.2. Perbedaan Sukuk dan Obligasi

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Prinsip Dasar	Surat Berharga yang diterbitkan berdasarkan Prinsip Syariah sebagai bukti kepemilikan/penyertaan terhadap suatu aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk	Pernyataan utang tanpa syarat dari penerbit
Underlying asset	Memerlukan underlying asset sebagai dasar penerbitan	Tidak perlu
Fatwa/Opini	Memerlukan Fatwa/Opini Syariah untuk menjamin kesesuaian Sukuk dengan Prinsip Syariah	Tidak perlu
Penerbit	Pemerintah dan korporasi	Pemerintah dan korporasi
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga, kupon, capital gain
Jangka waktu	Pendek-menengah	Menengah-panjang
Jenis investor	Syariah dan konvensional	Konvensional
Pihak yang terkait	Obligor, SPV, investor, trustee	Obligor/issuer, investor
Penggunaan dana	Harus sesuai syariah	Bebas

Sumber : Direktorat Pembiayaan Syariah, 2010

2.1.8 Risiko Sukuk

Secara umum, risiko Sukuk mirip dengan risiko obligasi konvensional karena keduanya merupakan instrumen pada pasar modal. Menurut Zaidi (2007), risiko khusus yang dihadapi investor Sukuk sebagai berikut:

a. Risiko Tingkat Pengembalian (*Rate of Return Risk*)

Risiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe *sukuk* dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada LIBOR atau *benchmark* konvensional lainnya membuat *return* pada *sukuk* dipengaruhi suku bunga. Sedangkan pada akad *mudharabah*, imbal hasil sangat bergantung pada kinerja perusahaan yang dapat naik dan turun.

b. Risiko Kredit (*Credit Risk*)

Risiko kredit pada *sukuk ijarah* dihadapi oleh investor disebabkan kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa *underlying asset*. Kecenderungan *default* menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas utang dengan imbal hasil/suku bunga lebih tinggi tidak diperbolehkan dalam hukum Islam. Risiko kredit pada *sukuk* harus dinilai secara independen khususnya jika pemberi pinjaman memiliki alternatif penggantian lain ketika *underlying asset* tidak dapat menutupi kerugian yang terjadi.

c. Risiko Nilai Tukar (*Foreign Exchange Rate Risk*)

Risiko nilai tukar dapat terjadi jika *return* atas pengelolaan *underlying asset* diberikan dalam mata uang asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas risiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar.

d. Risiko Tingkat Harga (*Price/Collateral Risk*)

Risiko tingkat harga terjadi ketika spesifikasi aset yang tercermin pada nilai penerbitan Sukuk yang diajukan berbeda dengan nilai pasar sesungguhnya dan laporan atas nilai *underlying asset*. *Sukuk ijarah* paling rentan menghadapi risiko ini karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga dibawah harga pasar. Pengelolaan yang baik atas aset menjadi faktor penting dalam menghadapi risiko ini.

e. Risiko Likuiditas (*Liquidity Risk*)

Pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor *sukuk* menghadapi risiko likuiditas. Kecenderungan membeli dan menahan (*buy and hold*) pada mayoritas investor *sukuk* membuat mekanisme transfer kepemilikan *sukuk* tidak efisien. Hal ini terjadi pula pada *Sukuk Salam*, dimana aset yang mewadahi kontrak merupakan komoditas pertanian. Sehingga perdagangan pada sekuritas tersebut menimbulkan unsur spekulasi. *Zero Coupon Sukuk* seperti *Sukuk Istishna* dan *Murabahah* juga tidak dapat diperdagangkan dipasar sekunder karena mirip dengan jual beli utang (*bai ad-dayn*) yang dilarang oleh mayoritas ulama (Wahid, 2010).

f. Risiko Kepatuhan Syariah (*Sharia Compliance Risk*)

Perkembangan pasar yang pesat memungkinkan adanya struktur *sukuk* yang tidak memenuhi aspek syariah. Standarisasi dan perhatian atas aturan-aturan syariah pada *sukuk* dibuat dalam rangka melindungi investor muslim dari praktek-praktek yang prinsip-prinsip Islam.

Risiko *sukuk* lainnya dalam (Wahid, 2010) terdiri dari: risiko pasar, risiko asset, risiko *counterparty*, dan risiko negara. Sebagaimana terdapat dalam gambar dibawah ini:



Gambar 2.1 Risiko Sukuk
Sumber: Wahid, 2010

a. Risiko Pasar

Risiko pasar terdiri dari dua bentuk, yaitu pertama, risiko pasar yang sistematis disebabkan terjadinya pergerakan harga pasar secara menyeluruh akibat kebijakan suatu negara. Kedua risiko pasar yang kurang sistematis dapat terjadi ketika harga suatu aset atau instrumen tertentu berubah atau perubahan variabel lainnya yang mengakibatkan perubahan terhadap harga aset. Sekiranya terjadinya suatu perubahan pada harga akan menyebabkan terjadinya risiko eksternal, yaitu risiko kadar faedah, nilai tukar asing, dan risiko likuiditas.

Kontrak sukuk mengalami risiko pasar disebabkan berlakunya faktor eksternal seperti perubahan kadar faedah. Adanya perubahan dalam kadar faedah dapat mengakibatkan perubahan kadar harga pasar. Perubahan harga pasar dapat mengakibatkan perubahan nilai harga aset sukuk yang telah ditentukan sejak awal dan berlaku hingga jangka masa kontrak berlangsung. Perubahan ini akan ikut mempengaruhi (i) perubahan kadar nilai sukuk, (ii) perubahan pendapatan investor, dan (iii) perubahan kadar tukar asing, sekiranya sukuk dikeluarkan bukan menggunakan mata uang domestik.

b. Risiko Asset

Risiko aset dapat terjadi disebabkan proses penyekuritian dan penebusan sukuk, dimana aset yang terdiri dari tanah, gedung, dan bentuk aset nyata lainnya telah dijadikan sebagai objek akad dan sebagai jaminan bagi terbitnya sukuk. Aset sebagai jaminan terdiri dari pertama, aset yang berwujud, yaitu aset yang sudah dimiliki oleh originator yang dijadikan sebagai jaminan sukuk. Kedua, aset yang akan dijadikan sebagai proyek dan akan dibiayai menggunakan dana sukuk.

c. Risiko *Counterparty*

Kontrak sukuk umumnya melibatkan *counterparty* (originator, SPV, dan investor) yang dibentuk disertai peranan dan tanggung jawab masing-masing. Kontrak yang melibatkan *counterparty* biasanya akan mengalami risiko moral hazard, dimana pihak yang berkontrak dituntut untuk menjalankan tanggung jawab secara benar dan jujur, karena merupakan kontrak amanah seperti kontrak murabahah, salam, istisna, musyarakah, dan mudharabah. Risiko *counterparty* juga disebutkan risiko operasional, yang mungking timbul akibat proses internal seperti kegagalan karyawan dan teknologi serta disebabkan oleh proses internal.

d. Risiko Negara

Risiko ini disebut juga sebagai risiko ketentuan hukum dan perundang-undangan suatu negara, dimana sertifikat sukuk diperjualbelikan di pasar yang melibatkan berbagai negara. Dipahami bahwa perundang-undangan dan kebijakan ekonomi suatu negara terdapat perbedaan yang mendasar, yaitu (i) perbedaan jenis mata uang yang digunakan, (ii) perbedaan undang-undang cukai (*taxable*), (iii) perbedaan hak pemilikan tangible assets bagi penduduk asing, (iv) perbedaan standar penggunaan hukum syariah, (v) perbedaan aturan regulasi dan aturan mengenai laporan keuangan. Perbedaan tersebut akan berpengaruh terhadap berbagai risiko kontrak sukuk.

2.1.9 Peringkat Sukuk (Rating Sukuk)

Pemeringkat efek yaitu perusahaan swasta yang memberikan peringkat/rangking atas efek yang bersifat utang (seperti obligasi). Tujuan dari peringkat ini adalah untuk memberikan pendapat (independen, objektif, dan jujur) mengenai risiko suatu efek utang. (Manan, 2009). Lembaga internasional yang dikenal sebagai Lembaga Pemeringkat Efek antara lain Standard & Poor's (S&P) dan Moody's. Selain itu ada Lembaga Islamic International Rating Agency (IIRA) yang merupakan lembaga rating khusus untuk instrumen keuangan Islam, didirikan pada tahun 2001 dan berkedudukan di Bahrain.

Dalam studi literatur Tim Studi Minat Emiten di Pasar Modal, Bapepam-LK, 2009. Studi yang dilakukan oleh Graham dan Harvey (2001) menunjukkan bahwa terkait dengan pendanaan (*fund raising*), perusahaan mempertimbangkan *financial flexibility* dan *credit rating* dalam penerbitan obligasi, dan *EPS dilution and the recent stock price appreciation* dalam penerbitan saham. Menurutnya perusahaan akan menerbitkan surat utang jangka pendek apabila mereka berharap *credit rating*-nya membaik. Pada umumnya, *rating* menjadi hal yang penting dalam keputusan penerbitan surat utang. Berkenaan dengan *interest rate*, penerbitan surat utang dilakukan pada saat tingkat suku bunga rendah. Selanjutnya, kesesuaian jangka waktu surat utang merupakan faktor yang digunakan untuk memilih surat utang jangka pendek dan jangka panjang.

Dalam studi Bancel & Mitto (2003) menunjukkan bahwa *financial flexibility* dan *earning per share dilution* merupakan faktor yang paling penting untuk membuat keputusan mengenai *capital structure*. Faktor lain berpengaruh dalam pendanaan adalah pertimbangan *hedging* dan *window opportunity*, dan hasil dari interaksi yang kompleks dari banyak fitur institusi dan praktik bisnis yang tidak dapat ditangkap secara penuh oleh perbedaan dalam sistem hukum.

Berdasarkan studi Nagano (2009) yang secara empiris menginvestigasi perusahaan yang menggunakan pendanaan syariah di Malaysia dan negara Timur Tengah. Analisis perbandingan dari pengguna pendanaan syariah dan non syariah menghasilkan 3 (tiga) implikasi utama yaitu:

1. Perusahaan penerbit sukuk lebih memilih penerbitan sukuk sebelum pinjaman bank dan alat pendanaan lainnya.
2. Penerbitan sukuk tidak berkaitan dengan dana internal (*information cost*) perusahaan sementara pinjaman bank secara signifikan dipengaruhi oleh *magnitude* dana-dana internal perusahaan.
3. Penerbitan sukuk menyumbang kenaikan nilai pengembalian saham perusahaan dan total faktor produktivitas.

Di samping hasil penelitian tersebut di atas, Bapepam dan LK telah melakukan studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia (2004). Dalam studi tersebut telah teridentifikasi faktor-faktor yang secara umum dianggap sebagai kendala dan atau hambatan dalam pengembangan investasi syariah di Pasar Modal Indonesia diantaranya adalah: tingkat pengetahuan dan pemahaman tentang pasar modal syariah, ketersediaan informasi tentang pasar modal syariah, minat pemodal atas Efek Syariah, kerangka peraturan tentang penerbitan Efek Syariah, pola pengawasan (dari sisi syariah) oleh lembaga terkait, pra-proses (persiapan) penerbitan Efek Syariah, dan kelembagaan atau Institusi yang mengatur dan mengawasi kegiatan pasar modal syariah di Indonesia.

Sebelum di tawarkan, obligasi harus diperingkatkan oleh suatu lembaga atau agen pemeringkat obligasi (*Rating Agency*). Rating obligasi membantu investor dalam penilaian utang dan risiko kegagalan (*default risk*) dari obligasi. Peringkat obligasi mengukur adanya risiko kegagalan berupa ketidakmampuan emiten sebagai pengutang dalam membayar bunga selama umur obligasi dan

pelunasannya pada jatuh temponya. Agen pemeringkat obligasi adalah lembaga independen yang memberikan informasi pemeringkatan skala risiko, dimana salah satunya adalah sekuritas obligasi sebagai petunjuk sejauh mana keamanan suatu obligasi bagi investor. Keamanan tersebut ditunjukkan oleh kemampuan suatu perusahaan dalam membayar bunga dan melunasi pokok pinjaman. Sehingga pemodal bisa menggunakan jasa agen pemeringkat obligasi tersebut untuk mendapatkan informasi mengenai peringkat obligasi. Proses peringkat ini dilakukan untuk menilai kinerja perusahaan, sehingga *rating agency* dapat menyatakan layak atau tidaknya obligasi tersebut diinvestasikan.

Kualitas suatu obligasi dapat dimonitor dari informasi peringkatnya (Rating). Menurut teori Bringham dan Houston, peringkat obligasi dipengaruhi oleh bermacam-macam faktor, yaitu rasio keuangan (Semakin baik rasio-rasio keuangan tersebut semakin tinggi rating tersebut) dan faktor non keuangan. Sejak tahun 1995, surat utang khususnya yang diterbitkan melalui penawaran umum wajib untuk diperingkat oleh lembaga pemeringkat yang terdaftar di Bapepam. Di Indonesia saat ini, terdapat dua lembaga pemeringkat utang yang juga memberikan peringkat atas sukuk dan obligasi, yakni PT. PEFINDO (Pemeringkat Efek Indonesia) dan PT. Kasnic Credit Rating Indonesia (saat ini bernama PT. Moody's Indonesia). Perusahaan pemeringkat ini tentu mempunyai metode untuk penilaian peringkat sukuk dan obligasi tersebut. Diantara metode penilaian tersebut dapat dilihat dari beberapa unsur pada laporan keuangan masing-masing perusahaan yang menjadi emiten sehingga peringkat sukuk dan obligasi ini mencerminkan baik buruknya kinerja perusahaan.

Berikut di bawah ini Standard Peringkat dan penjelasan, Tabel 2.3 Standard Peringkat Menurut Pefindo dan Tabel 2.4 Standard Peringkat Menurut Moody's dan Standard & Poor's.

Tabel 2.3 Standar Peringkat Menurut Pefindo

Peringkat	Keterangan
idAAA	Memiliki kapasitas superior dalam <i>long-term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idAA	Hanya berbeda tipis dengan id AAA tingkat idAA berarti memiliki kapasitas yang sangat kuat dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya.
idA	Memiliki kapasitas kuat dengan <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya, namun lebih sensitif terhadap efek yang pasif dan perubahan situasi dan kondisi ekonomi.
idBBB	Memiliki kapasitas cukup atau memadai dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Namun kondisi ekonomi yang merugikan atau perubahan situasi dan kondisi lingkungan akan memperlemah kapasitas obligor.
idBB	Memiliki kapasitas agak lemah dalam <i>long term financial commitment</i> dibandingkan dengan obligor lainnya. Obligor menghadapi ketidak pastian secara terus menerus untuk melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi yang membuat kapasitas obligor menjadi tidak memadai.
idB	Memiliki kapasitas yang lemah dalam <i>long term financial commitment</i> di bandingkan dengan obligor lainnya. Melawan kondisi bisnis, keuangan dan ekonomi akan merusak kapasitas obligor.
idCCC	Kondisi obligor ini rentan dan bergantung pada kondisi bisnis dan keuangan yang membantu untuk mencapai <i>financial commitment</i> .
idSD	Gagal, namun masih ada kemungkinan mencapai <i>financial commitment</i>
idD	Gagal

Sumber: Pefindo

Tabel 2.4 Standar Peringkat Menurut Moody's dan Standard & Poor's

Peringkat		Keterangan
Moody's	S&P	
Aaa	AAA	Obligasi memiliki peringkat tertinggi. Kemampuan untuk membayar bunga dan pokoknya sangat kuat.
Aa	AA	Obligasi memiliki kapasitas sangat kuat untuk membayar bunga dan membayar kembali pokoknya. Sebagaimana halnya dengan obligasi berperingkat tertinggi, obligasi dalam kelompok ini merupakan kelompok high-grade (peringkat tinggi).
A	A	Obligasi memiliki kapasitas kuat untuk membayar bunga dan membayar kembali pokoknya, walau mudah terkena pengaruh merugikan dari perubahan kondisi ekonomi.
Baa	BBB	Obligasi dianggap memiliki kapasitas memadai untuk membayar bunga dan pokoknya. Kondisi ekonomi yang merugikan atau keadaan yang berubah akan lebih besar kemungkinannya melemahkan kapasitas membayar bunga dan membayar kembali pokoknya untuk utang dalam kategori ini jika dibandingkan dengan kategori berperingkat lebih tinggi. Obligasi dalam kelompok ini adalah obligasi medium-grade (peringkat menengah).
Ba	BB	Obligasi dianggap sangat spekulatif dalam hal kapasitas membayar bunga dan membayar kembali pokoknya sesuai dengan syarat obligasi. Ba dan BB menunjukkan tingkat spekulasi terendah, dan Ca dan CC sebagai tingkat spekulasi tertinggi.
B	B	
Caa	CCC	
Ca	CC	
C	C	Peringkat ini dicadangkan untuk income bonds dimana tidak ada suku bunga yang dibayarkan.
D	D	Obligasi berperingkat D menunjukkan bahwa obligasi dalam keadaan default dan terdapat tunggakan pembayaran bunga dan/atau pembayaran kembali pokok obligasi.

Sumber: Global Association of Risk Professionals

2.1.10 Persyaratan Penerbitan Sukuk

Penerbitan Sukuk melalui pemenuhan persyaratan (Yudi, 2010):

a. *Sharia Requirements* (Persyaratan Syariah)

Proses Penerbitan Sukuk terlebih dahulu harus melalui pertimbangan syariah oleh ulama yang berkewenangan, untuk menilai sejauhmana kesesuaian sukuk tersebut dengan hukum-hukum syariah. Sukuk yang akan diterbitkan untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur juga harus melalui prosedur ini, untuk kasus di Indonesia maka yang berwenang melakukan penilaian ini adalah Dewan Syariah Negara Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

b. *Regulator Requirements* (Persyaratan Regulator)

Ada ketentuan-ketentuan khusus juga yang harus dipenuhi oleh penerbit Sukuk ketika akan mengeluarkan sukuk, yaitu harus melalui ketentuan-ketentuan yang disyaratkan oleh regulator dalam hal ini di Indonesia harus melalui penilaian Badan Pengawas Pasar Modal- Kementerian Keuangan (Bapepam - LK).

c. *Rating Requirements* (Persyaratan rating)

Sukuk yang akan dikeluarkan baik oleh pemerintah maupun perusahaan mempunyai rating tertentu, dalam hal ini sebagai gambaran bagi investor sejauhmana sukuk tersebut mempunyai prospek yang bagus untuk berinvestasi. Sukuk rating pada saat ini masih sama dengan perating obligasi konvensional pada umumnya yaitu misalnya oleh Standar & Poor, dan Moodys serta perusahaan penilai sukuk lainnya.

d. *Disclosure requirement for investor*

Persyaratan lainnya adalah dengan melalui ekspose sejauhmana gambaran investasi melalui Sukuk yang akan dikeluarkan dengan menjelaskan gambaran perusahaan, mekanisme investasi serta prospek bisnis itu sendiri, sehingga bisa meyakinkan para investor untuk membeli Sukuk tersebut.

2.1.11 Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk antara lain sebagai berikut (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2010):

- a. Obligor, yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran pokok serta imbal hasil Sukuk yang diterbitkan;
- b. Special Purpose Vehicle (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk menerbitkan Sukuk;
- c. Investor, yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak kepentingan atas underlying asset melalui SPV;
- d. Sharia Advisor, yaitu sebagai pihak yang memberikan fatwa atau pernyataan kesesuaian terhadap prinsip-prinsip syariah atas sukuk yang diterbitkan;
- e. Wali Amanat, yaitu pihak yang mewakilkan kepentingan pemegang Sukuk sesuai dengan yang diperjanjikan.

2.1.12 Tantangan dan Strategi Penerapan Sukuk

Meskipun dalam uraian sebelumnya disebutkan bahwa perkembangan sukuk menunjukkan perkembangan yang pesat namun masih ditemui beberapa hambatan antara lain (Jobst, 2008):

1. Dari aspek underlying yang diharuskan dalam prinsip syariah namun disisi lain menawarkan return yang menarik baik dari pihak penerbit maupun yang membeli.
2. Struktur *sukuk* yang masih butuh banyak inovasi dimana saat ini masih banyak mengadopsi struktur obligasi konvensional.
3. Karakteristik investor yang lebih cenderung “*buy and hold*” membuat pasar sekunder tidak liquid
4. Pajak yang dapat menjadi halangan dalam menerbitkan *sukuk*, yang terkadang dalam struktur aset *backed* dikenakan *double taxation*.

Selain itu terdapat hambatan lain berupa risiko yang dapat menjadi hambatan dalam menerbitkan *sukuk*. Berikut beberapa risiko yang dihadapi dalam menerbitkan *sukuk* (Tariq, 2004):

1. Risiko pasar yang termasuk didalamnya tingkat return yang biasanya dihadapi oleh sukuk yang berbasis fixed return artinya ketika kenaikan return pada pasar akan menurunkan pendapatan pada sukuk. Selain itu risiko pasar lainnya yang dapat mempengaruhi sukuk adalah risiko tingkat nilai tukar.
2. Risiko kredit dimana terjadi kegagalan bayar dari si penerbit sukuk.
3. Risiko bersesuaian dengan prinsip syariah.
4. Kekakuan lembaga. Sukuk yang berawal dari negara berkembang untuk membangun infrastruktur mereka, namun sebenarnya masih rentan terhadap gejolak ekonomi, sehingga butuh lembaga yang kaku untuk menghindari adanya short run.

Sejumlah tantangan yang dihadapi oleh Indonesia dalam pengembangan *sovereign sukuk*, pertama, pasar keuangan syariah di Indonesia tidak terlalu likuid. Penyebabnya, pangsa pasarnya yang relatif kecil, yaitu kurang dari 5% dari seluruh sistem keuangan di Indonesia. Kecilnya pangsa pasar keuangan syariah ini diperkirakan akan menyebabkan pertumbuhan pasar *sukuk* domestik akan tetap terbatas. Oleh karenanya, bila langkah perdana pemerintah menerbitkan *sukuk* domestik berhasil, selanjutnya perlu dibuka pasar *sukuk* global sebagai benchmark bagi penerbitan *sukuk* global lainnya, baik *sovereign sukuk* maupun *corporate sukuk* (Pramono, 2008)

Selain itu, regulasi yang masih dirasakan menghambat perkembangan pasar *sukuk* domestik juga perlu dibenahi, sebagaimana yang terdapat dalam Peraturan Bank Indonesia (PBI) No. 5/12 tahun 2004. Dalam PBI tersebut, bank yang memiliki *sukuk* agar memegangnya hingga jatuh tempo. Meski aturan ini penting untuk menjaga aspek kesyariahan bank syariah, namun PBI ini perlu direvisi agar tidak menghambat likuiditas pasar sukuk.

Kedua, belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk. Permasalahan perpajakan ini tidak hanya terkait dengan *sukuk*, namun menyangkut transaksi keuangan syariah secara keseluruhan. Isu yang paling mengemuka adalah adanya *double taxation* dalam transaksi keuangan syariah.

Ketiga, kebanyakan produk keuangan syariah bersifat “*debt-based*” atau “*debt-likely*”. Padahal, idealnya keuangan syariah adalah “*profit-loss sharing*”. Ini terlihat dari komposisi tingkat kupon *sukuk* yang dibayarkan masih mendasarkan pada tingkat suku bunga tertentu. Sehingga, tidak mengherankan jika AAOIFI memberikan penilaian bahwa sekitar 85% *sukuk* belum sesuai dengan syariah. Oleh karena itu, bagi Indonesia perlu pengembangan inovasi dan struktur *sukuk* yang lebih beragam.

Untuk menjawab tantangan itu menurut (Pramono, 2008) ada beberapa inisiatif strategis yang perlu segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen obligasi syariah ini:

- Kemauan dan keberanian kebijakan yang lebih mendukung pengembangan instrumen ini.
- Pemerintah perlu segera mendorong terbentuknya lembaga SPV milik negara sebagai lembaga pengelola aset yang dapat digunakan sebagai media penerbitan *sukuk*.
- Pemerintah dapat pula memberikan peluang kepada BUMN untuk dapat menawarkan investasi secara langsung baik melalui penerbitan *sukuk* maupun *project financing* secara syariah atas proyek-proyek infrastruktur yang direncanakan. Berikutnya setelah kelengkapan terpenuhi, dalam rangka pembangunan infrastruktur, pemerintah perlu merealisasikan penerbitan obligasi syariah pemerintah (lokal dan internasional), selain itu korporasi BUMN terutama BUMN infrastruktur perlu segera merespon peluang tersebut.
- Dalam hal aspek perpajakan dibutuhkan kebijakan yang jelas dan mendukung, dan juga insentif yang memadai. Securities Commission Malaysia misalnya, memberikan insentif pajak yang menarik untuk penerbitan obligasi syariah. Dimana, biaya yang dikeluarkan terkait emisi obligasi syariah menjadi pengurang pajak. Begitu juga dengan pendapatan dari obligasi syariah bebas pajak. Belum lagi pembayaran zakat untuk obligasi syariah juga dihitung sebagai pengurang pajak.
- Dukungan berbagai kalangan sangat dibutuhkan dalam pengembangan dan inovasi struktur investasi syariah yang lebih beragam, terutama ke arah *income sharing* sebagai *genuine* keuangan syariah.

2.2 Pembiayaan Proyek Infrastruktur

Infrastruktur merupakan sistem fisik yang menyediakan transportasi, pengairan, drainase, bangunan-bangunan gedung dan fasilitas publik yang lain yang dibutuhkan untuk memenuhi kebutuhan dasar manusia dalam lingkup sosial dan ekonomi (Grigg, 1988 dalam Kodoatie, 2005). Sistem infrastruktur dan sistem ekonomi masyarakat mempunyai hubungan yang erat serta saling mempengaruhi diantara keduanya. Sesuai hubungan yang erat ini maka harus ada penyelesaian untuk memenuhi kebutuhan infrastruktur bagi peningkatan kehidupan ekonomi masyarakat. Sementara untuk membangun proyek infrastruktur dibutuhkan pembiayaan yang tidak sedikit sehingga pemerintah berkewajiban mencari solusi untuk mengatasi permasalahan Pembiayaan Proyek Infrastruktur ini.

2.2.1 Pengertian Pembiayaan, Proyek dan Infrastruktur

Pembiayaan atau financing, yaitu pendanaan yang diberikan oleh suatu pihak kepada pihak lain untuk mendukung investasi yang telah direncanakan, baik dilakukan sendiri maupun lembaga. Dengan kata lain, pembiayaan adalah pendanaan yang dikeluarkan untuk mendukung investasi yang telah direncanakan (Muhamad, 2005). Sedangkan dalam Pasal 1 ayat (12) Undang-Undang No. 10 Tahun 1998 tentang Perbankan menyatakan bahwa Pembiayaan berdasarkan Prinsip Syariah adalah penyediaan uang atau tagihan yang dipersamakan dengan itu berdasarkan persetujuan atau kesepakatan antara bank dengan pihak lain yang mewajibkan pihak yang dibiayai untuk mengembalikan uang atau tagihan tersebut setelah jangka waktu tertentu dengan imbalan atau bagi hasil.

Proyek adalah kegiatan yang dapat direncanakan dan dilaksanakan dalam satu bentuk kesatuan dengan mempergunakan sumber-sumber untuk mendapatkan benefit (Clive Gray, 1991). Sementara menurut Muljadi (1988), proyek merupakan suatu rangkaian aktivitas yang dapat direncanakan yang di dalamnya menggunakan sumber-sumber (*inputs*) misalnya uang dan tenaga kerja, untuk mendapatkan manfaat (*benefits*) atau hasil (*returns*) di masa yang akan datang. Kadariah (1988) menyebutkan proyek adalah investasi terkecil yang secara ekonomis dan teknis dapat dijalankan (*feasible*). Pelaksanaan proyek menggunakan sumber-sumber yang dapat berupa barang modal, tanah, bahan-bahan setengah jadi, bahan-bahan mentah, tenaga kerja dan waktu. *Benefit* sebagai

hasil yang diharapkan dari suatu proyek dapat berbentuk tingkat konsumsi yang lebih besar, penambahan kesempatan kerja, perbaikan tingkat pendidikan atau kesehatan dan perubahan perbaikan suatu sistem atau struktur (Clive Gray, 1991).

Project Financing didefinisikan sebagai menyusun pendanaan atau menggabungkan beberapa sumber pendanaan proyek, dengan aliran kas proyek yang dipisahkan dari pendanaan proyek tersebut. *Project Financing* sering menggunakan metode dengan berbasis *assets*, hal ini dikarenakan antara kreditor atau perusahaan sponsor merupakan pemegang saham dan hanya mengetahui aliran dana dan *assets* proyek untuk mengembalikan dana pinjaman dan untuk mendapatkan keuntungan. (Shah, 1986).

Infrastruktur dalam World Bank Report, dibagi dalam 3 golongan yaitu:

- a. Infrastruktur Ekonomi, merupakan aset fisik yang menyediakan jasa dan digunakan dalam produksi dan konsumsi final meliputi public utilities (telekomunikasi, air minum, sanitasi dan gas), public works (bendungan, saluran irigasi dan drainase) serta sektor transportasi (jalan, kereta api, angkutan pelabuhan dan lapangan terbang).
- b. Infrastruktur Sosial, merupakan aset yang mendukung kesehatan dan keahlian masyarakat meliputi pendidikan (sekolah dan perpustakaan), kesehatan (rumah sakit, pusat kesehatan) serta untuk rekreasi (taman, museum dan lain- lain).
- c. Infrastruktur Administrasi/Institusi, meliputi penegakan hukum, kontrol administrasi dan koordinasi serta kebudayaan.

Selain itu ada yang membagi infrastruktur menjadi:

- a. Infrastruktur dasar (basic infrastructure) meliputi sektor yang mempunyai karakteristik publik dan kepentingan yang mendasar untuk sektor perekonomian lainnya, tidak dapat diperjualbelikan (non-tradable) dan tidak dapat dipisah baik secara teknis maupun spasial. Contohnya: jalan raya, kereta api, kanal, pelabuhan laut, drainase, bendungan, dan sebagainya.
- b. Infrastruktur pelengkap (complementary infrastruktur). Contohnya: seperti gas, listrik, telepon dan pengadaan air minum.

Dalam pembahasannya infrastruktur dapat dikatakan memiliki sifat sebagai barang publik. Barang publik mempunyai dua ciri utama dari sisi penggunaannya (konsumsi barang publik) yaitu non-rivalry dan non-excludable. Rivalry merupakan sifat rivalitas atau persaingan dalam mengkonsumsi atau menggunakan suatu barang. Maknanya adalah jika suatu barang digunakan oleh seseorang (pengguna), barang tersebut tidak dapat digunakan oleh orang lain (pengguna). Jika seseorang mengkonsumsi atau menggunakan satu barang dan tidak terjadi pesaing dengan orang lain dalam mengkonsumsi barang tersebut sehingga tidak mempengaruhi kepuasan seseorang dalam mengkonsumsi barang tersebut, maka dapat disebut sebagai barang publik.

Excludable merupakan sifat mengeluarkan atau menghalangi seseorang dalam mengkonsumsi atau menggunakan suatu barang. Artinya, keinginan seseorang (pengguna) dalam mengkonsumsi suatu barang dapat dihalangi dengan oleh pihak lain (pemasok). Sebagai contoh adalah jalan tol yang penggunaannya dapat dibatasi dengan pemberlakuan tarif tol dalam penggunaannya. Dengan kata lain, apabila konsumsi seseorang dalam penggunaan suatu barang tidak dapat dibatasi oleh pihak lain, maka barang tersebut dapat disebut barang publik.

Secara umum, Danang Parikesit dalam tulisan Mochammad Natsir berjudul Pengelolaan Sumberdaya Investasi Bagi Penyelenggaraan Infrastruktur mendefinisikan infrastruktur sebagai sebuah barang publik yang berupa aset tetap (barang tidak bergerak) yang kepemilikannya tidak dapat diklaim oleh orang perorangan yang penggunaannya didefinisikan secara spesifik sehingga harus dikuasai oleh negara. Infrastruktur merupakan aset yang memiliki nilai finansial dan ekonomi bagi masyarakat dan pemerintah yang menguasainya. Dengan demikian, keputusan investasi infrastruktur merupakan keputusan jangka panjang.

2.2.2 Jenis Pembiayaan Proyek Infrastruktur

1. Corporate Finance

Corporate finance adalah pembiayaan proyek jangka menengah sampai panjang dengan agunan proyek yang dibiayai, dan sumber pelunasan berasal dari cash flow yang dihasilkan oleh perusahaan baik dari proyek yang dibiayai maupun proyek lainnya. Ukuran feasibility proyek ditentukan oleh seluruh instrumen yang ada dalam korporasi.

2. Project Finance

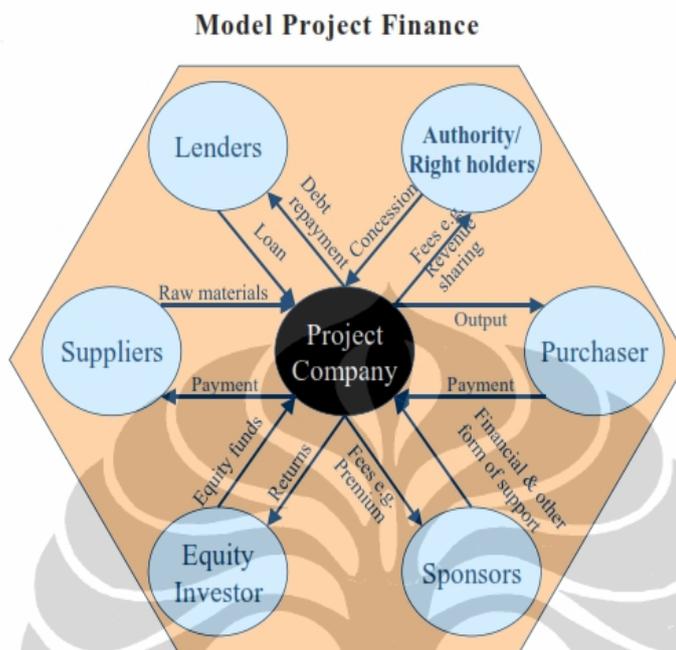
Project finance adalah pembiayaan proyek jangka menengah sampai panjang dengan agunan proyek yang dibiayai, dan sumber pelunasan berasal dari cash flow yang dihasilkan oleh proyek yang dibiayai. Ukuran feasibility proyek ditentukan oleh instrumen yang terdapat dalam proyek itu sendiri. Menurut Collan (2004) *project financing* adalah kumpulan teknik untuk merancang pembiayaan dan melaksanakan investasi dengan modal besar pada suatu proyek. Menurut Shah (1986) *project financing* didefinisikan sebagai menyusun pendanaan atau menggabungkan beberapa sumber pendanaan proyek, dengan aliran kas proyek yang dipisahkan dari pendanaan proyek tersebut.

3. Public Private Partnership

Public-Private Partnership (PPP) merupakan government service/private business venture yang dibiayai dan dilaksanakan melalui kerjasama antara Pemerintah dan sektor swasta. Ukuran feasibility Proyek ditentukan oleh instrumen yang terdapat dalam Proyek itu sendiri. Prakarsa Proyek dapat berasal dari Pemerintah atau Swasta. Proyek dapat dilakukan dengan atau tanpa Jaminan Pemerintah atau Subsidi Pemerintah (Zulkifli Zaini).

Salah satu pendekatan pembiayaan proyek infrastruktur yang biasa digunakan di banyak negara di dunia (terutama negara-negara berkembang) dikenal dengan model *project financing*. Skema *project financing* ini merupakan model pembiayaan proyek skala besar yang melibatkan partisipasi swasta dalam pembangunan infrastruktur. Penerapan *project finance* di Indonesia diperkenalkan pertama kali tahun 1987 untuk membatasi tingkat kewajiban (*limited recourse*) para *project sponsors*, yaitu pemerintah atau BUMN melalui pemindahan risiko

kepada pihak ketiga (swasta). Model *project finance* yang umum dipergunakan dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.2 Model Project Finance

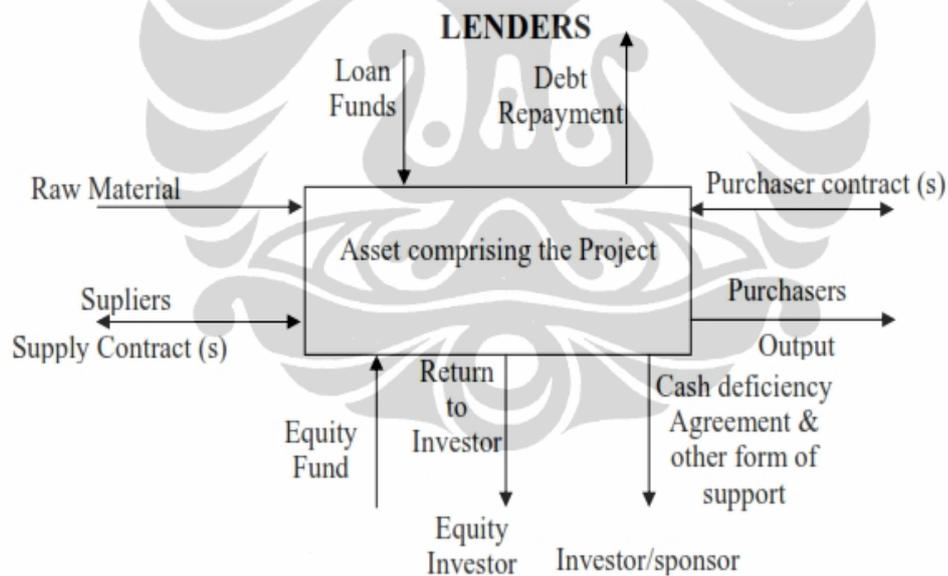
Berdasarkan gambar tersebut terdapat enam pihak yang terlibat dalam *project financing*: (1) *purchaser*; (2) *equity/investor*; (3) *lenders*; (4) *sponsors*; (5) *authority/right holders*; (6) *suppliers*. Satu hal yang membedakan antara model *project financing* dengan pembiayaan konvensional adalah keberadaan sponsor, yaitu pihak yang dapat dipercaya secara finansial (Pemerintah, ADB, World Bank, IDB, IMF dan lainlain).

Arus dana pembiayaan bisa datang dari para kreditor, pemilik modal dan sponsor. Arus dana pengembalian utang dan modal berasal dari kas yang dihasilkan proyek infrastruktur yang diberikan kepada para kreditor dan pemilik modal. Pemasok material dan pembeli, masing-masing berkaitan dengan pembelian *input* yang digunakan dan penjualan *output* yang dihasilkan proyek infrastruktur. Sedangkan komisi (*fee*) akan dibayar kepada sponsor sebagai imbalan atas jasa penjaminan. Masing-masing pihak akan mendapatkan keuntungan dari *cash-flow* yang dihasilkan dari skema pembiayaan tersebut.

Dalam bukunya John D. Finnerty menyatakan bahwa elemen-elemen dasar dari *project financing* adalah berupa:

1. Aset Proyek
2. Pemberi pinjaman yang meminjamkan uang dan memperoleh pembayaran kembali ditambah bunga.
3. Investor dan sponsor yang menyediakan *equity* dan mendapat pengembalian atas *equity* yang ditanamkan serta dukungandukungan lainnya.
4. *Supplier* yang menyediakan barang, material dan jasa melalui kontrak kerjasama.
5. *Purchaser/user* yang menggunakan produk dari proyek.

Berdasarkan uraian penjelasan teori di atas, keterkaitan antar pihak yang terlibat didalam *project finance* dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 2.3 Pihak Terkait Pembiayaan Proyek

Sumber: Finnerty, 1996

2.2.3 Karakteristik Pembiayaan Proyek Infrastruktur

Karakteristik pembiayaan proyek infrastruktur menurut Zulkifli Zaini dalam tulisannya yang berjudul *Pembiayaan Komersial sebagai Upaya Mempercepat Penyelenggaraan Infrastruktur Berkelanjutan*, antara lain:

- *Cost of Project* yang relatif sangat besar sehingga memerlukan skema sindikasi/joint financing;
- Tenor kredit secara umum berjangka panjang sehingga memiliki tingkat risiko yang tinggi;
- Kebutuhan self-financing yang besar, sehingga hanya investor tertentu yang mampu memenuhi persyaratan tersebut;
- Ketentuan tarif jasa infrastruktur termasuk penyesuaiannya harus jelas diatur dalam perjanjian kerjasama/kontrak;
- Potensi terjadinya risiko *over run cost*, sehingga pada umumnya perbankan mensyaratkan adanya jaminan dari pemilik proyek untuk menanggung risiko tersebut;
- Potensi terjadinya risiko inkonsistensi kebijakan di bidang infrastruktur (antara lain kebijakan tarif, kebijakan penjaminan dari Pemerintah).

Salah satu karakteristik pembiayaan proyek infrastruktur adalah selalu menyerap biaya investasi yang relatif besar untuk pendanaan proyek tersebut. Pembiayaan proyek infrastruktur pemerintah biasanya dilakukan dengan cara konvensional, yaitu pendanaan yang bersumber dari Anggaran dan Pendapatan Belanja Negara (APBN) yang di dalamnya terdapat utang jangka panjang pemerintah. Di sisi lain penggunaan pendanaan secara konvensional seringkali menghasilkan *cost of capital* yang tidak optimal. Oleh karena itu, proyek infrastruktur yang tergolong besar seharusnya menggunakan sumber pendanaan yang lain, seperti: saham, obligasi, leasing, kredit ekspor, asuransi dan lain-lain. Sumber pendanaan atas proyek infrastruktur dapat bersumber dari investasi sektor swasta melalui program Kerjasama Pemerintah dengan Swasta (*Public Private Partnership*) atau melalui Surat Berharga Syariah Negara seperti yang sedang di bahas dalam penelitian ini.

2.2.4 Sumber Pembiayaan Proyek Infrastruktur

Pembangunan Infrastruktur pada dasarnya merupakan kewajiban pemerintah, baik pemerintah pusat maupun pemerintah daerah. Pada umumnya pelaksanaan pembangunan infrastruktur dibiayai oleh APBN atau APBD. Namun kondisi keuangan yang ada di APBN dan APBD tidaklah mencukupi untuk membiayai seluruh kebutuhan pembangunan Infrastruktur. Padahal keberadaan infrastruktur ini sangat diperlukan sebagai penggerak perekonomian serta peningkatan kesejahteraan masyarakat. Kondisi ini menimbulkan *gap* yang sangat lebar antara kebutuhan akan infrastruktur dan ketersediaan dana pemerintah yang ada dalam APBN maupun APBD untuk membiayai pembangunan infrastruktur. Oleh sebab itu perlu dicari alternatif pembiayaan lain, sehingga bisa memenuhi Pembiayaan Proyek Infrastruktur yang diperlukan baik berupa pinjaman luar negeri atau melibatkan partisipasi masyarakat dan swasta.

Beberapa alternatif sumber Pembiayaan Proyek Infrastruktur selain APBN atau APBD, yaitu kredit investasi berupa pinjaman kepada lembaga perbankan, pelibatan swasta berupa *Public Private Partnership (PPP)*, *Privatisasi* dan *Corporate Social Responsibility (CSR)* serta partisipasi masyarakat dalam bentuk penerbitan obligasi (Purwoko, 2005).

2.2.5 Public Private Partnership (PPP)

Menurut *Organization for Co-Operation and Development (OCD)* ”Public-Private Partnership adalah kerjasama yang menunjuk pihak swasta untuk mengelola sektor keuangan, desain, pembangunan, perawatan dan pengoperasian aset infrastruktur yang biasanya dilakukan oleh pihak pemerintah.”

Definisi lain tentang PPP (Nijkamp et al, 2002) adalah suatu bentuk hubungan kelembagaan antara Pemerintah dan Swasta, yang didasari oleh objek, komitmen kerjasama dan tiap pihak bersedia menerima risiko sesuai dengan pendapatan dan biaya.

Kerjasama Pemerintah dan swasta bisa juga dinyatakan sebagai hubungan jangka panjang antar sektor dimana masing-masing menghasilkan produk atau pelayanan bermutu dan ada pembagian risiko, biaya dan manfaat (Klijn dan Teisman, 2003).

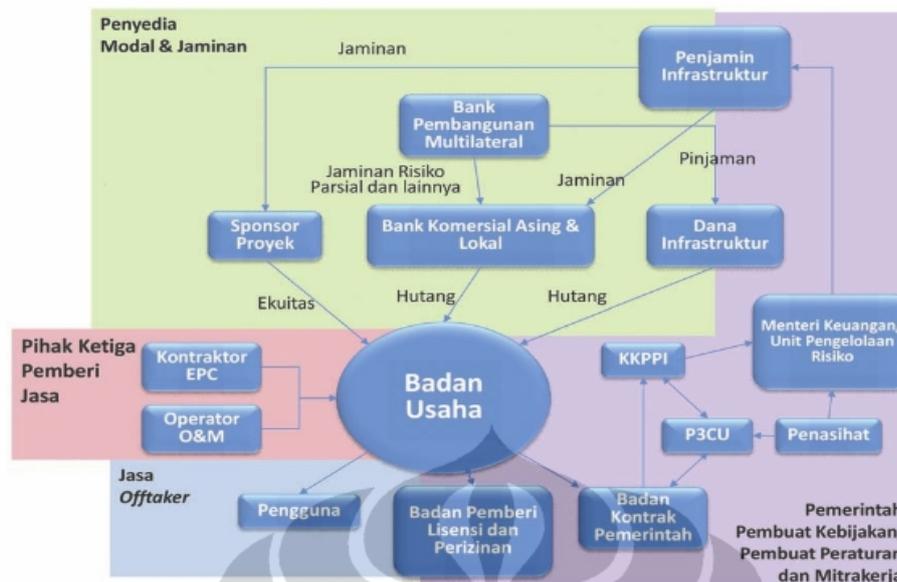
Public-Private Partnerships, dalam buku *Public-Private Partnerships Principles of Policy and Finance*, E.R. Yescombe mendefinisikan *Public-Private Partnerships* adalah bentuk kerjasama antara pemerintah sebagai pihak publik dan swasta sebagai pihak *private* dengan elemen kunci sebagai berikut:

- a. Kontrak jangka panjang yang terjadi antara pemerintah (*public*) dan swasta (*private*).
- b. Untuk desain, konstruksi, pembiayaan, dan operasional dilaksanakan oleh pihak swasta.
- c. Pembayaran selama jangka waktu kontrak PPP kepada pihak swasta dilaksanakan oleh pemerintah maupun pengguna secara langsung sebagai kompensasi terhadap penggunaan fasilitas infrastruktur.
- d. Adanya alih kepemilikan dari pihak swasta kepada pemerintah di akhir kontrak PPP.

Sedangkan Richard Webb dan Bernard Pulle dalam jurnal *Public Private Partnerships: An Introduction* tahun 2002 oleh Departemen Perpustakaan Parlemen Pemerintah Australia, menyatakan bahwa *Public-Private Partnerships*:

- a. pihak swasta melaksanakan investasi di fasilitas infrastruktur dan mengadakan fasilitas kepada pemerintah.
- b. pemerintah memiliki tanggung jawab terhadap penyelesaian pengadaan fasilitas tepat pada waktunya.
- c. kesepakatan yang terjadi antara pihak pemerintah dan swasta dilaksanakan dalam kontrak jangka panjang. Dalam kontrak dijelaskan ketentuan bahwa pihak swasta harus mampu menyediakan fasilitas sesuai dengan standar yang telah disepakati. Pembayaran kepada pihak swasta dilaksanakan berdasar kepada standar atau progress yang telah dicapai.

Pembangunan suatu proyek infrastruktur KPS dalam kerangka Kerjasama Pemerintah dan Swasta terdapat beberapa pihak yang masing-masing mempunyai peran dan fungsi untuk mewujudkan pembangunan suatu proyek. Dalam Buku Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian yang berjudul “KPS Panduan Bagi Investor Dalam Investasi Di Bidang Infrastruktur”, 2010, disampaikan Pihak-pihak utama dan hubungan yang ada diantara mereka dalam kerangka Kerjasama Pemerintah dan Swasta. Pihak-pihak tersebut adalah sebagai berikut:



Gambar 2.4 Pihak-Pihak Utama dalam Kerangka KPS

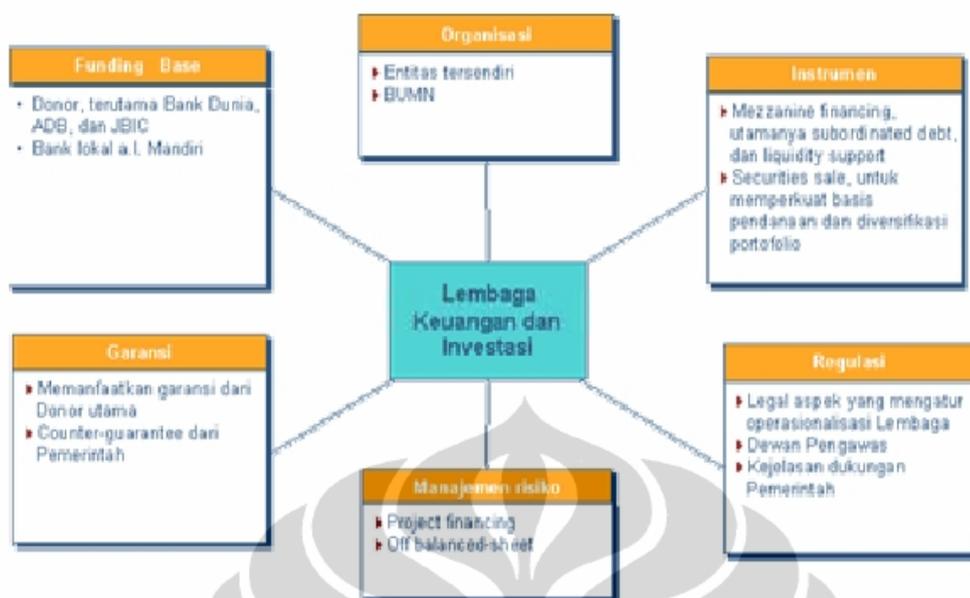
Sumber: Buku Panduan Bagi Investor Dalam Investasi Bidang Infrastruktur, Kementerian Koordinator Bidang Perekonomian, 2010

1. Badan Usaha yang merupakan badan hukum Indonesia yang dimiliki oleh para Sponsor Proyek, yang menandatangani Perjanjian Kerjasama (PK) atau Cooperation Agreement dengan Badan Kontrak Pemerintah atau Government Contracting Agency (GCA), atau yang mendapatkan lisensi dari Pemerintah untuk menyediakan jasa tertentu atau infrastruktur berdasarkan KPS.
2. Bank Komersial Asing dan Domestik menyediakan pendanaan berupa kredit untuk Proyek. Bank lokal dapat menyediakan pendanaan berupa kredit untuk proyek kecil, namun untuk proyek besar umumnya diperlukan pendanaan dari pihak asing melalui pinjaman yang umumnya memerlukan penguatan kredit.
3. Bank Pembangunan Multilateral termasuk Bank Dunia, Bank Pembangunan Asia (ADB), dan afliasinya seperti Asosiasi Penjamin Investasi Multilateral atau *Multilateral Investment Guarantee Association* (MIGA). Pada situasi tertentu, badan ini dapat menyediakan penambahan fasilitas kredit antara lain dalam bentuk jaminan risiko parsial atau *Partial Risk Guarantees* (PRGs) kepada perusahaan ataupun para kreditur proyek.
4. Para Sponsor Proyek merupakan pemegang saham dari Badan usaha. Sponsor Proyek dapat terdiri dari investor lokal ataupun asing yang bertanggung jawab untuk melakukan pengembangan proyek selain dari penempatan modal. Mereka disebut juga “pelaksana pembangunan” atau “developers.”

5. Penjaminan Infrastruktur, Pemerintah Indonesia telah mendirikan PT. Penjaminan Infrastruktur Indonesia (PII), untuk menyediakan penjaminan atas kewajiban pemerintah yang timbul berdasarkan perjanjian-perjanjian KPS.
6. Dana Infrastruktur, yang dikenal sebagai Indonesian Infrastructure Fund (IIF), didanai oleh Pemerintah Indonesia (melalui PT. Sarana Multi Infrastruktur), bank pembangunan multilateral, Korporasi Keuangan Internasional atau the International Finance Corporation (IFC) dan Pemerintah Jerman untuk memberikan kredit kegiatan infrastruktur di Indonesia.
7. Pihak Ketiga Pemberi Jasa, kemungkinan akan diikuti sertakan oleh Badan usaha untuk berbagai macam kepentingan pembangunan dan pelaksanaan proyek, termasuk perekayasa teknik, pengadaan dan konstruksi (EPC), kegiatan operasional dan perawatan atau Operation and Maintenance (O&M) dan lain-lain. Jasa ini akan dituangkan dalam perjanjian tersendiri yang dibuat antara Badan usaha dan pemberi jasa tertentu tersebut.
8. Pengguna dapat merupakan pembeli tunggal atau single off-taker seperti PT. Perusahaan Listrik Negara (Persero), atau anggota perusahaan publik dalam hal ini proyek jalan tol dan jalan kereta api. Akan ada suatu perjanjian yang ditandatangani oleh off-taker misalnya perjanjian pembelian tenaga listrik atau Power Purchase Agreement (PPA) dalam penyediaan ketenagalistrikan.
9. Badan Pemberi Lisensi dan Perizinan merupakan badan Pemerintah yang bertanggung jawab mengelola lingkungan, investasi asing dan pendirian perusahaan sebagai contoh: Badan Koordinasi Penanaman Modal (BKPM), tenaga kerja dan imigrasi, dan badan lain yang diperlukan oleh Badan usaha untuk memperoleh izin dan persetujuan melaksanakan kegiatan operasinya.
10. Badan Kontrak Pemerintah atau Government Contracting Agency (GCA) adalah kementerian, instansi pemerintah atau propinsi, kabupaten atau kotamadya, sebagaimana dimaksudkan dalam peraturan pemerintah, yang mengadakan tender suatu proyek dan menjadi mitra investor proyek tersebut. GCA akan mengadakan kontrak dengan Badan usaha untuk melaksanakan proyek melalui suatu Perjanjian Kerjasama (PK) atau Cooperation Agreement yang menerbitkan izin untuk Badan usaha dalam mengelola proyek KPS.

11. Komite Kebijakan Percepatan Penyediaan Infrastruktur, KKPPI merupakan komite antar kementerian yang diketuai Menteri Koordinasi Bidang Perekonomian bertanggung jawab melakukan koordinasi atas kebijakan terkait upaya percepatan penyediaan infrastruktur termasuk yang melibatkan pihak swasta. Berdasarkan peraturan berlaku, KPPI diwajibkan untuk memberikan persetujuan terhadap permintaan atas dukungan pemerintah (jaminan-jaminan) yang mendasari pertimbangan dan persetujuan Menteri Keuangan.
12. Unit Pusat Kerjasama Pemerintah dan Swasta atau Public Private Partnership Central Unit (P3CU) merupakan unit dalam Bappenas dikepalai oleh Direktur Pengembangan Kerjasama Pemerintah dan Swasta. Fungsi unit ini diantaranya: memberikan bantuan kepada KKPPI menyusun kebijakan dan melakukan penilaian atas permintaan dukungan bersyarat dari pemerintah, membantu Pemerintah mempersiapkan penerbitan buku KPS yang memuat daftar proyek yang berpeluang bagi penanam modal swasta, mendukung Badan Kontrak Pemerintah melakukan persiapan proyek dan mengembangkan kemampuan badan-badan pemerintah dalam rangka pelaksanaan KPS.
13. Kementerian Keuangan (Unit Pengelolaan Risiko). Kementerian Keuangan memberikan persetujuan atas pemberian jaminan pemerintah dan insentif pajak yang ditawarkan oleh Pemerintah dalam proyek KPS. Unit ini merupakan bagian dari Kementerian yang bertanggung jawab untuk mengkaji setiap permintaan jaminan. Jaminan disetujui akan dikelola oleh PT PII.
14. Penasehat P3CU dan Kementerian Keuangan. Upaya dari P3CU dan Kementerian Keuangan mengembangkan suatu kerangka KPS yang baik dan untuk membantu Government Contracting Agencies dalam menyiapkan proyek, didukung oleh penasehat hukum, keuangan dan perekayasa teknik yang pendanaannya dilakukan oleh berbagai badan multilateral dan bilateral.

Adapun Institus yang terlibat dan berkaitan dengan Lembaga Keuangan dan Investasi di Indonesia, terdiri dari *funding base*, organisasi perusahaan, berbagai instrumen pendanaan, regulasi, manajemen risiko dan garansi seperti ditunjukkan pada gambar di bawah ini:



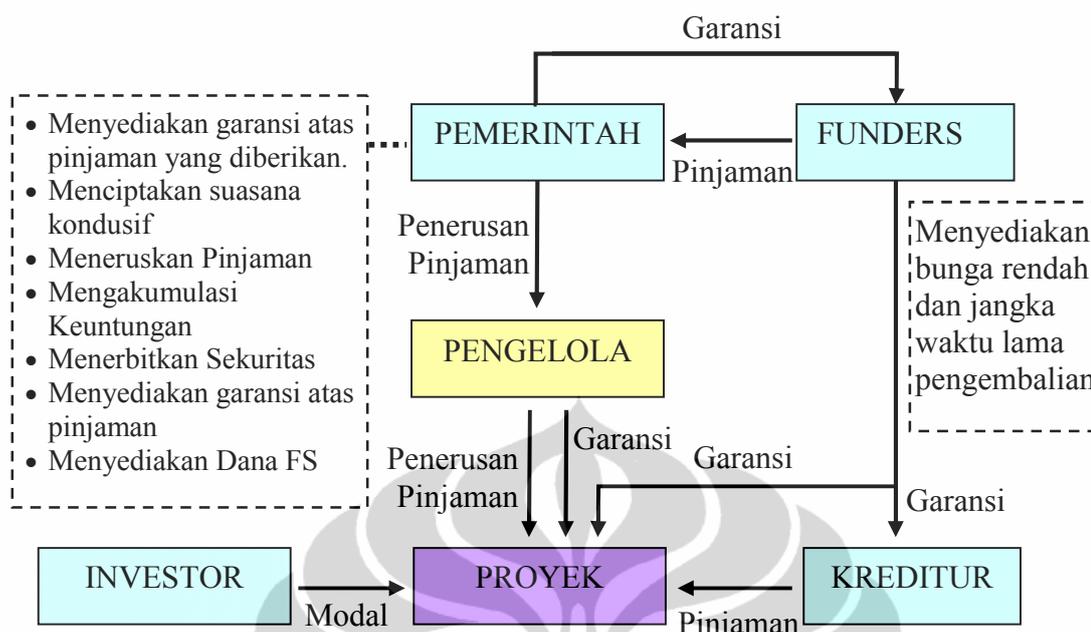
Gambar 2.5 Institusi Terkait dalam Lembaga Keuangan dan Investasi di Indonesia model project finance

Sumber: Direktorat Pengembangan Kelembagaan Prasarana Publik, Bappenas, 2010.

Adapun, beberapa pihak yang terkait dalam rangka Kerjasama Pemerintah dan Swasta untuk pembangunan suatu proyek, yaitu (Depkeu, 2008):

1. *Project Company*, yaitu suatu perusahaan yang khusus didirikan untuk pembangunan proyek tertentu.
2. Sponsor/investor, adalah pemilik proyek yang menyediakan sebagian *equity* dan mengharapkan *return* dari proyek tersebut. Pihak ini harus bersedia menyediakan dana untuk penyelesaian proyek jika terjadi kasus-kasus tertentu.
3. *Supplier*, merupakan perusahaan yang menyediakan bahan baku (input) untuk keperluan proyek.
4. *Purchaser/off-taker*, yaitu perusahaan pembayar untuk membeli output dari proyek tertentu dimana sudah terikat perjanjian sebelumnya.
5. *Lenders*, yaitu pihak pemberi pinjaman yang akan mendanai proyek.

Gambar 2.5 di bawah ini memperlihatkan organisasi yang dapat terlibat dalam pengembangan lembaga keuangan dan investasi infrastruktur di Indonesia dan keterkaitan antara pihak yang terlibat dalam pembiayaan proyek dapat digambarkan secara umum pada gambar 2.5 di bawah ini:



Gambar 2.6 Pihak Terkait Kerjasama Pemerintah dan Swata di Indonesia
Sumber: Bappenas, 2010.

2.2.6 Privatisasi

Definisi Privatisasi (menurut UU Nomor 19 Tahun 2003 tentang BUMN) adalah penjualan saham Persero (Perusahaan Perseroan), baik sebagian maupun seluruhnya, kepada pihak lain dalam rangka meningkatkan kinerja dan nilai perusahaan, memperbesar manfaat bagi negara dan masyarakat, serta memperluas saham oleh masyarakat.

Privatisasi dilakukan pada umumnya didasarkan kepada berbagai pertimbangan antara lain sebagai berikut:

- Mengurangi beban keuangan pemerintah, sekaligus membantu sumber pendanaan pemerintah (divestasi).
- Meningkatkan efisiensi pengelolaan perusahaan.
- Meningkatkan profesionalitas pengelolaan perusahaan
- Mengurangi campur tangan pemerintah terhadap pengelolaan perusahaan
- Mendukung pengembangan pasar modal dalam negeri sebagai flag-carrier (pembawa bendera) dalam mengarungi pasar global.

Perubahan format APBN dari T-Account menjadi I-Account, yang memungkinkan adanya defisit pada APBN. Format baru tersebut, jelas memperlihatkan bahwa sejak tahun 2000 APBN Indonesia mengalami defisit anggaran. Salah satu upaya yang ditempuh pemerintah menutup defisit anggaran adalah melakukan privatisasi BUMN.

Privatisasi BUMN bertujuan, (1) mampu meningkatkan kinerja BUMN, (2) mampu menerapkan prinsip good governance dalam pengelolaan BUMN, (3) mampu meningkatkan akses ke pasar internasional, (4) terjadinya transfer ilmu pengetahuan dan teknologi, (5) terjadinya perubahan budaya kerja, serta (6) mampu menutup defisit APBN (Purwoko, 2002).

2.2.7 Corporate Social Responsibility (CSR)

Pelaksanaan CSR oleh badan usaha diatur dalam Undang-Undang No.40 tahun 2007 mengenai Ketentuan Umum Perseroan Terbatas dan Peraturan Menteri Negara BUMN No.PER-5/MBU/2007 tentang Program Kemitraan Badan Usaha Milik Negara dengan Usaha Kecil dan Program Bina Lingkungan. UU. No 40 tahun 2007 menekankan mengenai tanggung jawab sosial dan lingkungan badan usaha yang terkait dengan pengolahan sumber daya alam.

Sumber pendanaan yang dikeluarkan dalam pelaksanaan CSR sebagian besar berasal dari anggaran internal perusahaan dan hanya sebagian kecil berasal dari sumber lainnya, baik yang berasal dari sumbangan internal perusahaan maupun dari luar perusahaan. Proposal penggunaan dana CSR terlebih dahulu disusun untuk dimintakan persetujuan dari *stakeholders* yang berwenang. Selama ini, pengalokasian dana dalam CSR lebih banyak ditentukan oleh CEO, manajer atau kepala bagian CSR, dan manajer/kepala bagian keuangan. Pihak CEO juga berperan dalam persetujuan alokasi dan proposal CSR, sedangkan sisanya ditentukan oleh *stakeholders* lainnya, yang terdiri dari komisi perusahaan, direksi dan juga kementerian BUMN.

Dalam Peraturan Menteri Negara BUMN No.PER-05/MBU/2007 pasal 9 disebutkan bahwa besarnya alokasi anggaran yang harus dikeluarkan, baik untuk program kemitraan maupun program bina lingkungan, ditentukan sebesar maksimal 2 (dua) persen dari penyisihan laba setelah pajak.

2.2.8 Penerbitan Obligasi

Obligasi atau *bond* adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh peminjam, dengan kewajiban untuk membayar kepada *bond holder* (pemegang obligasi) sejumlah bunga tetap yang telah ditetapkan sebelumnya (Adrian Sutedi, 2008). Dalam obligasi memuat perjanjian bahwa dalam utang tersebut akan diberikan bunga yang bentuknya tergantung kesepakatan, apakah bunga mengambang atau bunga tetap. Kontrak perjanjian obligasi terdiri dari: pihak yang berutang (penerbit obligasi), pihak pemberi pinjaman (pembeli obligasi), nilai nominal obligasi (jumlah pinjaman), tanggal jatuh tempo pelunasan obligasi, besarnya kupon yang harus dibayar sebagai balas jasa pinjaman, serta tanggal jatuh tempo pembayaran kupon (Purwoko, 2005). Obligasi juga dapat dibedakan menjadi dua, yaitu obligasi korporat dan obligasi pemerintah. Obligasi korporat diterbitkan oleh perusahaan swasta dan obligasi pemerintah adalah obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah. Obligasi pemerintah juga dibedakan menjadi obligasi pemerintah pusat dan obligasi pemerintah daerah yang kemudian disebut dengan obligasi daerah (Purwoko, 2005).

2.3 JENIS-JENIS OBLIGASI

Obligasi Konvensional sebagai sebuah instrumen investasi menarik karena beberapa hal antara lain yaitu, obligasi menjanjikan pendapatan bunga (yang dilarang dalam agama Islam) bisa bentuk kupon atau diskonto, obligasi dapat dengan mudah diperdagangkan (hal ini juga dilarang dalam Islam karena adanya pelarangan dalam jual beli utang), kemudian investor dapat memperoleh *gain*, yaitu keuntungan hasil penjualan obligasi sebelum jatuh tempo yang harganya lebih tinggi dari sebelumnya (tentu saja hal ini dalam Islam sebagai penerimaan yang tidak halal karena hukum asal jual beli sebelumnya sudah diharamkan).

Obligasi Non Konvensional, salah satunya yaitu obligasi yang berbasis sistem syariah yang menggunakan imbal hasil/margin (*profit-lost sharing*) sebagai keuntungan dari transaksinya yang kemudian disebut sebagai Obligasi Syariah (Sukuk), dimana saat ini mengalami peningkatan yang cukup signifikan dalam perkembangannya, baik di Indonesia maupun di pasar global.

Di Indonesia, fatwa DSN MUI baru mengatur beberapa jenis Obligasi Syariah yaitu Obligasi Syariah Mudharabah (fatwa Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002), Obligasi Syariah Ijarah (fatwa Nomor 41/DSN-MUI/III/2004) dan Obligasi Syariah Mudharabah Konversi (fatwa Nomor 59/DSN-MUI/V/2007).

Ada beberapa jenis obligasi Syariah sebagai sumber pendanaan dan investasi yang dibedakan berdasarkan penerbit dan jenis akadnya, yaitu:

a. Obligasi syariah berdasarkan penerbit dibagi 2, yaitu:

1. Obligasi Syariah Negara (*Sovereign Sukuk atau Sukuk Negara*)

Obligasi Syariah Negara yaitu Obligasi Syariah yang diterbitkan oleh pemerintah suatu negara untuk membiayai program-program pembangunan negara tersebut. Bisa berupa penerbitan untuk kalangan dalam negeri sendiri atau juga bisa untuk luar negeri (*sovereign/sukuk global*). Misalnya dalam hal ini pemerintah Indonesia mengeluarkan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

2. Obligasi Syariah Perusahaan (*Corporate Sukuk*)

Obligasi Syariah Perusahaan yaitu obligasi syariah yang diterbitkan oleh suatu perusahaan untuk membiayai unit-unit usahanya.

b. Obligasi Syariah berdasarkan jenis akadnya, yaitu:

Merujuk pada Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah, akad yang dapat digunakan dalam penerbitan Obligasi Syariah antara lain: *mudharabah (muqaradah)/qiradh, musyarakah, murabahah, salam, istishna, dan ijarah*.

1. Obligasi Syariah *Mudharabah* atau *Muqaradah (Trust Financing, Trust Investment)*

Obligasi syariah *mudharabah*, menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.33/DSN-MUI/IX/2002, adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *mudharabah* dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No.7/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *Mudharabah* tentang pembiayaan *mudharabah*. *Mudharabah* adalah perjanjian kerja sama usaha antara dua pihak atau lebih, dimana salah satu pihak sebagai penyedia modal (*shahibul maal*), dan pihak lain adalah pengelola modal tersebut (*mudharib*) dengan suatu perjanjian pembagian keuntungan. Bentuk kerjasarna ini

rnenggabungkan antara keahlian yang dimiliki oleh *mudharib* dengan ketersediaan finansial yang dimiliki oleh *shahibul maal*. Dalam mengelola dana, *shahibul maal* tidak dapat menempatkan wakilnya untuk ikut mengelola dana. Porsi pembagian keuntungan dari pekerjaan tersebut ditentukan di awal akad. Apabila terdapat kerugian yang disebabkan bukan karena kelalaian ataupun moral hazard maka *mudharib* tidak perlu mengganti sehingga kerugian pada akad *mudharabah* sering ditanggung sepenuhnya oleh *shahibul maal*. Akad *mudharabah* dapat dibagi menjadi dua bentuk, pertama yaitu *mudharabah mutlaqah*, dimana *mudharib* memiliki kebebasan untuk mengalokasikan dana yang diperolehnya. Sedangkan yang kedua yaitu *mudharabah muqayyadah*, *shahibul maal* memiliki hak untuk menentukan jenis pekerjaan yang akan mendapatkan alokasi dananya.

2. Obligasi Syariah *Ijarah* (*Operational Lease*)

Obligasi syariah *ijarah*, menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.41/DSN-MUI/III/2004, adalah obligasi syariah yang berdasarkan akad *ijarah* dengan memperhatikan substansi fatwa DSN-MUI No.9/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *ijarah*. *Ijarah* adalah akad pemindahan hak guna atau manfaat atas suatu barang atau jasa dalam waktu tertentu melalui pembayaran sewa atau upah, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan barang itu sendiri.

Persyaratan yang mengikat melakukan praktik *ijarah*, yaitu:

- Manfaat dapat diketahui secara rinci.
- Manfaat dapat disediakan secara nyata.
- Manfaat yang disewakan dibolehkan syariah.
- Manfaat yang disewakan harus dapat dinilai harganya.
- Manfaat yang disewakan bukan pekerjaan yang dilakukan penyewa.
- Barang yang disewakan tidak memiliki cacat yang mencegah pemanfaatannya.

Sementara itu, syarat fee atau *ujrah* sebagai imbalan atas *ijarah*, yaitu:

- Berasal dari harta yang halal.
- Diketahui jenis, macam dan satuannya.
- Tidak boleh dari jenis yang sama dengan manfaat yang akan disewa untuk menghindari kemiripan dengan *riba fadhli*.
- *Ujrah* selain uang (jasa atau manfaat lain) oleh sebagian ulama dibolehkan.

Ijarah jika disertai dengan perpindahan kepemilikan maka akad tersebut dinamakan *Ijarah Muntahiyah Bi Tamlik* (IMBT). Namun, perpindahan kepemilikan merupakan suatu opsi, yang hukumnya tidak mengikat. Jadi, apabila akad tersebut akan dilaksanakan maka harus ada akad pemindahan. Oleh karena itu akad pemindahan kepemilikan hanya dapat dilakukan setelah adanya akad *Ijarah*. Oleh karena itu besarnya sewa/upah juga dapat berbeda berdasarkan periode tertentu dari masa sewa, namun hal itu harus sudah disepakati ketika akad.

3. Obligasi Syariah Musyarakah (Partnership, Project Financing, Participation)

Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 8/DSN-MUI/IV/2000 tentang pembiayaan *musyarakah* disebutkan bahwa *musyarakah* adalah suatu kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk melakukan suatu usaha tertentu, dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi modal dengan ketentuan bahwa keuntungan dan kerugian akan ditanggung bersama sesuai dengan kesepakatan. Dalam hal pembagian keuntungan dan kerugian, proporsi yang digunakan juga harus mempertimbangkan kontribusi kerja dan kemampuan masing-masing pihak, sehingga dapat dimungkinkan pihak yang memberikan kontribusi modal paling besar belum tentu mendapatkan rasio keuntungan yang lebih besar pula.

Bentuk-bentuk musyarakah adalah sebagai berikut:

- Musyarakah al-'Inan, masing-masing pihak sama-sama bekerja serta berkontribusi dalam dana di mana porsi satu sama lainnya dapat berbeda-beda.
- Musyarakah Mufawadhah, musyarakah jenis ini hampir serupa dengan musyarakah al-'inan. Yang membedakan adalah porsi pekerjaan, dana dan bagi hasil antara pihak dalam jumlah yang sama.
- Musyarakah A'maal, para pihak memiliki profesi yang sama, bekerja secara bersama-sama serta berbagi keuntungan dari hasil pekerjaan.
- Musyarakah Wujud, pihak-pihak yang saling bekerja sama memiliki keahlian tanpa modal, mereka membeli barang-barang untuk usahanya secara kredit dan menjualnya secara tunai, kemudian membagi keuntungannya berdasarkan kontribusi jaminan terhadap pemasok.

4. Obligasi Syariah Salam (In-Front Payment Sale)

Secara etimologi, salam atau salaf bermakna pendahuluan. *Salam* adalah penjualan suatu komoditi, yang telah ditentukan kualitas dan kuantitasnya yang akan diberikan kepada pembeli pada waktu yang telah ditentukan di masa depan pada harga sekarang. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional No.05/DSN-MUI/IV/2000 tentang jual beli *salam* disebutkan bahwa jual beli barang dengan cara pemesanan dan pembayaran harga lebih dahulu dengan syarat tertentu.

5. Obligasi Syariah Istishna (Purchase by order or manufacture)

Secara etimologi *istishna'* berarti minta dibuatkan, atau secara terminologi bermakna suatu kontrak jual beli di mana pembeli memesan barang dengan kriteria yang jelas dan dapat dibayarkan secara bertahap sesuai dengan perjanjian pada akad. Dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.6/DSN-MUI/IV/2000 tentang jual beli *istishna* disebutkan bahwa jual beli *istishna* yaitu akad jual beli dalam bentuk pemesanan pembuatan barang tertentu dengan kriteria dan persyaratan tertentu yang disepakati antara pemesan (pembeli, *mustashni*) dan penjual (pembuat, *shani*).

6. Obligasi Syariah Murabahah (Deferred Payment Sale)

Murabahah, berdasarkan Fatwa Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No.04/DSN-MUI/IV/2000 tentang *murabahah* adalah suatu transaksi jual beli dimana penjual menjual suatu barang kepada pembeli dengan suatu harga perolehan pada jangka waktu tertentu dan margin yang telah disepakati bersama. Dalam praktik *murabahah*, pihak penjual secara jelas mengambil margin atas transaksi yang dilakukan dan ia perlu memberi tahu pembeli berapa harga pokok barang tersebut.

Bentuk pembiayaan ini terdiri dari tiga hal, yang pertama tunai, mencicil atau *lump-sum*. Dalam hal bentuk tunai, pembeli akan langsung membayar seluruh harga barang yang disepakati berdasarkan kesepakatan setelah penjual menyerahkan barang. Bentuk *lump-sum* yang digunakan, dimana pembeli membayar harga yang telah disepakati pada akhir periode tertentu yang telah disepakati, Sedangkan dalam bentuk mencicil, pembeli membayar harga yang telah disepakati secara periodik berdasarkan jangka waktu yang telah ditetapkan.

2.3.1 Obligasi Konvensional

Menurut bahasa, istilah obligasi berasal dari bahasa Belanda yaitu *obligate*, kemudian dibakukan ke dalam bahasa Indonesia menjadi obligasi. Dalam Pasal 1 Keputusan Presiden RI No.775/KMK001/1982 obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten (Badan Pelaksana Pasar Modal) (Manan, 2009).

Menurut Badan Pengawas Pasar Modal (BAPEPAM) dalam Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia disebutkan bahwa obligasi adalah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan, yang menyatakan bahwa investor tersebut/pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh tempo.

Sedangkan Peraturan Pemerintah No.4 Tahun 1998 menyatakan bahwa obligasi adalah surat utang berjangka waktu lebih dari satu tahun dan bersuku bunga tertentu, yang dikeluarkan oleh perusahaan untuk menarik dana dari masyarakat, guna untuk menutup pembiayaan perusahaan.

Obligasi atau bond adalah surat utang jangka panjang yang dikeluarkan oleh peminjam dengan kewajiban membayar kepada bond holder (pemegang obligasi) sejumlah bunga tetap yang telah ditetapkan sebelumnya. Obligasi, suatu istilah yang dipergunakan dalam dunia keuangan yang merupakan suatu pernyataan utang dari penerbit obligasi kepada pemegang obligasi beserta janji untuk membayar kembali pokok utang beserta kupon bunganya kelak saat jatuh tempo pembayaran. Obligasi pada umumnya diterbitkan untuk suatu jangka waktu tetap di atas 10 tahun (Adrian Sutedi, 2009).

Obligasi terdiri dari berbagai macam klasifikasi, dapat ditinjau dari penjaminan pembayarannya, penerbit, sistem pembayaran bunga, jenis pembayaran bunga, hak penukaran/opsi, jaminan/*collateral*, peringkatnya, *call feature* dan dari sisi kepemilikan. Penjelasan atas jenis obligasi, sebagai berikut:

2.3.1.1 Obligasi Berdasarkan Penjaminan Pembayaran

a. *General Obligation Bond*

General Obligation Bond (GOB) atau obligasi umum adalah suatu surat utang jangka panjang yang pembayarannya kembali dijamin oleh pemerintah melalui pajak yang dikumpulkan. Jenis obligasi ini memiliki kemudahan dalam pemasarannya dengan tingkat kepercayaan yang tinggi karena adanya kepastian dana untuk pembayarannya kembali. Obligasi ini diperuntukkan bagi pelayanan masyarakat berupa pembangunan prasarana pendidikan, kesehatan dan sanitasi.

b. *Revenue Bond*

Revenue Bond merupakan jenis obligasi yang dikeluarkan untuk membiayai proyek-proyek yang menghasilkan keuntungan. Sumber dana untuk pembayaran kembalinya diperoleh dari hasil proyek yang didanai obligasi ini, atau pendapatan yang diperoleh dari proyek ini bukan dari pengumpulan pajak penerbit obligasi. Secara umum obligasi ini digunakan untuk investasi pada pembangunan prasarana jalan tol, air bersih dan pengelolaan limbah dan sampah.

c. *Double Barelled Bond*

Double Barelled Bond merupakan kombinasi dari *General Obligation Bond* dan *Revenue Bond* dimana obligasi ini dijamin oleh pendapatan dari proyek yang didanai obligasi ini tetapi jika mengalami kegagalan maka pembayaran kembali dibayar dari hasil pajak yang dikumpulkan oleh pemerintah. Oleh sebab itu maka obligasi ini mempunyai risiko yang relatif rendah dibanding jenis obligasi jenis *General Obligation Bond* dan *Revenue Bond*.

2.3.1.2 Obligasi Berdasarkan Penerbitnya

Obligasi jika ditinjau berdasarkan penerbitnya maka dibagi dua, yaitu:

a. Obligasi Domestik

Obligasi Domestik adalah obligasi yang penerbitannya untuk menjangkau pasar domestik dan menggunakan mata uang negara dimana obligasi diterbitkan.

Obligasi Domestik terdiri dari:

1. Obligasi Perusahaan Swasta (*Corporate bonds*), yaitu obligasi yang diterbitkan perusahaan swasta komersial bertujuan mendukung kepentingan bisnisnya, baik berbentuk badan usaha milik negara maupun swasta. Obligasi ini sangat diminati investor karena memberikan keuntungan yang kompetitif.

2. Obligasi Pemerintah Pusat (*Government bonds*), yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah pusat dengan mata uang rupiah maupun dengan denominasi valuta asing (biasa disebut dengan Obligasi Internasional *Sovereign Bond*). Jenis obligasi pemerintah, yaitu (Adrian Sutedi, 2011):
 - a) Obligasi Rekap, diterbitkan guna tujuan khusus, yaitu dalam rangka program rekapitalisasi perbankan.
 - b) Surat Utang Negara (SUN), diterbitkan untuk membiayai defisit APBN.
 - c) Obligasi Ritel Indonesia (ORI), sama dengan SUN, diterbitkan untuk membiayai defisit APBN, namun dengan nilai nominal yang kecil agar dapat dibeli secara ritel.
 - d) Surat Berharga Syariah Negara atau dapat disebut “obligasi syariah” atau “obligasi sukuk”, sama dengan SUN, diterbitkan untuk membiayai defisit APBN, namun berdasarkan prinsip syariah.
3. Obligasi Pemerintah Daerah (*Municipal bonds*), yaitu obligasi yang diterbitkan oleh pemerintah daerah dalam rangka mengembangkan proyek fasilitas umum di daerah tersebut. Obligasi ini terdiri dari: *general obligation bond* yaitu *municipal bond* yang sumber arus kas nya berasal dari penerimaan pajak. Kemudian yang disebut *revenue bond* yaitu *municipal bond* yang membayarkan kupon maupun pokoknya dari proyek bukan dari penerimaan pajak daerah tersebut.
 - b. Obligasi Internasional

Obligasi Internasional adalah obligasi yang dikeluarkan oleh suatu negara atau himpunan negara-negara tertentu yang berlaku secara global, misalnya saja:

 1. *Dragon Bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan dalam beberapa mata uang di beberapa bursa kawasan Asia yaitu: Hongkong, Singapura dan Taiwan.
 2. *Euro Bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan di luar negara penerbit dan di luar negara yang memiliki mata uang yang sama dengan penerbit, biasanya didaftar di bursa efek nasional suatu negara misalnya di Luxemburg, London.
 3. *Global Bonds*, yaitu obligasi yang dijual secara bersamaan di pasar Eropa dan salah satu atau lebih pasar domestik.
 4. *Foreign Bonds*, yaitu obligasi yang dikeluarkan oleh penerbit asing, dipasar dalam negeri sesuai dengan aturan dan mata uang domestik tersebut.

5. *Matador Bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan di negara Spanyol.
6. *Samurai Bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan di negara Jepang.
7. *Yankee Bonds*, yaitu obligasi yang diterbitkan di Amerika.

2.3.1.3 Obligasi Berdasarkan Sistem Pembayaran Bunga:

- a. *Zero coupon bonds*, yaitu obligasi yang tidak melakukan pembayaran bunga secara periodik. Sehingga keuntungan baru dibayar ketika jatuh tempo, dibayar bersamaan dengan biaya pokoknya. Penerbit obligasi tanpa bunga harus mempunyai peringkat kredit yang tinggi agar dapat meyakinkan pemodal bahwa penerbit tersebut masih ada ketika jatuh tempo. Oleh karena itu obligasi tanpa kupon biasanya dilakukan oleh pemerintah pusat, pemerintah daerah, lembaga pemerintah dan lembaga supranasional seperti Bank Dunia, Asian Development Bank dan African Development Bank.
- b. *Coupon bonds*, yaitu obligasi yang memiliki kupon yang dapat diuangkan secara periodik sesuai dengan kontrak sebelumnya.

2.3.1.4 Obligasi Berdasarkan Jenis Pembayaran Bunga:

- a. *Fixed coupon bonds*, yaitu obligasi dengan tingkat kupon bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan acuan (benchmark)
- b. *Floating coupon bonds*, yaitu obligasi dengan tingkat bunga yang ditentukan sebelum jangka waktu tersebut, berdasarkan acuan yaitu rata-rata tertimbang tingkat suku bunga deposito bank pemerintah dan swasta.
- c. *Mixed rate Bond*. yaitu kombinasi dari suku bunga tetap dan mengambang. Tingkat keuntungan relatif moderat dan konservatif, misalnya untuk periode 3 tahun obligasi menggunakan tingkat suku bunga tetap dan sisanya setelah 3 tahun menggunakan tingkat suku bunga mengambang.

2.3.1.5 Obligasi Berdasarkan Hak Penukaran (Konversi):

- a. *Convertible bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi mengkonversikan obligasinya kedalam saham milik penerbitnya.
- b. *Exchangable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada pemegang obligasi untuk menukar saham perusahaan ke dalam sejumlah saham perusahaan afiliasi milik penerbitnya.
- c. *Callable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada emiten untuk membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi

- d. *Putable bonds*, yaitu obligasi yang memberikan hak kepada investor yang mengharuskan emiten membeli kembali obligasi pada harga tertentu sepanjang umur obligasi tersebut.
- e. *Serial bonds*, yaitu obligasi yang metode pelunasannya dilakukan secara bertahap sesuai tanggal jatuh tempo yang dijadwalkan pada periode tertentu sampai pelunasan keseluruhan obligasi.
- f. *Perpetual bonds*, yaitu obligasi yang tidak memiliki waktu jatuh tempo, tidak dapat ditebus serta mempunyai kewajiban membayar pendapatan bunga tetap (*annuity bond*).

2.3.1.6 Obligasi Berdasarkan Jaminan (*Collateral*):

- a. *Secured bonds*, yaitu obligasi yang dijamin dengan kekayaan tertentu milik penerbitnya atau dengan jaminan lain dari pihak ketiga. Obligasi ini terdiri dari beberapa jenis, yaitu:
 - 1. *Mortgage Bonds*. yaitu obligasi yang dijamin dengan properti, apabila terjadi default/wan prestasi/gagal bayar maka pemegang obligasi berhak atas property yang dijaminkan.
 - 2. *Collateral Trust Bonds*, yaitu obligasi yang dijamin sekuritas/surat berharga lain yang disimpan oleh Bank atau wali amanat. Surat berharga yang dijadikan jaminan merupakan milik perusahaan induk dari anak perusahaan penerbit obligasi.
 - 3. *Equipment Trust Certificates*, yaitu obligasi yang dijamin dengan asset-asset tertentu misalnya pesawat, mesin atau mobil. Jika suatu saat terjadi wan prestasi maka pihak pemegang obligasi bisa mengeksekusi asset tersebut.
 - 4. *Collateralized Mortgage Bonds/Guaranteed Bonds*, yaitu obligasi yang pembayaran bunga dan pokoknya dijamin perusahaan yang bukan merupakan penerbit obligasi tersebut.
- b. *Unsecured bonds*, yaitu obligasi yang tidak dijamin dengan kekayaan tertentu tetapi dijamin dengan kekayaan penerbitnya secara umum. Biasanya dilakukan terhadap obligasi pemerintah dan dalam penerbitan obligasi ini tidak ada aset yang diagunkan secara khusus, tetapi hanya kejujuran, nama baik, *credit standing* serta pernyataan kesediaan untuk membayar.

2.3.1.7 Obligasi Berdasarkan Peringkatnya

Ada 2 jenis obligasi berdasarkan peringkatnya yaitu:

- a. *Investment grade bonds*. yaitu obligasi dengan peringkat minimal BB+.
- b. *Non Investment grade bonds*. yaitu obligasi dengan peringkat CC atau *spekulatif bond* dan D atau *junk bond*.

2.3.1.8 Obligasi Berdasarkan Call Feature

Ada beberapa jenis obligasi berdasarkan *Call Feature* yaitu:

- a. *Freelly Callable Bond*, yaitu obligasi yang dilunasi sebelum jatuh tempo, dimana obligasi mempunyai ketentuan hak emiten untuk membeli kembali/menebus obligasi sebelum masa jatuh tempo.
- b. *Noncallable bond*, yaitu obligasi yang tidak dapat ditarik sebelum jatuh tempo setelah obligasi tersebut diterbitkan dan dijual, kecuali penerbitnya membeli kembali melalui mekanisme pasar.

2.3.1.9 Obligasi Berdasarkan Kepemilikan

Ada 2 jenis obligasi berdasarkan kepemilikan yaitu:

- a. *Register Bond* (Obligasi Terdaftar/Atas Nama), yaitu obligasi dimana nama pembeli tercantum dalam sertifikat obligasi tersebut, setiap melakukan transaksi (berpindah tangan), nama pembeli terakhir harus di endore (ditulis dan dicap stempel) dibalik sertifikat obligasi.
- b. *Bearer Bond* (Atas Unjuk), yaitu jenis obligasi yang memberi hak kepada siapa saja yang memegang sertifikat obligasi ini untuk dapat menjadikannya sebagai uang tunai serta secara hukum tidak memerlukan *endorsement*. Pada obligasi tidak tercantum nama pemiliknya. Obligasi atas unjuk dapat bernilai menjadi obligasi terdaftar disebut obligasi yang dapat ditukarkan (*interchangeable bonds*).

2.3.2 Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara

Surat Berharga Syariah Negara dalam Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), dapat dijelaskan bahwasanya Surat Berharga Syariah Negara selanjutnya disingkat SBSN, atau dapat disebut Sukuk Negara, 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.

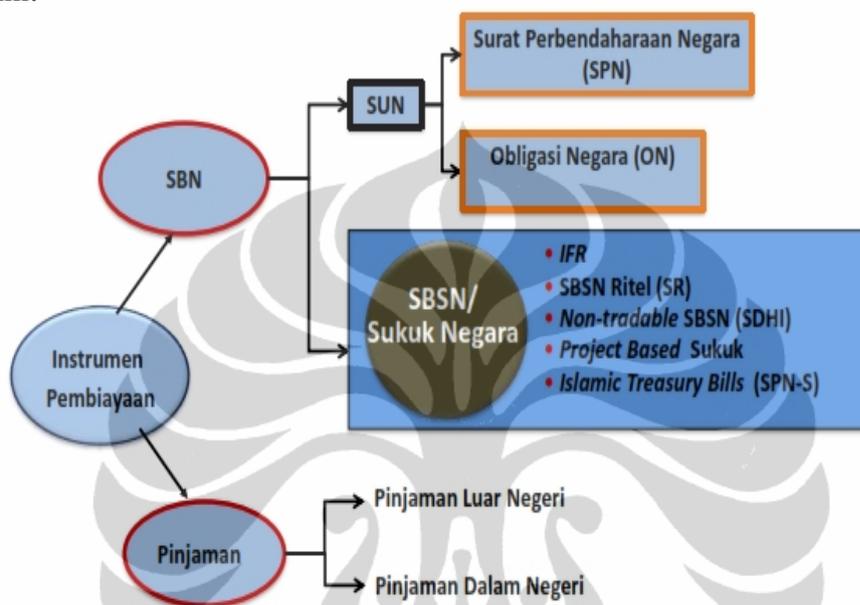
2.3.2.1 Jenis-Jenis SBSN berdasarkan Undang-Undang SBSN

Berdasarkan Pasal 3 Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008, SBSN yang diterbitkan dapat berupa:

- a. SBSN Ijarah, yang diterbitkan berdasarkan akad Ijarah yaitu akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati;
- b. SBSN Mudarabah, yang diterbitkan berdasarkan akad Mudarabah yaitu akad kerjasama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan nisbah yang telah disetujui sebelumnya, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh pihak penyedia tenaga dan keahlian.
- c. SBSN Musyarakah, yang diterbitkan berdasarkan akad Musyarakah yaitu akad kerjasama antara dua pihak atau lebih untuk menggabungkan modal, baik dalam bentuk uang maupun bentuk lainnya, dengan tujuan memperoleh keuntungan, yang akan dibagikan sesuai dengan nisbah yang telah disepakati sebelumnya, sedangkan kerugian yang timbul akan ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
- d. SBSN Istishna, yang diterbitkan berdasarkan akad Istishna' yaitu akad jual beli aset berupa objek pembiayaan antara para pihak dimana spesifikasi, cara dan jangka waktu penyerahan, serta harga aset tersebut ditentukan berdasarkan kesepakatan para pihak.
- e. SBSN yang diterbitkan berdasarkan akad lainnya sepanjang tidak bertentangan dengan prinsip syariah; dan
- f. SBSN yang diterbitkan berdasarkan kombinasi dari dua atau lebih akad.

2.3.2.2 Instrumen Surat Berharga Syariah Negara

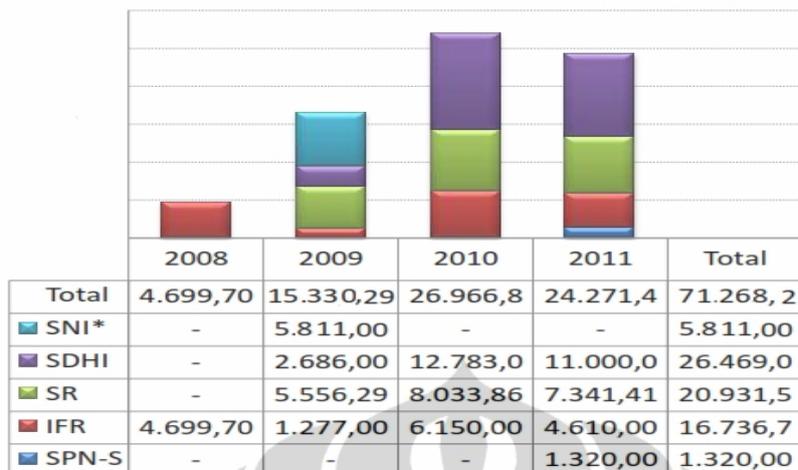
Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau Sukuk Negara adalah Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. Posisi SBSN dalam instrumen pembiayaan APBN seperti gambar di bawah ini:



Gambar 2.7 Instrumen Pembiayaan APBN
Sumber: Direktorat Jenderal Pembiayaan Syariah

Pesatnya perkembangan SBSN/Sukuk Negara yang lebih dahulu dikenal dengan obligasi syariah. Perkembangan penerbitan obligasi syariah domestik mengalami peningkatan signifikan dimana posisi Outstanding SBSN hingga 7 Nopember 2011 mencapai sebesar Rp71,2 triliun (Diolah berdasarkan website Kementerian Keuangan www.depkeu.go.id dan website Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang www.dmo.or.id), yang terdiri dari SBSN seri Islamic Fixed Rate (IFR), Sukuk Negara Ritel (SR), Sukuk Negara dalam denominasi Valas (SNI) dan Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI). Posisi Outstanding Penerbitan SBSN 2008 sampai 7 Nopember 2011, di bawah ini:

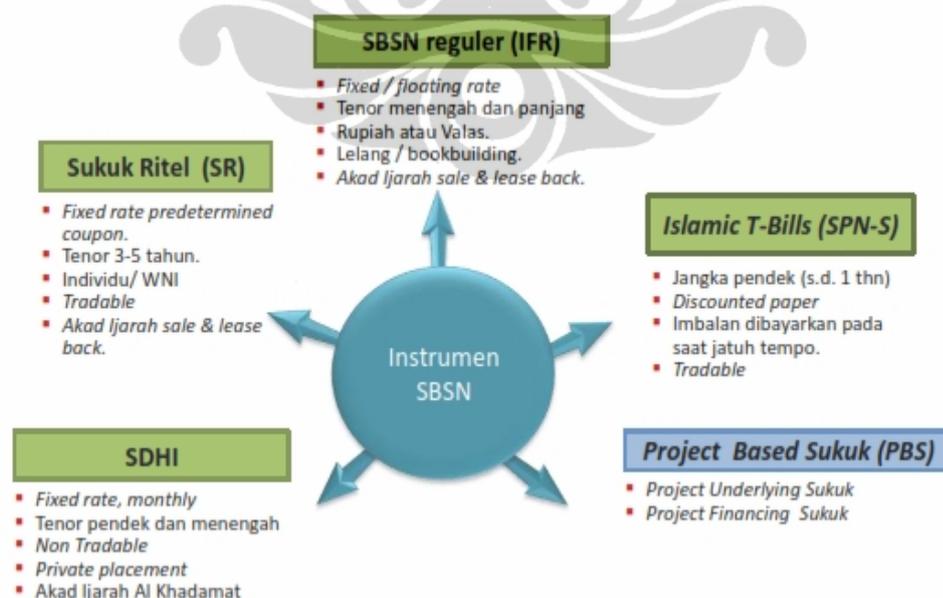
Penerbitan SBSN 2008 s.d. 7 Nopember 2011



* Sukuk Negara dalam valuta asing. Nominal penerbitan USD650 Juta. Kurs per tanggal 7 Nop 2011 sebesar Rp8.940/1 USD

Gambar 2.8 Posisi Outstanding SBSN
Sumber: Direktorat Jenderal Pembiayaan Syariah

Seiring dengan kebijakan Pemerintah untuk mengembangkan pasar keuangan syariah di Indonesia, Pemerintah berupaya meluncurkan instrumen investasi dan pembiayaan yang berbasis syariah, yaitu Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dikenal dengan Sukuk Negara. Instrumen SBSN dapat dijelaskan dibawah ini sebagai berikut:



Gambar 2.9 Instrumen SBSN
Sumber: Direktorat Jenderal Pembiayaan Syariah

a. Sukuk Negara Seri IFR (Islamic Fixed Rate)

Seri IFR adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah di pasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor dengan nominal pembelian yang cukup besar. IFR bersifat tradable (dapat diperdagangkan) dengan tingkat imbal hasil tetap. Pemerintah Republik Indonesia menerbitkan sukuk domestik pertama Seri IFR-001 pada Agustus 2008, dengan cara *bookbuilding*. Kemudian Pemerintah Republik Indonesia menerbitkan Seri IFR-002 dengan cara lelang. Penerbitan tersebut mendapatkan respon yang baik dari investor dan mengalami *oversubscribed* 1,6x dari target awal.

b. Sukuk Negara Seri SR (Sukuk Ritel)

Seri SR adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah dengan cara *bookbuilding* di pasar perdana dalam negeri yang ditujukan bagi investor individu atau orang perseorangan Warga Negara Indonesia. Seri ini mulai diterbitkan pada tahun 2009, bersifat tradable dengan imbal hasil tetap.

Tujuan & Manfaat Penerbitan Sukuk Ritel:

1. Memberikan alternatif instrumen ritel yang berbasis syariah bagi investor.
2. Memberikan kesempatan kepada investor kecil untuk berinvestasi dalam instrumen pasar modal yang amanah & menguntungkan.
3. Memperkuat pasar modal Indonesia dengan mendorong transformasi dari *savings-oriented society* menjadi *investment-oriented society*.

Pada 25 Februari 2009, Republik Indonesia menerbitkan Sukuk Negara Ritel seri SR-001 untuk yang pertama kali, dan ditujukan kepada investor individu WNI. Penerbitan tersebut mendapat respon yang sangat baik dari investor, dengan total penerbitan mencapai Rp5,56 triliun atau 3x lebih besar dari target awal. Penerbitan kedua Sukuk Negara Ritel pada tahun 2010 memperoleh kesuksesan serupa, dengan total penerbitan mencapai Rp8,033 triliun, atau meningkat 267,77% dari target indikatif awal Pemerintah sebesar Rp3 triliun. Penerbitan ketiga Sukuk Negara Ritel pada tahun 2011 memperoleh kesuksesan serupa, dengan total penerbitan mencapai Rp7,341 triliun, lebih tinggi dari target indikatif awal Agen Penjual sebesar Rp7,07 triliun.

Tabel 2.5 Penerbitan Sukuk Negara Ritel

Deskripsi	SBSN SR-001	SBSN SR-002	SBSN SR-003
Penerbit Sukuk	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia (PPSI)	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia (PPSI)	Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia (PPSI)
Obligor	Republik Indonesia	Republik Indonesia	Republik Indonesia
Struktur	Al-Ijara	Al-Ijara	Al-Ijara
Aset Sukuk	BMN	BMN	BMN
Harga	At par	At par	At par
Jumlah Penerbitan	Rp 5,56 triliun	Rp 8,033 triliun	Rp 7,341 triliun
Kupon/ Imbalan	12,00% per tahun	8,70% per tahun	8,15% per tahun
	Pembayaran dilakukan setiap bulan		
Tenor	3 tahun	3 tahun	3 tahun
Jatuh Tempo	25 Februari 2012	10 Februari 2013	23 Februari 2014
Listing	Bursa Efek Indonesia	Bursa Efek Indonesia	Bursa Efek Indonesia
Agen Penjual	13 (5 BU dan 8 PE)	18 (10 BU dan 8 PE)	20 (11 BU dan 9 PE)
Tradability	Tradable	Tradable	Tradable
Minimum pemesanan	Rp5.000.000,- dan kelipatannya	Rp5.000.000,- dan kelipatannya	Rp5.000.000,- dan kelipatannya

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah, 2011

c. Sukuk Negara Seri SDHI (Sukuk Dana Haji Indonesia)

Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) adalah SBSN yang diterbitkan berdasarkan penempatan Dana Haji dan Dana Abadi Umat dalam SBSN oleh Departemen Agama dengan cara private placement. Penerbitan ini merupakan tindak lanjut dari Nota Kesepahaman (MoU) antara Menteri Keuangan dan Menteri Agama pada bulan April 2009. Penerbitan SDHI menggunakan akad Ijarah AlKhadamat dan bersifat non-tradable.

Tujuan & Manfaat Penerbitan Sukuk Negara Seri SDHI:

1. Mengoptimalkan pengelolaan Dana Haji melalui penempatannya pada instrumen investasi yang aman dengan imbal hasil yang kompetitif, proses penempatan yang hati-hati, transparan dan akuntabel.
2. Mengoptimalkan pemanfaatan Dana Haji sebagai salah satu sumber pembiayaan APBN yang berkelanjutan.

d. Sukuk Global Seri SNI (Sukuk Negara Indonesia)

Sukuk Negara Indonesia (SNI) adalah seri SBSN yang diterbitkan Pemerintah dalam denominasi valuta asing (US dollar) dengan cara bookbuilding. Seri ini mulai diterbitkan tahun 2009, bersifat tradable dengan imbal hasil tetap.

Tujuan & Manfaat Penerbitan Sukuk Global:

1. *Benchmarking*.
2. Perluasan basis investor, dan
3. Natural *hedging* atas kewajiban valas pemerintah

Pada April 2009 Republik Indonesia menerbitkan sukuk Sukuk Global Pertama domestik pertama Seri SNI 14. Diterima dengan sangat baik oleh investor global, dan mengalami oversubscribed 7x dari total penerbitan. Penerbitan ini membuka kesempatan bagi pemerintah untuk mendiversifikasi basis investornya yang berasal dari Timur Tengah dan investor syariah. Terlihat dari jumlah investor Timur Tengah yang mencapai 30% dari total investor. SNI Merupakan penerbitan sukuk dalam mata uang USD pertama sejak Maret 2008, dan yang terbesar sejak Juli 2007 di pasar keuangan internasional.

e. SPN-S (Surat Perbendaharaan Negara –Syariah)/(Islamic T-bills)

Mulai Agustus 2011, Pemerintah secara reguler melakukan penerbitan SPN-S (Islamic T-bills) dengan tenor 6 bulan. Hingga Oktober 2011, Pemerintah telah menerbitkan 3 seri SPN-S melalui metode lelang.

f. PBS (Project Based Sukuk)

Penerbitan seri PBS, menggunakan underlying asset berupa proyek kegiatan dalam APBN tahun 2012 yang telah mendapat persetujuan DPR melalui UU Nomor 22 Tahun 2011 tentang APBN Tahun Anggaran 2012 pada Pasal 39.

SBSN seri Seri PBS001, PBS002, PBS003 dan PBS004 akan diterbitkan menggunakan akad Ijarah Asset to be Leased. Penggunaan jenis akad penerbitan SBSN tersebut telah mendapat pernyataan kesesuaian syariah dari Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) nomor B-373/DSN-MUI/X/2009 dan nomor B-210/DSNMUI/VI/ 2011

2.3.2.3 Tahapan Pembiayaan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara

Penerbitan SBSN melalui tahapan (Buku Tanya Jawab SBSN, Depkeu):

1. Identifikasi Barang Milik Negara atau proyek yang akan dijadikan sebagai underlying;
2. Perumusan struktur SBSN yang meliputi jenis akad, tenor, volume, denominasi, metode penerbitan;
3. Penyusunan dokumen syariah dan pasar modal;
4. Permintaan pernyataan kesesuaian syariah atas akad SBSN;
5. Pelaksanaan penerbitan/penjualan, baik dengan metode lelang, bookbuilding, maupun teknik lainnya; dan
6. Settlement SBSN.

2.3.2.4 Metode Penerbitan Surat Berharga

Penerbitan surat berharga, sesuai dengan International Best Practice, dapat dilakukan dengan cara *bookbuilding*, lelang dan *private placement*. Penerbitan Sukuk pada umumnya dilakukan melalui Special Purpose Vehicle (SPV) sebagai penerbit, namun dapat pula dilakukan secara langsung oleh originator/obligor.

- a. Metode *Bookbuilding* adalah salah satu metode penerbitan surat berharga, yaitu investor akan menyampaikan penawaran pembelian atas suatu surat berharga, biasanya berupa jumlah dan harga (*yield*) penawaran pembelian, dan dicatat dalam book order oleh investment bank yang bertindak sebagai bookrunner.
- b. Metode lelang (*Auction*) adalah metode penerbitan dan penjualan surat berharga yang diikuti oleh peserta lelang dengan cara mengajukan penawaran pembelian kompetitif dan/atau penawaran pembelian nonkompetitif dalam suatu periode waktu penawaran yang telah ditentukan dan diumumkan sebelumnya, melalui sistem yang disediakan oleh agen yang melaksanakan lelang.
- c. Metode *Private Placement* merupakan salah satu metode penerbitan surat berharga, dimana kegiatan penerbitan dan penjualan surat berharga dilakukan oleh pihak penerbit kepada pihak tertentu dengan ketentuan dan persyaratan (*terms & conditions*) yang disepakati bersama (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2010).

2.4 PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR MELALUI SURAT BERHARGA SYARIAH NEGARA (SBSN)/SUKUK NEGARA

2.4.1 Landasan Hukum Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur

Pasal 4 UU No. 19/2008, “SBSN diterbitkan untuk membiayai APBN termasuk membiayai pembangunan proyek” yang dimaksud dengan “membiayai pembangunan proyek” adalah membiayai pembangunan proyek-proyek yang telah mendapatkan alokasi dalam APBN, termasuk proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat”.

Berbeda dengan efek lainnya, Sukuk selain memiliki landasan hukum, baik berupa peraturan maupun Undang-Undang, perlu landasan fatwa yang dapat dijadikan sebagai rujukan ditetapkannya efek syariah. Landasan fatwa diperlukan untuk menetapkan prinsip-prinsip syariah. Sampai dengan saat ini, SBSN di Indonesia telah memiliki landasan fatwa dan landasan hukum sebagai berikut:

- Undang-Undang

1.	UU No.19 Tahun 2008	Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
2.	UU No.21 Tahun 2008	Perbankan Syariah
- Peraturan Pemerintah

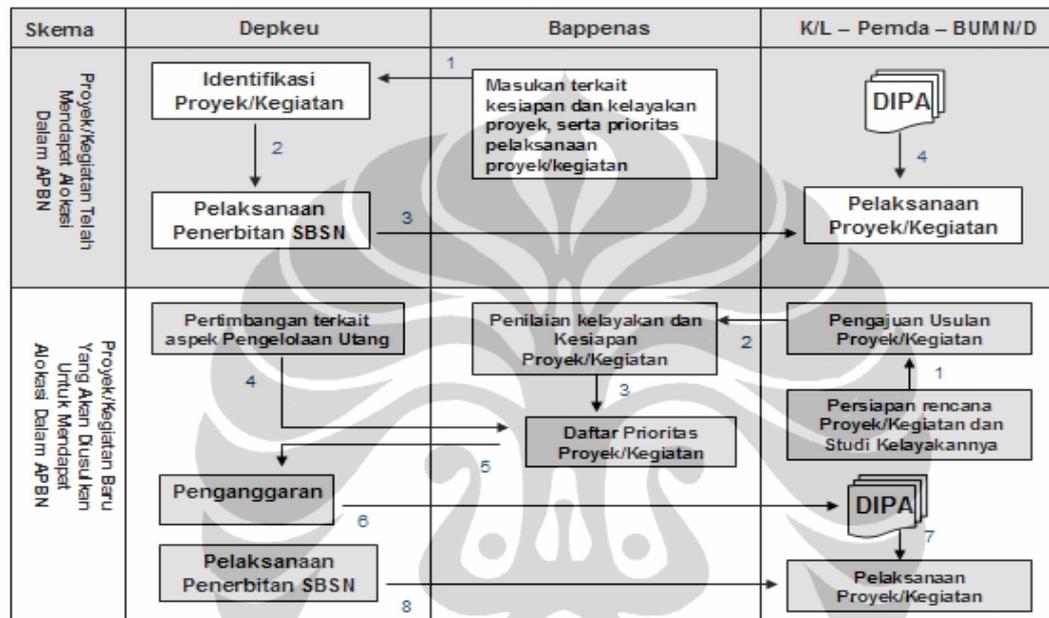
1.	No.56 Tahun 2008	Perusahaan Penerbit Surat Berharga Syariah Negara
2.	No.9 Tahun 2009	Lembaga Pembiayaan
3.	No.51 Tahun 2010	Pendirian Perusahaan Penerbit SBSN Indonesia II
4.	No.56 Tahun 2011	Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara
- Peraturan Menteri Keuangan

1.	Peraturan Menteri Keuangan No.84/PMK.012/2006	Perusahaan Pembiayaan
2.	Peraturan Menteri Keuangan No.118/PMK.08/2008	Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara dengan Cara Bookbuilding di Pasar Perdana Dalam Negeri
3.	Peraturan Menteri Keuangan No 129/PMK.08/2011	Penggunaan Proyek sebagai Dasar Penerbitan SBSN
- Fatwa DSN-MUI

1.	No.69/DSN-MUI/VI/2008	Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
2.	No.70/DSN-MUI/VI/2008	Metode Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)
3.	No.72/DSN-MUI/VI/2008	SBSN Ijarah Sale and Lease Back

2.4.2 Hubungan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara dengan APBN

SBSN yang diterbitkan pemerintah merupakan suatu alternatif sumber pembiayaan negara untuk mendanai proyek-proyek atau kegiatan yang menjadi prioritas pembangunan. SBSN merupakan sumber alternatif pembiayaan yang akan didanai APBN.

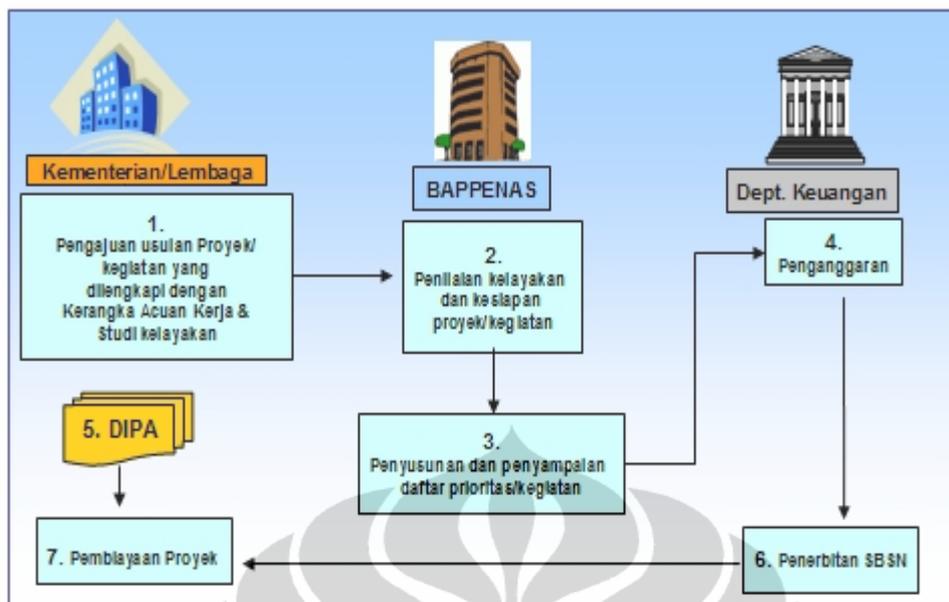


Gambar 2.10 Hubungan SBSN dengan APBN

Sumber: Kajian Pembiayaan Proyek dengan Penerbitan SBSN Istishna-Ijarah, Depkeu, 2008

2.4.3 Hubungan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara dengan Proyek

Berdasarkan PP No.2 Tahun 2006 Tentang Tata Cara Pengadaan Pinjaman dan/atau Penerimaan Hibah serta Penerusan Pinjaman dan/atau Hibah Luar Negeri, pengajuan usulan proyek/kegiatan yang akan dibiayai oleh SBSN bisa diusulkan langsung oleh Kementerian atau Lembaga (sebagai pihak yang mempunyai proyek/kegiatan pembangunan) maupun dapat ditawarkan sebagai pilihan oleh Bappenas atau Kementerian Keuangan kepada Kementerian atau Lembaga apakah proyek yang diusulkan akan dibiayai oleh Sukuk atau pembiayaan biasa (APBN atau PHLN).



Gambar 2.11 Alur Mekanisme Pengusulan Pembiayaan Proyek/Kegiatan Kementerian atau Lembaga melalui SBSN

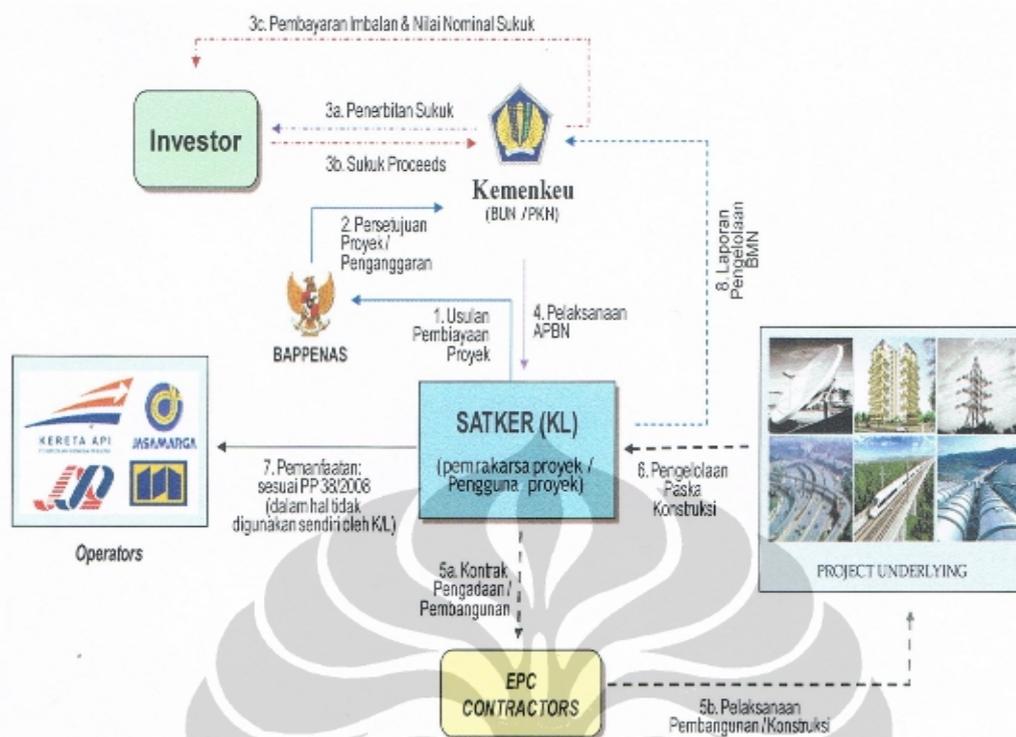
Sumber: Kajian Pembiayaan Proyek dengan Penerbitan SBSN Istishna-Ijarah, Depkeu, 2008

2.4.4 Mekanisme Pembiayaan Melalui Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara

Karakteristik pokok pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN adalah adanya pemisahan kewenangan dan tanggung jawab antara pemerintah c.q. Menteri Keuangan dan Pemrakarsa Proyek. Pemerintah c.q. Menteri Keuangan bertanggung jawab atas penyediaan dana yang dibutuhkan untuk pembangunan proyek melalui penerbitan SBSN. Sementara, keberhasilan atas penyelenggaraan kegiatan yang terkait dengan pembangunan proyek termasuk pengelolaannya pasca konstruksi sepenuhnya menjadi tanggung jawab Pemrakarsa Proyek.

Proyek yang dapat dibiayai melalui penerbitan SBSN, untuk saat ini terbatas hanya proyek/Kegiatan Pemerintah Pusat. Hal tersebut karena sesuai pengaturan dalam RPP Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN yang saat ini sedang dalam proses pengesahan oleh Presiden RI, prioritas pembiayaan SBSN ditujukan untuk proyek-proyek pemerintah pusat.

Sebagai gambaran, skema pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN adalah sebagai berikut:



Gambar 2.12 Mekanisme Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN
Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah

2.4.4.1 Mekanisme Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara

Sukuk diterbitkan dengan suatu *underlying asset* dengan prinsip syariah yang jelas. Penerbitan sukuk memerlukan sejumlah aset tertentu yang akan menjadi obyek perjanjian (*underlying asset*). Aset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis, dapat berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Fungsi *underlying asset* tersebut adalah untuk menghindari riba dan sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkan di pasar sekunder serta untuk menentukan jenis struktur sukuk.

Penerbitan SBSN harus terlebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*). Pernyataan syariah *compliance* tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya dibidang syariah atau institusi yang khusus membidangi masalah syariah. Untuk penerbitan sukuk di dalam negeri, *syariah compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI).

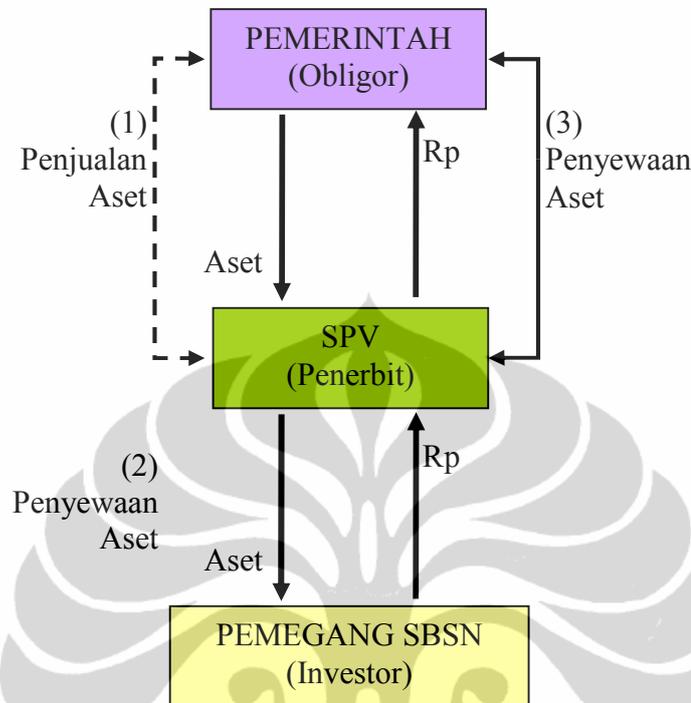
Prinsip-prinsip pokok dalam mekanisme penerbitan sukuk adalah:

1. Kontrak atau akad dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan.
2. Rasio atau persentase bagi hasil (*nisbah*) dapat ditetapkan berdasarkan komponen pendapatan (*revenue*) atau keuntungan (*profit*).
3. Nisbah dapat ditetapkan konstan, meningkat, ataupun menurun, dengan mempertimbangkan proyeksi pendapatan, dan ditetapkan di awal kontrak.
4. Pendapatan bagi hasil berarti jumlah pendapatan yang dibagihasilkan yang menjadi hak dan oleh karenanya harus dibayarkan oleh emiten pada pemegang sukuk.
5. Pembagian hasil pendapatan ini dapat dilakukan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, atau bulanan).

Pihak yang terlibat dalam penerbitan Sukuk, adalah (Sunarsih, 2008):

- Obligor, yaitu pihak yang bertanggung jawab atas pembayaran nominal dan imbalan Sukuk yang diterbitkan. Dalam hal SBSN, obligornya adalah Pemerintah.
- Special Purpose Vehicle (SPV), yaitu badan hukum yang didirikan khusus untuk penerbitan Sukuk yang berfungsi
 - (i) sebagai penerbit sukuk,
 - (ii) sebagai wali amanat yang mewakili kepentingan investor dan
 - (iii) menjadi counterpart Pemerintah dalam transaksi pengalihan aset. Dalam hal SBSN, SPV-nya adalah Perusahaan Penerbit SBSN.
- Investor, yaitu pihak pemegang sukuk yang memiliki hak atas imbalan, marjin dan nilai nominal sukuk sesuai partisipasi masing-masing.
- Sharia Advisor, yaitu individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah atau institusi yang membidangi mengenai fatwa.
- Trustee/Wali Amanat, yaitu Pihak yang mewakili kepentingan Pemegang Sukuk.

Hubungan antara Obligor, SPV dan Investor dalam penerbitan SBSN dapat di gambarkan sebagai berikut:



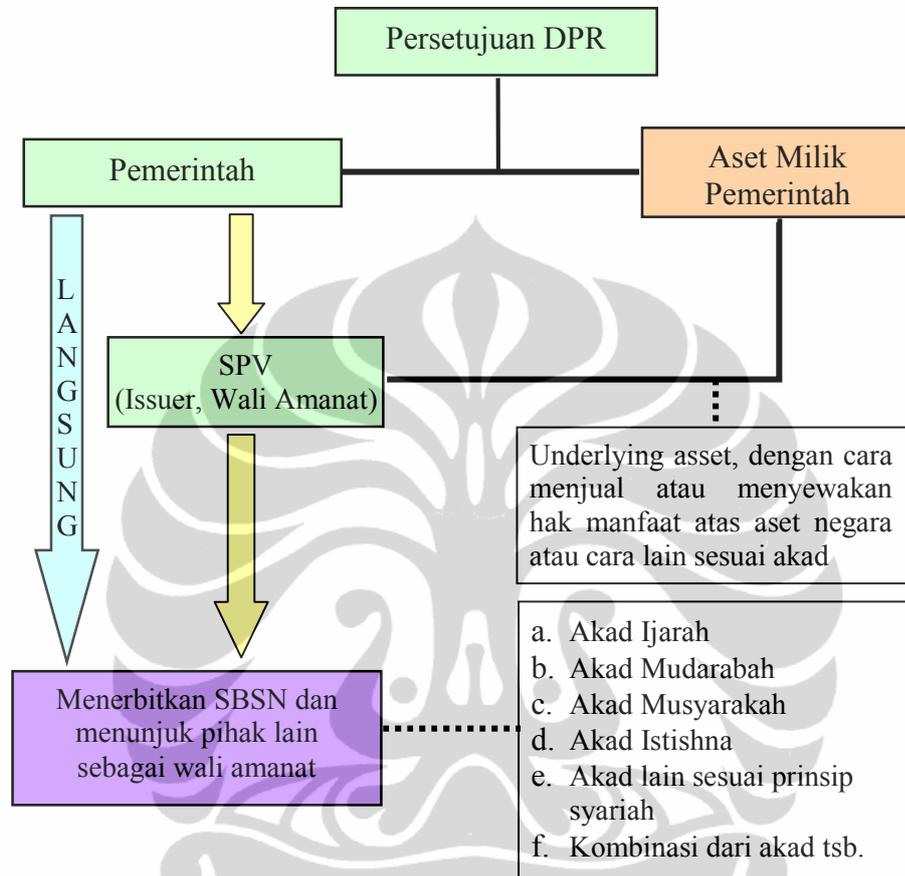
Gambar 2.13 Hubungan Obligor SPV dan Investor SBSN Ijarah

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah

Keterangan Mekanisme SBSN:

1. SPV dan Obligor melakukan transaksi jual-beli aset, disertai dengan Purchase and Sale Undertaking, dimana pemerintah menjamin untuk membeli kembali aset dari SPV dan SPV wajib menjual kembali aset kepada Pemerintah pada saat jatuh tempo.
2. SPV menerbitkan SBSN untuk membiayai pembelian aset
3. Pemerintah menyewa kembali aset dengan melakukan perjanjian sewa (Ijarah Agreement) dengan SPV untuk periode yang sama dengan tenor SBSN yang diterbitkan
4. Berdasarkan Servicing Agency Agreement, Pemerintah ditunjuk sebagai pihak yang bertanggungjawab atas perawatan aset.

Secara garis besar mekanisme penerbitan SBSN berdasarkan Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara sebagai berikut:

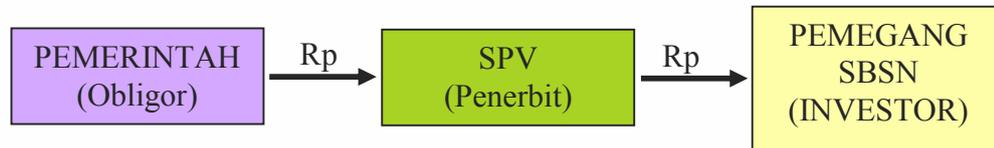


Gambar 2.14 Mekanisme Penerbitan SBSN

Mekanisme Penerbitan SBSN dapat dilakukan dengan cara *bookbuilding* ataupun lelang. Untuk penerbitan di pasar Internasional memerlukan syarat tambahan yaitu perlunya penunjukan konsultan hukum dan penyusunan *Offering Circular*, serta diperlukan syariah *endorsement* (dalam hal ini tidak dilakukan oleh DSN-MUI) melainkan diperoleh dari lembaga syariah internasional yang direkomendasikan oleh agen penjual yang diakui komunitas syariah internasional, seperti AAOIFI (Depkeu, 2009).

2.4.4.2 Mekanisme Pembayaran Imbalan dan Pelunasan pada saat Jatuh Tempo

Mekanisme pembayaran imbalan dapat diilustrasikan:



Gambar 2.15 Mekanisme Pembayaran Imbalan

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah

Keterangan:

1. Obligor membayar sewa (imbalan) secara periodik kepada SPV selama masa sewa
2. SPV melalui agen yang ditunjuk akan mendistribusikan imbalan kepada para investor

Mekanisme pelunasan pada saat jatuh tempo dapat diilustrasikan:



Gambar 2.16 Mekanisme Pelunasan Pada saat Jatuh Tempo

Sumber: Direktorat Pembiayaan Syariah

Keterangan:

1. Penjualan kembali aset oleh SPV kepada obligor sebesar nilai nominal SBSN, pada saat SBSN jatuh tempo
2. Hasil penjualan aset, digunakan oleh SPV untuk melunasi SBSN kepada investor

2.5 PENELITIAN DAN STUDI KASUS YANG RELEVAN

2.5.1 Penelitian Terdahulu

Sebagai bahan referensi dalam rangka analisa kendala dan kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) sebagai alternatif pembiayaan proyek infrastruktur, berikut ini diuraikan berapa penelitian terdahulu yang berkaitan dengan tema ini, antara lain:

Kahf (1994), tujuan penelitiannya adalah untuk mengetahui apa yang dilakukan pada saat terjadi *budget deficit* dalam ekonomi Islam. Metode yang digunakan adalah deskriptif dengan memaparkan instrument yang bisa menjadi alternatif dalam menghadapi *budget deficit*. Hasil dari penelitiannya adalah dibutuhkan instrument pembiayaan dalam sektor public. Dalam penelitiannya Kahf menyarankan dua model alternative pembiayaan yaitu yang berbasis non utang dimana dapat menggunakan instrumen *profit loss sharing*, *ijarah* dan *output sharing*. Instrumen yang kedua adalah yang berbasis utang (*public borrowing*) yang dapat menggunakan *ijarah bond* dan beberapa instrumen berbasis utang lainnya.

Al Bashir (2001), tujuan penelitiannya adalah untuk meneliti kemungkinan, peluang dan tantangan berkembangnya pasar sukuk yang dapat menunjang sektor keuangan. Hasil Penelitiannya dengan menggunakan metode analisis deskriptif, mengungkapkan bahwa sukuk memiliki potensi yang besar dalam mendukung mobilisasi sumber daya alam, bahkan memiliki peranan dalam implementasi pelaksanaan proyek tertentu sebagai pendukung manajemen moneter. Namun dibalik itu terdapat masalah yang menghambat, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur sukuk yang menyebabkan belum optimalnya potensi aplikasi sukuk.

Tariq (2004) tujuan penelitiannya adalah untuk menjelaskan struktur *sukuk* dan menganalisa beberapa masalah terkait evolusi dan risiko yang ada pada *sovereign sukuk* dan *corporate sukuk* dan kemampuan kompetitif sukuk sebagai asset financial. Metode yang digunakan adalah deskriptif dengan cara menjelaskan struktur-struktur *sukuk* dan mengurai hambatan yang dihadapi *sovereign* dan *corporate sukuk*. Hasil penelitiannya menyatakan bahwa terdapat tantangan dan hambatan yang dihadapi dalam pengembangan instrumen sukuk,

yaitu evolusi, risiko (likuiditas, *market liquidity*, *asymmetric information*), *underlying principles*, struktur *sukuk*, dan *competitiveness*. Aspek tersebut yang kemudian diharapkan mampu menunjang permintaan investor. Selain itu, pengaruh tidak langsung dari suku bunga menjadikan keunggulan tersendiri yang diperkirakan mampu menghadapi kondisi ekonomi global.

Iqbal (2004) tujuan penelitiannya adalah untuk melihat potensi instrument keuangan Islam dalam membiayai sektor publik dengan menggunakan metode deskriptif. Hasil dari penelitiannya adalah bahwa instrument keuangan Islam dalam hal ini sukuk memiliki potensi dalam pembiayaan sektor publik dan menjelaskan beberapa struktur sukuk yang digunakan beberapa negara seperti Bahrain, Arab Saudi dan Qatar dalam membiayai proyek-proyek pemerintah. Seperti pembangunan rumah sakit, sekolah dan infrastruktur lainnya.

Nasution (2006), tujuan penelitiannya mengamati potensi perkembangan pasar modal syariah khususnya dalam potensi instrumen sukuk dan menguraikan permasalahan dari berbagai aspek yang masih menjadi hambatan dalam memenuhi permintaan pasar. Hasil penelitiannya menggunakan metode deskriptif analisis, menyatakan adanya beberapa tantangan dalam prospek pengembangan sukuk di Indonesia, antara lain (1) Pendirian SPV yang terjamin eksistensinya (2) penyediaan underlying asset yang produktif (3) dukungan aspek regulasi, (4) kejelasan *road map*.

Pramono (2006), tujuan penelitiannya adalah menguraikan potensi yang dimiliki sukuk dalam mendukung proyek infrastruktur serta kendala yang dihadapi serta mengungkapkan beberapa inisiatif strategi yang dapat diimplementasikan demi perkembangan di masa yang akan datang. Hasil penelitiannya secara deskriptif mengungkapkan adanya beberapa permasalahan (1) aspek operasional (standar baku dan ketentuan akuntansi), regulasi, dan infrastruktur, (2) ketentuan fiqh versus hukum formal yang seringkali sering tidak sejalan (3) integritas status hukum SPV dan organisasinya. Berdasarkan hambatan tersebut, strategi yang dapat ditempuh antara lain political will dan inisiatif kebijakan yang lebih mendukung, serta pengembangan dan inovasi struktur yang lebih beragam.

Siswanto (2006) tujuan penelitiannya adalah mengkaji apakah obligasi daerah dapat dijadikan sebagai alternatif pembiayaan pembangunan monorel di DKI Jakarta dan sejauh apa kesiapan pemerintah DKI Jakarta dalam menerbitkan obligasi. Penelitian menggunakan metode kualitatif dan kuantitatif. Dalam menjawab apakah obligasi dapat dijadikan alternatif pendanaan beliau menggunakan analisa Cost of Fund (COF), kemudian menggambarkan kondisi keuangan Pemerintah DKI Jakarta dengan analisis needs fiscal sustainability serta menjelaskan kemampuan keuangan DKI Jakarta. Hasil penelitiannya jika dilihat dari COF bahwa penerbitan obligasi daerah dalam valuta rupiah sebesar 12% p.a untuk pembiayaan monorel lebih efisien daripada pinjaman luar negeri dalam valuta asing sebesar 8,69% p.a, kemudian memerhatikan struktur APBD dan kemampuan pembiayaan maka dari tahun ke tahun penerimaan pemerintah DKI Jakarta diatas 50% bersumber dari PAD dan kondisi keuangan pemerintah DKI Jakarta dari tahun ke tahun mengalami surplus yang menunjukkan sustainable.

Ascarya dan Diana Yumanita (2007), tujuan penelitiannya adalah melakukan perbandingan dalam perkembangan sukuk di negara Malaysia dan Indonesia. Pengamatan dilakukan dengan melihat pengembangan sukuk dalam aspek nilai, likuiditas, dan instrumen yang digunakan serta melalui *framework* pengembangan keuangan Islam dan karakteristik pasar keuangan Islam di kedua negara. Hasil penelitian menunjukkan bahwa system keuangan Islam di Malaysia telah mampu mendukung pertumbuhan dan pembangunan ekonomi yang ditunjang dengan dukungan pemerintah yang maksimal. Adapun permasalahan sukuk korporasi di Indonesia antara lain (1) masih rendahnya komitmen pemerintah dalam pengembangan system keuangan Islam (2) kerangka hukum yang mewadahi keuangan Islam masih relative minim (3) kurangnya dukungan SDM syariah. (4) kurangnya social edukasi dan sosialisasi terhadap masyarakat.

M.Idris (2007), tujuan penelitiannya adalah mengevaluasi dan menguraikan konsep pengembangan Islamic sukuk sebagai bagian dari instrumen system keuangan Islam. Penelitiannya dilakukan melalui; (1) *Aspek historical* pertumbuhan instrumen keuangan Islam (2) *Economic base, legal base, banking perspective* (3) Metodologi, antara lain *individual base, group base, quantitative research, qualitative research* (4) Aspek kontekstual dan konseptual dari

pengembangan penelitian terdahulu. Hasil penelitian yang diperoleh adalah *pertama*, bahwa sukuk telah menciptakan suatu *competitive advantages* bagi pemain di pasar keuangan Islam. *Kedua*, sukuk dinilai merupakan perangkat yang penting bagi mobilisasi pendanaan sehingga merangsang kekuatan pasar. Adapun permasalahan yang ada yaitu (1) masih dibutuhkannya inovasi-inovasi dan pengembangan aplikasi struktur sukuk (2) pengembangan sukuk masih bergantung pada kondisi politik dan fleksibilitas legal (3) inisiatif pemerintah terkait kekuatan aspek hukum.

Al-Aminie (2008), tujuan penelitiannya adalah untuk melihat hambatan dalam pasar sukuk. Hasil penelitiannya adalah Sukuk memiliki potensi yang besar dalam mendukung mobilisasi sumber daya alam, namun terdapat masalah yang menghambat, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur sukuk.

Jobst (2008), tujuan penelitiannya menguraikan peluang dan tantangan yang dihadapi pasar sukuk serta pengembangan strategi yang dapat dilakukan. Hasil penelitiannya berdasarkan analisis deskriptif aspek historical dan empirical menyatakan bahwa sukuk sebagai instrumen keuangan mampu melayani kebutuhan manajemen likuiditas dan kebijakan moneter, terutama bagi Negara yang berbasis *dual system*. Hasil yang diperoleh juga mengungkapkan masih terdapat permasalahan yang masih sering ditemui antara lain (1) aspek legal dan *regulatory framework*, terutama bagi Negara yang baru memulai penerbitan sukuk (2) penyesuaian atas biaya dan profit (3) tantangan design inovasi struktur produk (4) adanya dampak eksternalitas dari aspek politik.

Ascarya (2010), tujuan penelitiannya menganalisa pengembangan industry keuangan syariah di Indonesia dan aspek yang menentukan peningkatan instrumen keuangan syariah di masa yang akan datang. Hasil Penelitiannya melalui analisis deskriptif khususnya dalam pengembangan instrumen sukuk adalah beberapa kendala dan hambatan penerbitan sukuk di beberapa tahun yang lalu berangsur dapat terselesaikan, namun pertumbuhan sukuk lebih bermula diinisiasi dari pihak *underwriter* karena keterbatasan pemahaman dalam penerbitan sukuk di pihak emiten sehingga diperlukan pemahaman yang lebih optimal dari para pelaku pasar khususnya pihak korporasi.

Penelitian dengan metode ANP juga telah banyak dilakukan, sebagaimana Ascarya dan Diana Yumanita (2010) dalam penelitiannya yang berjudul “*Determinan dan Persistensi Margin Perbankan Konvensional dan Syariah di Indonesia*” dan Ascarya (2011) berjudul “*The Persistence of Low Profit and Loss Sharing Financing in Islamic Banking: The Case of Indonesia*” yang mencoba menguraikan faktor dan masalah rendahnya persistensi *Profit and Loss Sharing* di perbankan syariah.

Puji Adiatna (2010), tujuan penelitiannya untuk mengetahui peluang pemerintah dalam menerbitkan SBSN sebagai alternatif sumber pembiayaan pembangunan infrastruktur Hasil penelitiannya yang berjudul “*Kajian Peluang Surat Berharga Syariah Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur adalah Penerbitan SBSN oleh pemerintah Indonesia mempunyai peluang yang besar untuk mendanai infrastruktur.*”

Tabel 2.4 Ringkasan Penelitian Terdahulu

No.	Nama	Judul	Metode	Hasil
1.	Monzer Kahf (1994)	<i>Instrument of Meting Budget Deficit in Islam</i>	Analisis deskriptif	Dua model alternative pembiayaan yaitu yang berbasis non utang dimana dapat menggunakan intrumen <i>profit loss sharing</i> , <i>ijarah</i> dan <i>output sharing</i> . Instrumen yang kedua adalah yang berbasis utang (<i>public borrowing</i>) yang dapat menggunakan <i>ijarah bond</i> dan beberapa instrumen berbasis utang lainnya.
2.	Al Bashir (2001)	<i>The Islamic Bonds Market: Possibilities and Challenges</i>	Analisis deskriptif	terdapat masalah yang menghambat berkembangnya pasar sukuk, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur

No.	Nama	Judul	Metode	Hasil
3.	Tariq (2004)	<i>Managing Financial Risks Of Sukuk Structures</i> ”, <i>dissertation</i>	Analisis deskriptif	adanya tantangan dalam pengembangan instrumen sukuk, yaitu masalah evolusi, risiko (likuiditas, market liquidity, asyetric information), underlying principle, struktur sukuk, dan competitiveness
4.	Munawwar Iqbal dan Tariqullah Khan (2004)	<i>Financing Public Expenditure: An Islamic Perspective</i>	Deskriptif	Instrument keuangan Islam dalam hal ini <i>sukuk</i> memiliki potensi dalam pembiayaan sektor publik dan menjelaskan beberapa struktur <i>sukuk</i> yang digunakan beberapa negara seperti Bahrain, Arab Saudi dan Qatar dalam membiayai proyek-proyek pemerintah
5.	Nasution (2006)	<i>Indonesian Sovereign Sukuk: Prospect and Policy</i>	Analisis deskriptif	tantangan prospek pengembangan sukuk antara lain: pendirian SPV, penyediaan underlying aset, dukungan regulasi, dan kejelasan roadmap
6.	Pramono (2006)	<i>Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur; Tantangan dan Inisiatif Strategis</i>	Analisis deskriptif	aspek operasional, regulasi dan infrastruktur, ketentuan fiqh dan hukum hukum formal, dan integritas status hukum SPV
7.	Eko Siswanto (2006)	<i>Obligasi Daerah Sebagai Alternatif Pendanaan Monorel (Studi Kasus Pemerintah DKI Jakarta)</i>	Deskriptif	Penerbitan obligasi daerah dalam valuta rupiah sebesar 12% p.a untuk pembiayaan monorel lebih efisien daripada pinjaman luar negeri dalam valuta asing sebesar 8,69% p.a

No.	Nama	Judul	Metode	Hasil
8.	Ascarya dan Yumanita (2007)	<i>Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia</i>	Analisis deskriptif	permasalahan sukuk korporasi di Indonesia antara lain: masih rendahnya komitmen pemerintah, kerangka hukum masih relatif minim, kurangnya dukungan SDM dan kurangnya sosialisasi edukasi
9.	M. Idris (2007)	<i>Evaluation of Research Development on the Islamic Securities (Sukuk)</i>	Analisis deskriptif	dibutuhkannya inovasi, kondisi politik yang fleksibel, dan inisiatif pemerintah terkait aspek hukum
10.	Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Aminie (2008)	<i>Sukuk Market: Inovations and Challnages</i>	Deskriptif	<i>Sukuk</i> memiliki potensi yang besar dalam mendukung mobilisasi sumber daya alam, namun terdapat masalah yang menghambat, yaitu kurangnya aplikasi terkait inovasi struktur <i>sukuk</i> .
11.	Jobst (2008)	<i>Islamic Bond Issuance-What Sovereign Debt Managers Need to Know</i>	Analisis deskriptif	Adanya masalah yang sering dihadapi pasar sukuk terutama negara yang menganut dual system, antara lain: aspek legal dan regulatory framework, design inovasi struktur, dan eksternalitas dari aspek politik
12.	Ascarya (2010)	<i>The Development of Islamic Financial System in Indonesia and the Way Forward</i>	Analisis deskriptif	masih dibutuhkan pemahaman dari para pelaku pasar khususnya pihak korporasi, dan keterbatasan instrumen yang diperdagangkan
13.	Puji Adiatna (2010)	<i>Kajian Peluang Surat Berharga Syariah Negara sebagai Alternatif pembiayaan Infrastruktur</i>	Analisis deskriptif	Penerbitan SBSN oleh pemerintah Indonesia mempunyai peluang yang besar untuk mendanai infrastruktur,

2.5.2 Studi Kasus Peranan Sukuk dalam Pembiayaan Proyek Infrastruktur

2.5.2.1 Studi Kasus di Luar Negeri

1. Timur Tengah

Penerbitan sukuk telah dilakukan oleh beberapa negara di Timur Tengah, yaitu:

1) Uni Emirat Arab

Salah satu praktek penerbitan Sukuk di kawasan Timur Tengah adalah di Uni Emirat Arab yaitu Sukuk Emirates Airlines yang diterbitkan pada bulan Juni tahun 2005, dengan jumlah emisi US\$550.000.000 dan memiliki tenor 7 tahun. Sukuk tersebut memberikan tingkat return sebesar 0,75% + LIBOR (*London Interbank Offered Rate*) yang dibayar setiap bulan. *Lead manager* dalam penerbitan sukuk ini adalah Dubai Islamic Bank yang bekerjasama dengan Hongkong and Shanghai Banking Corporation (HSBC), Standard Chartered Bank, National Bank of Abu Dhabi, Gulf International Bank BSC dan Union Bank of Switzerland (UBS). Sukuk ini dicatatkan di Bursa Efek Luxembourg dan merupakan Sukuk pertama yang diterbitkan oleh sebuah perusahaan penerbangan serta mengalami *oversubscribed* sekitar 50% hingga mencapai US\$824.000.000.

Selain Sukuk Emirates Airlines, ada pula Sukuk Tabreed's. Sukuk ini diterbitkan pada bulan Juni tahun 2006, dengan jumlah emisi US\$200.000.000 dan tingkat return 1.25% + LIBOR yang dibayar setiap bulan Januari dan Juli. Tenor sukuk ini adalah selama 7 tahun, yaitu sampai dengan tahun 2013. Sukuk ini diterbitkan dengan menggunakan dua akad yaitu akad *istishna* dan akad *ijarah*.

2) Bahrain

Penerbitan sukuk untuk membiayai reklamasi tanah dan pembangunan infrastruktur dasar (untuk pembangunan perumahan kelas dunia dan tempat liburan yang dikenal sebagai "Durrat Al Bahrain"). Sukuk ini berdasarkan akad *Istishna-Ijarah*. Pihak yang terlibat penerbitan sukuk ini antara lain Liquidity Management Centre (LMC) yang diberikan amanat oleh the Project Company (Durrat Khaleej Al Bahrain) dan Kuwait Finance House (Bahrain) yang bertindak sebagai "*arranger*" dan "*placement agent*". Sukuk ini distruktur berdasarkan prinsip syariah yang telah disahkan oleh dewan syariah LMC dan KFH. Transaksi Sukuk ini juga disahkan oleh International Islamic Financial Market (IIFM).

Jumlah emisi sukuk ini yaitu US\$120 miliar yang mengalami *oversubscribed* sebanyak US\$ 32,5 Miliar, penerbitannya dimulai awal Januari tahun 2005. Sedangkan, tingkat return sukuk ini adalah 125 basis poin di atas 3 bulan LIBOR yang dibayar triwulanan, dengan keseluruhan tenor sukuk selama 5 tahun dan terdapat opsi untuk *redemption* dini.

Sebagaimana dijelaskan sebelumnya, sukuk istishna tidak diperbolehkan untuk diperdagangkan oleh hukum Islam. Oleh karena itu sebelum penerbitan sukuk ini, *issuer* telah melakukan kerjasama dengan kontraktor untuk reklamasi tanah dan membangun infrastruktur dasar, serta telah melakukan pembangunan proyek tersebut. Sehingga, pada saat penerbitan sukuk dan diperdagangkan di bursa, *underlying assetnya* dapat mempunyai nilai serta memenuhi ketentuan untuk diperdagangkan. Setiap kenaikan dan penurunan nilai sukuk ini akan mempresentasikan setiap perubahan yang relatif dari nilai infrastruktur dasarnya.

Dalam rangka keamanan pembayaran kepada pemegang sukuk, project company segera melakukan kerjasama dengan menggunakan akad ijarah, kemudian menjaminkan *property*-nya di mana beberapa bagian tertentu dari infrastruktur dasar tersebut telah dibangun oleh kontraktor.

Berdasarkan akad ijarah, project company bisa mengakhiri perjanjian ijarah dengan melakukan pembayaran di muka, sehingga *property* yang sesuai dengan infrastruktur dasar yang telah dibangun dapat dijual bersamaan dengan beberapa infrastruktur dasar yang ada kepada pihak ketiga (konsumen).

Hal tersebut diantisipasi di mana project company akan menjual infrastruktur dengan basis retail baik secara langsung kepada konsumen retail, atau investor institusional, baik untuk membangun rumah hunian yang sesuai dengan infrastruktur yang ada atau masuk menjadi bagian dari transaksi akad ijarah dan atau istishna, dengan beberapa penyewa ritel yang potensial. Misalnya, setelah penjualan beberapa bagian infrastruktur, kemudian project company memperoleh uang dari konsumen, uang hasil penjualan itu digunakan untuk memenuhi kewajiban semua pembayaran yang berdasarkan akad ijarah, dan memenuhi percepatan pembayaran serta pembayaran final kepada pemegang sukuk. Infrastruktur tersebut akan dibebaskan dari jaminan akad ijarah, dan hak atas infrastruktur tersebut akan berpindah kembali kepada project company.

3) Pakistan

Implementasi penggunaan Sukuk di Pakistan diwujudkan dengan adanya Hibrid Sukuk Sitara Chemical Industries Limited (SCIL) sebesar PKR 650 Juta. Hibrid Sukuk ini merupakan penerbitan Sukuk dengan kombinasi 3 akad sekaligus meliputi Akad Istishna, Akad Musyarakah dan Akad Ijarah. Penerbitan hybrid Sukuk ini dilatarbelakangi dengan rencana SCIL untuk membangun pembangkit listrik berkapasitas 24 Mega Watt (MW).

2. Afrika

1) Sudan

Sudan Financial Services Company (SFSC) berdiri mulai tahun 1998. Lembaga ini sebagai pihak yang telah mengeluarkan Central Bank *Musharakah* Certificates (CMCs), dan berhasil meraih permintaan tinggi atas penerbitan sertifikat tersebut. Sertifikat CMCs ini merepresentasi asset Bank Sudan (pemilik) pada sektor perbankan komersial. Asset ini membentuk suatu *closed-end fund*, yang dimanage oleh SFSC. Tujuan utama CMCs adalah digunakan sebagai alat kebijakan moneter berbasis syariah. Karena beberapa hal sertifikat ini dihentikan, dan sertifikat ini menjadi landasan awal untuk pengembangan berikutnya, yaitu: **Government *Musharakah* Certificates (GMC)**

SFSC kemudian mengeluarkan satu seri Government *Musharakah* Certificates (GMC) yang merupakan klaim kepemilikan terhadap perusahaan milik pemerintah (BUMN Sudan) dan bisa diperdagangkan di pasar sekunder. Sertifikat ini diterbitkan mulai pada 2001. Sejak saat itu telah diterbitkan 24 seri GMC tersebut. Sekarang GMC sedang memasuki masa penarikan dan akan berhenti tahun 2007. GMCs merupakan instrumen dengan *maturity* jangka pendek antara 3 sampai 6 bulan tetapi juga ada yang satu tahun. Nilai total bersih yang diraih dari penerbitan dengan skema GMC untuk masing-masing tahun adalah: 12,9 miliar Dinar Sudan (SD) tahun 2004; SD 9,36 miliar tahun 2003 (0,21 persen dari GDP); dan SD 5,18 miliar tahun 2002 (0,13 persen dari GDP).

Sertifikat ini merepresentasi kerjasama (*partnership*) beberapa perusahaan milik pemerintah (BUMN Sudan). Kumpulan perusahaan tersebut membentuk "*underlying asset pool*" untuk kerjasama melalui GMCs. Kerjasama tersebut dalam waktu terbatas dan berakhir pada masa jatuh tempo sertifikat itu. Sertifikat

dikeluarkan melalui Sudan Financial Services Company (SFSC). Penjualan sertifikat akan mengalihkan bagian kepemilikan dari kelompok perusahaan milik pemerintah kepada pemilik sertifikat. Hanya warga Sudan yang diijinkan untuk ambil bagian sebagai investor. Pemilik sertifikat akan menerima proporsi dari laba yang dihasilkan oleh perusahaan dari kumpulan asset GMC.

Setelah jatuh tempo (*maturity*) pemerintah menebus (*redeems*) GMC pada harga yang telah disepakati diawal (*pre-agreed*) yang secara normal menjadi nilai nominal (*face value*) dari sertifikat. Dalam beberapa hal GMCs adalah semacam instrumen privatisasi temporer (*temporary privatization*) dimana administrasi dan kontrol dilakukan pemerintah, tetapi kepemilikan dan berkaitan dengan arus keuangan diserahkan ke tangan pribadi.

Government Investment Certificates (GIC)

Government Investment Certificates (GIC) merupakan instrumen baru yang telah diperkenalkan sejak tahun 2003 di Sudan. Struktur GIC melibatkan 3 pihak dalam kontrak: Pertama, Investor sebagai *certificate holders* yang merupakan *rabb al-mal*; Kedua, Sudan Financial Services Company (SFSC) bertindak sebagai *mudarib (agent)* yaitu sebuah *investment company*; Ketiga, Menteri Keuangan Pemerintah Sudan sebagai *users* dari dana.

GIC secara esensial merupakan sertifikat mudarabah yang merepresentasi modal mudarabah dalam bisnis Sudan Financial Services Company (SFSC). SFSC dapat disebut sebagai perusahaan investasi yang membiayai proyek pemerintah melalui skema *ijarah*, *murabaha*, dan *istishna* yang merupakan skema *fixed return*. Pemerintah adalah sebagai pihak dalam kontrak dan menjadi entitas penjamin yang memiliki nilai kelayakan pinjam paling tinggi yang mengurangi risiko kredit ke SFSC. Lebih lanjut untuk mengurangi risiko dan sebagai tambahan, kesepakatan dibuat dalam bentuk paket perjanjian dengan Menteri Keuangan (atas nama pemerintah). Dalam paket perjanjian tersebut menyatakan bahwa investasi akan digunakan melalui skema *ijarah*, *murabaha*, dan *istishna*, dimana keseluruhan jumlah yang dikeluarkan melalui GICs untuk suatu periode tidak akan melebihi jatuh tempo sertifikat. Untuk menjaga sertifikat terhadap kepatuhan syariah agar bisa diperdagangkan (*tradable*) di pasar sekunder, maka SFSC memilih kontrak/akad *ijarah* sebagai format dominan dari tiga kontrak

tersebut. Fitur yang memungkinkan sertifikat dapat diperdagangkan menyediakan jalan keluar untuk memperoleh likuiditas yang menarik bagi investor. Dominannya ijarah juga mengurangi risiko kredit tetapi disisi lain memperkenalkan risiko bisnis (atau risiko harga) (Salman Syed Ali, 2005), (Munawar Iqbal dan Tariqullah Khan, 2004).

3. Asia Tenggara

Malaysia merupakan negara yang menjadi pusat industri Sukuk di dunia. Menurut beberapa survei dinyatakan bahwa 70% sukuk yang beredar di dunia dicatatkan di negara ini, sehingga tidak mengherankan jika berbagai proyek untuk membangun negara malaysia melalui penerbitan Sukuk. Berikut beberapa contoh proyek yang dibangun dengan pembiayaan melalui penerbitan sukuk di Malaysia:

1) Sukuk Matang Highway

Sukuk Matang Highway, untuk membiayai pembangunan jalan tol.

2) Musyarakah One Sukuk

Penerbitan sukuk ini mempunyai nilai nominal sebesar RM 2.5 Juta dengan jangka waktu 5 tahun. Berdasarkan program sukuk musyarakah, piutang pemerintah Malaysia yang dihasilkan dari kontrak pengadaan Time Systems Integrators (TSI) yang dijual kepada Musyarakah One melalui perjanjian yang legal dan mutlak, serta berbasis periodik. Sedangkan investor sukuk musyarakah merupakan pemilik manfaat dari piutang.

3) Sukuk Istishna SKS Tanjung Bin Sdn. Bhd.

SKS Power Snd Bhd didirikan tahun 1998 dengan tujuan membangun, mengembangkan, membiayai, mengoperasikan dan menjaga Pembangkit Listrik yang berkapasitas 2.100 MW di daerah Tanjung Bin, Johor. Pada tahun 2002, SKS dan Tenaga Nasional Berhad menandatangani *Power Purchase Agreement* (PPA) yang berlaku selama 25 tahun dan dapat diperpanjang 15 tahun lagi. Untuk memenuhi kontrak tersebut, SKS memerlukan biaya proyek sebesar 7,7 Miliar Ringgit di mana dana sebesar 5,6 Miliar Ringgit diperoleh melalui penerbitan Sukuk Istihnsa dengan *coupon* antara 6,3%-8,9% yang dibayarkan 6 bulanan dengan masa tenor maksimal 12,5 tahun dari tanggal penerbitan.

4) Sukuk Penang Bridge Sdn. Bhd.

Penang Bridge Sdn. Bhd. (PBSB) adalah pengelola jembatan Penang yang sepenuhnya dimiliki oleh kerajaan Malaysia di bawah UEM Builder Bhd dengan Khazanah Nasional memegang sebanyak 51,7 % saham. Pada tanggal 31 Maret 2006 PBSB menerbitkan sukuk *Istishna (Redeemable Secured Serial Sukuk Istishna)* senilai RM 695 juta berjangka waktu 13 tahun dengan jatuh tempo masing-masing seri berbeda. Sukuk yang diterbitkan dengan *zero coupon basis* ini mendapatkan peringkat AA2 (stable outlook) dari Rating Agency Malaysia Berhad (RAM). Dalam dokumentasi yang dipublikasikan oleh Suruhanjaya Sekuriti Securities Commission Malaysia, Commerce International Merchant Bankers Berhad (CIMB) bertindak sebagai *Primary Subscriber* sekaligus *lead manager*. Sukuk ini diterbitkan untuk pembiayaan pelebaran jembatan Penang.

4. Amerika Serikat

The East Cameron Gas Sukuk merupakan sukuk yang diterbitkan oleh sebuah *Special Purpose Vehicle (SPV)* yang berkedudukan di Cayman Island dengan menggunakan akad musyarakah antara SPV penerbit (*Issuer SPV*) dan East Cameron Gas Partner (ECP). Penerbitan sukuk ini dilakukan oleh East Cameron Gas Company dengan nilai nominal US\$165.67M dengan jangka waktu 13 tahun dari waktu penerbitan Juli 2006, pemeringkatan dilakukan oleh Standard and Poor's (S&P) dengan peringkat CCC+, pembayaran periodik dilakukan kuartalan dan didasarkan pada volume produksi yang dihasilkan, dan imbalan yang diberikan adalah 11,25%.

Transaksi ini melibatkan sekuritisasi penjualan hydrocarbon dari blok EC72 dan blok E71 di mana ECP mempunyai 100% hak sewa pada EC72 dan 100% kepentingan pengoperasian dalam porsi tertentu dari blok E71 dan ECP memegang 100% kepentingan penggunaan (*working interest*) pada kedua blok. Sukuk yang diterbitkan merupakan musyarakah antara dua pihak yaitu ECP dan *Issuer SPV*. Transaksi didasarkan pada akuisisi aset fisik. SPV Pembeli (*Purchaser SPV*) melakukan pembelian sebuah aset fisik pada basis *true sale* (jual putus). Sukuk ini memperoleh pernyataan kesesuaian syariah berdasarkan fatwa Sheikh Youssef Delorenzo and by Sheikh Nizam Yacoubi.

2.5.2.2 Studi Kasus di Dalam Negeri

Penelitian tentang Sukuk di Indonesia antara lain dilakukan oleh Departemen Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang tentang *Kajian Pembiayaan Proyek dengan Penerbitan SBSN Istishna-Ijarah untuk Pembiayaan Proyek Jembatan Suramadu*. Menggunakan Analisis deskriptif dengan metode kualitatif, pendeskripsian mekanisme pembiayaan yang melibatkan berbagai institusi kelembagaan yang terlibat di dalamnya. Penelitian ini sebagai alat penggambaran alur mekanisme Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN yang cenderung masih bersifat umum, belum menampilkan analisis keuangan secara detail proses yang terjadi serta potensi dan kendala yang ada dari sisi teknis pembiayaan tidak ditampilkan, hanya sebatas pandangan secara umum.

Penelitian lain tentang *sukuk* di Indonesia dilakukan oleh Sigit Pramono (2006) berjudul "*Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*". Pramono menawarkan alternatif baru yaitu skema pembiayaan pembangunan infrastruktur melalui penerbitan obligasi syariah (*sukuk*). Penelitian ini menyimpulkan bahwa upaya mengembangkan obligasi syariah sebagai alternatif pendanaan infrastruktur menghadapi tantangan strategis, yaitu berkaitan dengan aspek regulasi, aspek pendukung operasional, dan infrastruktur lainnya. Menjawab tantangan tersebut, beberapa inisiatif strategis yang segera dijalankan dalam upaya mengoptimalkan peluang pengembangan instrumen obligasi syariah seperti usulan regulasi, optimalisasi peran BUMN, insentif perpajakan dan prasyarat pendukung lainnya.

Irfan Syauqi Beik dan Didin Hafidudin (2007) dalam paper berjudul "*Enhancing The Role of Sukuk on Agriculture Sektore Financing in Indonesia: Proposed Model*" melihat bahwa posisi strategis dan penting sektor pertanian. Data menunjukkan bahwa di Indonesia, 44% angkatan kerja bekerja di sektor pertanian dan 71,33% alokasi lahan digunakan sektor pertanian. Namun ternyata sumbangsih sektor pertanian terhitung sangat kecil sekitar 13,4%. Penelitian mengusulkan skema pembiayaan berbasis *sukuk*, terutama dengan akad *mudharabah bil istishna* dan *salam* yang dianggap paling kompatibel dengan sektor pertanian. Regulasi yang komprehensif serta kebijakan yang mendukung menjadi prasyarat utama kesuksesan model tersebut.

BAB 3

METODE PENELITIAN

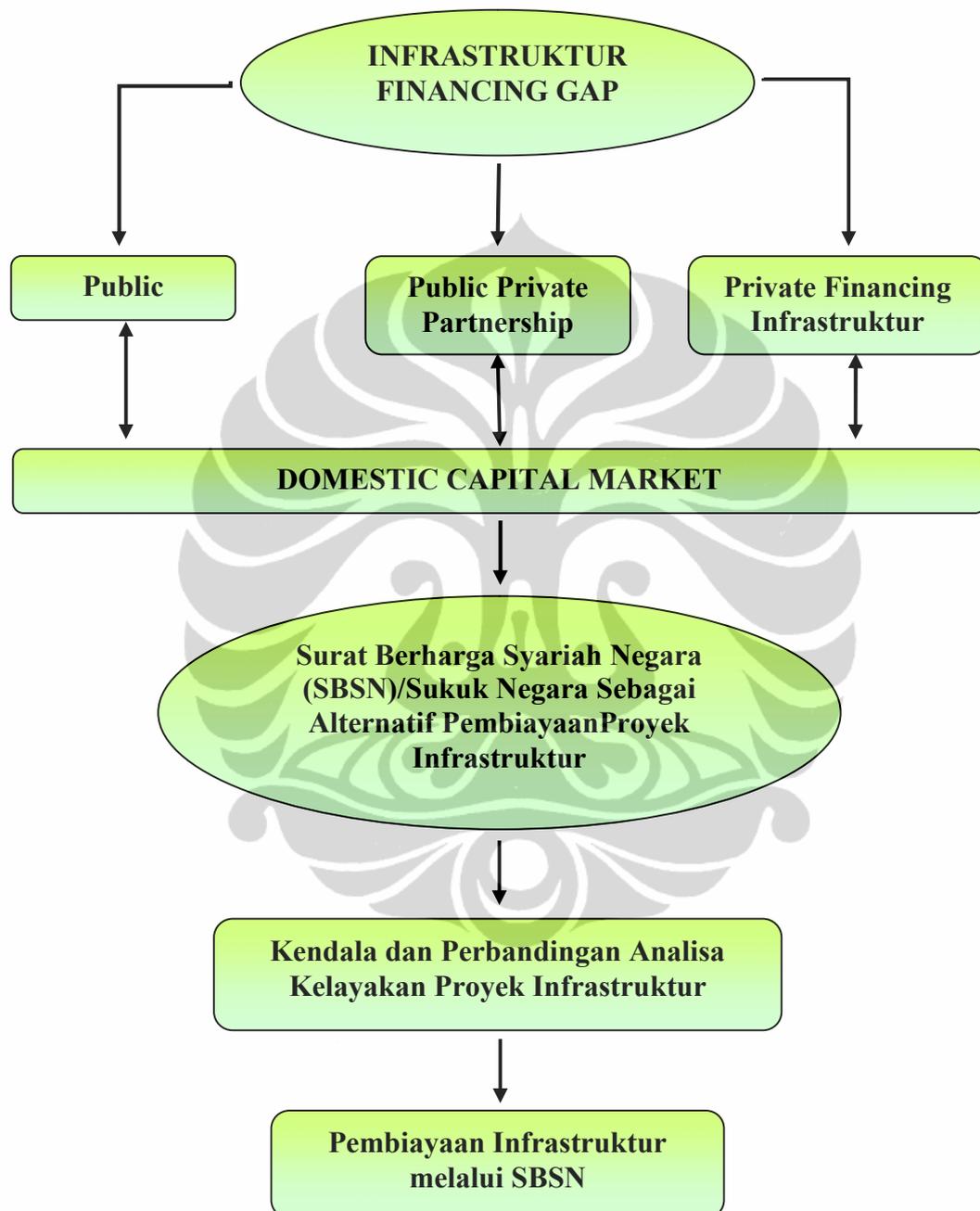
Untuk mencapai tujuan suatu penelitian, diperlukan suatu desain penelitian yang didalamnya memuat proses perencanaan dan pelaksanaan penelitian yang sistematis, terorganisasi dan dapat berjalan secara efektif, efisien serta tepat sasaran. Didalam rancangan tersebut dijelaskan mengenai metode penelitian dan analisa yang akan digunakan sesuai pendekatan yang ditetapkan.

3.1 Pendahuluan

Metode dalam penelitian “Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur” menggunakan pendekatan kualitatif-kuantitatif Analytic Network Process (ANP) untuk mengidentifikasi faktor potensi dan kendala pengembangan SBSN di Indonesia. Penelitian ini menggunakan metode Analytic Network Process (ANP) melalui tiga tahapan. Pertama, wawancara (*in-depth interview*). Data yang diperoleh dengan teknik wawancara digunakan untuk memperkuat informasi yang akan diperoleh melalui kuisisioner dan memformulasikan permasalahan yang dihadapi. Kedua, dari hasil tahap pertama akan dibuat kerangka atau model ANP yang tepat dan kuisisioner untuk mendapatkan data siap olah dari responden. Data siap olah dalam ANP adalah variabel-variabel penilaian responden terhadap masalah-masalah yang menjadi objek penelitian dalam skala numerik Ketiga, melakukan analisis dengan ANP untuk mencari solusi yang tepat dan menjadi prioritas utama sehingga dapat dijadikan rekomendasi dalam pembuatan kebijakan.

3.2 Kerangka Pemikiran

Berdasarkan tinjauan literatur pada bab 2, maka disusun kerangka pemikiran sebagai berikut:



Gambar 3.1 Diagram Alir Kerangka Pemikiran
Sumber: Hasil Olahan

3.3 Metode Survey Kuisisioner

Dari hasil tinjauan literatur sebelumnya di dapat penjelasan mengenai Sukuk, Pembiayaan proyek infrastruktur, jenis-jenis obligasi dan mengenai pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Penelitian ini lebih mendalam mengenai kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN yang nantinya akan dilakukan melalui tahapan analisis secara tepat. Penelitian ini merupakan penelitian analisis kualitatif-kuantitatif dimana bertujuan untuk menangkap suatu nilai atau pandangan yang diwakili para pakar dan praktisi atau regulator tentang pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Studi kualitatif memiliki pengertian sebagai suatu proses atau usaha untuk memahami masalah sosial berdasarkan gambaran keseluruhan yang kompleks, maka peneliti berpandangan bahwa metode yang tepat untuk penelitian ini adalah metode ANP.

Dalam penelitian ini, jenis dan sumber data yang digunakan merupakan data primer yang didapat dari hasil wawancara (*indepth interview*) dengan pakar dan praktisi atau regulator, yang memiliki pemahaman tentang permasalahan yang dibahas. Dilanjutkan dengan pengisian kuisisioner pada pertemuan kedua dengan responden. Data yang siap olah dalam ANP adalah variabel-variabel penilaian responden terhadap masalah yang menjadi objek penelitian dalam skala numerik.

Sedangkan populasi dan sampel dalam penelitian ini adalah pakar dan praktisi atau regulator dengan mempertimbangkan kompetensi responden terhadap permasalahan dalam pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Jumlah responden dalam penelitian ini terdiri dari lima orang yang terdiri dari pakar dan praktisi atau regulator karena dalam analisis ANP jumlah sampel/responden tidak digunakan sebagai patokan validitas. Syarat responden yang valid dalam ANP adalah bahwa mereka adalah orang-orang yang kompeten atau ahli di bidangnya. Oleh karena itu, responden yang dipilih dalam survey ini adalah para pakar/peneliti ekonomi Islam dan praktisi atau regulator yang berkecimpung dalam pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN.

Metode penelitian yang digunakan adalah metode survei. Metode survei dibagi menjadi 2 (dua) bagian yaitu:

a. *Interview* (wawancara)

Wawancara dilakukan dengan responden yang memiliki kompetensi dalam hal pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN untuk memperoleh informasi yang mendalam mengenai kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN dan sebagai sumber data awal dalam menyusun model kerangka ANP.

b. *Questionnaire* (kuisisioner)

Kuisisioner yang dilakukan adalah dengan menggunakan kuisisioner yang dirancang khusus dengan harapan responden menjawab semua pertanyaan dengan mudah, tepat dan cepat, sehingga hasilnya nanti sesuai dengan tujuan penelitian.

3.4 Metode Analisis Penelitian Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN

3.4.1 Metode ANP

3.4.1.1 Gambaran Umum Metode ANP

Analytic Network Process atau ANP merupakan pendekatan baru metode kualitatif dari metode terdahulu yakni *Analytic Hierarchy Process* (AHP). Diperkenalkan oleh Profesor Thomas Saaty pakar riset dari Pittsburgh University. ANP menjadi metodologi yang lebih umum dan mudah diaplikasikan untuk studi kualitatif yang beragam seperti pengambilan keputusan, *forecasting*, evaluasi, *mapping*, *strategizing*, alokasi sumber daya dan lain sebagainya.

Kelebihan ANP dari metodologi yang lain adalah kemampuannya melakukan pengukuran dan sintesis sejumlah faktor-faktor dalam hierarki atau jaringan. Selain itu kelebihan ANP seperti komparasi yang lebih obyektif, prediksi yang lebih akurat, dan hasil yang lebih stabil dan robust. ANP lebih bersifat general dari AHP yang digunakan di multi-criteria decision analysis. Struktur AHP merupakan suatu decision problem dalam bentuk tingkatan suatu hirarki, sementara ANP menggunakan pendekatan jaringan tanpa harus menetapkan level seperti pada hierarki yang digunakan dalam AHP. Selain itu, konsep utama dalam AHP adalah *preference* ‘preferensi’ sementara konsep utama dalam ANP adalah *influence* ‘pengaruh’ (Ascarya, 2005).

Analytic Network Process (ANP) merupakan teori matematis yang mampu menganalisa pengaruh dengan pendekatan asumsi untuk menyelesaikan bentuk permasalahan. Bentuk penyelesaian dengan pertimbangan atas penyesuaian kompleksitas masalah dengan cara mengurai sintesis disertai adanya skala prioritas yang menghasilkan pengaruh prioritas terbesar. ANP juga mampu menjelaskan model faktor dependence serta *feedback* nya secara sistematis. Pengambilan keputusan dalam aplikasi ANP yaitu dengan melakukan pertimbangan dan validasi atas pengalaman empirikal. Struktur jaringan yang digunakan yaitu *benefit, opportunities, cost and risk* (BOCR) membuat metode ini memungkinkan untuk mengidentifikasi, mengklasifikasi dan menyusun faktor yang mempengaruhi output atau keputusan yang dihasilkan (Saaty, 2006).

Dalam implementasi pemecahan masalah, ANP bergantung pada alternatif dan kriteria yang ada. Teknis analisis ANP yaitu dengan menggunakan perbandingan berpasangan (*pairwise comparison*) pada alternatif dan kriteria. Pada jaringan AHP terdapat level tujuan, kriteria, subkriteria, dan alternatif, dimana masing-masing level memiliki elemen. Sementara itu, pada jaringan ANP, level dalam AHP disebut cluster yang dapat memiliki kriteria dan alternatif di dalamnya, yang sekarang disebut simpul.

Dalam suatu jaringan, elemen dalam suatu komponen/cluster bisa saja berupa orang dan elemen dalam komponen/cluster yang lain bisa saja juga berupa orang. Elemen dalam suatu komponen/cluster dapat mempengaruhi elemen lain dalam komponen/cluster yang sama (*inner dependence*), dan dapat pula mempengaruhi elemen pada cluster yang lain (*outer dependence*) dengan memperhatikan setiap kriteria. Yang diinginkan dalam ANP adalah mengetahui keseluruhan pengaruh dari semua elemen. Oleh karena itu, semua kriteria harus diatur dan dibuat prioritas dalam suatu kerangka kerja hierarki kontrol atau jaringan, melakukan perbandingan dan sintesis untuk memperoleh urutan prioritas dari sekumpulan kriteria ini. Kemudian kita turunkan pengaruh dari elemen dalam sistem *feedback* dengan memperhatikan masing-masing kriteria. Akhirnya, hasil dari pengaruh ini dibobot dengan tingkat kepentingan dari kriteria, dan ditambahkan untuk memperoleh pengaruh keseluruhan dari masing-masing elemen (Ascarya, 2005).

3.4.1.2 Landasan ANP

ANP memiliki empat aksioma yang menjadi landasan teori, antara lain (Saaty, 2006):

1. **Resiprokal**; aksioma ini menyatakan bahwa jika PC (EA,EB) adalah nilai perbandingan pasangan dari elemen A dan B, dilihat dari elemen induknya C, yang menunjukkan berapa kali lebih banyak elemen A memiliki apa yang dimiliki elemen B, maka PC (EB,EA) = 1/ Pc (EA,EB). Misalkan, jika A lima kali lebih besar dari B, maka B besarnya 1/5 dari besar A.
2. **Homogenitas**; menyatakan bahwa elemen-elemen yang dibandingkan dalam struktur kerangka ANP sebaiknya tidak memiliki perbedaan terlalu besar, yang dapat menyebabkan lebih besarnya kesalahan dalam menentukan penilaian elemen pendukung yang mempengaruhi keputusan.

Tabel 3.1 Definisi Skala Penilaian dan Skala Numerik

Definition	Intensity of Importance
Equal Importance	1
Weak	2
Moderate importance	3
Moderate plus	4
Strong importance	5
Strong Plus	6
Very strong or demonstrated importance	7
Very,very strong	8
Extreme importance	9

Sumber : Saaty, 2006

3. **Prioritas**; yaitu pembobotan secara absolut dengan menggunakan skala interval [0.1] dan sebagai ukuran dominasi relatif.
4. **Dependence condition**; diasumsikan bahwa susunan dapat dikomposisikan ke dalam komponen-komponen yang membentuk bagian berupa cluster.

3.4.1.3 Prinsip Dasar ANP

Terdapat 3 prinsip dasar ANP yaitu dekomposisi, penilaian komparasi (*comparative judgements*), dan komposisi hierarkis atau sintesis dari prioritas (Ascarya, 2005) :

1. **Prinsip dekomposisi**, yaitu diterapkan untuk menstrukturkan masalah yang kompleks menjadi kerangka hierarki atau kerangka ANP yang terdiri dari jaringan-jaringan cluster.
2. **Prinsip penilaian komparasi** diterapkan untuk membangun perbandingan pasangan (*pairwise comparison*) dari semua kombinasi elemen-elemen dalam cluster dilihat dari cluster induknya. Perbandingan pasangan ini digunakan untuk mendapatkan prioritas lokal dari elemen-elemen di dalam suatu cluster dilihat dari cluster induknya.
3. **Prinsip komposisi hierarkis atau sintesis** diterapkan untuk mengalikan prioritas lokal dari elemen-elemen dalam cluster dengan prioritas 'global' dari elemen induk, yang akan menghasilkan prioritas global seluruh hierarki dan menjumlahkannya untuk menghasilkan prioritas global untuk elemen level terendah (biasanya merupakan alternatif).

3.4.1.4 Fungsi Utama ANP

Sesuai dengan prinsip dasarnya, fungsi utama AHP/ANP ada tiga yaitu menstruktur kompleksitas, pengukuran, dan sintesis (Ascarya, 2005):

1. Menstruktur kompleksitas.

ANP berfungsi untuk menangani permasalahan yang kompleks. Dari masa ke masa manusia mencoba untuk memecahkan kompleksitas hingga pada akhirnya ditemukan cara sederhana untuk menanganinya. Yaitu dengan cara menstruktur kompleksitas secara hierarkis ke dalam *cluster-cluster* yang homogen dari faktor-faktor. Begitu sederhananya sehingga siapapun dapat dengan mudah mengerti.

2. Pengukuran ke dalam skala rasio.

Metodologi pengambilan keputusan yang terdahulu pada umumnya menggunakan pengukuran level rendah (pengukuran ordinal atau interval), sedangkan metodologi AHP/ANP menggunakan pengukuran skala rasio yang diyakini paling akurat dalam mengukur faktor-faktor yang membentuk hierarki.

Kelebihan pendekatan ANP salah satunya adalah dengan adanya pengukuran prioritas berdasarkan rasio dan proporsi untuk menangkap hubungan dan pengaruh sehingga menghasilkan prediksi yang akurat dan keputusan yang tepat (Saaty, 2006). Level pengukuran dari terendah ke tertinggi adalah nominal, ordinal, interval, dan rasio. Setiap level pengukuran memiliki semua arti yang dimiliki level yang lebih rendah dengan tambahan arti yang baru.

Pengukuran interval tidak memiliki arti rasio, namun memiliki arti interval, ordinal, dan nominal. Pengukuran rasio diperlukan untuk mencerminkan proporsi. Untuk menjaga kesederhanaan metodologi, Saaty mengusulkan penggunaan penilaian rasio dari setiap pasang faktor dalam hierarki untuk mendapatkan (tidak secara langsung memberikan nilai) pengukuran skala rasio.

Setiap metodologi dengan struktur hierarki harus menggunakan prioritas skala rasio untuk elemen di atas level terendah dari hierarki. Hal ini penting karena prioritas (atau bobot) dari elemen di level manapun dari hierarki ditentukan dengan mengalikan prioritas dari elemen pada level dengan prioritas dari elemen induknya. Karena hasil perkalian dari dua pengukuran level interval secara matematis tidak memiliki arti, skala rasio diperlukan untuk perkalian ini. AHP/ANP menggunakan skala rasio pada semua level terendah dari hierarki/jaringan, termasuk level terendah (alternatif dalam model pilihan). Skala rasio ini menjadi semakin penting jika prioritas tidak hanya digunakan untuk aplikasi pilihan, namun untuk aplikasi lain, seperti aplikasi alokasi sumber daya.

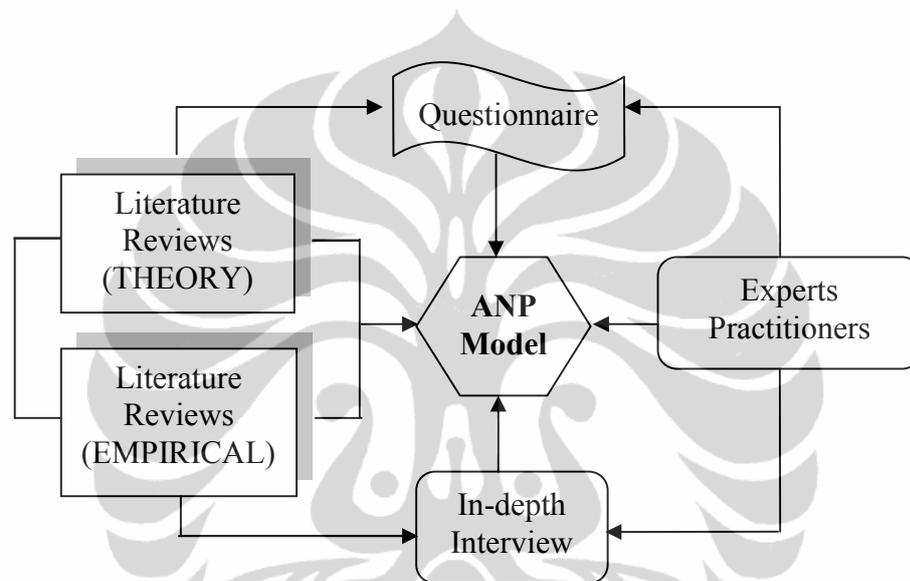
3. Sintesis.

Sintesis merupakan proses menyatukan semua bagian menjadi satu kesatuan. Karena kompleksitas, dalam situasi keputusan penting, perkiraan, atau alokasi sumber daya, sering melibatkan terlalu banyak dimensi bagi manusia untuk dapat melakukan sintesis, sehingga kita memerlukan suatu cara untuk melakukan sintesis. Meskipun AHP/ANP memfasilitasi analisis, fungsi yang lebih penting lagi dalam AHP/ANP adalah kemampuannya untuk membantu kita dalam melakukan pengukuran dan sintesis sejumlah faktor dalam hierarki atau jaringan (Ascarya, 2005). Ketika kita hendak membuat keputusan dengan dibatasi batasan-batasan informasi, proses sintesis merupakan cara yang tepat untuk menghasilkan keputusan (Saaty, 2006).

3.4.1.5 Tahapan Penelitian ANP

1. Konstruksi Model

Konstruksi model ANP disusun berdasarkan *literature review* secara teori maupun empiris dan memberikan pertanyaan pada pihak yang berkepentingan untuk mengkaji informasi lebih dalam untuk memperoleh permasalahan yang sebenarnya. Dengan demikian, model ANP dapat tersusun berdasarkan validasi dari pakar dan praktisi dan kemudian menginput hasilnya menggunakan software *super decision*.



Sumber: Ascarya, 2011

Gambar 3.2 Pengembangan Konstruksi Model ANP

2. Kuantifikasi Model

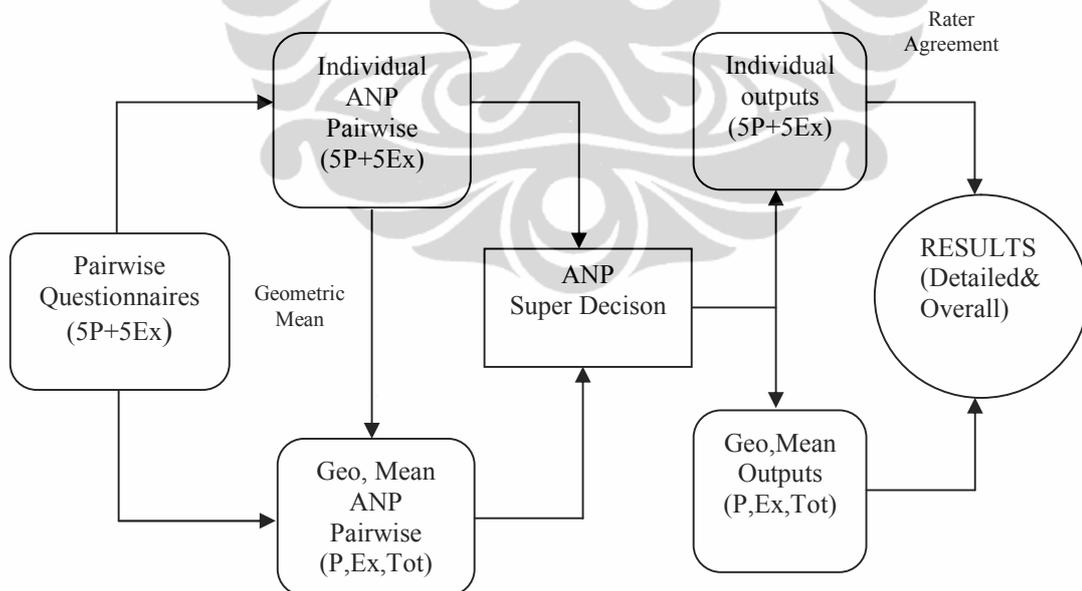
Untuk mengukur model ANP, kuisisioner perbandingan disusun berdasarkan jaringan ANP yang telah disusun sebelumnya. Setelah kerangka ANP disusun yaitu merancang kuisisioner sesuai dengan kerangka ANP yang telah dibuat hingga kemudian disebarakan kepada para ahli yang menguasai masalah tersebut. Penyebaran kuisisioner ini diperlukan untuk melakukan pengukuran dengan menggunakan skala rasio. Pertanyaan dalam kuisisioner ANP berupa *pairwise comparison* (perbandingan pasangan) antar elemen dalam cluster untuk mengetahui mana diantara keduanya yang lebih besar pengaruhnya (lebih dominan) dan seberapa besar perbedaannya dilihat dari satu sisi. Skala numerik 1-9 yang digunakan merupakan terjemahan dari penilaian verbal.

Pada umumnya, pertanyaan pada kuisioner ANP sangat banyak jumlahnya. Sehingga faktor-faktor non teknis dapat menyebabkan tingginya tingkat inkonsistensi. Pengisian kuisioner oleh responden harus didampingi peneliti untuk menjaga konsistensi dari jawaban yang diberikan.

Data hasil penilaian kemudian dikumpulkan dan diinput melalui software super decision untuk diproses sehingga menghasilkan output berbentuk prioritas dan supermatriks. Hasil dari setiap responden akan diinput pada jaringan ANP tersendiri (Ascarya, 2011).

3. Sintesis dan Analisis

Pada tahap terakhir, hasil jaringan ANP yang telah diolah berdasarkan pendapat masing-masing responden akan disatukan. Data diproses melalui excel dan untuk memperoleh hasil kuantifikasi, tahap selanjutnya adalah menghitung *geometric mean* dan mensintesis. Adapun untuk mengkalkulasi nilai kesesuaian/persetujuan antar responden pengukuran dilakukan dengan menghitung nilai *kendall's coefficient of concordance* kemudian menginterpretasikan hasil *geometric mean* individu dan keseluruhan responden.



Gambar 3.3 Proses Input-Output

Sumber: Ascarya , 2011

a. Geometric Mean

Untuk mengetahui hasil penilaian individu dari para responden dan menentukan hasil pendapat pada satu kelompok dilakukan penilaian dengan menghitung *geometric mean* (Saaty, 2006). Pertanyaan berupa perbandingan (*Pairwise comparison*) dari responden akan dikombinasikan sehingga membentuk suatu konsensus. Geometric mean merupakan jenis penghitungan rata-rata yang menunjukkan tendensi atau nilai tertentu dengan formula (Ascarya, 2011):

$$\left(\prod_i^n a_i \right)^{\frac{1}{n}} = \sqrt[n]{a_1 a_2 \dots a_n} \quad (3.1)$$

b. Rater Agreement

Rater agreement adalah ukuran yang menunjukkan tingkat kesesuaian (persetujuan) para responden (R1-Rn) terhadap suatu masalah dalam satu cluster. Adapun alat yang digunakan untuk mengukur rater agreement adalah *Kendall's Coefficient of Concordance* ($W; 0 < W \leq 1$). $W=1$ menunjukkan kesesuaian yang sempurna. Sedangkan ketika nilai W sebesar 0 atau semakin mendekati 0, maka menunjukkan adanya ketidaksesuaian antar jawaban responden atau jawaban bervariasi (Ascarya, 2011). (Ascarya, 2010).

Untuk menghitung Kendall's (W), adalah dengan memberikan ranking pada setiap jawaban kemudian menjumlahkannya.

$$R_i = \sum_j^m r_{i,j} \quad (3.2)$$

Nilai rata-rata dari total ranking adalah:

$$R = \frac{1}{2} m(n + 1) \quad (3.3)$$

Jumlah kuadrat deviasi (S), dihitung dengan formula:

$$S = \sum_i^n (R_i - \bar{R})^2 \quad (3.4)$$

Sehingga diperoleh Kendall's W , yaitu:

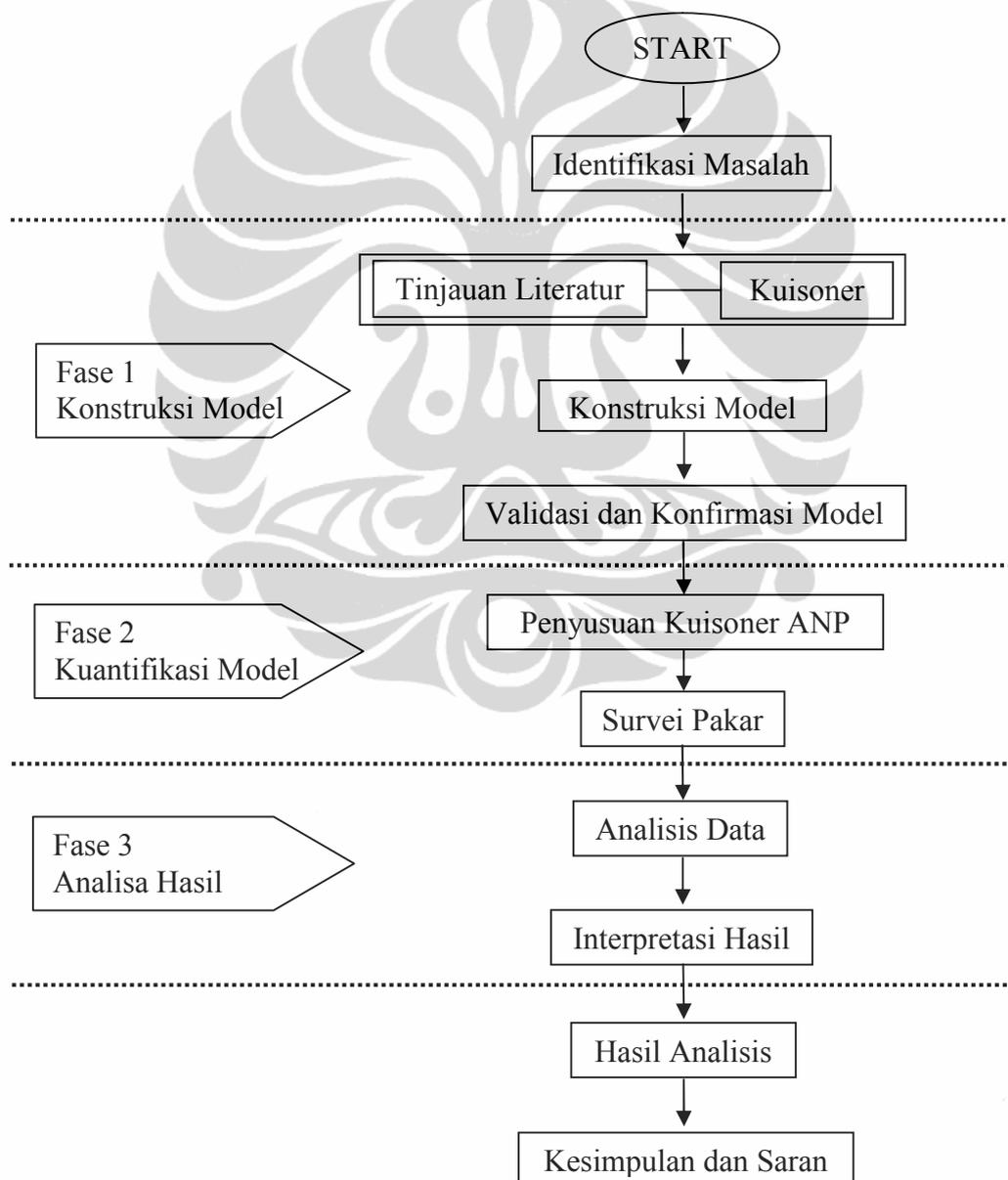
$$W = \frac{12S}{m^2(n^2 - n)} \quad (3.5)$$

3.4.2 Metode ANP Penelitian Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN

Setelah data disusun dalam bentuk model kerangka ANP serta hasil kuisisioner telah terkumpul, selanjutnya adalah analisis terhadap hasil yang diperoleh. Alat analisis yang digunakan adalah metode ANP dan diolah dengan menggunakan software “*Super Decision*”.

3.4.2.1 Tahapan Penelitian ANP

Tahapan Penelitian dilakukan seperti pada gambar 3.4 di bawah ini



Gambar 3.4 Kerangka Kerja Penelitian ANP

Penjelasan dari Gambar 3.4 Kerangka Kerja Penelitian ANP di atas merupakan rangkaian tahapan penelitian sebagaimana prinsip yang terdapat pada ANP, tahapan penelitian terdiri dari: 1) Dekomposisi, dimana merupakan pengembangan jaringan masalah; 2) Penilaian komparasi atas elemen-elemen dengan estimasi pembobotan pada hubungan dependen dan *feedback* yang terdapat pada jaringan ANP; 3) Sintesis, terdiri dari konstruksi dan kalkulasi dari hasil prioritas global.

Penelitian juga secara khusus terbagi menjadi 3 fase, fase pertama adalah konstruksi model, antara lain: 1) Konstruksi model atau dekomposisi yang terdiri dari: a) Tinjauan literatur dan kuisisioner pada pakar untuk memperoleh kendala; b) konstruksi jaringan ANP; dan c) validasi/konfirmasi model ANP. Fase kedua adalah kuantifikasi model atau *pairwise comparison* terdiri dari: a) penyusunan kuisisioner ANP; dan b) Survey pada responden untuk mengisi kuisisioner. Fase yang ketiga adalah sintesis analisis hasil terdiri dari: a) proses data dan sintesis menggunakan software *super decision*, serta menghitung *geometric mean* dan *rater agreement*; dan b) interpretasi hasil (Ascarya, 2010).

Rangkaian tahapan penelitian ini sesuai dengan gambar 3.4 Kerangka Kerja Penelitian ANP di atas yang dapat dijelaskan sebagai berikut:

Tinjauan Literatur

Tinjauan Literatur bersumber dari berbagai buku, literatur dan jurnal lokal dan jurnal asing yang berkaitan Pembiayaan Syariah, Sukuk, Surat Berharga Syariah Negara dan Infrastruktur. Tinjauan Literatur dibahas pada Bab II (dua), sedangkan informasi sumber dapat dilihat pada daftar referensi.

Kuisisioner

Sebagai kemudahan bagi penulis dalam memperoleh hasil kuisisioner dengan banyaknya jumlah pertanyaan serta untuk menjaga tingkat konsistensi, maka penulis menggunakan model kuisisioner perbandingan sesuai dengan model yang telah dimodifikasi oleh Ascarya (2011) dalam bentuk tabel. Sebagaimana dapat dilihat dalam Lampiran 2 Format Kuisisioner.

Validasi Pakar

Setelah melakukan Tinjauan Literatur, maka dibuatlah identifikasi kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, kemudian dilakukan validasi dan konfirmasi melalui para pakar di bidang pembiayaan syariah, dana pembangunan, portofolio utang, ekonomi syariah dan pembiayaan proyek infrastruktur.

Penelitian Melalui Kuisoner

Penyebaran kuisoner ditujukan kepada para pihak yang kompeten dan terkait pada pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN sebanyak 5 responden dan yang mengembalikan sekaligus yang telah mengisi kuisoner sebanyak 5 responden, diantaranya dari pihak:

1. Pemerintah: Direktur Pembiayaan Syariah, Direktur Strategi dan Portofolio Utang, Direktur Perencanaan dan Pengembangan Dana Pembangunan, Direktur Jasa Keuangan.
2. Dewan Syariah Nasional-MUI:
3. Pakar dan Praktisi Syariah:

Daftar pakar sekaligus responden pada penelitian ini adalah sebagai berikut:

Tabel 3.2 Para Pakar

No.	Nama	Instansi	Pihak
1.	Dahlan Siamat	Direktur Pembiayaan Syariah-Kemenkeu	Pemerintah
2.	Ayu Sukorini	Direktur Strategi dan Portofolio Utang-Kemenkeu	Pemerintah
3.	Tuti Riyati	Direktur Perencanaan dan Pengembangan Dana Pembangunan-Bappenas	Pemerintah
4.	Pungky Sumadi	Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter-Bappenas	Pemerintah
5.	Enoh Suharto P.	Sekretaris Dewan Nasional Kawasan Ekonomi Khusus	Pakar
6.	Pengurus Harian	Dewan Syariah Nasional	Syariah Compliance

Analisis Data

Setelah dilakukan penyebaran kuisioner kepada responden (yang terlibat dan paham pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN), tahapan selanjutnya adalah melakukan analisis data dari hasil isian kuisioner oleh para responden. Metode analisis data ini menggunakan *Analytic Networking Process* (ANP).

Hasil Analisis

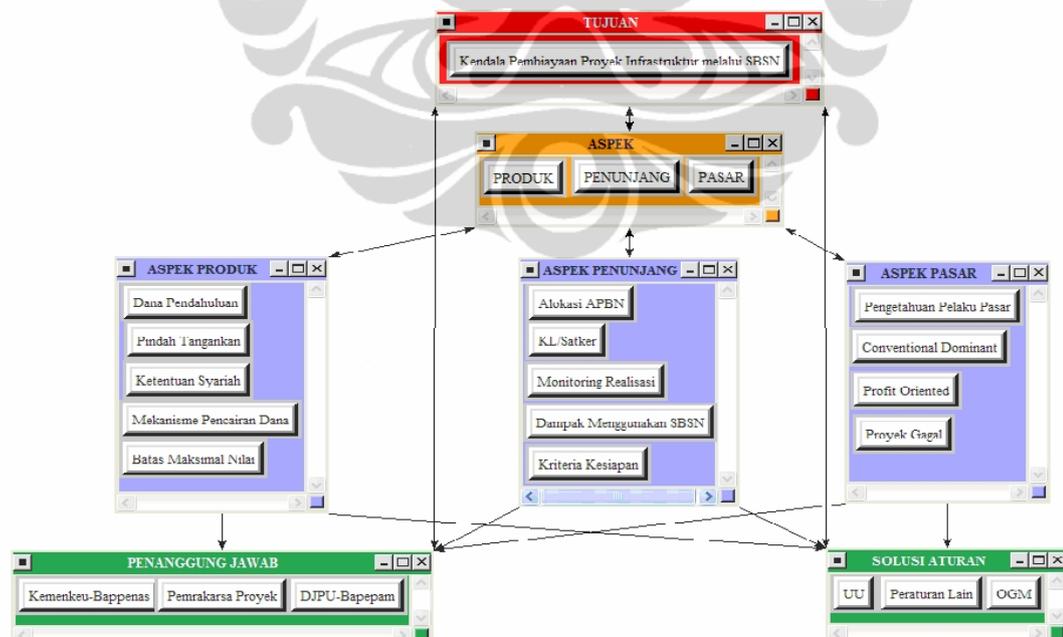
Hasil analisis ini adalah hasil dari tabulasi data dengan menggunakan software *Super decision* untuk mengetahui aspek kendala dan penanggung jawab kendala serta penyelesaian kendala dalam penerapan pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN.

Kesimpulan

Setelah mendapatkan hasil analisis, maka didapat kesimpulan mengenai kendala dalam pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN.

3.4.2.2 Hierarki Penelitian

Adapun Hirarki Kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN adalah:



Gambar 3.5 Model Hierarki Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara

3.4.2.3 Identifikasi Variabel Penelitian

Identifikasi variabel bebas penelitian dirumuskan berdasarkan kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN. Pemilihan variabel berdasarkan tinjauan literatur baik berupa jurnal maupun penelitian terdahulu yang relevan dan indepth interview pendahuluan pada regulator di bidang pembiayaan syariah. Di bawah ini variabel-variabel bebas yang menjadi input untuk penentuan kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN untuk selanjutnya akan di validasi ke pakar.

1. Variabel Kendala Aspek Produk

Kendala	
Aspek Produk	
K1.1	Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.
K1.2	Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.
K1.3	Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.
K1.4	Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
K1.5	Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur.
K1.6	Belum adanya Rating dan Valuasi Standar.

2. Variabel Kendala Aspek Penunjang

Kendala	
Aspek Penunjang	
K2.1	Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.
K2.2	Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.
K2.3	Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
K2.4	Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.
K2.5	Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan).
K2.6	Sulitnya pembentukan SPV karena bentuk badan hukum Perusahaan penerbit SBSN adalah badan hukum Perusahaan Penerbit SBSN.
K2.7	Belum adanya lembaga arbitrase syariah nasional dalam menyelesaikan sengketa.
K2.8	Tidak adanya insentif dari pemerintah.
K2.9	Belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk (Sunarsip, 2007).
K2.10	Pemerintah Belum melengkapi instrumen yang diperlukan untuk penerbitan SBSN.
K2.11	Belum adanya koordinasi yang baik antar pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN.

3. Variabel Kendala Aspek Pasar

Kendala	
Aspek Pasar	
K3.1	Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal.
K3.2	Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah.
K3.3	<i>Conventional dominant</i> karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah.
K3.4	<i>Profit oriented</i> dan <i>floating majority</i> .
K3.5	Pasar Keuangan Syariah di Indonesia tidak terlalu likuid (Sunarsip, 2007).
K3.6	Kurangnya sosialisasi pada pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN.
K3.7	Pengalaman Penundaan bayar beberapa sukuk global seperti Nakheel (Dubai) dan Investment Dar Kuwait menimbulkan kekhawatiran investor untuk berinvestasi Sukuk.
K3.8	Laporan The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI, 2006) menyebutkan sekitar 85% sukuk yang beredar belum sesuai syariah.
K3.9	Sukuk pada saat ini menganut instrumen pasar dan akibatnya menjadi lebih mahal (Agus, 2010).
K3.10	<i>Pricing</i> sukuk cenderung mengikuti <i>bond</i> di pasaran, sehingga <i>interest based bond benchmark</i> ini mengundang kontroversi di industri keuangan Islam sendiri (Yudi, 2010).
K3.11	Birokrasi penerbitan Sukuk menjadi cukup rumit karena ada beberapa tahap yang harus dilalui sesuai dengan ketentuan syariah yang belum tersosialisasi dengan baik.

3.4.2.4 Validasi Variabel Penelitian

Validasi Pakar merupakan tahapan berikutnya setelah dilakukan identifikasi variabel penelitian. Fungsi validasi pakar ini adalah sebagai acuan serta masukan dan saran dari para pakar atau para ahli mengenai analisis kendala yang terjadi pada pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, sehingga kuisisioner yang akan di buat tepat sasaran dan efektif. Para pakar (dapat dilihat pada Tabel 3.2 di atas) pada penelitian ini merupakan para ahli di bidang pembiayaan syariah, perencana dana pembangunan dan pakar pembiayaan proyek infrastruktur. Masing-masing pakar memiliki pengalaman lebih dari 10 tahun dibidangnya masing-masing.

Pada Tabel 3.3 merupakan rekapitulasi hasil dari validasi pakar, dengan mereduksi kendala yang ada pada tabel 3.4, sehingga tabel 3.5 merupakan variabel setelah di validasi oleh pakar. Tabel-tabel tersebut adalah:

Tabel 3.3 Rekapitulasi Validasi Pakar

Kendala	PAKAR										
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)		
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	
Variabel Aspek Produk											
K1.1	Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.	V	Dapat mempengaruhi kesinambungan pelaksanaan proyek	V	Menjamin pelaksanaan proyek	V	Menjembatani prosedur termin	V		X	Pemerintah tidak memiliki cukup dana
K1.2	Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.	V	Menutup peluang pendanaan proyek BUMN/Pemda	V	Tidak banyak campur tangan pihak lain	V		V	Azas kepemilikan sesuatu yg mutlak	V	Saat ini SBSN Ijarah, perlu d kembangkan SBSN Istishna
K1.3	Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.	X	Hampir sebagian besar proyek infrastruktur sesuai syariah	X	Lebih baik sesuai ketentuan syariah	V		V	Bagi sebagian pihak mungkin berpengaruh	V	Termasuk salah satu kriteria

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR										
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)		
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	
K1.4	Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.	V	Perlu pengaturan agar ada kejelasan dlm implementasi kegiatan K/L	V		V	mudah dlm menerapkan	V		V	Mekanisme umumnya sdh ada, Namun bisa saja dikeluarkan Permen khusus untuk SBSN
K1.5	Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur.	X	Batas maksimal diperlukan utk menyusun prioritas proyek sesuai ketersediaan pendanaan	V	Proyek Infrastruktur membutuhkan pendanaan yg cukup besar	V	Pengaruh thdp keuangan negara	V	Agar lebih bersifat masif	X	Wajar ada batas pinjaman maksimal
K1.6	Belum adanya Rating dan Valuasi Standar.	X	Rating SBSN sdh ada, Standard Valuasi belum ada	X		X		X		V	

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR										
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)		
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	
K1.7	Nilai nominal SBSN yang diterbitkan dalam rangka pembiayaan proyek, seluruhnya dibukukan dalam APBN	X	Sejalan dgn ketentuan perundang-undangan di bidang keuangan negara	X		X	Sudah sesuai UU SBSN	X		X	Perlu persetujuan DPR
Variabel Aspek Penunjang											
K2.1	Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.	X	Kalau tidak dpt alokasi APBN sulit di jual ke pasar	V		V		V	Mencegah jual-beli utang	V	Sewajarnya hanya untuk proyek pemerintah pusat
K2.2	Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.	V	Menutup peluang pendanaan proyek BUMN/Pemda	V	Peluang utk dikembangkan	V	Pemda dan BUMN dgn skema penerusan pinjaman	V		X	Suatu saat dpt d kembangkan SBSN Propinsi, Kabupaten atau Kota

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR											
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)			
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar		
K2.3	Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.		X	Bisa disusun SOP nya di kemudian hari	V		V	Minimalisir kesalahan prosedur	V		X	Wali Amanat memiliki tugas mengawasi aset SBSN
K2.4	Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.		V	Otoritas dan K/L lebih terbiasa dan nyaman dgn sumber pembiayaan lain yg sdh ada	V	Belum dirasakan secara real	V		V	Tidak mudah merubah kebiasaan	V	Belum adanya Best case, nilai lebihnya yaitu proses financingnya tidal lama spt pembiayaan skema PPP
K2.5	Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)		V	Berpengaruh thdp pemenuhan aspek Syariah SBSN	V		V	Penilaian Daftar Prioritas Proyek	V	Kriteria proyek yg sesuai syariah telah ada	V	Proyek yg memenuhi kriteria sangat sedikit
K2.6	Sulitnya pembentukan SPV karena bentuk badan hukum Perusahaan penerbit SBSN adalah badan hukum Perusahaan Penerbit SBSN		X	Penerbitan Domestik cukup 1 SPV saja	X	UU sudah mengaturnya	X	Dalam UU, bisa langsung dan tidak langsung	V	Badan hukumnya belum jelas	X	SPV bertindak selaku wali amanat. Meski sulit tapi lebih aman

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR										
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)		
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	
K2.7	Belum adanya lembaga arbitrase syariah nasional dalam menyelesaikan sengketa	X	Sudah ada	X		X		X	Sudah ada	V	
K2.8	Tidak adanya insentif dari pemerintah	X		X		X		X	Hanya stimulus saja	X	
K2.9	Belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk (Sunarsip, 2007)	X	Sudah ada ketentuan pajaknya	X		X		X		X	PPH 20% atas imbalan dan 20% atas Capital Gain
K2.10	Pemerintah Belum melengkapi instrumen yang diperlukan untuk penerbitan SBSN	X	Instrumen SBSN sdh relatif lengkap di banding negara lain	X		X		X		X	
K2.11	Belum adanya koordinasi yang baik antar pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN	X	Sudah terkoordinasi dgn baik	X	Koordinasi sudah ada	X		X		X	Koordinasi berjalan dgn baik antara KL, Kementerian Perencanaan dan Kemenkeu

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR										
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)		
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	
Variabel Aspek Pasar											
K3.1	Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal.	X	Dapat dilakukan penyesuaian	V		V		V	Mencegah proyek gagal spt yg dialami pembiayaan konvensional	V	Wajar ada risiko gagal
K3.2	Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah.	V	Berpengaruh thdp daya serap SBSN yg terbit	V		V		V		V	
K3.3	Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah.	V	Kurang mendukung upaya perluasan basis investor syariah	V	Perlu strategi dalam mengatasinya	V		V	Pasar lebih besar kecenderungannya	V	Belum terbentuk pasar sekunder
K3.4	<i>Profit oriented</i> dan <i>floating majority</i> .	X	Market tidak mungkin di paksa	V		V	Pengaruh produk	V	Sebagai pembeda	X	Wajar bisnis mencari keuntungan
K3.5	Pasar Keuangan Syariah di Indonesia tidak terlalu likuid (Sunarsip, 2007)	V	Biaya SBSN jadi relatif mahal	X		X		X	Tidak benar, terlihat dari pertumbuhan	V	Belum terbentuk pasar sekunder

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR											
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)			
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar		
K3.6	Kurangnya sosialisasi pada pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN		V	Perlu pengembangan metode sosialisasi	X		X		X		X	
K3.7	Pengalaman Penundaan bayar beberapa sukuk global seperti Nakheel (Dubai) dan Investment Dar Kuwait menimbulkan kekhawatiran investor untuk berinvestasi Sukuk.		X	SBSN merupakan instrument pemerintah	X		X		X	Lain dengan SBSN yang jelas jaminannya	X	Nilai Nominal SBSN dijamin Pemerintah RI
K3.8	Laporan The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI, 2006) menyebutkan sekitar 85% sukuk yang beredar belum sesuai syariah		X	Laporan AAOIFI hanya sukuk korporasi	X	Sudah tidak update	X		X	Bunga hanya dijadikan benchmark	V	Sulit memisahkannya
K3.9	Sukuk pada saat ini menganut instrumen pasar dan akibatnya menjadi lebih mahal (Agus, 2010)		X	Justru market lebih kompetitif	X		X		X	Dianalogikan emas dan berlian	V	

Tabel 3.3 (Sambungan)

Kendala	PAKAR											
	Dahlan Siamat (Direktur Pembiayaan Syariah)		Pungky Sumadi (Direktur Jasa Keuangan dan Analisis Moneter)		Tuti Riyati (Direktur Pengembangan Pendanaan Pembangunan)		Dewan Syariah Nasional		Enoh Suharto Pranoto (Sekretaris Dewan Nasional KEK)			
	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar	Ya/ tdk	Komentar		
K3.10	<i>Pricing</i> sukuk cenderung mengikuti <i>bond</i> di pasaran, sehingga <i>interest based bond benchmark</i> ini mengundang kontroversi di industri keuangan Islam sendiri (Yudi, 2010)		X	Dispute tdk terlalu relevan	X	Benchmark perlu dilakukan	X	Esensinya yang berbeda	X	Salah pemahaman tentang bunga dan bagi hasil	V	Imbalan sering dibandingkan dengan bunga
K3.11	Birokrasi penerbitan Sukuk menjadi cukup rumit karena ada beberapa tahap yang harus dilalui sesuai dengan ketentuan syariah yang belum tersosialisasi dengan baik.		X	Sdh ada Guidance dari DSN-MUI	X		X		X	Memang sudah seharusnya sesuai syariah	V	

Tabel 3.4 Variabel Reduksi Hasil Validasi Pakar

Variabel	Kendala Pembiayaan Proyek Melalui SBSN
Aspek Produk	
K1.6	Belum adanya Rating dan Valuasi Standar
K1.7	Nilai nominal SBSN yang diterbitkan dalam rangka pembiayaan proyek, seluruhnya dibukukan dalam APBN
Aspek Penunjang	
K2.6	Sulitnya pembentukan SPV karena bentuk badan hukum Perusahaan penerbit SBSN adalah badan hukum Perusahaan Penerbit SBSN
K2.7	Belum adanya lembaga arbitrase syariah nasional dalam menyelesaikan sengketa
K2.8	Tidak adanya insentif dari pemerintah
K2.9	Belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk (Sunarsip, 2007)
K2.10	Pemerintah Belum melengkapi instrumen yang diperlukan untuk penerbitan SBSN
K2.11	Belum adanya koordinasi yang baik antar pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN
Aspek Pasar	
K3.5	Pasar Keuangan Syariah di Indonesia tidak terlalu likuid (Sunarsip, 2007)
K3.6	Kurangnya sosialisasi pada pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN
K3.7	Pengalaman Penundaan bayar beberapa sukuk global seperti Nakheel (Dubai) dan Investment Dar Kuwait menimbulkan kekhawatiran investor untuk berinvestasi Sukuk
K3.8	Laporan The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI, 2006) menyebutkan sekitar 85% sukuk yang beredar belum sesuai syariah
K3.9	Sukuk pada saat ini menganut instrumen pasar dan akibatnya menjadi lebih mahal (Agus, 2010)
K3.10	<i>Pricing</i> sukuk cenderung mengikuti <i>bond</i> di pasaran, sehingga <i>interest based bond benchmark</i> ini mengundang kontroversi di industri keuangan Islam sendiri (Yudi, 2010)
K3.11	Birokrasi penerbitan Sukuk menjadi cukup rumit karena ada beberapa tahap yang harus dilalui sesuai dengan ketentuan syariah yang belum tersosialisasi dengan baik.

Tabel 3.5 Variabel Hasil Validasi Pakar

Variabel	Kendala Pembiayaan Proyek Melalui SBSN
Aspek Produk	
K1.1	Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.
K1.2	Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.
K1.3	Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.
K1.4	Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
K1.5	Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur
Aspek Penunjang	
K2.1	Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.
K2.2	Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.
K2.3	Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
K2.4	Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.
K2.5	Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)
Aspek Pasar	
K3.1	Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal
K3.2	Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah
K3.3	Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah
K3.4	Profit oriented dan floating majority

Sehingga variabel penelitian terpilih yang akan digunakan melalui kuisioner adalah sebanyak 14 variabel dengan skala penilaian kuisioner dengan menggunakan ANP (*Analytical Network Process*).

3.5 Metode Analisis Kelayakan Finansial Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN

3.5.1 Analisis Net Present Value (NPV)

Penalaran metoda ini adalah dengan mengkonversikan jumlah alir tunai kepada nilai saat ini (present value) dengan tingkat suku bunga yang diperkirakan berlaku selama umur rencana proyek. NPV dalam hal ini adalah nilai keuntungan bersih saat sekarang, yang perhitungannya berdasarkan pada manfaat yang diperoleh untuk proyek pembangunan bandar udara pada suatu kurun waktu tertentu dengan mempertimbangkan besaran tingkat bunga bank komersial.

$$NPV = PVB - PVC \quad \dots\dots\dots (3.2)$$

$$PVB = \sum_{t=0}^n \frac{B_t}{(1+i)^t} \quad \dots\dots\dots (3.3)$$

$$PVC = \sum_{t=0}^n \frac{C_t}{(1+i)^t} \quad \dots\dots\dots (3.4)$$

dimana :

PVB: Nilai sekarang penerimaan (benefit)

PVC: Nilai sekarang pengeluaran (cost)

Bt : Penerimaan pada tahun t

Ct : Pengeluaran pada tahun t

i : Tingkat suku bunga pertahun

Penentuan kelayakan investasi berdasarkan kriteria ini adalah:

- Jika $NPV > 0$, maka investasi dikatakan layak untuk dilaksanakan karena nilai manfaat lebih besar daripada nilai biaya (menguntungkan).
- Jika $NPV < 0$, maka investasi dikatakan tidak layak untuk dilaksanakan karena nilai biaya lebih besar daripada nilai manfaat (tidak menguntungkan).
- Jika $NPV = 0$, maka investasi dikatakan mencapai Break Event Point (BEP), pada kondisi ini investasi memungkinkan untuk dilaksanakan dengan syarat-syarat tertentu.

3.5.2 Analisis Internal Rate of Return (IRR)

Pada dasarnya IRR adalah tingkat keuntungan yang diharapkan. Dengan IRR mencari tingkat diskonto (tingkat suku bunga) sehingga menghasilkan nilai sekarang suatu proyek (NPV) sama dengan nol.

Investor (pemerintah) akan melaksanakan proyek pembangunan yang memiliki nilai *internal rate of return* yang lebih tinggi dari *external rate of return* nya. Bila IRR melebihi biaya yang diperlukan untuk mendanai proyek, maka akan ada surplus dana sesudah dikurangi dana pengembalian modal, dengan kata lain proyek menguntungkan. Sebaliknya bila IRR lebih kecil daripada tingkat suku bunga pinjaman, maka dapat dipastikan proyek akan merugi. Karakteristik inilah yang digunakan untuk mengevaluasi suatu proyek.

Merupakan tingkat hasil yang bisa diperoleh dari suatu proyek Internal rate of return dipergunakan untuk mengetahui tingkat bunga untuk mendapatkan nilai NPV sebesar nol. Dengan mengetahui tingkat bunga saat ini dan juga kecenderungannya dimasa mendatang maka dapat diambil keputusan untuk mengimplementasikan suatu kegiatan.

$$IRR = \sum_{n=1}^N \frac{An}{(1+r)^n} - \sum_{n=0}^N \frac{In}{(1+r)^n} \quad \dots \dots \dots (3.10)$$

dimana :

An = nilai aliran kas pemasukan sesudah pajak

In = Nilai belanja modal (biaya)

r = nilai IRR setelah mencari dengan cara coba-coba

Penentuan kelayakan investasi berdasarkan perhitungan ini adalah:

Besarnya IRR harus lebih besar dari tingkat bunga yang digunakan saat ini. Apabila IRR lebih rendah maka dapat dikatakan bahwa biaya yang digunakan akan lebih menguntungkan bila diinvestasikan di tempat lain.

3.5.3 Analisis Payback Period

Metoda ini sangat sederhana, metode *payback period* (PP) digunakan secara umum untuk teknik penilaian investasi. yaitu dengan memperhitungkan jangka waktu yang bisa digunakan untuk mengembalikan investasi (*initial investment*) dalam suatu proyek. Perhitungan yang dicari adalah Periode waktu yang menunjukkan berapa lama dana yang diinvestasikan akan bisa kembali. Bila waktu ini kurang dari umur proyek maka proyek dapat diterima karena menguntungkan.

Kriteria berdasarkan perhitungan *payback period* ini adalah:

- Jika payback period kurang dari periode maksimum kembalinya nilai investasi maka proyek diterima,
- Jika payback period lebih dari periode maksimum kembalinya nilai investasi maka proyek ditolak.

3.5.4 Penentuan Keuntungan Akad Ijarah

Akad jual-beli pada objek barang atau proyek pembangunan yang dilakukan pemesan kepada pembuat barang/proyek.

Dengan Formula (SABIC dan Tabreed Sukuk 2006):

- Nilai Objek Barang = Harga Pokok Barang + Mark up (*revenue*)

Ijarah adalah akad sewa terhadap suatu barang atau proyek pembangunan oleh penyewa kepada pemilik barang.

Dengan Formula (SABIC dan Tabreed Sukuk 2006):

- Nilai Sewa per Tahun = $A \times (L+M) \times (H/360)$

Dimana:

A = Dana Investasi (diasumsikan senilai SBSN utk membiayai proyek)

L = jumlah tingkat profit (mengacu ke LIBOR)

M = mark up (basis points/bps),

umunya berkisar 150bps-250bps (Salahuddin Ahmed, 2006)

H = jumlah hari aktif dalam setahun

BAB 4
STUDI KASUS: PROYEK PEMBANGUNAN BANDAR UDARA
KERTAJATI, MAJALENGKA

4.1 Gambaran Umum Proyek

4.1.1 Sejarah Singkat

Pada Tahun Anggaran 2003 melalui dana APBD telah disusun Studi Kelayakan Pengembangan Bandara Internasional di Jawa Barat, berdasarkan studi tersebut telah dikeluarkan Keputusan Menteri Perhubungan Nomor: KM 34 Tahun 2005 tentang Penetapan Lokasi Bandara di Jawa Barat.

Pada Tahun Anggaran 2005 melalui dana APBD telah disusun Rencana Induk Bandar Udara di Kabupaten Majalengka dan Rencana Induk tersebut telah ditetapkan oleh Menteri Perhubungan melalui Peraturan Menteri Nomor KM 5 Tahun 2007 tanggal 19 Februari 2007 tentang Rencana Induk Bandar Udara di Kabupaten Majalengka Povinsi Jawa Barat.

Pada Tahun Anggaran 2006 melalui dana APBD, telah dilakukan Studi Analisis Mengenai Dampak Lingkungan (AMDAL).

Pada Tahun Anggaran 2008 melalui dana APBD, telah dilakukan langkah-langkah pembebasan lahan melalui Kegiatan Pemetaan dan Foto Udara di Kawasan Bandar Udara seluas 1.800 ha, sedangkan pada tahun 2009 telah dilakukan Penyusunan Rancangan Teknis Terinci (RTT) serta Penyusunan Bisnis Plan Bandar Udara Kertajati Majalengka serta pembebasan lahan.

Untuk memperkuat dan menegaskan komitmen Pemerintah Provinsi Jawa Barat dalam pembangunan Bandar Udara tersebut pada tahun 2009 telah ditetapkan Rencana Pembangunan Jangka Menengah (RPJM) melalui Peraturan Daerah No.2 Tahun 2009 sebagai turunan dari Rencana Pembangunan Jangka Panjang (RPJP) Jawa Barat 2025 dan Peraturan Daerah Provinsi Jawa Barat No.13 Tahun 2010 tentang Pembangunan dan Pengembangan Bandar Udara Internasional Jawa Barat dan Kertajati *Aerocity*.

Pada tahun 2010, pembebasan lahan telah mencapai kurang lebih 530 hektar atau telah dapat digunakan untuk pembangunan tahap I (satu) Bandar Udara Kertajati-Majalengka.

Pada tahun 2011 melalui APBD telah dialokasikan dana untuk pekerjaan pembebasan lahan 19 Ha (untuk pembayaran sisa lahan yang belum terbebaskan pada tahun 2010), pembersihan dan pengamanan lahan berupa perataan batas, pematokan sertifikasi, dll, serta pengukuran untuk pembebasan lahan berikutnya.

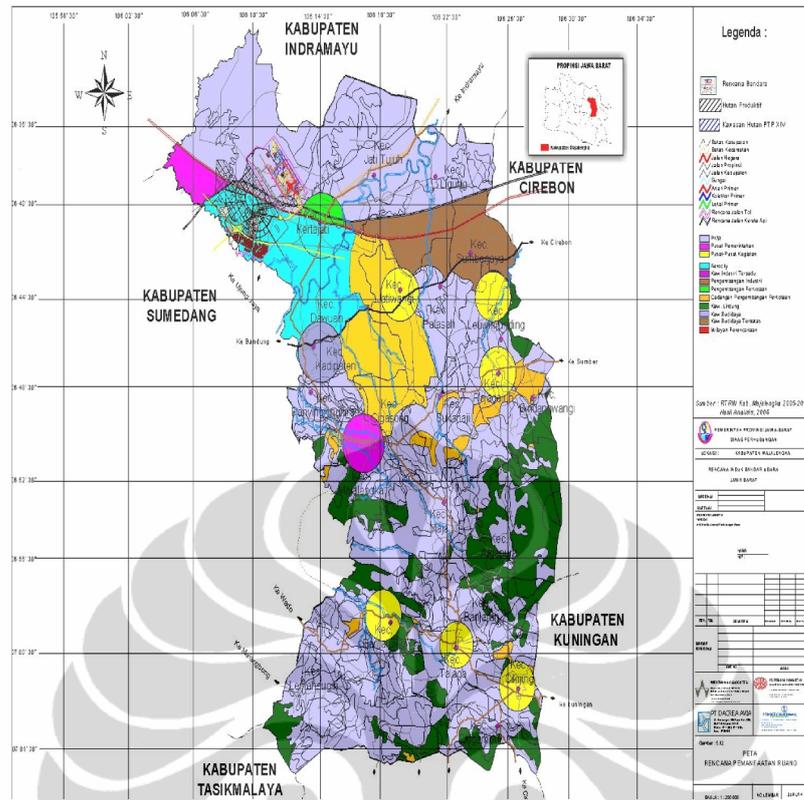
Pada Tahun 2012, Pemerintah Propinsi Jawa Barat telah membebaskan lahan seluas 634 ha dan direncanakan melalui APBD TA 2012 akan dilakukan lagi pembebasan lahan, sehingga ditargetkan lahan yang telah dibebaskan mencapai 970 ha (Risalah Rapat Rencana Pembangunan Bandara Baru Kertajati, 28 Maret 2012).

4.1.2 Lokasi Proyek

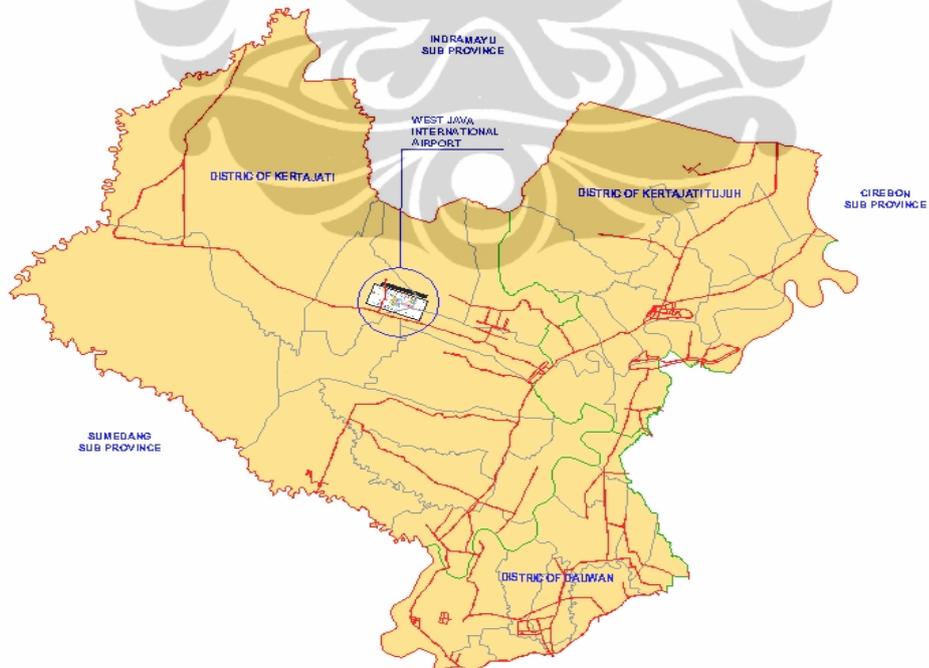
Penetapan Lokasi Bandar Udara Kertajati di Kabupaten Majalengka telah ditetapkan melalui Keputusan Menteri Perhubungan Nomor: KM 34 Tahun 2005 tentang Penetapan Lokasi Bandara di Jawa Barat dan ditindaklanjuti dengan penyusunan Rencana Induk Bandar Udara yang juga telah ditetapkan oleh Menteri Perhubungan melalui Peraturan Menteri Perhubungan Nomor: 5 Tahun 2007 tentang Rencana Induk Bandar Udara Kertajati-Majalengka di Jawa Barat.

Letak pembangunan Bandar Udara Kertajati di kecamatan Kertajati kabupaten Majalengka provinsi Jawa Barat, lokasi pada koordinat $06^{\circ} 39' 05,374''$ Lintang Selatan; $108^{\circ} 09' 31,035''$ Bujur Timur, dengan elevasi mukatanah rata-rata +35 meter terhadap muka air laut rata-rata/Mean Sea Level (MSL), bandar udara akan mempunyai 2 (dua) buah landasan yang *independent* dan saling sejajar. Azimut/bearing arah landasan $139^{\circ} 39' - 319^{\circ} 39'$ terhadap arah utara geografis. Elevasi kedua landasan direncanakan setinggi $\pm 38,200$ meter di atas MSL. Jenis pesawat terbesar yang akan dilayani adalah B747 dan A320.

Landasan I terletak di sebelah utara berdimensi 3.500m x 60m dengan nomor ujung landasan 14L-32R, perletakannya sesuai seperti tercantum dalam Peraturan Menteri Perhubungan Nomor 34 tanggal 17 Mei 2005 tentang penetapan Lokasi Bandar Udara Internasional di Jawa Barat. Landasan II terletak 1.800m disebelah selatan landasan I berdimensi 3.000m x 60m dengan nomor landasan 14R-32L, berikut peta letak bandar udara:



Gambar 4.1 Peta Posisi Kabupaten Majalengka



Gambar 4.2 Peta Posisi Bandar Udara Kertajati

Sumber: Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

4.1.3 Pemrakarsa Proyek dan Pihak Terkait

Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka ini melibatkan beberapa pihak yaitu dari pihak Pemerintah Republik Indonesia sebagai pemrakarsa proyek adalah Pemerintah Propinsi Jawa Barat, Pemerintah Propinsi Jawa Barat. Dalam penelitian ini peneliti berasumsi bahwa Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka dibiayai melalui SBSN. Oleh karena itu pihak lainnya adalah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang-Departemen Keuangan, Direktur Perencanaan dan Pengembangan Dana Pembangunan, Deputi Pembiayaan-Bappenas, sebagai regulator yang terlibat dalam penerbitan SBSN. Sedangkan pihak pengelola belum dan akan ditentukan lebih lanjut. Namun, www.bisnis.com dalam situsnya, "Nantinya AP I akan menjadi pengelola Bandara Kertajati dengan bekerjasama dengan investor asing dari Cina sebagai sumber pembiayaan" (www.bisnis.com diakses tanggal 7 Mei 2012). Walaupun demikian, dalam kajian akademik ini sebagai bahan referensi lainnya untuk pengambil keputusan, peneliti tetap berasumsi pembiayaan pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati melalui SBSN.

4.2 Kendala Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati

Peneliti akan membahas kendala proyek pembangunan bandara baru di Kertajati, Majalengka, Jawa Barat dalam 2 (dua) aspek yaitu aspek pembiayaan dan aspek legalitas:

1. Aspek Pembiayaan

Dalam Pasal 3 ayat 2 Peraturan Menteri Perhubungan No. 34 Tahun 2005 tentang Penetapan Lokasi Bandara di Kecamatan Kertajati Kabupaten Majalengka Provinsi Jawa Barat, yang menyebutkan segala biaya rencana pembangunan bandara baru di Kabupaten Majalengka itu tidak dibebankan kepada APBN.

Peraturan Pemerintah No. 40 Tahun 2012 tentang Pembangunan dan pelestarian lingkungan hidup bandar udara dimungkinkan pembiayaan pembangunan fasilitas sisi udara bandara baru di Majalengka dimungkinkan melalui APBN, dimana dalam Pasal 28 mengamankan bahwa ayat (1) Untuk menunjang perkembangan daerah pembangunan dan pengembangan Bandar Udara dapat didanai dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara dan Anggaran

Pendapatan dan Belanja Daerah secara proporsional dan berdasarkan perjanjian kerjasama sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan. Ayat (2) Dalam pembangunan dan pengembangan Bandar Udara sebagaimana dimaksud pada ayat (1), dana yang bersumber dari Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara hanya dapat digunakan untuk fasilitas sisi udara.

2. Aspek Legalitas

Revisi Peraturan Menteri Perhubungan No. 34 Tahun 2005 tentang Penetapan Lokasi Bandara di Kecamatan Kertajati Kabupaten Majalengka Provinsi Jawa Barat terkait Pasal 3 ayat 2 yang menyebutkan segala biaya rencana pembangunan bandara baru di Kabupaten Majalengka itu tidak dibebankan kepada APBN. Permohonan revisi kepada Biro Hukum dan KSLN Kementerian Perhubungan sebagaimana surat Direktorat Jenderal Perhubungan Udara No.KU.001/1/8/DRJU/2012 tanggal 20 Maret 2012 perihal permohonan revisi KM 34 tahun 2012 yang menyampaikan dua skenario pembiayaan yaitu melalui APBN atau inisiatif baru. Permohonan revisi KM 34 tahun 2012 berdasarkan Pasal 27 dan 28 Peraturan Pemerintah No. 40 Tahun 2012 tentang Pembangunan dan pelestarian lingkungan hidup bandar udara.

4.3 Pengaruh Bandara Baru Kertajati terhadap Demand Bandar Sekitarnya

Dalam Studi Bandar Udara Karawang yang di lakukan JICA tentang prediksi penumpang dari limpahan Bandar Udara Soekarno Hatta sebagai berikut:

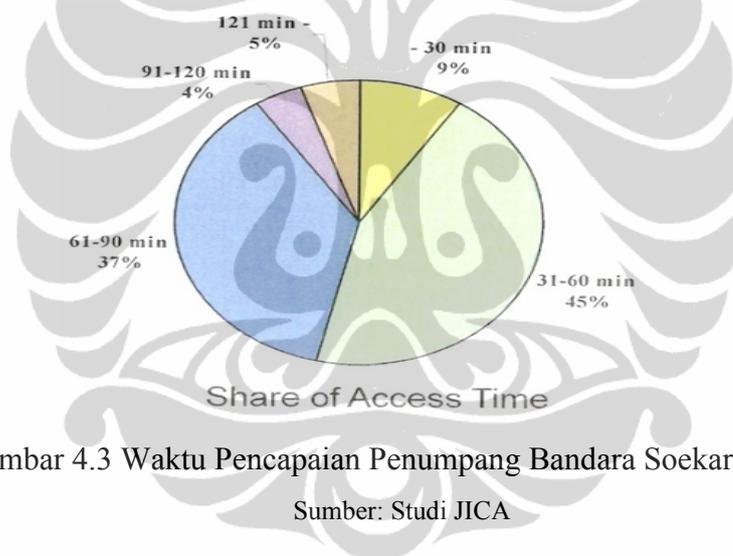
Tabel 4 Prediksi Limpahan Penumpang Bandara Soekarno Hatta

No.	Asal	Studi JICA	Analisis Lion Air
1.	DKI Jakarta	63%	60%
2.	Propinsi Jawa Barat	24%	30%
3.	Propinsi Banten	13%	10%

Sumber: Studi JICA

Dari Tabel di atas dapat disimpulkan bahwa potensi penumpang terbesar di Bandar Udara di Karawang adalah dari bagian sebelah barat Provinsi Jawa Barat. Perkembangan sebelah barat Provinsi Jawa Barat adalah merupakan area industri yang berkembang pesat. Sebagai gambaran, jumlah penduduk Kota Bekasi meningkat sekitar 10% dalam kurun waktu 5 tahun. Tentunya hal ini memiliki pengaruh juga terhadap Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka.

Dilihat dari waktu pencapaian, baik Bandar Udara Baru Kertajati maupun Bandar Udara di Karawang diperkirakan kedua rencana pembangunan bandar udara tersebut akan mengambil pasar sebagian demand dari Bandar Udara Soekarno Hatta berdasarkan waktu pencapaian ke bandar udara yang mempunyai jangkauan waktu pencapaian kurang dari 90 menit perjalanan adalah 90% penumpang seperti dalam gambar berikut ini.

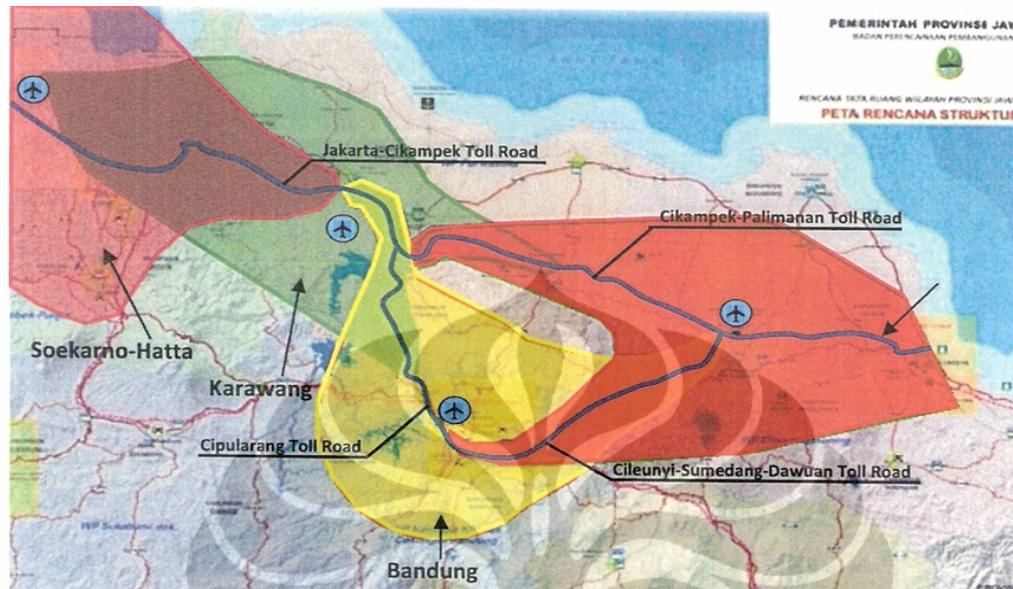


Gambar 4.3 Waktu Pencapaian Penumpang Bandara Soekarno Hatta

Sumber: Studi JICA

Bandar Udara Husein Sastranegara, Bandung, kondisi saat ini atau beberapa tahun belakangan, permintaan jasa angkutan penerbangan dari Bandar Udara Husein Sastranegara Bandung meningkat pesat. Total volume penumpang domestik dan internasional kurang lebih 1 juta penumpang per bulan. Dilihat dari kondisi operasional kegiatan di Bandar Udara Husein Sastranegara terbatas dikarenakan antara lain keterbatasan panjang landas pacu dikaitkan posisi ketinggian. Walaupun dari keterangan airliner, jenis pesawat A320 dapat dioperasikan pada rute dengan jangkauan terbang 2 jam dengan kondisi jumlah penumpang maksimal tanpa kargo. Rute dengan jangkauan terbang 2 jam termasuk didalamnya adalah Singapura dan Kuala Lumpur.

Kondisi area cakupan potensi demand di sekitar Bandar Udara Baru Kertajati sebagai berikut.



Gambar 4.4 Cakupan Potensi Demand di Sekitar Bandar Udara Baru Kertajati

Keterangan:

Warna Pink : cakupan potensi demand Bandara Soekarno Hatta

Warna Hijau : cakupan potensi demand Bandar Udara di Karawang

Warna Kuning : cakupan potensi demand Bandar Udara Husein Sastranegara

Warna Merah : cakupan potensi Demand Bandar Udara di Kertajati

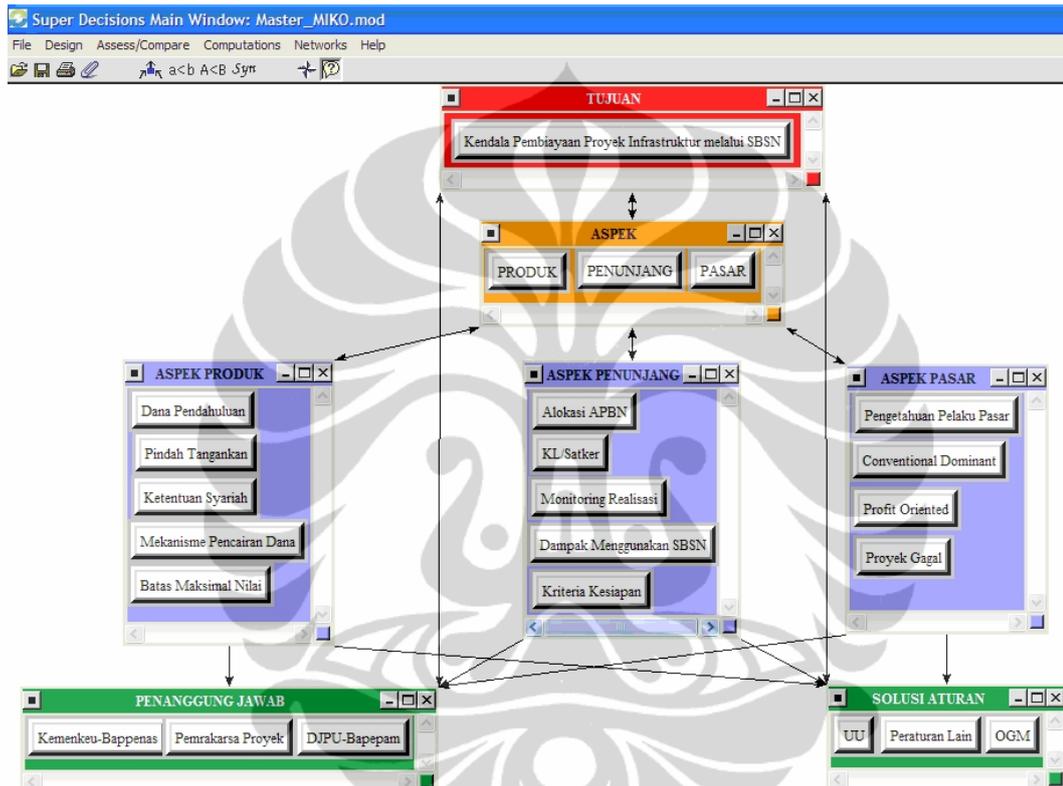
Dari analisis di atas dapat diambil kesimpulan bahwa, area cakupan Bandar Udara di Kertajati tumpang tindih dengan Bandar Udara di Karawang. Namun demikian, area cakupan yang tumpang tindih tersebut mempunyai populasi yang tidak terlalu padat. Jadi secara umum, dengan pertumbuhan lalu lintas di Bandar Udara Soekarno Hatta yang sangat pesat, rencana pembangunan Bandar Udara di Kertajati, Majalengka berpengaruh terhadap Bandar Udara Baru di Karawang dan Bandar Udara Husein Sastranegara. Untuk itu, tetap perlu dilakukan kajian kembali dan penyusunan strategi rencana (Strategic Planning) terhadap rencana pentahapan pembangunan di Bandar Udara di Kertajati.

BAB 5

ANALISA KENDALA DAN KELAYAKAN PEMBIAYAAN PROYEK INFRASTRUKTUR MELALUI SBSN

5.1 Analisis Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur Melalui SBSN

5.1.1 Jaringan ANP



Gambar 5.1 Jaringan ANP

5.1.2 Hasil Sintesis

Pada hasil sintesis ini akan menunjukkan hasil keseluruhan *geometric mean* dan juga tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's Coefficient Of Concordance* (W). Hasil sintesis dari 6 (enam) responden akan dijelaskan berikut ini, sedangkan sintesis dari para responden pada Lampiran 8 Output ANP Version 2.0.8 Super Decision.

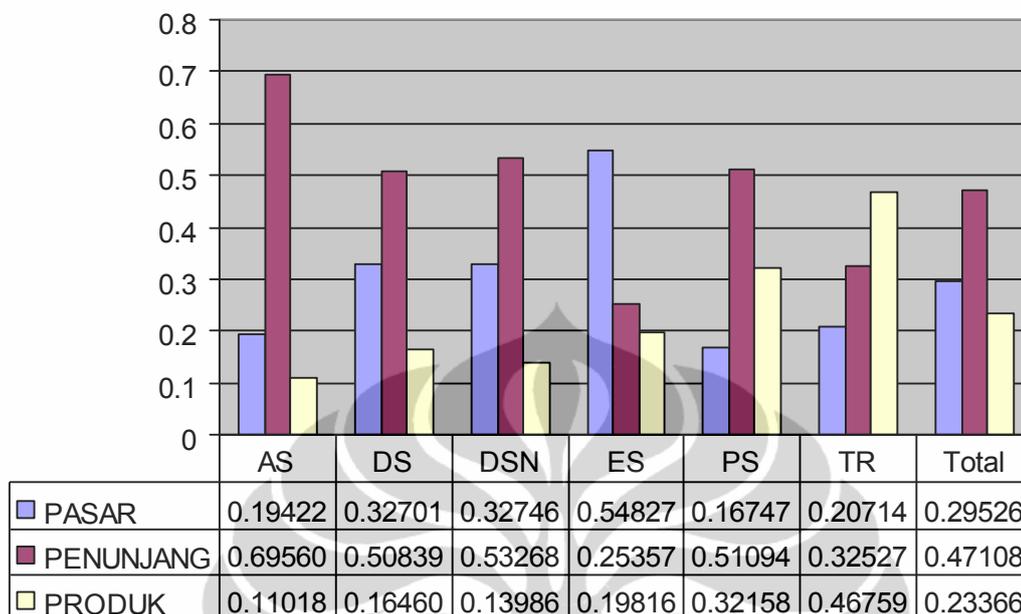
5.1.2.1 Prioritas Aspek Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN

Kendala pembiayaan proyek infrastuktur dilihat dari 3 (tiga) aspek, yaitu:

1. Aspek Produk, yang dimaksud dengan kendala aspek produk adalah kendala yang terkait dengan instrumen, akad dan karakteristik SBSN.
2. Aspek Penunjang, yang dimaksud dengan kendala aspek penunjang adalah beberapa pihak yang mendukung pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN atau Sukuk Negara yaitu pemerintah sebagai regulator dan para pelaku lainnya yaitu lembaga-lembaga penunjang seperti pemeringkat efek, penjamin emisi (*underwriter*), DSN (Dewan Syariah Nasional), juga institusi swasta maupun asosiasi-asosiasi dari entitas masyarakat.
3. Aspek Pasar, yang dimaksud dengan kendala aspek pasar adalah kendala yang berkaitan dengan adanya peluang pasar untuk suatu produk yang akan di tawarkan oleh suatu proyek. Perkembangan pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN yang merupakan kendala pada pasar yang berhubungan dengan emiten, atau penerbitan SBSN, pemrakarsa proyek dan investor.

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada Tabel 5.1 di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **aspek penunjang merupakan aspek yang paling menjadi prioritas**. Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari respoden menunjukkan **aspek penunjang (0.471075)** sebagai aspek yang paling prioritas yang harus diperhatikan dari kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, diikuti oleh **aspek pasar (0.295262)** dan **aspek produk (0.233662)**.

Tabel 5.1 Prioritas Aspek Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui Surat Berharga Syariah Negara



Adapun Tabel 5.2 di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana aspek penunjang memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance* (W) dimana nilai *rater agreement* ($W=0.3611$).

Tabel 5.2 Rater Agreement Aspek Kendala

RATER AGREEMENT						
ASPEK KENDALA SBSN	PASAR	PENUNJANG	PRODUK	KENDALL Coefficient		
				U	S	Maks S
Ayu Sukorini	2	1	3	U	12	-6 36
Dahlan Siamat	2	1	3	S	26	0 0
DSN	2	1	3	Maks S	72	6 36
Enoh Suharto	1	2	3	W	0.3611	0
Pungky Sumadi	3	1	2		36.11%	0
Tuti Riyati	3	2	1			0
TOTAL	13	8	15			72

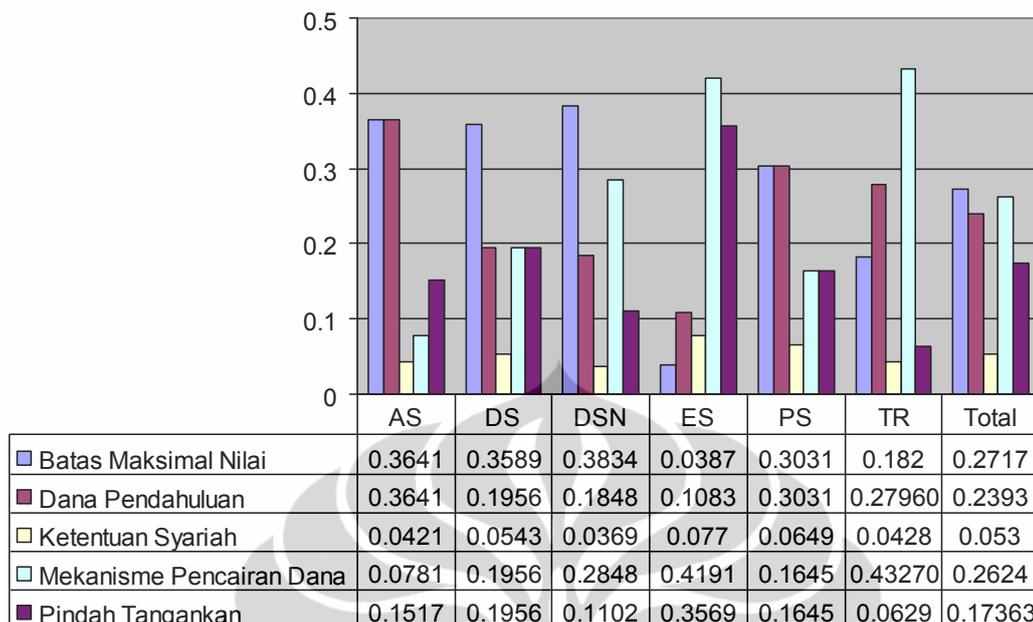
5.1.2.2 Prioritas Kendala Aspek Produk

Kendala yang terdapat dalam aspek produk antara lain:

1. Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.
2. Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.
3. Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.
4. Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
5. Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur.

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada Tabel 5.3 di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **kendala batas maksimal nilai merupakan kendala yang paling menjadi prioritas dari aspek produk**. Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari responden menunjukkan bahwa kendala dari aspek produk adalah **Batas Maksimal Nilai (0.271683)** sebagai aspek yang paling prioritas yang harus diperhatikan dari kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, diikuti oleh kendala **Mekanisme Pencairan Dana (0.262438)**, kendala **Dana Pendahuluan (0.239258)**, kendala **Pindah Tangankan (0.173630)** dan kendala **Ketentuan Syariah (0.052988)**.

Tabel 5.3 Prioritas Prioritas Kendala Aspek Produk



Adapun Tabel 5.4 di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana **batas maksimal nilai** memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance* (W) dimana nilai *rater agreement* ($W=0.5500$).

Tabel 5.4 Rater Agreement Aspek Produk

RATER AGREEMENT						KENDALL Coefficient		
KENDALA ASPEK PRODUK	Batas Maksimal Nilai	Dana Pendahuluan	Ketentuan Syariah	Mekanisme Pencairan Dana	Pindah Tangankan			Maks S
Ayu Sukorini	1	2	5	4	3	U	18	-12 144
Dahlan Siamat	1	2	5	3	4	S	198	-6 36
DSN	1	3	5	2	4	Maks S	360	0 0
Enoh Suharto	5	3	4	1	2	W	0.5500	6 36
Pungky Sumadi	1	2	5	3	4		55.00%	12 144
Tuti Riyati	3	2	5	1	4			0
TOTAL	12	14	29	14	21			360

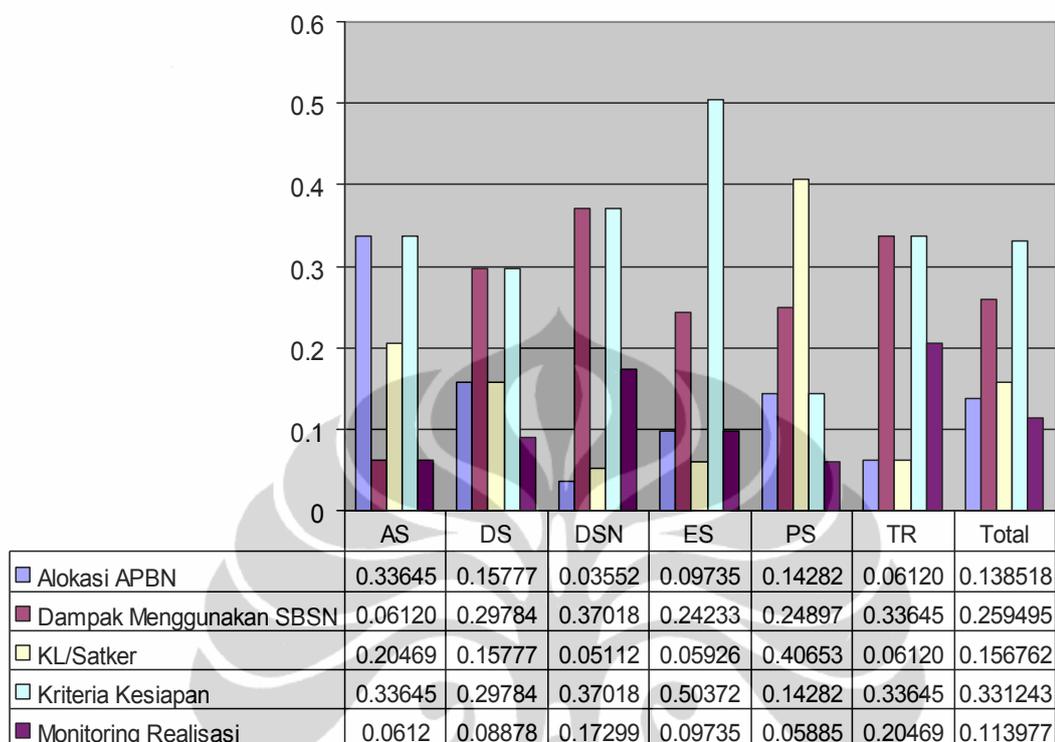
5.1.2.3 Prioritas Kendala Aspek Penunjang

Kendala yang terdapat dalam aspek penunjang antara lain:

1. Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.
2. Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.
3. Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.
4. Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.
5. Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada Tabel 5.5 di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **kendala Kriteria Kesiapan merupakan kendala yang paling menjadi prioritas dari aspek produk**. Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari responden menunjukkan bahwa kendala dari aspek penunjang adalah **Kriteria Kesiapan (0.331243)** sebagai aspek yang paling prioritas yang harus diperhatikan dari kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, diikuti oleh kendala Mekanisme Pencairan Dana (0.262438), kendala **Dampak Menggunakan SBSN (0.259495)**, kendala **KL/Satker (0.156762)**, kendala **Alokasi APBN (0.138518)** dan kendala **Monitoring Realisasi (0.113977)**.

Tabel 5.5 Prioritas Prioritas Kendala Aspek
Penunjang



Adapun Tabel 5.6 di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana **kendala Kriteria Kesiapan** memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance* (W) dimana nilai *rater agreement* ($W=0.3778$).

Tabel 5.6 Rater Agreement Aspek Penunjang

RATER AGREEMENT									
KENDALA ASPEK PENUNJANG						KENDALL Coefficient			
	Alokasi APBN	Dampak SBSN	KL/Satker	Kriteria Kesiapan	Monitoring				Maks S
Ayu Sukorini	1	4	3	2	5	U	18	-12	144
Dahlan Siamat	4	1	3	2	5	S	136	-6	36
DSN	5	1	4	2	3	Maks S	360	0	0
Enoh Suharto	3	2	5	1	4	W	0.3778	6	36
Pungky Sumadi	3	2	1	4	5		37.78%	12	144
Tuti Riyati	5	1	4	2	3				0
TOTAL	21	11	20	13	25				360

5.1.2.4 Prioritas Kendala Aspek Pasar

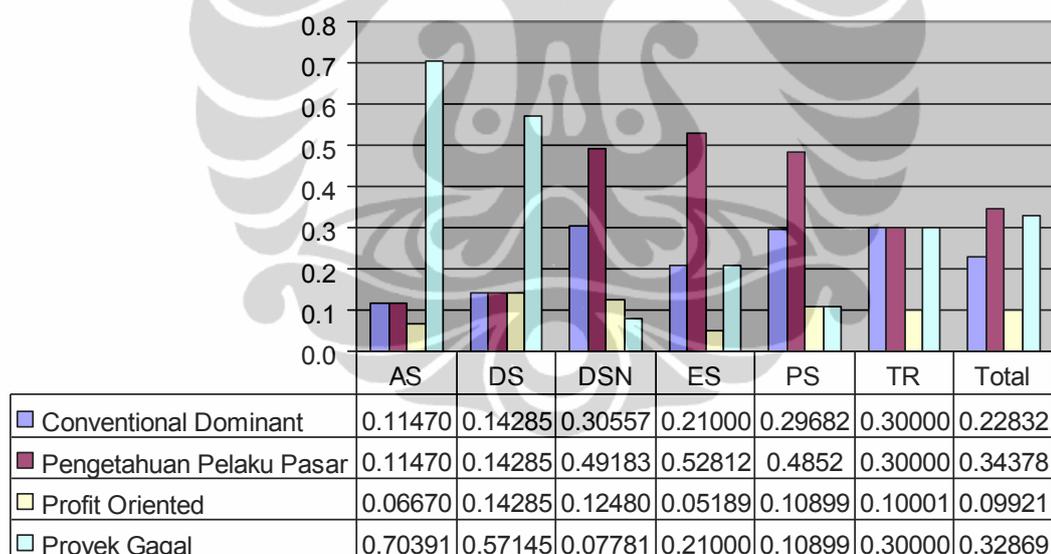
Kendala yang terdapat dalam aspek pasar antara lain:

1. Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal.
2. Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah, yang dimaksud kendala ini adalah masih kurangnya pengetahuan yang dimiliki oleh investor. Dalam hal ini, investor belum mengetahui karakteristik dan kelebihan yang dimiliki sukuk.
3. Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah, yaitu pada kondisi financial dual system seperti saat ini dominannya sistem konvensional tetaplah ada mengingat perkembangannya yang jauh lebih dulu. Instrumen keuangan termasuk sukuk dihadapkan pada persaingan dengan obligasi konvensional sehingga timbul tantangan tersendiri untuk dapat lebih meningkatkan trend SBSN. Selain itu, juga mengingat pasar obligasi khususnya memang lebih banyak diserap oleh pasar konvensional meskipun nilai emisi SBSN atau Sukuk Negara dapat dikatakan mengalami pertumbuhan, namun komposisinya masih jauh lebih kecil dibandingkan obligasi konvensional.
4. *Profit oriented* dan *floating majority*. yaitu investor cenderung bersikap konservatif dengan memilih mana yang lebih menguntungkan tanpa melihat dan mempertimbangkan aspek syariah. Investor akan berminat membeli SBSN

jika memang dinilai mampu memberikan imbal hasil yang lebih tinggi dibandingkan instrumen konvensional.

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada **Tabel 5.7** di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **kendala Pengetahuan Pelaku Pasar merupakan kendala yang paling menjadi prioritas dari aspek produk**. Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari responden menunjukkan bahwa kendala dari aspek pasar adalah **Pengetahuan Pelaku Pasar (0.343783)** sebagai aspek yang paling prioritas yang harus diperhatikan dari kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, diikuti oleh kendala **Proyek Gagal (0.328693)**, kendala **Conventional Dominant (0.228323)** dan kendala **Profit Oriented (0.099207)**.

Tabel 5.7 Prioritas Kendala Aspek Pasar



Adapun **Tabel 5.8** di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana **kendala Pengetahuan Pelaku Pasar** memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance* (W) dimana nilai *rater agreement* ($W=0.2889$).

Tabel 5.8 Rater Agreement Aspek Pasar

RATER AGREEMENT						KENDALL Coefficient		
KENDALA ASPEK PASAR								
	Conventional Dominant	Pengetahuan Pelaku Pasar	Profit Oriented	Proyek Gagal				Maks S
Ayu Sukorini	3	2	4	1	U	15	-9	81
Dahlan Siamat	4	3	2	1	S	52	-3	9
DSN	2	1	3	4	Maks S	180	3	9
Enoh Suharto	2	1	4	3	W	0.2889	9	81
Pungky Sumadi	2	1	3	4		28.89%		0
Tuti Riyati	1	2	4	3				0
TOTAL	14	10	20	16				180

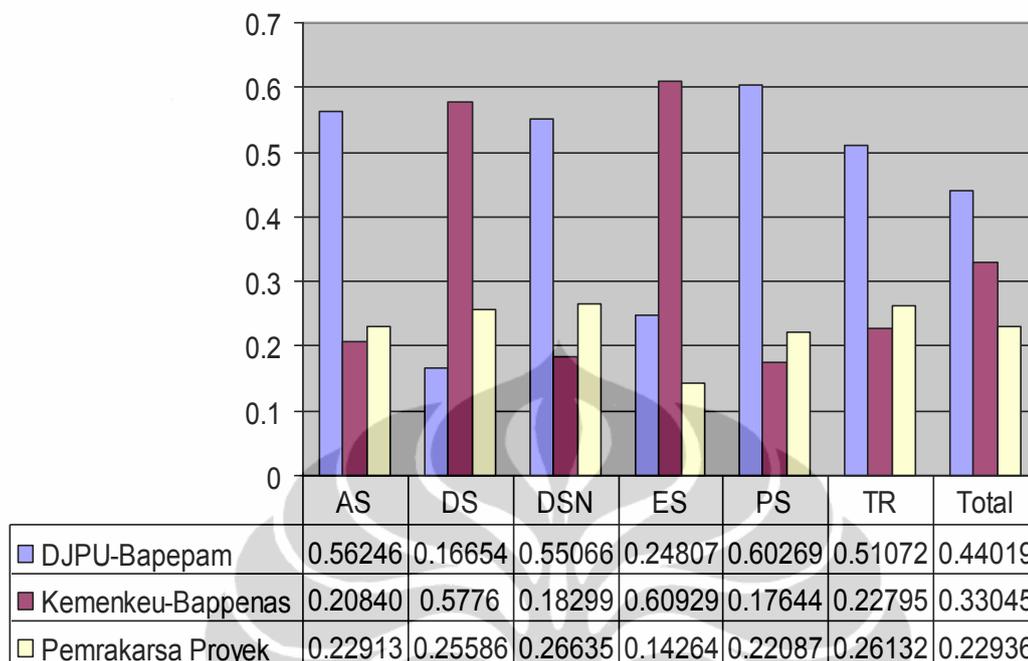
5.1.2.5 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab

Kendala pembiayaan proyek infrastruktur ditinjau secara tanggung jawab, ada pada:

1. Kemenkeu-Bappenas
2. Pemrakarsa Proyek
3. DJPU-Bapepam

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada Tabel 5.9 di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab ada pada DJPU-Bapepam**. Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari responden menunjukkan Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab ada pada **DJPU-Bapepam (0.44019)**, diikuti oleh **Kemenkeu-Bappenas (0.330445)** dan **Pemrakarsa Proyek (0.229362)**.

Tabel 5.9 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab



Adapun Tabel 5.10 di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana **Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab ada pada DJPU-Bapepam** memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance (W)* dimana nilai *rater agreement (W=0.1944)*.

Tabel 5.10 Rater Agreement Kendala di tinjau secara tanggung jawab

RATER AGREEMENT							
TANGGUNG JAWAB				KENDALL Coefficient			
	DJPU-Bapepam	Kemenkeu-Bappenas	Pemrakarsa Proyek				Maks S
Ayu Sukorini	1	3	2	U	12	-6	36
Dahlan Siamat	3	1	2	S	14	0	0
DSN	1	3	2	Maks S	72	6	36
Enoh Suharto	2	1	3	W	0.1944		0
Pungky Sumadi	1	3	2		19.44%		0
Tuti Riyati	1	3	2				0
TOTAL	9	14	13				72

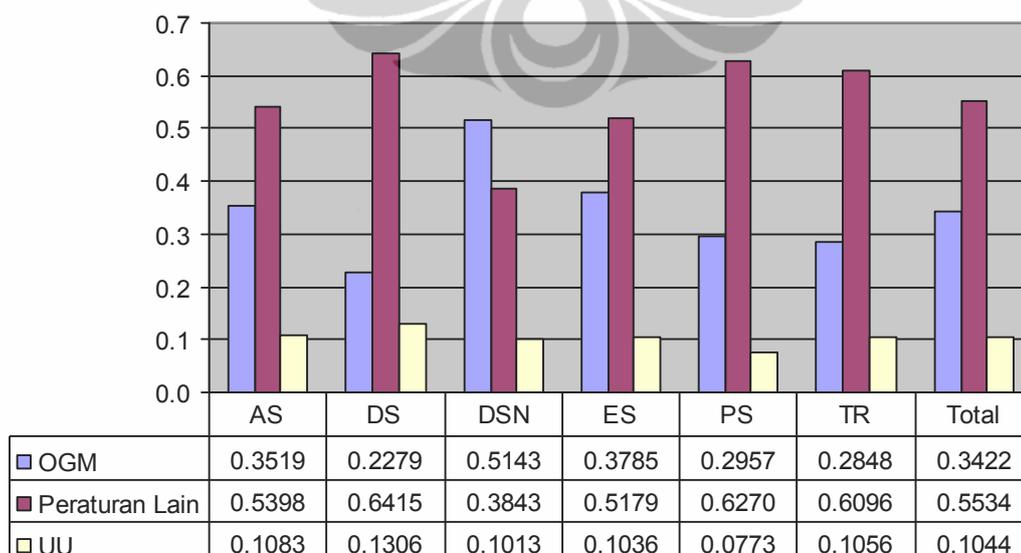
5.1.2.6 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturan

Kendala pembiayaan proyek infrastruktur ditinjau secara penyelesaian aturannya ada pada:

1. Undang-Undang
2. Peraturan Lain
3. OGM (Operation Guidelines Manual)

Hasil yang diperoleh secara keseluruhan memperlihatkan bahwa secara statistik konsensus dari 6 responden. Pada Tabel 5.11 di bawah ini memperlihatkan hasil individu responden berikut rata-rata untuk jawaban responden yang menunjukkan bahwa **Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturan ada pada Peraturan Lain**, dengan nilai *rater agreement* ($W=0.8611$). Secara keseluruhan, sebagaimana hasil dari responden menunjukkan Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturan ada pada **Peraturan Lain (0.170265)**, diikuti oleh **OGM (Operation Guidelines Manual (0.105292))** dan **Undang-Undang (0.032133)**.

Tabel 5.11 Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturan



Adapun Tabel 5.12 di bawah ini memperlihatkan tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) individu responden yang memang menunjukkan keragaman pendapat, dimana **Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturan ada pada Peraturan Lain** memang memiliki nilai yang tinggi dalam pandangan responden, tingkat *rater agreement* (kesesuaian/persetujuan) dengan menggunakan ukuran *Kendall's coefficient of concordance* (W) dimana nilai *rater agreement* ($W=0.8611$).

Tabel 5.12 Rater Agreement Kendala di tinjau secara penyelesaian aturan

RATER AGREEMENT							
PENYELESAIAN ATURAN				KENDALL Coefficient			
	OGM	Peraturan Lain	UU				Maks S
Ayu Sukorini	2	1	3	U	12	-6	36
Dahlan Siamat	2	1	3	S	62	0	0
DSN	1	2	3	Maks S	72	6	36
Enoh Suharto	2	1	3	W	0.8611		0
Pungky Sumadi	2	1	3		86.11%		0
Tuti Riyati	2	1	3				0
TOTAL	11	7	18				72

Dari hasil Analisis ANP, dapat dibuat Matrik Action Plan Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN sebagai berikut:

Tabel 5.13 Matriks Mapping Kendala dan Rekomendasi pada Tahapan Pembiayaan Infrastruktur melalui SBSN

TAHAPAN	ASPEK	LEMBAGA	ATURAN HUKUM	REKOMENDASI
1	Perencanaan Proyek			
a. Perencanaan dan pengusulan termasuk dokumen kelayakan proyek.	Aspek Produk, Perencanaan Proyek, dan pengusulan proyek dilakukan oleh pemrakarsa studi proyek. Proyek yang diusulkan hanya proyek yang sudah dapat proyek yang telah mendapat alokasi dalam APBN, dapat berupa Proyek yang akan atau sedang dibangun.	K/L	PP No. 56 Tahun 2011 untuk saat ini membatasi Proyek yang dapat dibiayai melalui penerbitan SBSN hanya proyek/Kegiatan Pemerintah Pusat	Proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN, dapat dikembangkan untuk proyek BUMN atau Pemda
b. Penilaian kesiapan Proyek dan persetujuan	Aspek Penunjang, selain Readiness Criteria. DSN MUI telah mengeluarkan ketetapan tentang Kriteria Proyek sesuai dengan Prinsip Syariah.	Bappenas	Ketetapan DSN-MUI No.01/DSN-MUI/III/2012 tentang Kriteria Proyek sesuai dengan Prinsip Syariah	Readiness Criteria dan Ketetapan DSN-MUI perlu segera diformulasikan sebagai penilaian proyek dalam menentukan Daftar Prioritas Proyek

Tabel 5.13 (Sambungan)

TAHAPAN	ASPEK	LEMBAGA	ATURAN HUKUM	REKOMENDASI
2 Penganggaran Proyek				
a. Pengalokasian APBN;	Aspek penunjang, belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.	Kemenkeu	UU No. 19 Tahun 2008, Pasal 9 (2): Pemerintah wajib membayar Imbalan dan Nilai Nominal setiap SBSN.	Pengalokasian APBN berupa mata anggaran belanja modal proyek yang menjamin pencairan dana hanya untuk pembiayaan proyek. Selain itu juga perlu mata anggaran belanja pembayaran imbalan dan nilai nominal.
b. Penyusunan dokumen pelaksanaan anggaran	Aspek Produk, Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.	Kemenkeu		Mekanisme pencairan dana disesuaikan dengan mekanisme termin yang ada selama ini.
3 Penerbitan SBSN				
a. Perencanaan penerbitan dan penjualan SBSN;	Aspek Produk, adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur	Kemenkeu	PP 56 Tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN Pasal 5: Menteri men5rusun rencana batas maksimal penerbitan SBSN untuk pembiayaan Proyek.	
b. Pelaksanaan penerbitan dan penjualan SBSN		Kemenkeu		Monitoring dan pengawasan transaksi di pasar sekunder
c. Penatausahaan penerbitan dan penjualan SBSN		Kemenkeu		Penatausahaan dapat berupa batas maksimal kepemilikan SBSN

Tabel 5.13 (Sambungan)

TAHAPAN	ASPEK	LEMBAGA	ATURAN HUKUM	REKOMENDASI	
d.	Pengelolaan portofolio dan risiko.	Kemenkeu	UU No. 19 Tahun 2008, Pasal 9 (2): Dalam hal SBSN diterbitkan di dalam negeri, Menteri menunjuk Bank Indonesia sebagai agen penata usaha untuk melaksanakan kegiatan penatausahaan yang mencakup antara lain kegiatan pencatatan kepemilikan	Penerapan prinsip kehati-hatian dan tata kelola SBSN yang baik sehingga diperlukan penataan struktur kepemilikan SBSN	
4	Pelaksanaan dan Pengelolaan Proyek				
a.	Pelaksanaan Proyek, termasuk penunjukan kontraktor rekanan; pembayaran/pencairan dana;	Aspek pasar, adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal	K/L	PP 56 Tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN Pasal 5 (2): Ketentuan mengenai tata cara pembiayaan Proyek diatur dengan Peraturan Menteri.	Adanya risiko proyek gagal atau kemungkinan gagal bayar, hendaknya para pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN agar mengedepankan prinsip kehati-hatian dengan menerapkan sistem transparansi, kepercayaan dan pertanggungjawaban penggunaan dana secara lebih profesional

Tabel 5.13 (Sambungan)

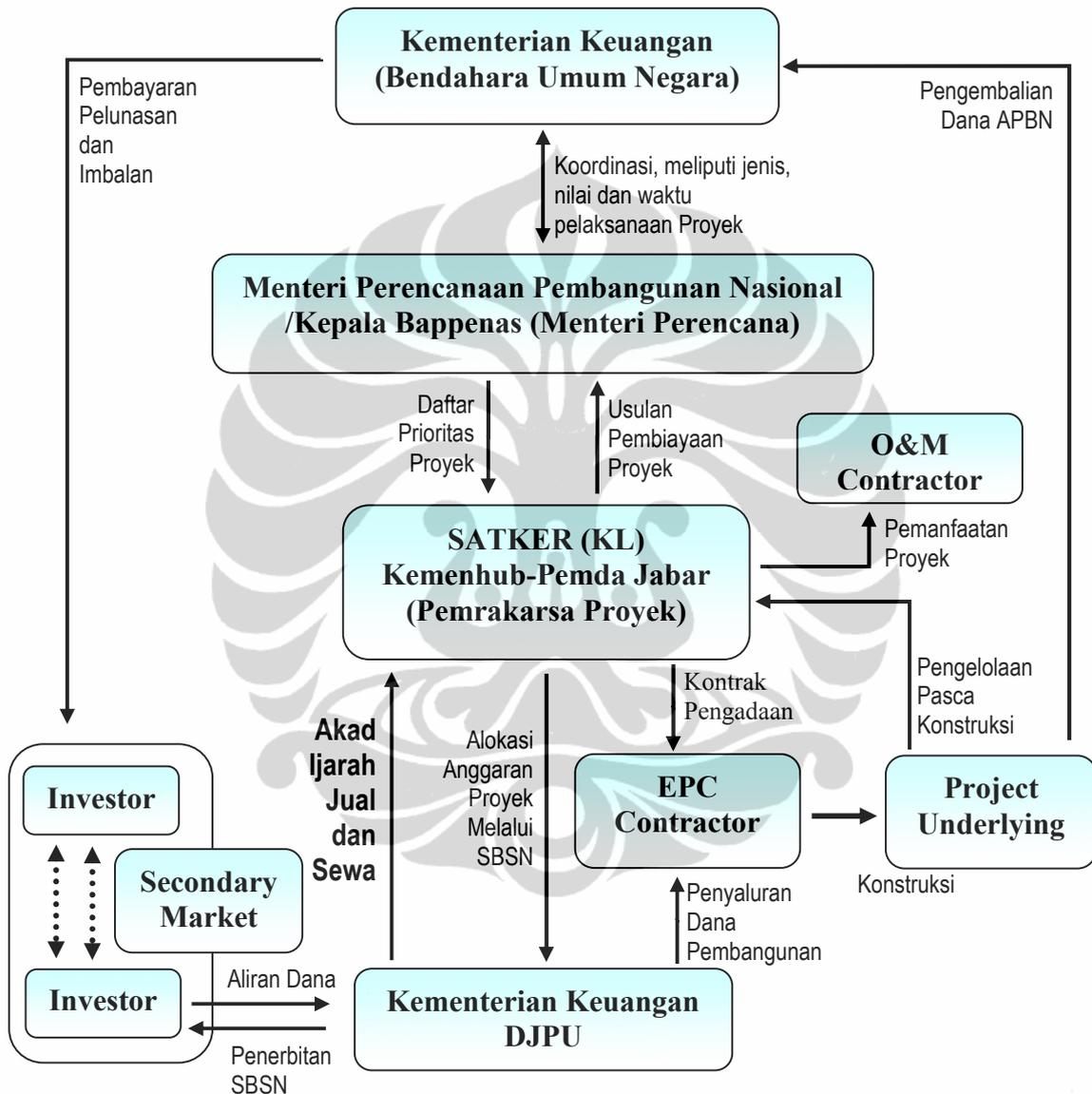
TAHAPAN	ASPEK	LEMBAGA	ATURAN HUKUM	REKOMENDASI
b. Pengawasan dan monitoring pelaksanaan Proyek;	Aspek penunjang, belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.	K/L		
c. Penatausahaan Proyek.	Aspek Produk, Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.	K/L		

Penjelasan rekomendasi pada Tabel 5.13 di atas sebagai berikut:

1. Proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN, dapat dikembangkan untuk proyek BUMN atau Pemda melalui mekanisme penerusan pinjaman. Sehingga dapat dikembangkan SBSN Propinsi atau SBSN Daerah.
2. Readiness Criteria dan Ketetapan DSN-MUI tentang Kriteria Proyek sesuai dengan Prinsip Syariah perlu segera diformulasikan secara seksama sebagai alat penilaian proyek dalam menentukan Daftar Prioritas Proyek.
3. Pengalokasian APBN berupa mata anggaran belanja modal proyek yang menjamin pencairan dana hanya untuk pembiayaan proyek. Selain itu juga perlu mata anggaran belanja pembayaran imbalan dan nilai nominal. Hal ini untuk menjamin penggunaan dana pembiayaan proyek infrastruktur dapat langsung terealisasi
4. Mekanisme pencairan dana disesuaikan dengan mekanisme termin yang ada selama ini agar dapat mendorong proyek infrastruktur dibiayai melalui SBSN yang selama ini pimpinan proyek relatif telah nyaman dengan mekanisme pencairan termin dalam APBN.
5. Monitoring dan pengawasan transaksi di pasar sekunder, fungsi Bapepam-LK dalam Monitoring dan pengawasan transaksi di pasar sekunder perlu dikaji lebih lanjut agar transaksi di pasar sekunder sesuai dengan UU No. 22 Tahun 2004 tentang Surat Utang Negara.
6. Penatausahaan dapat berupa batas maksimal kepemilikan SBSN, penetapan batas maksimal kepemilikan SBSN didasarkan atas kategori pemegang SBSN yaitu Badan Hukum Lembaga Keuangan (bank dan bukan bank), Badan Hukum Non Lembaga Keuangan, dan Perorangan. Persentase batas maksimal kepemilikan SBSN masing-masing kategori dapat dikaji lebih lanjut.
7. Penerapan prinsip kehati-hatian dan tata kelola SBSN yang baik dengan menerapkan sistem transparansi, kepercayaan dan pertanggungjawaban secara lebih profesional dapat berupa penataan struktur kepemilikan SBSN.
8. Adanya risiko proyek gagal atau kemungkinan gagal bayar, hendaknya para pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN agar mengedepankan prinsip kehati-hatian dengan menerapkan sistem transparansi, kepercayaan dan pertanggungjawaban penggunaan dana secara lebih profesional.

5.2 Mekanisme Pembiayaan Proyek Pembangunan Bandar Baru Kertajati

Sebagai gambaran mekanisme pembiayaan proyek pembangunan Bandar Udara Kertajati-Majalengka, melalui penerbitan SBSN adalah sebagai berikut:



Gambar 5.2 Mekanisme Pembiayaan Proyek Pembangunan Bandar Udara Kertajati-Majalengka melalui Penerbitan SBSN

Sumber: Analisis, 2012

5.2.1 Proses Pengusulan, Penilaian dan Penetapan Proyek

Selama ini, pembiayaan proyek infrastruktur umumnya bersumber dari empat sektor, yaitu pemerintah baik melalui APBN atau pinjaman luar negeri, Badan Usaha Milik Negara, Swasta, dan campuran yang terbatas sumber dananya. Penelitian ini ingin memberikan sebuah alternatif dalam mekanisme pembiayaan yang mampu memobilisasi dana publik secara luas sebagai wujud partisipasi dan dapat dipertanggungjawabkan secara legal maupun teknis serta sesuai syariah.

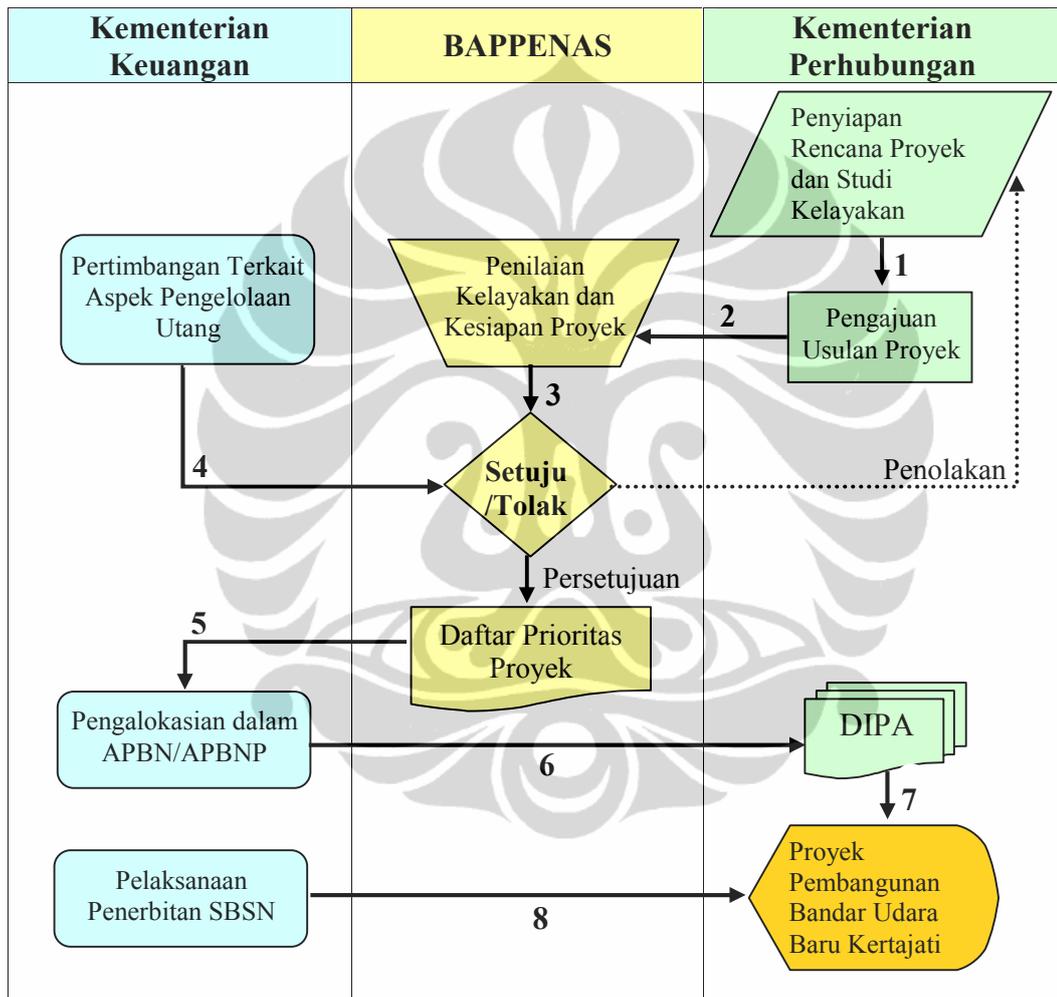
Proses pengusulan, penilaian dan penetapan proyek yang akan dibiayai oleh SBSN pada saat ini masih menggunakan metode yang sama dengan pembiayaan sebelumnya, karena tidak ada spesifikasi khusus yang mensyaratkan adanya ketentuan tertentu yang spesifik dan berbeda.

Hal yang harus diperhatikan adalah peran Bappenas bersama Kementerian Keuangan ketika melakukan penilaian dan kesesuaian dengan prinsip syariah proyek untuk masuk dalam daftar prioritas proyek agar dapat dibiayai melalui SBSN. Kriteria proyek sesuai dengan prinsip syariah menurut Dewan Syariah Nasional-Majelis Ulama Indonesia melalui ketetapan tentang kriteria proyek sesuai dengan prinsip syariah No. 01/DSN-MUI/III/2012 tanggal 29 Maret 2012 antara lain sebagai berikut:

- a. Proyek tersebut memiliki kejelasan yang meliputi perencanaan, pelaksanaan dan penyelesaian, sekurangnya meliputi aspek:
 1. Rencana pemanfaatan;
 2. Rencana pembangunan proyek dari segi manfaat-mudharat (analisis mashlahat proyek).
- b. Pemanfaatan proyek bukan untuk tujuan yang berkaitan dengan:
 1. Penyelenggaraan dan atau adanya kontribusi terhadap jasa keuangan konvensional (ribawi);
 2. penyelenggaraan dan atau adanya kontribusi terhadap kegiatan yang mengandung unsur perjudian (maysir);
 3. penyelenggaraan dan atau adanya kontribusi terhadap produksi, distribusi, perdagangan dan/atau penyediaan barang/jasa yang dilarang (haram);

4. penyelenggaraan dan atau adanya kontribusi terhadap kegiatan yang bersifat merusak/berbahaya (mudharat) terhadap akhlak.moral maupun lingkungan.

Adapun tahapan kegiatan proses pengusulan, penilaian dan penetapan daftar kegiatan prioritas proyek Bandar Udara Kertajati-Majalengka dalam rangka pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN dapat digambarkan dalam gambar sebagai berikut:



Gambar 5.3 Proses Pengusulan, Penilaian dan Penetapan Proyek yang akan dibiayai melalui SBSN

Keterangan Gambar:

1. Penyiapan rencana proyek/kegiatan dan studi kelayakannya dari Kementerian/lembaga dalam hal ini Kementerian Perhubungan menampung usulan proyek dari daerah ataupun proyek yang menjadi prioritas melalui mekanisme program usulan tahunan.
2. Pengajuan Usulan Proyek/kegiatan oleh pemrakarsa proyek dengan dilampiri persyaratan paling sedikit, kerangka acuan kerja dan dokumen studi kelayakan Proyek.
3. Usulan masuk Bapenas kemudian dibahas mengenai penilaian kelayakan dan kesiapan proyek/kegiatan untuk dijadikan usulan proyek dengan memperhatikan masukan dari kementerian keuangan dan kesesuaian syariah.
4. Menteri Perencanaan melakukan penilaian kelayakan Proyek sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dengan mempertimbangkan aspek pengelolaan utang dan batas maksimum penerbitan SBSN dalam rangka pembiayaan Proyek
5. Hasil penilaian terhadap Proyek yang layak dibiayai melalui penerbitan SBSN dituangkan dalam daftar prioritas Proyek yang ditetapkan oleh Menteri Perencanaan.
6. Menteri Keuangan mengalokasikan anggaran Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN dalam Rancangan APBN atau Rancangan APBN Perubahan berdasarkan daftar prioritas Proyek.
7. Alokasi anggaran Proyek yang telah ditetapkan dalam APBN dituangkan dalam dokumen anggaran (DIPA) sebagai tanda proyek bisa mulai dilaksanakan melalui pembiayaan SBSN
8. Pelaksanaan Penerbitan SBSN dan monitoring pelaksanaan proyek terus dilakukan terhadap kemajuan proyek oleh Kementerian Keuangan untuk melihat realisasi proyek dan pencairan pendanaan.

5.2.2 Penerbitan SBSN melalui Metode Lelang (*Auction*)

Penerbitan SBSN dapat dilakukan dengan cara *bookbuilding* ataupun lelang. Untuk penerbitan SBSN seri PBS telah dilakukan melalui cara lelang. Pelaksanaan lelang termasuk penentuan harga SBSN harus sesuai dengan prinsip syariah. Ketentuan mekanisme lebih lanjut mengenai Penerbitan dan Penjualan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) di Pasar Perdana Dalam Negeri dengan cara Lelang termuat pada Peraturan Menteri Keuangan No. 11 /PMK. 08/2009.

Penerbitan SBSN dengan cara lelang adalah penjualan SBSN dengan cara mengajukan Penawaran Pembelian Kompetitif dan/atau Penawaran Pembelian Non kompetitif dalam suatu periode waktu penawaran yang telah ditentukan dan diumumkan sebelumnya, melalui sistem yang disediakan agen yang melaksanakan Lelang SBSN. Lelang SBSN Jangka Pendek, lelang SBSN hanya diikuti oleh Peserta Lelang, Bank Indonesia, dan/atau LPS. Sedangkan Lelang SBSN Jangka Panjang hanya dapat diikuti oleh Peserta Lelang dan/atau LPS.

Berikut beberapa istilah dalam penerbitan dengan cara lelang:

Peserta Lelang adalah Bank, Perusahaan Efek, dan anggota Dealer Utama sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Menteri Keuangan tentang Penerbitan dan penjualan SBSN di pasar perdana dalam negeri dengan cara lelang.

Penawaran Pembelian Kompetitif adalah penawaran pembelian yang mencantumkan volume dan tingkat imbalan yang diinginkan penawaran dalam hal lelang SBSN dengan imbalan tetap (*fixed coupon*), dan mencantumkan volume dan harga yang diinginkan penawaran dalam hal lelang SBSN dengan imbalan mengambang (*floating rate*).

Penawaran Pembelian Non Kompetitif adalah pengajuan penawaran pembelian dengan mencantumkan volume tanpa tingkat imbal hasil yang diinginkan dalam hal Lelang SBSN dengan pembayaran Imbalan tetap atau pembayaran imbalan secara diskonto; atau mencantumkan volume tanpa harga yang diinginkan penawar dalam hal Lelang SBSN dengan pembayaran imbalan mengambang.

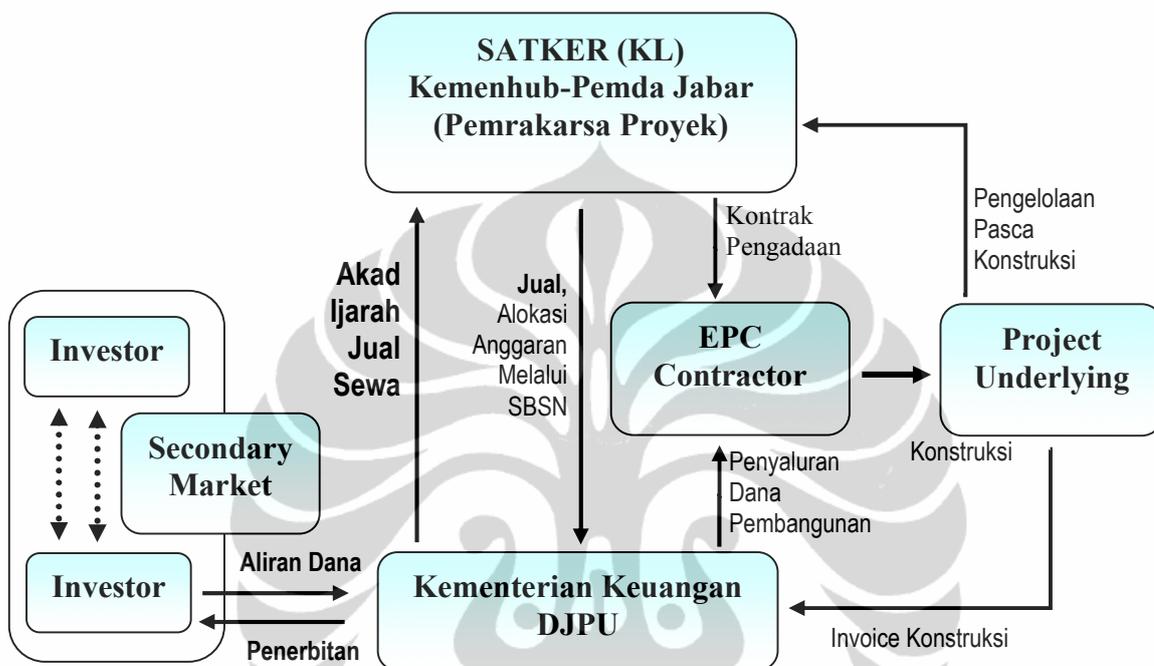
Harga Beragam (*multiple price*) yaitu harga yang dibayarkan oleh masing-masing pemenang lelang SBSN sesuai dengan harga penawaran yang diajukan.

Harga Seragam (*uniform price*) yaitu tingkat harga yang sama yang dibayarkan oleh seluruh pemenang lelang SBSN.

5.2.3 Mekanisme Penyaluran Dana

Mekanisme penyaluran dana pada proyek Pembangunan Bandar Udara Kertajati, Majalengka, terbagi dalam beberapa tahap yaitu:

Tahap I : Tahun ke-0 sampai ke-5 adalah tahap kepemilikan atas aset dapat dijelaskan dengan gambar 5.4 di bawah ini:



Gambar 5.4 Alur Skema Pembiayaan Ijarah Tahap I

Sumber: Analisis, 2012

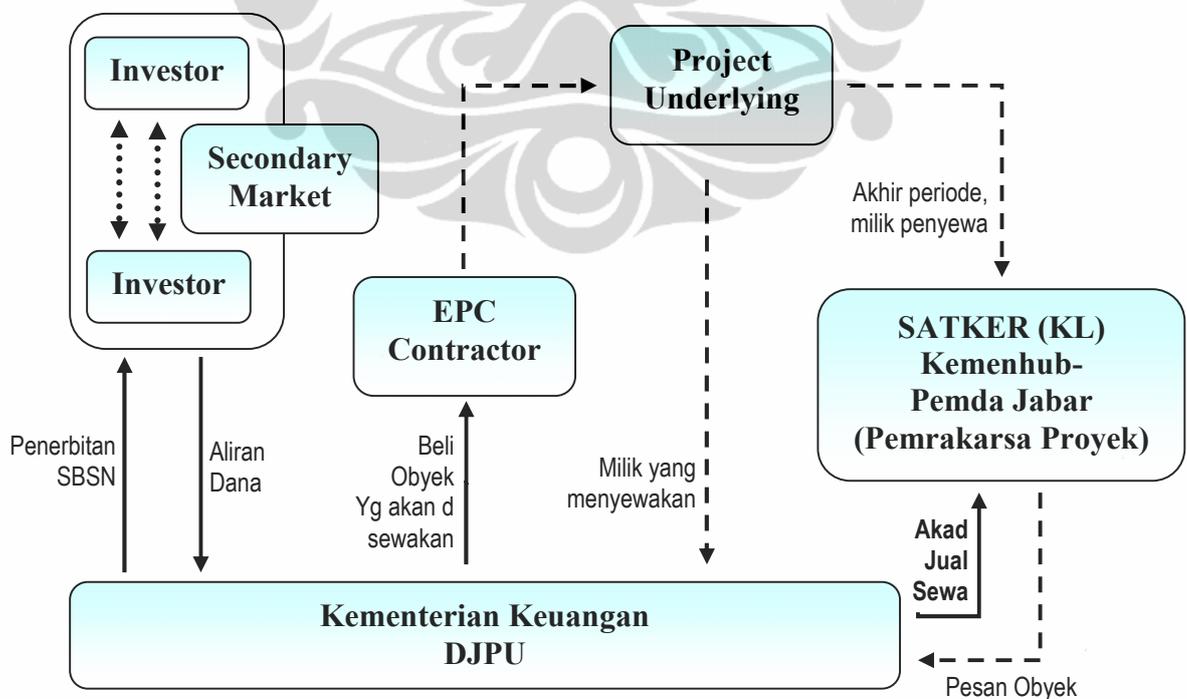
Dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Berdasarkan Daftar Prioritas Proyek, Pemrakarsa Proyek melakukan transaksi dengan Perusahaan Penerbit SBSN yang didirikan oleh Pemerintah atau dengan pihak lain yang ditunjuk oleh Pemerintah dalam hal ini adalah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang (DJPU) Kementerian Keuangan, akad yang digunakan adalah *Bai'al-wafa* (Jual beli dengan perjanjian untuk membeli kembali) Pembeli boleh berjanji kepada penjual untuk menjual kembali aset (Bandar Udara) yang dibelinya kepada penjual tsb. sesuai dengan kesepakatan.

2. Dalam hal ini Pemrakarsa Proyek menjual aset (Bandar Udara) yang akan dijadikan Obyek Ijarah kepada Perusahaan Penerbit SBSN atau pihak lain melalui wakilnya yang ditunjuk dan pembeli berjanji untuk menjual kembali Bandar Udara yang dibelinya sesuai dengan kesepakatan.
3. Perusahaan Penerbit SBSN dalam hal ini DJPU menerbitkan SBSN sebagai bukti atas bagian kepemilikan Obyek Ijarah, SBSN dibeli oleh investor pada tingkat harga tertentu sesuai kesepakatan.
4. Setelah mendapatkan aliran dana dari investor (atau dengan Dana Pendahuluan), Pemrakarsa Proyek dapat melaksanakan pembangunan proyek (konstruksi) sesuai kontrak pengadaan.

Pada periode ini proyek pembangunan proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka selama 5 tahun dari Tahun Ke-0, 2013 sampai Tahun ke-5, 2017. Pada periode ini pembayaran dari investor di bagi ke dalam 5 tahap (per tahun) sebesar 20% dari total kebutuhan investasi.

Tahap II : Tahun ke-0 sampai ke-30 adalah Tahap Sewa (Lease Back), dapat dijelaskan dengan gambar 5.x di bawah ini:



Gambar 5.5 Alur Skema Pembiayaan Ijarah Tahap II
Sumber: Analisis, 2012

Dapat dijelaskan sebagai berikut:

1. Setelah selesainya pembangunan proyek, Pemerintah (Pemrakarsa Proyek) dapat membeli kembali atas aset yang telah dijual sebelumnya dengan cara dicicil atau dilunaskan di akhir periode.
2. Ketika aset belum lunas, obyek Ijarah dapat disewakan dengan memberikan imbalan (*ujrah*) kepada Pemegang SBSN selama jangka waktu (periode) SBSN dalam hal ini sewa ditentukan sejak awal hingga akhir periode SBSN (tahun ke-0 sampai tahun ke-30) karena sejak tahun ke-0 SBSN sudah dapat diperdagangkan di secondary market, nilai lebih atas yang diperdagangkan inilah cerminan beban manfaat dari objek ijarah berupa sewa yg sudah harus dibayarkan sejak tahun ke-0 atau dengan kata lain pemegang SBSN dapat mengalihkan kepemilikan SBSN Ijarah kepada pihak lain dengan harga yang disepakati dalam hal ini pemerintah memberikan nilai manfaat berupa sewa.
3. Pemerintah dapat membeli sebagian atau seluruh aset SBSN sebelum jatuh tempo SBSN dan atau sebelum berakhirnya masa sewa Aset SBSN, dengan membayar sesuai dengan kesepakatan, dalam hal ini dimungkinkan untuk dicicil atau dilunaskan pada akhir periode.
4. Kepemilikan atas aset dalam periode sewa ini (sebelum dilunaskan) masih hak pihak yang menyewakan.

5.2.4 Mekanisme Pembayaran Sewa

Akad *Ijarah* dapat dilakukan setelah terjadi jual beli atas aset yang akan dijadikan sebagai obyek *Ijarah*. Mekanisme pembayaran sewa dilakukan setelah sebelumnya Pemerintah melakukan transaksi jual-beli dengan akad Bai'. Setelah itu Pemerintah menandatangani akad *Ijarah Agreement* yaitu suatu perjanjian dimana setelah proyek selesai dibangun pemerintah akan menyewa proyek tersebut dalam periode tertentu dengan nilai sewa yang disepakati bersama. Untuk mekanisme Pembayaran sewa Proyek Pembangunan Bandar Udara Kertajati-Majalengka dapat dilakukan sejak proyek dikerjakan sampai akhir periode proyek yaitu selama 30 tahun, di mulai tahun 2013 – tahun 2042 (masa pembangunan proyek selama 5 tahun, tahun ke 0, 2013 sampai tahun ke 5, 2017). Dapat diilustrasikan sebagai berikut:

Tabel 5.14 Jadwal Pekerjaan Pembiayaan Proyek melalui SBSN dengan Skenario Pelunasan Cicilan

Masa Konstruksi , selama 5 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Pelunasan , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Sewa , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Konstruksi , selama 5 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
Masa Pencicilan , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
Masa Sewa , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29

Tabel 5.15 Jadwal Pekerjaan Pembiayaan Proyek melalui SBSN dengan Skenario Pelunasan di Akhir Periode

Masa Konstruksi , selama 5 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Pelunasan , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Sewa , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Masa Konstruksi , selama 5 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
Masa Pencicilan , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29
Masa Sewa , selama 25 tahun (tahun ke, dari 30 tahun usia proyek)														
15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29

Jadi pemerintah atau perusahaan dalam pembangunan proyek ini membayar jumlah dari biaya proyek yang ada dalam perjanjian *Ijarah* sebelumnya dengan cara cicilan selama 25 tahun (dimulai tahun ke 6 sampai tahun ke 30) atau cara pelunasan di akhir periode, yaitu pada tahun ke 30, ditambah dengan jumlah bayaran sewa terhadap fasilitas setiap tahunnya selama 30 tahun sampai berakhirnya masa pelunasan yaitu di akhir periode dalam masa konsesi proyek selama 30 tahun.

5.2.5 Mekanisme Pelunasan SBSN

Pada saat jatuh tempo SBSN, pihak pemerintah harus membayar pelunasan sukuk tiap tahun jika dibayar secara cicilan atau dibayar total sejumlah nilai total SBSN di akhir periode ditambah dengan sewa pada tiap tahun hingga akhir masa sewa proyek tersebut. Pelunasan untuk proyek Pembangunan Bandara Baru Kertajati, Majalengka ini dengan masa SBSN diasumsikan 30 tahun maka pelunasan dengan cara cicilan di mulai tahun ke-6 (tahun 2019) dihitung setelah proyek dilaksanakan (selesainya pembangunan proyek) atau pelunasan di akhir periode, tahun ke-30 (tahun 2042).

Pada akhir periode pelunasan dengan cara cicilan, Pemerintah RI membayar sewa tahun terakhir dan juga cicilan SBSN tahun bersangkutan. Sedangkan Pelunasan dengan cara pelunasan di akhir periode, maka pada akhir periode Pemerintah RI membayar sewa tahun terakhir dan juga pelunasan sejumlah nilai total SBSN yang digunakan untuk pembangunan proyek. Dapat dirumuskan seperti di bawah ini:

$$\text{Akhir Periode pelunasan Cicilan} = \text{Cicilan terakhir Pokok} + A*(L+M)*D/360$$

$$\text{Pelunasan Akhir Periode} = A + A*(L+M)*D/360$$

Keterangan :

A = Dana Investasi Awal

L = jumlah tingkat profit (mengacu ke LIBOR)

M = mark up

H = jumlah hari aktif

5.3 Analisis Perbandingan Kelayakan Proyek Pembangunan Bandara Baru Kertajati antara Mekanisme Konvensional dengan SBSN

Undang-undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (UU SBSN) menyebutkan bahwa Ijarah adalah akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati. Dalam pembiayaan proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka ini SPV (*Special Purpose Vehicle*) yang mewakili investor melakukan akad jual beli dengan pemerintah, dimana pemerintah melakukan transaksi melalui akad ijarah kepada SPV yang mewakili investor dengan spesifikasi dan harga yang disepakati oleh kedua pihak. Kemudian pembayaran pelunasan dana pembangunan dilakukan, dalam penelitian ini peneliti menggunakan dua cara pembayaran yaitu pembayaran dengan cara pencicilan (*installment*) dan pembayaran di akhir periode. Pembayaran dengan cara melakukan pencicilan untuk suatu masa tertentu dalam hal ini ditentukan selama 25 tahun setelah selainya proyek atau pembayaran dilakukan di akhir periode proyek.

Sedangkan untuk masa sewa sudah dapat dilakukan sejak awal masa proyek, hal ini karena SBSN yang beredar sudah dapat diperdagangkan kembali sehingga pemerintah layak membayar sewa. Dalam hal ini masa sewa ditentukan sejak awal hingga akhir periode proyek selama 30 tahun untuk kedua cara pembayaran pelunasan dana pembangunan, baik yang dilakukan dengan cara pencicilan atau pembayaran yang dilakukan pada akhir periode.

Selama masa pembangunan proyek dan masa pencicilan, proyek dapat digunakan oleh pengguna tapi dalam kapasitas disewakan karena masih hak milik investor yang diwakili SPV. Akad sewa ini dirumuskan dengan kesepakatan antara SPV dengan pemerintah RI yang diwakili oleh Kementerian Keuangan biaya sewa ini sebagai *revenue* bagi investor, yang telah menanamkan modalnya.

Perencanaan Pembiayaan proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka dilakukan berdasarkan kelayakan finansial proyek dengan menggunakan beberapa asumsi-asumsi yang digunakan sebagai standar perhitungan serta perhitungan proyeksi biaya operasi dan keuntungan dari operasional untuk melihat prospek kelayakan pembangunan.

Berikut ini adalah beberapa asumsi yang digunakan serta proyeksi berdasarkan asumsi sesuai Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka. Perhitungan (analisis finansial) dilakukan kembali oleh peneliti sebagai bahan perbandingan analisis kelayakan finansial.

- a. Asumsi Umum Pembiayaan Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka
 - Usia Proyek selama 30 tahun dengan masa konstruksi selama 5 tahun dan 25 tahun masa operasi.
 - Sumber pembiayaan proyek seluruhnya berasal dari pinjaman.
 - Bunga, menggunakan rata-rata nilai LIBOR dari tahun 1992-2012 (Mei 2012) ditambah 200 bps sehingga bunga (LIBOR + 200bps) yaitu 5,888%.
 - Perhitungan analisa kelayakan finansial SBSN menggunakan dua cara pelunasan pinjaman pokok yaitu dicicil dan dibayar seluruhnya di akhir periode. Pelunasan pinjaman pokok dengan cara dicicil, pencicilan dilakukan sejak masa konstruksi selama 30 tahun. Sedangkan Pelunasan pinjaman pokok dengan cara dibayar seluruhnya di akhir periode, dibayar seluruhnya senilai pembiayaan pada akhir periode yaitu di tahun ke-25 setelah masa konstruksi atau tahun ke-30 di akhir periode.
- b. Proyeksi Pendapatan dan Biaya Finansial (*Financial Cost*)

Penghitungan Pendapatan dan biaya operasional pada proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka bersumber dari biaya investasi proyek, pinjaman/investasi, biaya operasional dan biaya penyusutan. Berikut ini adalah rincian proyeksi pendapatan dan penghitungan biaya-biaya finansial dari proyek pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka yang dihitung berdasarkan proyeksi serta asumsi moderat, yang terdiri dari:

1. Proyeksi Pendapatan

Suatu bandar udara akan menghasilkan suatu pendapatan yang terbagi menjadi 2 yaitu, pendapatan aeronautika dan pendapatan non aeronautika. Pendapatan Aeronautika adalah pendapatan yang didapat dari jasa pelayanan langsung terhadap kegiatan penerbangan. Beberapa jenis pendapatan aeronautika ialah yaitu Jasa Pelayanan Penerbangan (JP2), Jasa Pelayanan, Penempatan dan Penyimpanan Pesawat Udara (JP4U), Jasa Pelayanan Penumpang Udara (JP2U) dan Pemakaian *Aviobridge & Counter*. Sedangkan Pendapatan Non Aeronautika

adalah pendapatan yang didapatkan dari perusahaan jasa yang menunjang penerbangan. Beberapa jenis pendapatan dari non aeronautika diantaranya yaitu penyewaan gudang, lahan, ruangan, serta fasilitas lainnya; kegiatan konsesional; parkir kendaraan; penyediaan lahan bangunan, lapangan, dan industri, serta bangunan yang berhubungan dengan kelancaran angkutan udara; periklanan; pergudangan dan kargo; *Ground Handling*; dan usaha lainnya yang terkait dan yang akan menggunakan fasilitas dan pelayanan bandar udara. Proyeksi Pendapatan dalam Masterplan Bandara Baru Kertajati, Majalengka ini terdiri dari Penerimaan Aeronautika, penerimaan Nonaeronautika dan sewa lahan. Dalam memproyeksikan penerimaan pendapatan berdasarkan asumsi berikut ini:

a. Pendapatan Aeronautika

- Pelayanan Jasa Penumpang Pesawat Udara (PJP2U). Tarif yang diperhitungkan dalam menghitung pendapatan Bandar Udara Majalengka adalah berdasarkan tarif yang diberlakukan di bandara PT. Angkasa Pura I dan PT. Angkasa Pura II. Proyeksi kenaikan penumpang dan pesawat merupakan dasar perhitungan kenaikan pendapatan.
- Sehubungan dengan hal-hal tersebut di atas maka prakiraan permintaan jasa angkutan udara Bandara Baru Kertajati ini akan terdiri dari analisis 3 sumber permintaan jasa, yaitu pertama, diasumsikan Bandara Husein Sastranegara akan terus dipertahankan keberadaannya, untuk melayani TNI-AU dan IPTN serta kemungkinan besar untuk penerbangan komersial yang terbatas sampai tingkat tertentu. Kedua, analisis permintaan jasa Bandara Jawa Barat (total traffic) yang didasarkan pada hasil survei O-D tahun 2004, yang dilaksanakan oleh Ditjen Perhubungan Darat di Bandara Soekarno Hatta. Ketiga, analisis peralihan pengalihan lalu lintas udara (traffic) Bandara Soekarno Hatta ke Bandara Halim Perdanakusuma dan Bandara Baru Kertajati, berdasarkan selisih besarnya perkiraan pergerakan pesawat dibandingkan kapasitas runway yang dapat disediakan.
- Pelayanan Jasa Pendaratan, Penempatan dan Penyimpanan Pesawat Udara (PJP4U). Perhitungan pendapatan dari PJP4U mengasumsikan bahwa 2% dari pesawat yang tiba akan disimpan (RON). Parking surcharge

mengasumsikan bahwa pesawat yang terkena penalti surcharge $\pm 2\%$ dari jumlah pesawat yang datang

- Pelayanan Jasa Garbarata

Tidak semua pesawat menggunakan jasa Garbarata, dalam perhitungan pendapatan aeronautic diasumsikan 50% pesawat yang datang yang akan meminta jasa garbarata.

b. Pendapatan Non-Aeronautika

Pendapatan non-aeronautic diperoleh dari berbagai sumber, seperti parkir kendaraan, pelayanan gudang, konsesi, pemasangan reklame, penyewaan saluran telepon, pemakaian counter, penjualan air bersih dan lain lain. Diperkirakan pendapatan dari aeronautic tidak dapat mencukupi kebutuhan bandara. Mengikuti trend yang sekarang diterapkan di banyak bandara, konsep bandara Majalengka adalah business airport (bandara yang dikelola secara bisnis). Dengan mengambil model bandara yang ada, diperkirakan pendapatan bandara pada tahun pertama sampai tahun kelima 40% dari total pendapatan bandara. Seiring dengan berjalannya waktu, diharapkan bandara pada tahun kelima sampai kesepuluh diharapkan pendapatan dari non-aeronautic sudah meningkat menjadi seimbang dengan pendapatan aeronautic, yaitu 50%:50%. Selanjutnya diharapkan pendapatan non-aeronautic akan menjadi 60% dari total pendapatan bandara (Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati).

c. Pendapatan Non-Aeronautika Lainnya (Sewa Lahan)

Disebelah selatan public area terdapat lahan ± 100 hektar, yang dapat diusahakan (area commercial). Dalam perincian perhitungan finansial ini diasumsikan lahan disewakan selama 25 tahun dengan harga sewa Rp. 2.500,-/bln/m². Luas lahan yang akan disewakan $\pm 75\%$ dari lahan yang tersedia sehingga setiap tahun Bandara akan mendapat penghasilan tambahan sebesar Rp. 22.500.000.000,- Diasumsikan lahan disewa 5 tahun setelah Bandara beroperasi.

2. Biaya Investasi Proyek

Biaya Investasi Proyek yang dimaksud disini adalah investasi untuk pembangunan bandar udara. Biaya investasi proyek pada perhitungan analisa kelayakan finansial untuk proyek ini diasumsikan bersumber dari pembiayaan konvensional dan pembiayaan melalui SBSN seluruhnya (100% pinjaman) dan

jangka waktu pengembalian selama masa periode proyek. Tabel 5.16 di bawah menunjukkan rincian biaya investasi proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka yang terdiri dari pekerjaan sipil, bangunan gedung dan pengadaan peralatan.

3. Biaya Operasional

Dalam *Airport Competition And The Role Of Airport Benchmarking* yang diterbitkan oleh German Airport Performance (GAP) besarnya rata-rata biaya operasional dan pemeliharaan untuk bandara di Eropa sebesar 35%-55% dari pendapatan bandara. Biaya Operasional Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka merupakan biaya termasuk di dalamnya biaya pegawai, belanja barang (Operasional dan Non Operasional) dan belanja Modal dalam Cash Flow hal ini di tentukan sebagai Proyeksi Total Biaya Pengeluaran yang ditunjukkan dengan Tabel 5.18 di bawah.

4. Biaya Penyusutan

Barang atau bangunan yang dipakai secara terus menerus akan mengalami penyusutan baik dalam kualitas maupun kuantitasnya, demikian juga yang terjadi pada proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka. Berdasarkan asumsi metode Straight Line (Garis Lurus), Tabel 5.19 di bawah menunjukkan proyeksi biaya penyusutan pada pekerjaan sipil dan peralatan.

Tabel 5.16 Biaya Investasi Proyek
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

No.	Pekerjaan/Pengadaan	Nilai
1	Pekerjaan Sipil	2,808,979,905,000
2	Bangunan Gedung	2,670,902,829,000
3	Peralatan	2,525,729,538,000
4	- PK-PPK	109,435,000,000
5	- PK Tambahan	171,966,723,000
6	- Mekanikal dan Listrik	2,244,327,815,000
	Nilai Investasi	8,005,612,272,000

Sumber: Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tabel 5.17 Total Pendapatan
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun	Pendapatan				Total Pendapatan
	Aeronautika		Non-Aeronautika	Sewa Lahan	
	PJP4U	PJP2U			
2013	-	-	-	-	-
2014	-	-	-	-	-
2015	-	-	-	-	-
2016	-	-	-	-	-
2017	-	-	-	-	-
2018	91,875,171,096	337,019,742,000	201,731,546,851	-	630,626,459,947
2019	95,727,392,924	356,507,130,900	201,731,546,851	-	653,966,070,675
2020	99,959,245,169	377,155,497,900	201,731,546,851	-	678,846,289,920
2021	111,649,573,592	476,058,484,440	201,731,546,851	-	789,439,604,883
2022	119,801,825,665	500,763,933,000	201,731,546,851	-	822,297,305,516
2023	125,498,425,162	526,768,347,960	428,894,913,096	22,500,000,000	1,103,661,686,218
2024	131,759,155,996	554,141,152,440	428,894,913,096	22,500,000,000	1,137,295,221,532
2025	153,920,333,665	699,545,890,944	428,894,913,096	22,500,000,000	1,304,861,137,705
2026	162,546,595,726	735,943,650,912	428,894,913,096	22,500,000,000	1,349,885,159,734
2027	172,069,512,368	774,259,687,872	428,894,913,096	22,500,000,000	1,397,724,113,336
2028	182,590,959,577	814,596,708,096	978,400,118,373	22,500,000,000	1,998,087,786,046
2029	218,479,059,074	1,028,472,379,722	978,400,118,373	22,500,000,000	2,247,851,557,169
2030	233,598,362,552	1,082,121,073,649	978,400,118,373	22,500,000,000	2,316,619,554,574
2031	251,212,915,853	1,191,661,134,047	978,400,118,373	22,500,000,000	2,443,774,168,273
2032	272,186,261,762	1,313,943,082,379	978,400,118,373	22,500,000,000	2,587,029,462,514
2033	335,372,107,955	1,638,909,363,328	1,313,010,764,295	22,500,000,000	3,309,792,235,578
2034	367,769,778,852	1,708,181,099,664	1,313,010,764,295	22,500,000,000	3,411,461,642,811
2035	405,673,289,893	1,778,324,904,102	1,313,010,764,295	22,500,000,000	3,519,508,958,290
2036	357,317,299,620	1,706,000,326,452	1,313,010,764,295	22,500,000,000	3,398,828,390,367
2037	374,297,763,114	2,114,547,998,330	1,313,010,764,295	22,500,000,000	3,824,356,525,740
2038	391,278,226,609	2,181,896,261,395	1,701,345,050,056	22,500,000,000	4,297,019,538,060
2039	408,258,690,103	2,249,244,524,460	1,701,345,050,056	22,500,000,000	4,381,348,264,619
2040	425,239,153,597	2,316,592,787,525	1,701,345,050,056	22,500,000,000	4,465,676,991,178
2041	442,219,617,091	2,860,728,362,911	1,701,345,050,056	22,500,000,000	5,026,793,030,059
2042	459,200,080,585	2,941,546,256,584	1,701,345,050,056	22,500,000,000	5,124,591,387,226

Tabel 5.18 Total Pengeluaran
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Total Pengeluaran
0	2013	-
1	2014	-
2	2015	-
3	2016	-
4	2017	-
5	2018	352,115,930,477
6	2019	361,451,739,968
7	2020	371,403,827,666
8	2021	415,641,146,691
9	2022	428,784,226,944
10	2023	495,950,059,186
11	2024	506,040,088,461
12	2025	556,309,865,310
13	2026	569,817,071,919
14	2027	584,168,795,584
15	2028	599,426,288,315
16	2029	674,355,999,080
17	2030	694,986,371,176
18	2031	733,132,827,003
19	2032	776,109,541,249
20	2033	923,076,969,217
21	2034	987,762,109,061
22	2035	1,060,608,078,511
23	2036	1,034,492,108,134
24	2037	1,080,514,490,566
25	2038	1,126,536,872,998
26	2039	1,172,559,255,430
27	2040	1,218,581,637,862
28	2041	1,264,604,020,295
29	2042	1,310,626,402,727

Sumber: Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tabel 5.19 Biaya Penyusutan
 Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Penyusutan Pekerjaan Sipil	Penyusutan Bangunan Gedung	Penyusutan Mekanikal dan Listrik	Total Penyusutan
0	2013	-	-	-	-
1	2014	-	-	-	-
2	2015	-	-	-	-
3	2016	-	-	-	-
4	2017	-	-	-	-
5	2018	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
6	2019	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
7	2020	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
8	2021	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
9	2022	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
10	2023	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
11	2024	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
12	2025	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
13	2026	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
14	2027	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
15	2028	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
16	2029	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
17	2030	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
18	2031	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
19	2032	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
20	2033	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
21	2034	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
22	2035	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
23	2036	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
24	2037	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
25	2038	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
26	2039	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
27	2040	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
28	2041	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960
29	2042	112,359,196,200	106,836,113,160	89,773,112,600	308,968,421,960

Sumber: Masterplan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

5.3.1 Analisa Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional

Tabel 5.20 Aliran Kas dengan Metode Pelunasan Konvensional
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT + Depresiasi + Pinjaman)	Cash Out Flow (Biaya Proyek + Pokok Pinjaman+Bunga)	Net Cash Flow
0	2013	1,146,083,452,860	1,867,976,196,800	(721,892,743,940)
1	2014	1,161,774,452,913	1,867,976,196,800	(706,201,743,887)
2	2015	1,177,465,452,966	1,867,976,196,800	(690,510,743,834)
3	2016	1,193,156,453,019	1,867,976,196,800	(674,819,743,781)
4	2017	1,208,847,453,072	1,867,976,196,800	(659,128,743,728)
5	2018	(161,136,117,800)	266,853,742,400	(427,989,860,200)
6	2019	(133,775,277,582)	266,853,742,400	(400,629,019,982)
7	2020	(105,644,167,907)	266,853,742,400	(372,497,910,307)
8	2021	(34,656,503,412)	266,853,742,400	(301,510,245,812)
9	2022	(2,536,653,042)	266,853,742,400	(269,390,395,442)
10	2023	199,216,457,401	266,853,742,400	(67,637,284,999)
11	2024	235,087,609,962	266,853,742,400	(31,766,132,438)
12	2025	351,318,157,721	266,853,742,400	84,464,415,321
13	2026	394,023,570,992	266,853,742,400	127,169,828,592
14	2027	438,417,905,622	266,853,742,400	171,564,163,222
15	2028	979,178,718,383	266,853,742,400	712,324,975,983
16	2029	1,144,727,401,682	266,853,742,400	877,873,659,282
17	2030	1,201,679,227,303	266,853,742,400	934,825,484,903
18	2031	1,293,662,923,858	266,853,742,400	1,026,809,181,458
19	2032	1,395,306,974,482	266,853,742,400	1,128,453,232,082
20	2033	1,914,517,042,325	266,853,742,400	1,647,663,299,925
21	2034	1,957,025,369,044	266,853,742,400	1,690,171,626,644
22	2035	1,997,112,983,578	266,853,742,400	1,730,259,241,178
23	2036	1,930,307,442,878	266,853,742,400	1,663,453,700,478
24	2037	2,282,951,382,334	266,853,742,400	2,016,097,639,934
25	2038	2,678,016,711,043	266,853,742,400	2,411,162,968,643
26	2039	2,723,581,182,568	266,853,742,400	2,456,727,440,168
27	2040	2,769,145,654,092	266,853,742,400	2,502,291,911,692
28	2041	3,243,818,706,705	266,853,742,400	2,976,964,964,305
29	2042	3,301,505,845,776	266,853,742,400	3,034,652,103,376
TOTAL		37,880,179,812,836	16,011,224,544,000	21,868,955,268,836

Analisis terhadap aliran kas proyek ini dilakukan dengan melihat kondisi yang mempengaruhi untuk memperoleh nilai indikator ekonomi NPV, IRR dan Payback Period. Hasil analisis digunakan untuk memperoleh gambaran potensi kelayakan investasi dengan menggunakan pinjaman (sebagai *cash in flow*) serta pelunasannya (sebagai *cash out flow*). Berikut ini adalah gambaran aliran kas dengan metode pembiayaan konvensional berdasarkan obligasi konvensional atau pinjaman negara.

Dari analisis *cashflow* ini di dapatkan nilai Net Present Value (NPV) sebesar Rp2.910.473.865.217-, Internal Rate of Return (IRR) 8,75%, dan Payback Periode (PP) 23 tahun 11 bulan, sehingga dapat disimpulkan bahwa proyek ini sangat layak untuk dilaksanakan.

5.3.2 Analisa Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme SBSN

Asumsi-asumsi khusus dalam Pendanaan dengan SBSN, sebagai berikut:

1. SBSN dengan cara pelunasan dicicil:
 - Akad Ijarah
 - Pelunasan pinjaman pokok dicicil setelah masa konstruksi (5 tahun) selama 25 tahun dibagi rata pertahunnya ditambah biaya sewa dengan formula:

$$\text{Nilai (Ijarah) Sewa per tahun}^* = A \times (L + M) \times (H/360)$$
2. SBSN dengan cara pelunasan diakhir periode:
 - Akad Ijarah
 - Pelunasan pinjaman pokok dibayarkan seluruhnya senilai pembiayaan pada akhir periode, pada tahun ke-30 ditambah biaya sewa dengan formula:

$$\text{Nilai (Ijarah) Sewa per tahun}^* = A \times (L + M) \times (H/360)$$

Keterangan :

A = Dana Investasi Awal (senilai Sukuk pinjaman)

L = jumlah tingkat bunga (mengacu ke LIBOR sebesar 3,888%)

M = mark up (200 bps)

H = jumlah hari aktif (360 hari aktif pertahun)

Berikut ini adalah gambaran aliran kas metode pembiayaan SBSN cicilan

Tabel 5.21 Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Cicilan
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT+Depresiasi+ Pembiayaan SBSN)	Cash Out Flow (Biaya Proyek+SBSN Redemption+Sewa)	Net Cash Flow
0	2013	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
1	2014	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
2	2015	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
3	2016	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
4	2017	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
5	2018	(255,282,118,118)	320,224,490,880	(575,506,608,998)
6	2019	(243,612,277,954)	320,224,490,880	(563,836,768,834)
7	2020	(231,172,168,332)	320,224,490,880	(551,396,659,212)
8	2021	(175,875,503,890)	320,224,490,880	(496,099,994,770)
9	2022	(159,446,653,573)	320,224,490,880	(479,671,144,453)
10	2023	26,615,456,817	320,224,490,880	(293,609,034,063)
11	2024	46,795,609,324	320,224,490,880	(273,428,881,556)
12	2025	147,335,157,031	320,224,490,880	(172,889,333,849)
13	2026	174,349,570,248	320,224,490,880	(145,874,920,632)
14	2027	203,052,904,825	320,224,490,880	(117,171,586,055)
15	2028	728,122,717,533	320,224,490,880	407,898,226,653
16	2029	877,980,400,779	320,224,490,880	557,755,909,899
17	2030	919,241,226,347	320,224,490,880	599,016,735,467
18	2031	995,533,922,849	320,224,490,880	675,309,431,969
19	2032	1,081,486,973,420	320,224,490,880	761,262,482,540
20	2033	1,585,006,041,210	320,224,490,880	1,264,781,550,330
21	2034	1,611,823,367,876	320,224,490,880	1,291,598,876,996
22	2035	1,636,219,982,357	320,224,490,880	1,315,995,491,477
23	2036	1,553,723,441,603	320,224,490,880	1,233,498,950,723
24	2037	1,890,676,381,006	320,224,490,880	1,570,451,890,126
25	2038	2,270,050,709,662	320,224,490,880	1,949,826,218,782
26	2039	2,299,924,181,133	320,224,490,880	1,979,699,690,253
27	2040	2,329,797,652,605	320,224,490,880	2,009,573,161,725
28	2041	2,788,779,705,164	320,224,490,880	2,468,555,214,284
29	2042	2,830,775,844,183	320,224,490,880	2,510,551,353,303
	TOTAL	30,583,864,788,135	16,011,224,544,000	14,572,640,244,135

Dari analisis *cashflow* ini di dapatkan nilai Net Present Value (NPV) sebesar Rp910.985.002.078,- Internal Rate of Return (IRR) 6,98%, dan Payback Periode (PP) 26 tahun 2 bulan, sehingga dapat disimpulkan bahwa proyek ini melalui pendanaan SBSN sangat layak untuk dilaksanakan.

Berikut ini adalah gambaran aliran kas dengan metode pembiayaan SBSN dengan cara pelunasan di bayarkan pada akhir periode.

Tabel 5.22 Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Akhir Periode Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT + Depresiasi + Pembiayaan SBSN)	Cash Out Flow (Biaya Proyek + SBSN Redemption + Sewa)	Net Cash Flow
0	2013	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
1	2014	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
2	2015	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
3	2016	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
4	2017	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
5	2018	(255,282,118,118)	0	(255,282,118,118)
6	2019	(243,612,277,954)	0	(243,612,277,954)
7	2020	(231,172,168,332)	0	(231,172,168,332)
8	2021	(175,875,503,890)	0	(175,875,503,890)
9	2022	(159,446,653,573)	0	(159,446,653,573)
10	2023	26,615,456,817	0	26,615,456,817
11	2024	46,795,609,324	0	46,795,609,324
12	2025	147,335,157,031	0	147,335,157,031
13	2026	174,349,570,248	0	174,349,570,248
14	2027	203,052,904,825	0	203,052,904,825
15	2028	728,122,717,533	0	728,122,717,533
16	2029	877,980,400,779	0	877,980,400,779
17	2030	919,241,226,347	0	919,241,226,347
18	2031	995,533,922,849	0	995,533,922,849
19	2032	1,081,486,973,420	0	1,081,486,973,420
20	2033	1,585,006,041,210	0	1,585,006,041,210
21	2034	1,611,823,367,876	0	1,611,823,367,876
22	2035	1,636,219,982,357	0	1,636,219,982,357
23	2036	1,553,723,441,603	0	1,553,723,441,603
24	2037	1,890,676,381,006	0	1,890,676,381,006
25	2038	2,270,050,709,662	0	2,270,050,709,662
26	2039	2,299,924,181,133	0	2,299,924,181,133
27	2040	2,329,797,652,605	0	2,329,797,652,605
28	2041	2,788,779,705,164	0	2,788,779,705,164
29	2042	2,830,775,844,183	8,005,612,272,000	(5,174,836,427,817)
TOTAL		30,583,864,788,135	16,011,224,544,000	14,572,640,244,135

Dari analisis *cashflow* ini di dapatkan nilai Net Present Value (NPV) sebesar Rp2.678.823.435.196,- Internal Rate of Return (IRR) 10,05%, dan Payback Periode (PP) 22 tahun 10 bulan, sehingga dapat disimpulkan bahwa proyek ini melalui pendanaan SBSN sangat layak untuk dilaksanakan.

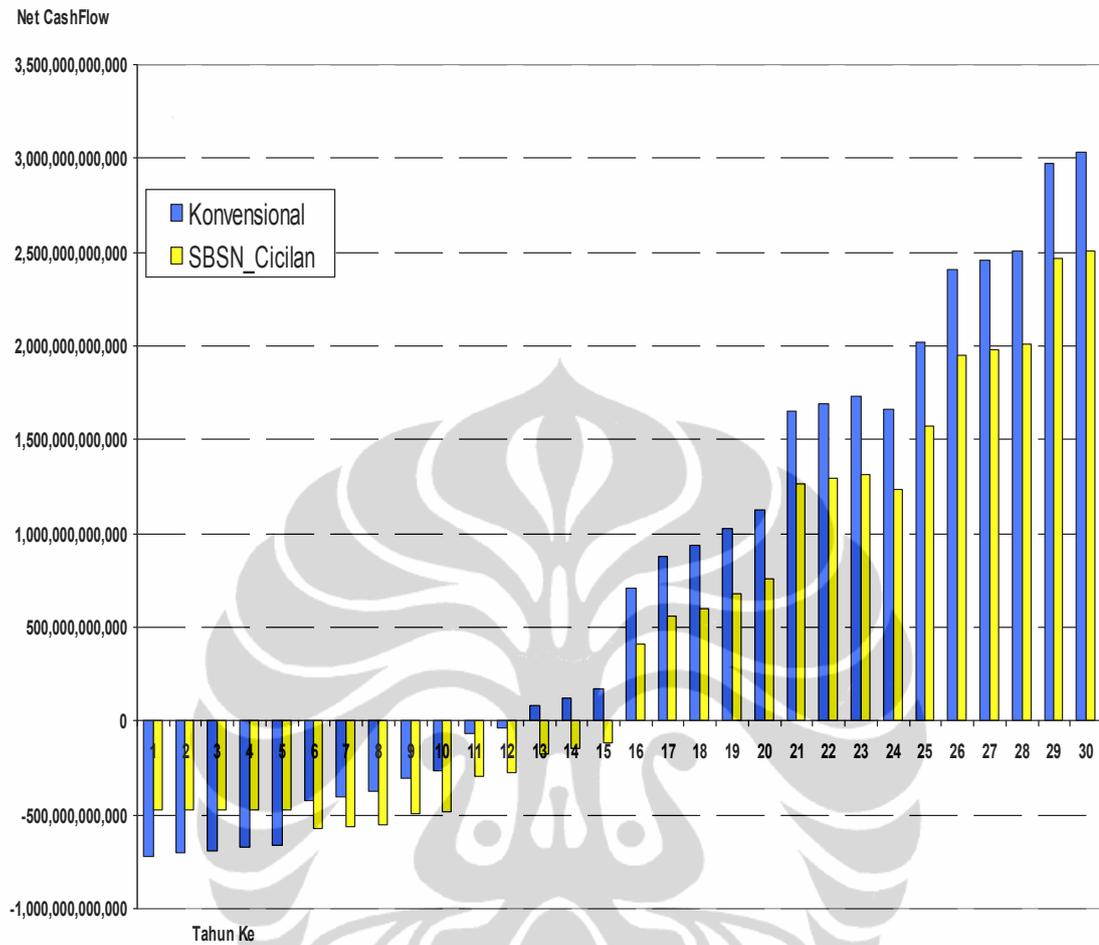
5.3.3 Analisa Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN

a. Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN dengan Cara Pelunasan Dicicil

Perbandingan aliran kas antara metode pelunasan konvensional dengan SBSN cara pelunasan dicicil menunjukkan nilai *Net Cas Flow* dari SBSN cara pelunasan dicicil lebih besar daripada Konvensional sampai tahun ke-4, kemudian setelah itu nilai *Net Cas Flow* secara rata-rata lebih besar Konvensional dibandingkan dengan SBSN cara pelunasan dicicil. Diawal tahun-tahun pertama *Net Cas Flow* SBSN cara pelunasan dicicil menunjukkan nilai yang lebih besar yaitu pada tahun 2013-2017 (selama 5 tahun) kemudian setelah itu menunjukkan nilai *Net Cas Flow* yang lebih kecil dibanding dengan metode konvensional. Selisih akhir menunjukkan bahwa metode konvensional mempunyai nilai *Net Cas Flow* yang lebih besar dengan selisih sebesar Rp7,296,315,024,701,-. Tabel 5.23 di bawah ini menunjukkan perbandingan aliran kas metode pelunasan konvensional dengan SBSN cara pelunasan dicicil.

Tabel 5.23 Perbandingan Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati

Tahun Ke	Tahun	Net Cash Flow Konvensional	Net Cash Flow SBSN_Cicil	Selisih
0	2013	(721,892,743,940)	(470,730,001,594)	(251,162,742,347)
1	2014	(706,201,743,887)	(470,730,001,594)	(235,471,742,294)
2	2015	(690,510,743,834)	(470,730,001,594)	(219,780,742,241)
3	2016	(674,819,743,781)	(470,730,001,594)	(204,089,742,188)
4	2017	(659,128,743,728)	(470,730,001,594)	(188,398,742,134)
5	2018	(427,989,860,200)	(575,506,608,998)	147,516,748,799
6	2019	(400,629,019,982)	(563,836,768,834)	163,207,748,852
7	2020	(372,497,910,307)	(551,396,659,212)	178,898,748,905
8	2021	(301,510,245,812)	(496,099,994,770)	194,589,748,958
9	2022	(269,390,395,442)	(479,671,144,453)	210,280,749,011
10	2023	(67,637,284,999)	(293,609,034,063)	225,971,749,064
11	2024	(31,766,132,438)	(273,428,881,556)	241,662,749,117
12	2025	84,464,415,321	(172,889,333,849)	257,353,749,171
13	2026	127,169,828,592	(145,874,920,632)	273,044,749,224
14	2027	171,564,163,222	(117,171,586,055)	288,735,749,277
15	2028	712,324,975,983	407,898,226,653	304,426,749,330
16	2029	877,873,659,282	557,755,909,899	320,117,749,383
17	2030	934,825,484,903	599,016,735,467	335,808,749,436
18	2031	1,026,809,181,458	675,309,431,969	351,499,749,489
19	2032	1,128,453,232,082	761,262,482,540	367,190,749,542
20	2033	1,647,663,299,925	1,264,781,550,330	382,881,749,596
21	2034	1,690,171,626,644	1,291,598,876,996	398,572,749,649
22	2035	1,730,259,241,178	1,315,995,491,477	414,263,749,702
23	2036	1,663,453,700,478	1,233,498,950,723	429,954,749,755
24	2037	2,016,097,639,934	1,570,451,890,126	445,645,749,808
25	2038	2,411,162,968,643	1,949,826,218,782	461,336,749,861
26	2039	2,456,727,440,168	1,979,699,690,253	477,027,749,914
27	2040	2,502,291,911,692	2,009,573,161,725	492,718,749,967
28	2041	2,976,964,964,305	2,468,555,214,284	508,409,750,020
29	2042	3,034,652,103,376	2,510,551,353,303	524,100,750,074
TOTAL		21,868,955,268,836	21,868,955,268,836	14,572,640,244,135



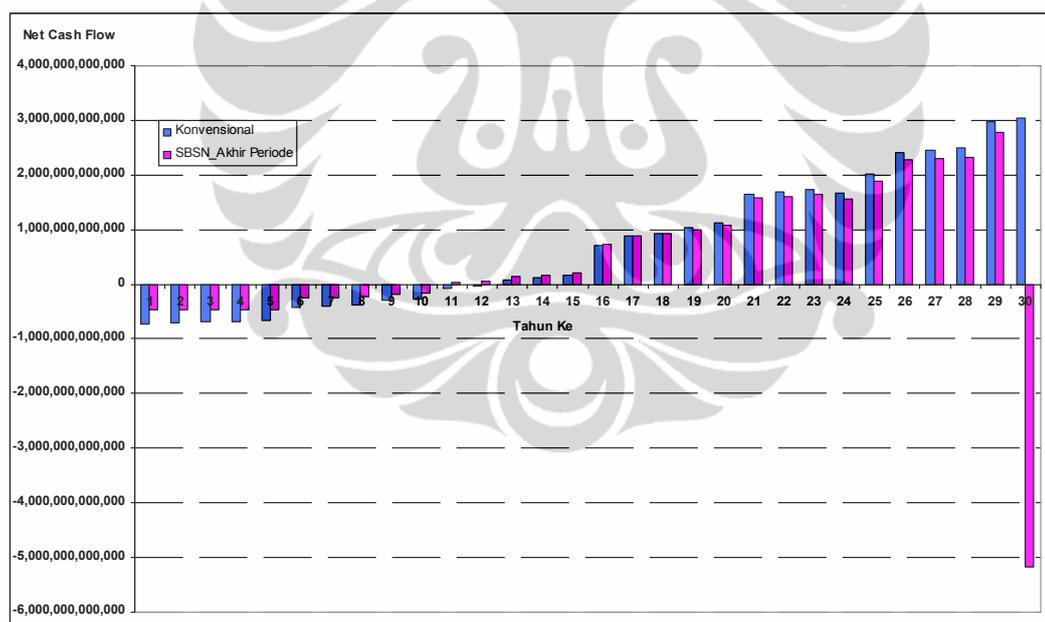
Gambar 5.6 Grafik Perbandingan Proyeksi Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan, Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

b. Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN Cara Pelunasan Diakhir Periode

Tabel 5.24 Perbandingan Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Akhir Periode Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati

Tahun Ke	Tahun	Net Cash Flow Konvensional	Net Cash Flow SBSN_Cicil	Selisih
0	2013	(721,892,743,940)	(470,730,001,594)	(251,162,742,347)
1	2014	(706,201,743,887)	(470,730,001,594)	(235,471,742,294)
2	2015	(690,510,743,834)	(470,730,001,594)	(219,780,742,241)
3	2016	(674,819,743,781)	(470,730,001,594)	(204,089,742,188)
4	2017	(659,128,743,728)	(470,730,001,594)	(188,398,742,134)
5	2018	(427,989,860,200)	(575,506,608,998)	147,516,748,799
6	2019	(400,629,019,982)	(563,836,768,834)	163,207,748,852
7	2020	(372,497,910,307)	(551,396,659,212)	178,898,748,905
8	2021	(301,510,245,812)	(496,099,994,770)	194,589,748,958
9	2022	(269,390,395,442)	(479,671,144,453)	210,280,749,011
10	2023	(67,637,284,999)	(293,609,034,063)	225,971,749,064
11	2024	(31,766,132,438)	(273,428,881,556)	241,662,749,117
12	2025	84,464,415,321	(172,889,333,849)	257,353,749,171
13	2026	127,169,828,592	(145,874,920,632)	273,044,749,224
14	2027	171,564,163,222	(117,171,586,055)	288,735,749,277
15	2028	712,324,975,983	407,898,226,653	304,426,749,330
16	2029	877,873,659,282	557,755,909,899	320,117,749,383
17	2030	934,825,484,903	599,016,735,467	335,808,749,436
18	2031	1,026,809,181,458	675,309,431,969	351,499,749,489
19	2032	1,128,453,232,082	761,262,482,540	367,190,749,542
20	2033	1,647,663,299,925	1,264,781,550,330	382,881,749,596
21	2034	1,690,171,626,644	1,291,598,876,996	398,572,749,649
22	2035	1,730,259,241,178	1,315,995,491,477	414,263,749,702
23	2036	1,663,453,700,478	1,233,498,950,723	429,954,749,755
24	2037	2,016,097,639,934	1,570,451,890,126	445,645,749,808
25	2038	2,411,162,968,643	1,949,826,218,782	461,336,749,861
26	2039	2,456,727,440,168	1,979,699,690,253	477,027,749,914
27	2040	2,502,291,911,692	2,009,573,161,725	492,718,749,967
28	2041	2,976,964,964,305	2,468,555,214,284	508,409,750,020
29	2042	3,034,652,103,376	2,510,551,353,303	524,100,750,074
TOTAL		21,868,955,268,836	14,572,640,244,135	7,296,315,024,701

Perbandingan aliran kas antara metode pelunasan konvensional dengan SBSN cara pelunasan diakhir periode dalam kondisi normal menunjukkan nilai *Net Cas Flow* dari SBSN cara pelunasan diakhir periode lebih besar daripada Konvensional sampai tahun ke-16, kemudian setelah itu nilai *Net Cas Flow* secara rata-rata lebih besar Konvensional dengan SBSN cara pelunasan diakhir periode. Diawal tahun-tahun pertama *Net Cas Flow* SBSN cara pelunasan diakhir periode menunjukkan nilai yang lebih besar yaitu pada tahun 2013-2029 (selama 16 tahun) kemudian setelah itu menunjukkan nilai *Net Cas Flow* yang lebih kecil dibanding dengan metode konvensional. Selisih akhir menunjukkan bahwa metode konvensional mempunyai nilai *Net Cas Flow* yang lebih besar dengan selisih sebesar Rp7,296,315,024,701,-. Tabel 5.24 di atas menunjukkan perbandingan Aliran Kas metode pelunasan konvensional dengan SBSN cara pelunasan diakhir periode.



Gambar 5.7 Grafik Perbandingan Proyeksi Aliran Kas Metode Pelunasan Konvensional dan SBSN Akhir Periode Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN terlihat pada Tabel 5.23 di bawah ini:

Tabel 5.25 Perbandingan NPV, IRR, Payback Period dan Nilai Pelunasan Metode Pelunasan Konvensional dengan Metode Pelunasan SBSN, Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru, Kertajati Majalengka

No.	Metode	NPV	IRR	PP	Pelunasan
1	Konvensional	2,910,473,865,217	8.75%	23 Tahun, 11 Bulan	14,831,197,295,107
2	SBSN Cicil	910,985,002,078	6.98%	26 Tahun, 2 Bulan	22,127,512,319,808
3	SBSN Akhir	2,678,823,435,196	10.05%	22 Tahun, 10 Bulan	22,127,512,319,808

Sebelum menganalisa Tabel 5.25 di atas, ada baiknya kita membahas *Fiscal Space*. Dalam literatur, Jurnal yang berjudul “*Understanding Fiscal Space*”, Maret 2005, IMF Policy Discussion Paper Fiscal Affairs Departement yang ditulis oleh Peter S. Heller, beliau mengemukakan bahwa *Fiscal Space* merupakan ketersediaan ruang yang memungkinkan pemerintah untuk dapat menyediakan sumber daya tertentu untuk mencapai suatu tujuan tertentu tanpa mengancam kesinambungan posisi keuangan pemerintah. Jurnal lainnya, berjudul “*Budgeting for Fiscal Space*”, 2009, OECD yang di tulis oleh Allen Schick menyatakan bahwa fiscal space adalah ketersediaan sumberdaya keuangan bagi pemerintah untuk membiayai kebijakan yang diinginkan melalui anggaran.

Fiscal Space menurut Pemerintah Indonesia, melalui Nota Keuangan dan Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN) Tahun 2010 mendefinikan fiscal space sebagai pengeluaran diskresioner/tidak terikat (antara lain pengeluaran negara untuk pembangunan proyek-proyek infrastruktur) yang dapat dilakukan oleh pemerintah tanpa menyebabkan terjadinya fiscal insolvency.

Beberapa upaya yang dapat dilakukan untuk memperluas ruang fiskal (*to create fiscal space*) ini, yaitu:

1. Meningkatkan penerimaan, dalam hal ini pemerintah dapat melakukannya melalui instrumen pajak. Apakah itu memperluas basis pajak, peningkatan tarif pajak atau reformasi sistem perpajakan agar lebih efisien;
2. Meminjam atau berutang, pemerintah dapat melakukan pinjaman dari DN & LN, baik berupa pinjaman langsung antar negara atau lembaga donor lainnya atau **penerbitan obligasi negara**. Namun, ada yang perlu diperhatikan dalam meminjam ini, yaitu memperhatikan kemampuan untuk membayarnya sehingga utang dilakukan dalam rangka investasi bukan konsumsi;
3. Mereview pengeluaran yang ada, pemerintah dapat membuat skala prioritas, merealokasikan belanja yang tidak atau sedikit benefitnya kepada belanja yang lebih produktif;
4. Mencetak uang, namun, hal ini jarang dilakukan karena dampak inflasi yang akan ditimbulkan.

Salah satu cara untuk memperluas ruang fiskal tersebut dapat menggunakan cara nomor dua yaitu meminjam atau berutang. Jika ditinjau dari pihak pemerintah yang membutuhkan biaya untuk pembangunan proyek maka hasil analisis perbandingan antara mekanisme Konvensional dengan SBSN menghasilkan nilai NPV, yang lebih besar untuk mekanisme pembiayaan Konvensional, sedangkan untuk nilai IRR lebih besar untuk mekanisme pembiayaan SBSN cara pelunasan diakhir periode dan juga PP menunjukkan masa pengembalian yang lebih baik untuk metode SBSN cara pelunasan diakhir periode. **Tetapi nilai perbedaan ini tidak memperlihatkan nilai yang signifikan baik nilai NPV, IRR dan PP. Hal ini disebabkan karena faktor keuntungan atau nilai bagi hasil SBSN yang lebih tinggi di sisi investor sehingga arus *out cashflow* yang lebih besar pada saat pelunasan dan sewa proyek.** Nilai pelunasan inilah yang memperkuat *Fiscal Space* Pemerintah Indonesia dalam membiayai proyek infrastruktur.

Nilai perbandingan untuk keuntungan dan imbal hasil untuk investor dapat dilihat pada Tabel 5.26 dan Tabel 5.27 di bawah ini.

Tabel 5.26 Perbandingan Nilai Pelunasan per Tahun Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Cicilan Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Konvensional			SBSN Cicil		
		Pembayaran Utang Pokok (A/30)	Bunga = (LIBOR+200bps)	Total	Pembayaran Utang Pokok (A/25)	Sewa A(L+M)*H/360	Total
0	2013	266,853,742,400	455,039,001,540	721,892,743,940	0	470,730,001,594	470,730,001,594
1	2014	266,853,742,400	439,348,001,487	706,201,743,887	0	470,730,001,594	470,730,001,594
2	2015	266,853,742,400	423,657,001,434	690,510,743,834	0	470,730,001,594	470,730,001,594
3	2016	266,853,742,400	407,966,001,381	674,819,743,781	0	470,730,001,594	470,730,001,594
4	2017	266,853,742,400	392,275,001,328	659,128,743,728	0	470,730,001,594	470,730,001,594
5	2018	266,853,742,400	376,584,001,275	643,437,743,675	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
6	2019	266,853,742,400	360,893,001,222	627,746,743,622	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
7	2020	266,853,742,400	345,202,001,169	612,055,743,569	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
8	2021	266,853,742,400	329,511,001,116	596,364,743,516	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
9	2022	266,853,742,400	313,820,001,062	580,673,743,462	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
10	2023	266,853,742,400	298,129,001,009	564,982,743,409	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
11	2024	266,853,742,400	282,438,000,956	549,291,743,356	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
12	2025	266,853,742,400	266,747,000,903	533,600,743,303	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
13	2026	266,853,742,400	251,056,000,850	517,909,743,250	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
14	2027	266,853,742,400	235,365,000,797	502,218,743,197	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474

Tabel 5.26 (Sambungan)

Tahun Ke	Tahun	Konvensional			SBSN Cicil		
		Pembayaran Utang Pokok (A/30)	Bunga = (LIBOR+200bps)	Total	Pembayaran Utang Pokok (A/25)	Sewa A(L+M)*H/360	Total
15	2028	266,853,742,400	219,674,000,744	486,527,743,144	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
16	2029	266,853,742,400	203,983,000,691	470,836,743,091	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
17	2030	266,853,742,400	188,292,000,637	455,145,743,037	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
18	2031	266,853,742,400	172,601,000,584	439,454,742,984	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
19	2032	266,853,742,400	156,910,000,531	423,763,742,931	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
20	2033	266,853,742,400	141,219,000,478	408,072,742,878	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
21	2034	266,853,742,400	125,528,000,425	392,381,742,825	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
22	2035	266,853,742,400	109,837,000,372	376,690,742,772	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
23	2036	266,853,742,400	94,146,000,319	360,999,742,719	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
24	2037	266,853,742,400	78,455,000,266	345,308,742,666	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
25	2038	266,853,742,400	62,764,000,212	329,617,742,612	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
26	2039	266,853,742,400	47,073,000,159	313,926,742,559	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
27	2040	266,853,742,400	31,382,000,106	298,235,742,506	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
28	2041	266,853,742,400	15,691,000,053	282,544,742,453	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
29	2042	266,853,742,400	0	266,853,742,400	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
TOTAL		8,005,612,272,000	6,825,585,023,107	14,831,197,295,107	8,005,612,272,000	14,121,900,047,808	22,127,512,319,808
SELISIH TOTAL PELUNASAN KONVENSIIONAL DENGAN SBSN CICIL ADALAH							7,296,315,024,701

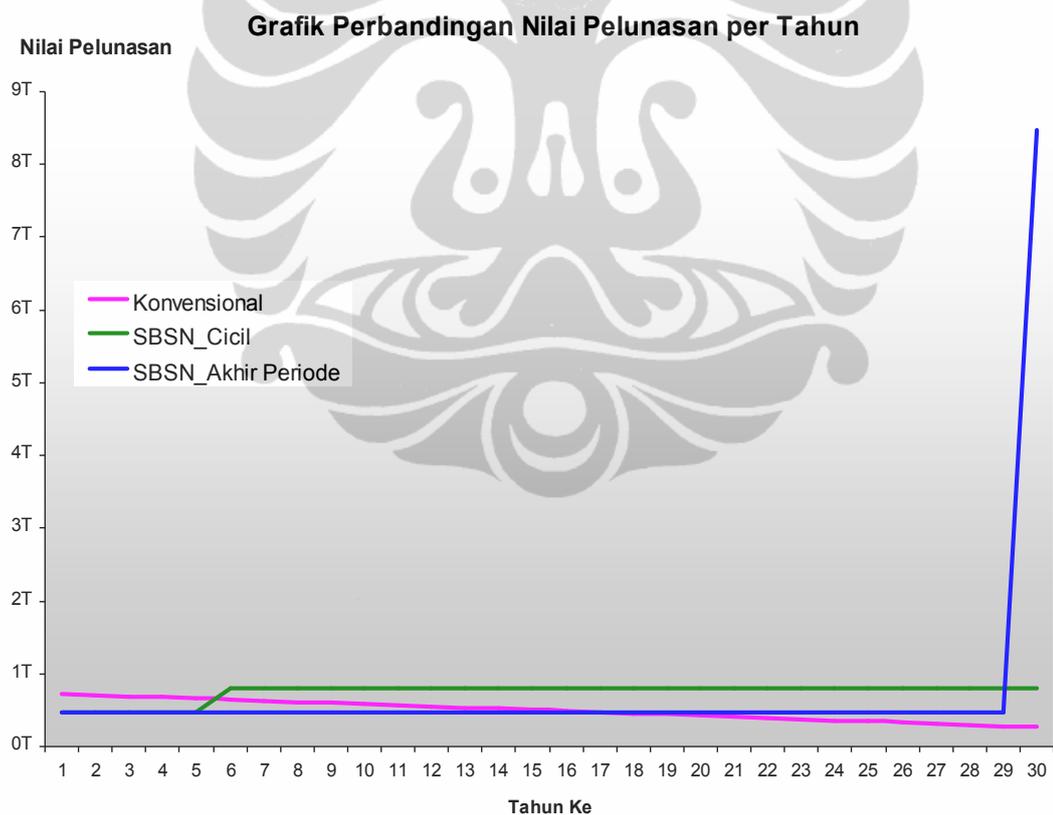
Tabel 5.27 Perbandingan Nilai Pelunasan per Tahun Metode Pelunasan Konvensional dengan SBSN Akhir Periode Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Konvensional			SBSN Akhir Periode		
		Pembayaran Utang Pokok (A/30)	Bunga = (LIBOR+200bps)	Total	Pembayaran Utang Pokok (Akhir Periode)	Sewa = $A(L+M)*H/360$	Total
0	2013	266,853,742,400	455,039,001,540	721,892,743,940	0	470,730,001,594	470,730,001,594
1	2014	266,853,742,400	439,348,001,487	706,201,743,887	0	470,730,001,594	470,730,001,594
2	2015	266,853,742,400	423,657,001,434	690,510,743,834	0	470,730,001,594	470,730,001,594
3	2016	266,853,742,400	407,966,001,381	674,819,743,781	0	470,730,001,594	470,730,001,594
4	2017	266,853,742,400	392,275,001,328	659,128,743,728	0	470,730,001,594	470,730,001,594
5	2018	266,853,742,400	376,584,001,275	643,437,743,675	0	470,730,001,594	470,730,001,594
6	2019	266,853,742,400	360,893,001,222	627,746,743,622	0	470,730,001,594	470,730,001,594
7	2020	266,853,742,400	345,202,001,169	612,055,743,569	0	470,730,001,594	470,730,001,594
8	2021	266,853,742,400	329,511,001,116	596,364,743,516	0	470,730,001,594	470,730,001,594
9	2022	266,853,742,400	313,820,001,062	580,673,743,462	0	470,730,001,594	470,730,001,594
10	2023	266,853,742,400	298,129,001,009	564,982,743,409	0	470,730,001,594	470,730,001,594
11	2024	266,853,742,400	282,438,000,956	549,291,743,356	0	470,730,001,594	470,730,001,594
12	2025	266,853,742,400	266,747,000,903	533,600,743,303	0	470,730,001,594	470,730,001,594
13	2026	266,853,742,400	251,056,000,850	517,909,743,250	0	470,730,001,594	470,730,001,594
14	2027	266,853,742,400	235,365,000,797	502,218,743,197	0	470,730,001,594	470,730,001,594

Tabel 5.27 (Sambungan)

Tahun Ke	Tahun	Konvensional			SBSN Akhir Periode		
		Pembayaran Utang Pokok (A/30)	Bunga = (LIBOR+200bps)	Total	Pembayaran Utang Pokok (Akhir Periode)	Sewa = $A(L+M)*H/360$	Total
15	2028	266,853,742,400	219,674,000,744	486,527,743,144	0	470,730,001,594	470,730,001,594
16	2029	266,853,742,400	203,983,000,691	470,836,743,091	0	470,730,001,594	470,730,001,594
17	2030	266,853,742,400	188,292,000,637	455,145,743,037	0	470,730,001,594	470,730,001,594
18	2031	266,853,742,400	172,601,000,584	439,454,742,984	0	470,730,001,594	470,730,001,594
19	2032	266,853,742,400	156,910,000,531	423,763,742,931	0	470,730,001,594	470,730,001,594
20	2033	266,853,742,400	141,219,000,478	408,072,742,878	0	470,730,001,594	470,730,001,594
21	2034	266,853,742,400	125,528,000,425	392,381,742,825	0	470,730,001,594	470,730,001,594
22	2035	266,853,742,400	109,837,000,372	376,690,742,772	0	470,730,001,594	470,730,001,594
23	2036	266,853,742,400	94,146,000,319	360,999,742,719	0	470,730,001,594	470,730,001,594
24	2037	266,853,742,400	78,455,000,266	345,308,742,666	0	470,730,001,594	470,730,001,594
25	2038	266,853,742,400	62,764,000,212	329,617,742,612	0	470,730,001,594	470,730,001,594
26	2039	266,853,742,400	47,073,000,159	313,926,742,559	0	470,730,001,594	470,730,001,594
27	2040	266,853,742,400	31,382,000,106	298,235,742,506	0	470,730,001,594	470,730,001,594
28	2041	266,853,742,400	15,691,000,053	282,544,742,453	0	470,730,001,594	470,730,001,594
29	2042	266,853,742,400	0	266,853,742,400	8,005,612,272,000	470,730,001,594	8,476,342,273,594
TOTAL		8,005,612,272,000	6,825,585,023,107	14,831,197,295,107	8,005,612,272,000	14,121,900,047,808	22,127,512,319,808
SELISIH TOTAL PELUNASAN KONVENSIIONAL DENGAN SBSN_AKHIR PERIODE ADALAH							7,296,315,024,701

Pada Tabel 5.26 di atas memperlihatkan bagaimana nilai pelunasan untuk pembiayaan secara konvensional pada lima tahun pertama menunjukkan nilai beban pelunasan yang cukup tinggi, tetapi kemudian menurun karena tingkat bunga utang menyesuaikan dengan jumlah total utang pokok yang semakin mengecil. Berbeda dengan sistem SBSN dimana nilai cicilan pokok dan sewa adalah *flat* (sama) sehingga jumlah nilai beban pelunasan cicilan pokok dan sewa adalah lebih kecil dibanding dengan sistem konvensional. Kemudian nilai pelunasan untuk sistem konvensional semakin menurun lebih rendah dibanding sistem SBSN yang bersifat *flat* sampai akhir pelunasan di tahun 2024. Selisih akhir baik pada Tabel 5.26 dan Tabel 5.27 yang menunjukkan bahwa **faktor keuntungan atau nilai bagi hasil SBSN yang lebih tinggi di sisi investor** dengan selisih sebesar Rp7,296,315,024,701,- Untuk lebih memperjelas dapat digambarkan seperti grafik di bawah ini.



Gambar 5.8 Grafik Perbandingan Nilai Pelunasan Per Tahun

Sumber: Analisis 2012

5.4 Kerangka Acuan Pembangunan Proyek Infrastruktur melalui SBSN

5.4.1 Pendahuluan

Sesuai dengan kewenangan yang diberikan oleh Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Pemerintah dapat menerbitkan SBSN/Sukuk Negara, baik secara langsung maupun melalui Perusahaan Penerbit SBSN, untuk keperluan pembiayaan APBN termasuk pembiayaan proyek. Proyek yang dapat dibiayai melalui penerbitan SBSN, sesuai dengan Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 adalah proyek yang telah mendapat alokasi dalam APBN. Adapun cakupannya dapat berupa Proyek yang akan atau sedang dibangun, termasuk Proyek infrastruktur dalam sektor energi, telekomunikasi, perhubungan, pertanian, industri manufaktur, dan perumahan rakyat.

Pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN ini, sesuai ketentuan dapat dilakukan untuk berbagai tujuan sebagai berikut:

- c. pembangunan infrastruktur;
- d. penyediaan pelayanan umum;
- e. pemberdayaan industri dalam negeri; dan/atau
- f. pembangunan lain sesuai dengan kebijakan strategis pemerintah.

Kerangka Acuan ini disusun berdasarkan:

1. Peraturan Pemerintah Republik Indonesia Nomor 56 Tahun 2011 tanggal 22 Desember 2011 tentang Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara.
2. Peraturan Menteri Keuangan Nomor: 129/PMK.08/2011 tanggal 15 Agustus 2011 tentang Penggunaan Proyek Sebagai Dasar Penerbitan SBSN dengan tujuan untuk memberikan pemaparan mengenai rancangan mekanisme pembiayaan proyek, khususnya proyek pemerintah pusat, melalui penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

5.4.2 Skema Pembiayaan Proyek

5.4.2.1 Umum

Karakteristik pokok pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN adalah adanya pemisahan kewenangan dan tanggung jawab antara pemerintah c.q. Menteri Keuangan dan Pemrakarsa Proyek. Pemerintah c.q. Menteri Keuangan bertanggung jawab atas penyediaan dana yang dibutuhkan untuk pembangunan proyek melalui penerbitan SBSN. Sementara, keberhasilan atas penyelenggaraan kegiatan yang terkait dengan pembangunan proyek termasuk pengelolaannya pasca konstruksi sepenuhnya menjadi tanggungjawab Pemrakarsa Proyek.

Proyek yang dapat dibiayai melalui penerbitan SBSN, untuk saat ini terbatas hanya proyek/Kegiatan Pemerintah Pusat. Hal tersebut karena sesuai pengaturan dalam RPP Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN yang saat ini sedang dalam proses pengesahan oleh Presiden RI, prioritas pembiayaan SBSN ditujukan untuk proyek-proyek pemerintah pusat.

5.4.2.2 Pihak Terkait

Pihak yang terlibat secara langsung dalam operasional pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN adalah sebagai berikut:

- a. Pemrakarsa Proyek, yaitu pihak yang menyampaikan usulan kegiatan atau proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN dan bertanggung-jawab atas pelaksanaan Proyek. Dalam hal proyek pemerintah pusat, pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek adalah Satker atau K/L.
- b. Pemerintah RI, dalam hal ini diwakili oleh Menteri Keuangan, bertindak sebagai penanggung-jawab atas penyediaan dana untuk pembangunan Proyek dengan melakukan penerbitan SBSN.
- c. Perusahaan Penerbit SBSN (SPV), bertindak sebagai penerbit SBSN, *Project Company*, dan Wali Amanat untuk kepentingan Pemegang SBSN.

Selain itu, juga terdapat pihak lain yang secara tidak langsung juga mempengaruhi keberhasilan pelaksanaan proyek, misalnya kontraktor dan pihak lain yang bertugas melakukan pengelolaan dan pemeliharaan atas proyek setelah selesainya masa konstruksi.

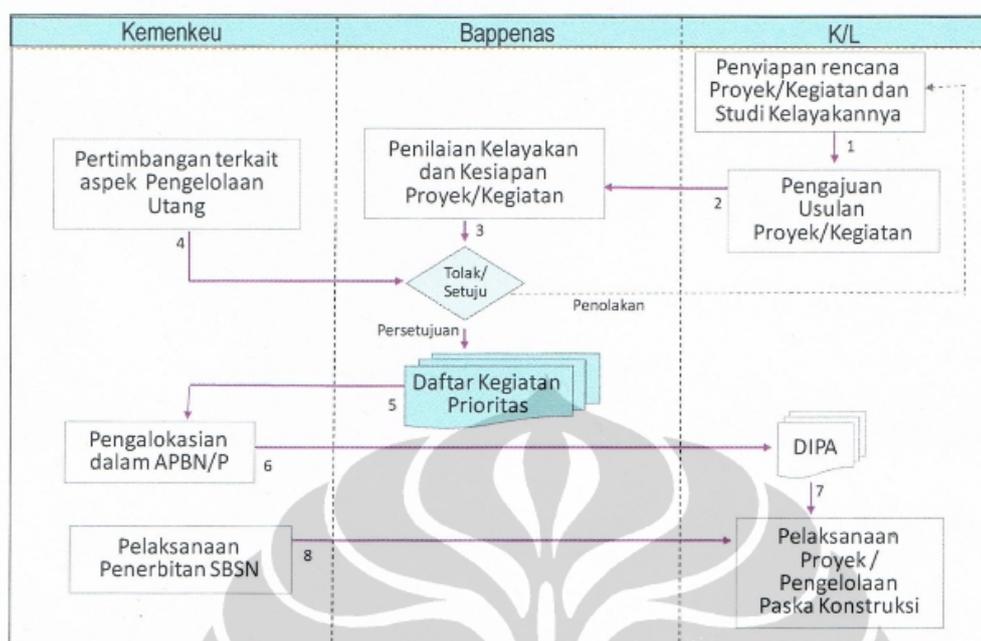
5.4.2.3 Tahapan Pembiayaan Proyek

Aktivitas pokok terkait pembiayaan proyek melalui SBSN meliputi 4 tahap kegiatan sebagai berikut:

- 1) Perencanaan Proyek
 - a. Perencanaan dan pengusulan Proyek, termasuk penyiapan dokumen studi kelayakan proyek, dilakukan oleh Pemrakarsa Proyek;
 - b. Penilaian kesiapan Proyek dan persetujuan oleh Bappenas.
- 2) Penganggaran
 - a. Pengalokasian dalam APBN;
 - b. Penyusunan dokumen pelaksanaan anggaran.
- 3) Penerbitan SBSN
 - a. Perencanaan penerbitan dan penjualan SBSN;
 - b. Pelaksanaan penerbitan dan penjualan SBSN, termasuk penunjukan pihak yang akan membantu pelaksanaan penerbitan dan penjualan, serta penyusunan dokumen penerbitan dan penjualan SBSN.
 - c. Penatausahaan penerbitan dan penjualan SBSN; dan
 - d. Pengelolaan portofolio dan risiko.
- 4) Pelaksanaan dan Pengelolaan Proyek
 - a. Pelaksanaan Proyek, termasuk penunjukan kontraktor dan/atau rekanan; serta pembayaran/pencairan dana;
 - b. Pengawasan dan monitoring atas pelaksanaan Proyek;
 - c. Penatausahaan Proyek; dan
 - d. Penyerahan proyek ke Pemrakarsa dalam bentuk penggunaan oleh K/L atau pemanfaatan sesuai dengan ketentuan perundang-undangan yang berlaku.

Tahapan kegiatan dalam rangka pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN dapat digambarkan dalam gambar sebagai berikut:

Tabel 5.28 Tahapan Pembiayaan Proyek Melalui SBSN



5.4.3 Pendanaan dan Penganggaran Proyek

5.4.3.1 Sumber Dana

Dana untuk pembangunan proyek akan dipenuhi oleh Pemerintah c.q. Kementerian Keuangan melalui penerbitan SBSN. Penerbitan SBSN dapat dilakukan baik di pasar domestik maupun internasional dan dapat dilakukan secara langsung oleh Pemerintah atau melalui Perusahaan Penerbit SBSN. Kebijakan atas penerbitan SBSN, termasuk pemilihan ketentuan dan syarat SBSN yang akan diterbitkan, sepenuhnya menjadi kewenangan Pemerintah c.q. Kementerian Keuangan.

5.4.3.2 Jumlah Dana

Pembiayaan melalui penerbitan SBSN dapat dilakukan atas seluruh atau sebagian dari kebutuhan pendanaan proyek, sesuai dengan alokasi pembiayaan proyek/kegiatan yang disetujui dalam APBN.

5.4.3.3 Waktu Penyediaan Dana

Penerbitan SBSN dapat dilakukan setiap saat sesuai dengan kondisi pasar keuangan, serta memperhitungkan siklus kebutuhan pembiayaan proyek. Dalam hal penerbitan SBSN dilakukan mendahului siklus pembiayaan proyek, dana hasil penerbitan akan ditampung dalam rekening yang merupakan bagian dari rekening BUN (Bendahara Umum Negara) sebelum dicairkan untuk pelaksanaan proyek.

5.4.3.4 Pembukuan dan Penganggaran

Nilai nominal SBSN yang diterbitkan dalam rangka pembiayaan proyek, seluruhnya dibukukan dalam APBN, dicatat sebagai penerimaan penjualan SBSN, dan diperhitungkan sebagai bagian dari tambahan bersih utang Pemerintah (*nett additional debt*) yang disetujui oleh DPR untuk tahun anggaran yang bersangkutan. Proyek dilaksanakan sebagai bagian dari pelaksanaan program APBN. Oleh karenanya, mekanisme pelaksanaan anggaran dalam rangka pembiayaan proyek tersebut, dilakukan sesuai dengan ketentuan yang berlaku di bidang pelaksanaan APBN.

5.4.3.5 Kewajiban Pembayaran Imbalan dan Nilai Nominal SBSN

Pemerintah bertindak sebagai obligor akan bertanggung-jawab atas pembayaran Imbalan dan Nilai nominal SBSN sampai dengan jatuh tempo. Dana pembayaran atas kewajiban Imbalan dan nilai nominal SBSN sesuai ketentuan undang-undang akan dialokasikan dalam APBN setiap tahun sampai dengan jatuh tempo SBSN.

5.4.4 Pengelolaan Proyek

5.4.4.1 Pelaksanaan Proyek

Penyelenggaraan kegiatan dalam rangka pembangunan Proyek dilakukan oleh satuan kerja yang menjadi Pemrakarsa Proyek. Kegiatan dalam rangka pembangunan Proyek tersebut, meliputi antara lain:

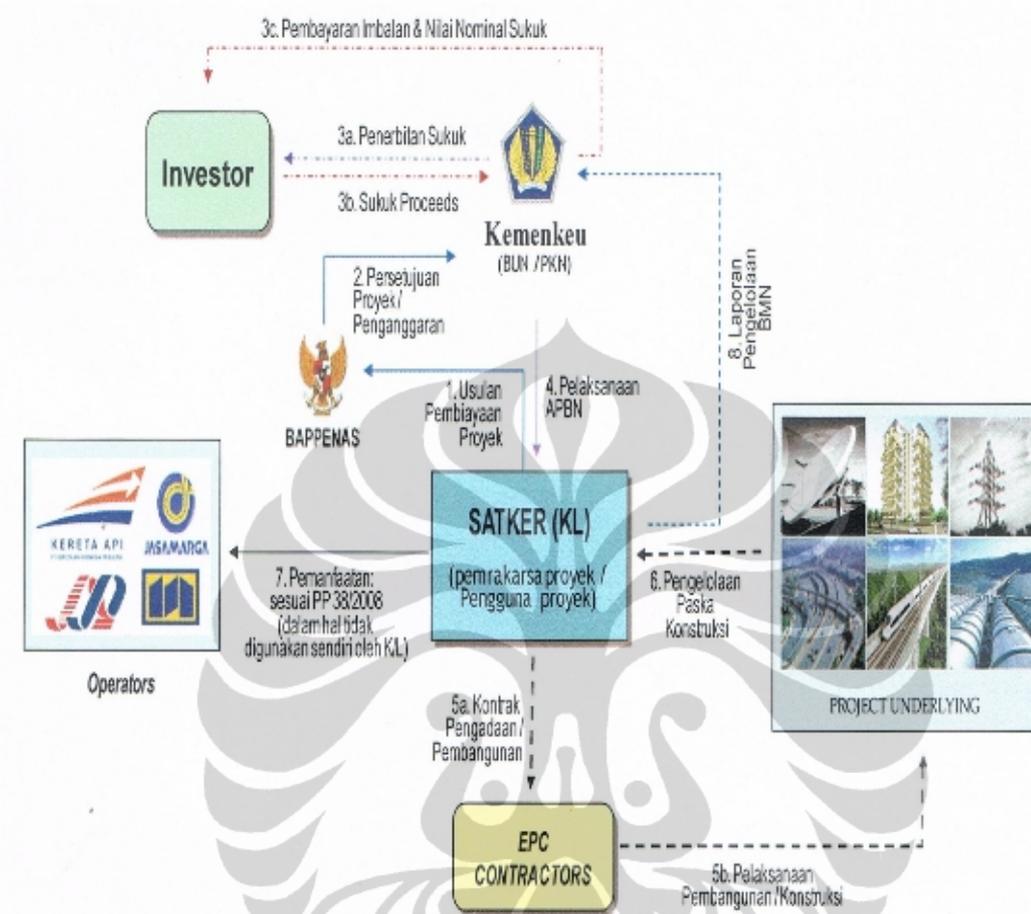
- a. Perencanaan dan pengusulan Proyek;
- b. Pelaksanaan Proyek, termasuk penunjukan kontraktor dan/atau rekanan;
- c. Pengawasan dan monitoring atas pelaksanaan Proyek; dan
- d. Penatausahaan Proyek.

Tata cara perencanaan dan pengusulan Proyek dilakukan dengan mengikuti ketentuan yang diatur oleh Kementerian Perencanaan Pembangunan Nasional.

5.4.4.2 Pemanfaatan/Penggunaan Proyek

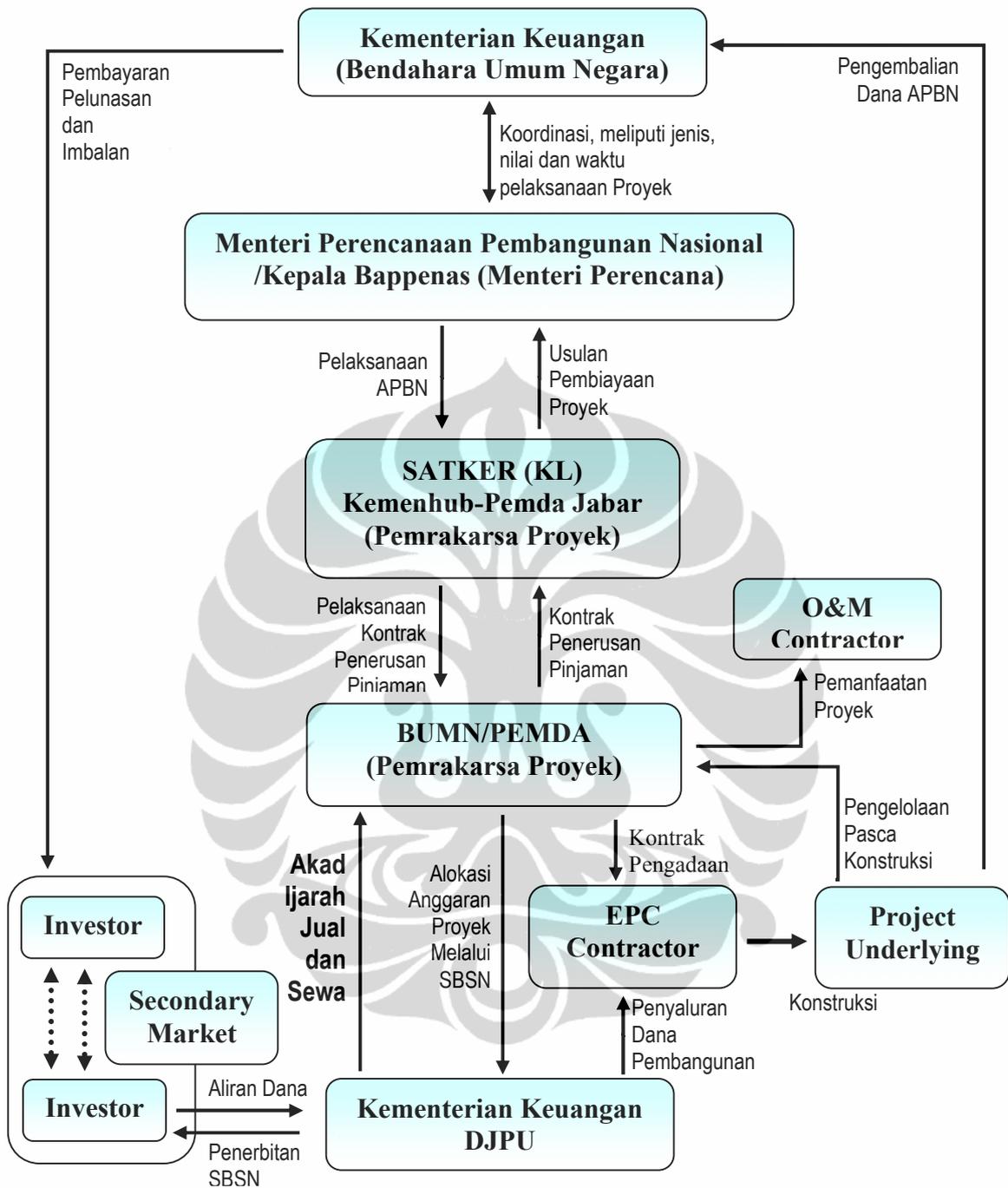
Operasional pengelolaan proyek setelah selesai masa konstruksi diserahkan kepada Pemrakarsa Proyek dengan alternatif bentuk penyerahan berupa penggunaan oleh K/L Pemrakarsa atau bentuk pemanfaatan sesuai dengan ketentuan perundang-undangan.

Sebagai gambaran, skema pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN adalah sebagai berikut:



Gambar 5.9 Skema Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN K/L

Gambar 5.9 di atas sebagai pemrakarsa proyeknya adalah Satuan Kerja atau Kementerian Lembaga. Bila Pemrakarsa proyeknya selain Satuan Kerja atau Kementerian Lembaga dapat dilakukan penerusan pinjaman seperti skema di Gambar 5.10 bawah ini:

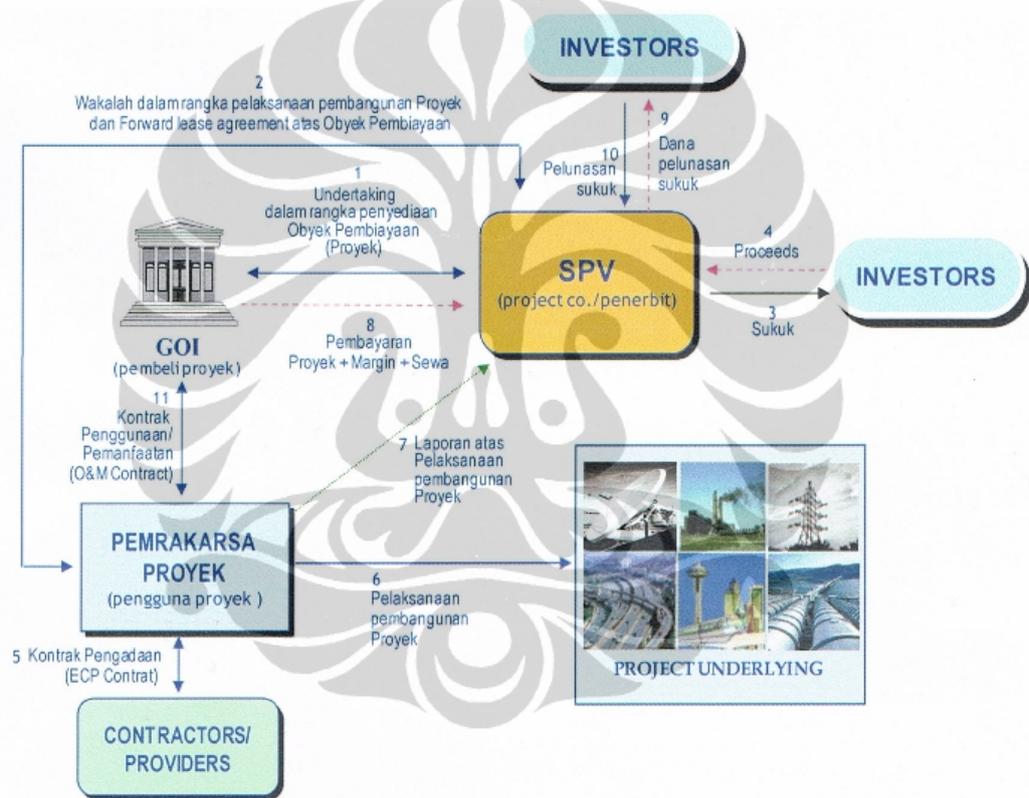


Gambar 5.10 Skema Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan SBSN selain K/L

5.4.5 Struktur Akad SBSN

Berbeda dengan instrumen keuangan konvensional, penerbitan SBSN menggunakan perikatan atau akad yang sesuai dengan prinsip syariah. Struktur SBSN yang akan digunakan dalam penerbitan SBSN untuk pembiayaan proyek dapat berupa istishna, musyarakah, mudharabah, murabaha, atau kombinasi akad, disesuaikan dengan jenis proyek yang akan dibiayai dengan tetap mempertimbangkan aspek kesyariahnya.

Secara umum struktur akad dalam pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN dapat digambarkan sebagai berikut:



Gambar 5.11 Contoh Struktur Akad Pembiayaan Proyek

5.4.6 Aspek Legal

5.4.6.1 Status Kepemilikan Proyek

Legal status dari obyek pembiayaan berada pada Perusahaan Penerbit SBSN untuk dan atas nama investor sampai dengan saat jatuh tempo SBSN. Sampai dengan selesainya masa konstruksi, Proyek secara paralel dicatat dalam daftar Barang Milik Negara dengan status sebagai Konstruksi Dalam Pengerjaan.

Pada saat berakhirnya masa konstruksi proyek, proyek memperoleh pencatatan sebagai Barang Milik Negara dengan status digunakan sebagai Aset SBSN.

5.4.6.2 Dokumen Hukum dan Pasar Modal

- (1) Dokumen penerbitan dan penjualan SBSN, meliputi antara lain:
 - a. dokumen transaksi aset/pemenuhan akad SBSN;
 - b. dokumen perwaliananatan;
 - c. ketentuan dan syarat SBSN;
 - d. memorandum informasi; dan
 - e. fatwa atau pernyataan kesesuaian SBSN dengan prinsip syariah.
- (2) Dokumen pengelolaan Proyek, meliputi antara lain:
 - a. dokumen perencanaan dan pengusulan Proyek, termasuk studi kelayakan proyek;
 - b. dokumen pelaksanaan Proyek, termasuk dokumen pelaksanaan anggaran dan perjanjian kerja dengan kontraktor/rekanan;
 - c. dokumen pengawasan dan monitoring atas pelaksanaan Proyek; dan
 - d. laporan penatausahaan proyek.

5.4.6.3 Perjanjian

Perjanjian antara para pihak akan spesifik, sesuai dengan jenis akad atau kontrak yang diperlukan dalam rangka pembangunan Proyek, dapat berupa antara lain.

- a. *Undertaking* untuk menjual/membeli/menyewa obyek pembiayaan antara SPV (penjual/pe,beri sewa) dengan Pemerintah (pembeli/penyewa).
- b. Perjanjian wakalah dalam rangka pembangunan proyek antara SPV (muwakkil) dengan pihak lain (al wakil).
- c. Perjanjian sewa obyek pembiayaan antara SPV (pemberi sewa) dengan Pemerintah (penyewa).
- d. Perjanjian jual/beli obyek pembiayaan antara SPV (penjual) dengan Pemerintah (pembeli) saat jatuh tempo SBSN.
- e. Perjanjian pengelolaan atas obyek pembiayaan antara Pemerintah dengan SPV selama masa sewa obyek pembiayaan.
- f. Perjanjian pendukung dengan kontraktor atau suplier (*EPC contract, O&M contract, Off taker*)

5.4.7 Pelaporan

Pemrakarsa Proyek menyampaikan kepada Menteri Keuangan, laporan mengenai perkembangan pelaksanaan proyek yang mencakup paling kurang:

- a. perkembangan pencapaian pelaksanaan fisik Proyek; dan
- b. perkembangan realisasi penyerapan dana;

Penyampaian laporan tersebut dilakukan pada setiap akhir triwulan, dimulai sejak dimulainya masa konstruksi sampai dengan berakhirnya pelaksanaan Proyek.

5.4.8 Monitoring dan Evaluasi

Menteri Keuangan berwenang melakukan monitoring dan evaluasi atas pelaksanaan Proyek yang dibiayai melalui penerbitan SBSN. Monitoring dan evaluasi mencakup antara lain:

- a. perkembangan pencapaian pelaksanaan fisik Proyek;
- b. perkembangan realisasi penyerapan dana;
- c. perkembangan proses pengadaan barang dan jasa;
- d. permasalahan dan kendala yang dihadapi; dan
- e. langkah tindak lanjut yang diperlukan.

Menteri Keuangan berwenang menyampaikan rekomendasi mengenai langkah-langkah percepatan pelaksanaan Proyek.

5.4.9 Transparansi dan Akuntabilitas

Menteri berwenang menyampaikan publikasi atas informasi mengenai realisasi pelaksanaan Proyek yang dibiayai melalui penerbitan SBSN. Publikasi informasi dilakukan oleh Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang, meliputi:

- a. rincian jumlah dan jenis Proyek yang dibiayai melalui penerbitan SBSN;
- b. realisasi pencapaian pelaksanaan fisik Proyek; dan
- c. portofolio SBSN yang diterbitkan untuk pembiayaan Proyek.

5.4.10 Penutup

Kerangka Acuan ini disusun untuk memberikan gambaran singkat mengenai mekanisme pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN. Selanjutnya, operasional pelaksanaan pembiayaan proyek melalui penerbitan SBSN dilakukan dengan mengikuti ketentuan teknis yang berlaku, berupa PMK atau PP yang menjadi legal basis bagi pelaksanaan pembiayaan proyek melalui SBSN.

BAB 6

KESIMPULAN DAN SARAN

Bab 6 Kesimpulan dan Saran ini terdiri dari empat bagian yaitu kesimpulan, saran, keterbatasan penelitian dan usulan penelitian selanjutnya. Bagian kesimpulan ini merupakan ringkasan hasil analisis untuk menjawab permasalahan penelitian yang diajukan sebelumnya. Bagian saran merupakan masukan dari hasil penelitian untuk mencapai tujuan yang dimaksud. Keterbatasan penelitian sebagai penjelasan adanya keterbatasan dalam penelitian ini yang dianggap mempunyai dampak terhadap kesempurnaan hasil penelitian. Bagian usulan penelitian selanjutnya merupakan usulan tema penelitian selanjutnya yang diharapkan dapat menindaklanjuti hasil penelitian ini.

6.1 Kesimpulan

Berdasarkan hasil analisa penelitian ini, diperoleh kesimpulan sebagai berikut:

1. Kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN, hasil penelitan menunjukkan bahwa kendala terdiri dari 3 aspek yaitu aspek produk, aspek penunjang dan aspek pasar. Secara umum, kendala yang relatif dominan timbul dan mempengaruhi pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN yaitu kendala aspek penunjang. Adapun kendala yang paling dominan pada masing-masing aspek adalah: 1) pada aspek produk kendala yang relatif dominan adalah Batas maksimal nilai; 2) pada aspek penunjang kendala yang relatif dominan adalah kriteria kesiapan; 3) pada aspek pasar kendala yang relatif dominan adalah pengetahuan pelaku pasar. Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau secara Tanggung Jawab adalah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang. Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN ditinjau Secara Penyelesaian Aturannya adalah peraturan lainnya.
2. Proyek pembangunan bandar udara sangat layak didanai oleh SBSN terbukti dari hasil analisis finansial yang mengindikasikan nilai IRR yang lebih besar dan PP (*Payback Period*) yang lebih pendek dibanding dengan mekanisme konvensional dan nilai pelunasan yang lebih besar dibanding dengan mekanisme konvensional yang memberikan potensi penggalangan dana dari masyarakat untuk melakukan investasi yang lebih terbuka bagi masyarakat.

6.2 Saran

Berdasarkan kesimpulan di atas maka saran pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN sebagai alternatif pembiayaan infrastuktur adalah sebagai berikut:

1. Pemerintah harus bisa menjamin investasi masyarakat dalam SBSN/Sukuk Negara untuk pembiayaan proyek infrastruktur sesuai ketentuan syariah.
2. Guna menjamin penggunaan dana SBSN/Sukuk Negara untuk pembiayaan proyek infrastruktur maka pengalokasian APBN dapat berupa mata anggaran belanja modal per proyek. Selain itu juga perlu mata anggaran belanja pembayaran imbalan dan nilai nominal SBSN untuk menjamin investasi dalam SBSN/Sukuk Negara.
3. Readiness Criteria dan Ketetapan DSN-MUI tentang Kriteria Proyek sesuai dengan Prinsip Syariah perlu segera diformulasikan secara seksama sebagai alat penilaian proyek dalam menentukan Daftar Prioritas Proyek.
4. Penerapan prinsip kehati-hatian dan tata kelola SBSN yang baik dengan menerapkan sistem transparansi, kepercayaan dan pertanggungjawaban penggunaan dana secara lebih profesional dapat berupa penataan struktur kepemilikan SBSN/Sukuk Negara.
5. Pihak yang terlibat di dalam pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN harus mempunyai persamaan persepsi sehingga dapat melihat potensi yang besar dan memanfaatkan SBSN/Sukuk Negara lebih maksimal.

6.3 Keterbatasan Penelitian

Kelemahan dalam penelitian ini adalah perolehan data responden yang terbatas dan homogen, sehingga pada penelitian selanjutnya diharapkan dapat menambah jumlah responden dari pihak-pihak terkait yang berperan dalam implementasi penerbitan SBSN. Selain itu, alat analisis SBSN yang digunakan dalam penghitungan kelayakan finansial masih menggunakan metode konvensional, hal ini guna mendapatkan hasil perhitungan yang lebih obyektif karena didasarkan atas ketentuan syariah yang sejalan dengan prinsip SBSN itu sendiri.

6.4 Usulan Penelitian Selanjutnya

Usulan tema penelitian selanjutnya yang diharapkan dapat menindaklanjuti hasil penelitian ini diantaranya:

1. Penelitian tentang Manual Pedoman Pelaksanaan (Operational Guidelines Manual) Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN
2. Penelitian tentang pembiayaan proyek infrastruktur yang diprakarsai oleh pemerintah daerah ataupun BUMN.
3. Penelitian tentang potensi penerbitan SBSN Daerah ataupun BUMD dan keterkaitannya dengan kemampuan fiskal pemerintah di dalam mendanai pembangunan infrastruktur melalui SBSN.
4. Penelitian tentang faktor yang mempengaruhi efektivitas pembiayaan infrastruktur melalui SBSN/Sukuk Negara disesuaikan dengan karakter proyek infrastruktur dan skema pembiayaan.
5. Penelitian tentang pengembangan instrumen SBSN dan jenis akad Sukuk (selain Ijarah, kemungkinan Istishna ataupun akad hybrid) yang sesuai untuk pembangunan infrastruktur sehingga memberikan efisiensi dalam pendanaan dan kesesuaian secara syariah Islam
6. Pada penelitian selanjutnya sebaiknya alat analisis SBSN menggunakan sistem ekonomi berbasis syariah Islam, misalnya menggunakan IIBR (Islamic Interchange Bank Rate) dan penghitungan analisis kelayakan finansial tidak lagi menggunakan metode konvensional agar hasil perhitungan dapat lebih mencerminkan hasil yang lebih obyektif karena didasarkan atas ketentuan syariah yang sejalan dengan prinsip SBSN itu sendiri.

Demikian disampaikan hasil penelitian ini semoga bermanfaat terhadap pembangunan infrastruktur di Indonesia dan dapat melaksanakan sistem keuangan syariah Islam dalam kehidupan untuk meningkatkan kesejahteraan masyarakat Indonesia. Akhir kata, penulis berharap syariah dalam judul penelitian ini bukan lagi sebagai alternatif melainkan sebuah solusi pembiayaan proyek infrastruktur.

Insyallah, Amien.

DAFTAR REFERENSI

Al-Quran

- Adam, Nathif J dan Abdulkader Thomas, (2004), *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney Books.
- Adam, Nathif Jama, (2005), “*Sukuk: A Panacea for Convergence and Capital Market Development in the OIC Countries*”. Presentation 6th International Conference on Islamic Economics, Banking & Finance, Jakarta.
- Adiatna, Puji (2010), “*Kajian Peluang Surat Berharga Syariah Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur. Studi Kasus: Proyek Pengembangan Terminal Peti Kemas Gabion Pelabuhan Laut Belawan*”, ITB, Bandung.
- Ahmad, Khursyid, (1998), “*Studies in Islamic Economics*”, The Islamic Foundation, Jeddah.
- Ahmed, Salahuddin, (2006), *Islamic Banking, Finance and Insurance: A Global Overview*, A.S Noordeen, Kuala Lumpur.
- Al-Thabari, Imam, (1975), “*Jami’ al Bayan fi Tafsir Al-Quran*”, Dar Al-Marifah, Beirut.
- Azis, Iwan J. (2003). *Analytic Network Process with Feedback Influence : A New Approach to Impact Study*. Paper presented in seminar organized by Department of Urban and Regional Planning, University of Iullinois, Urbana-Campaign.
- Ascarya. (2005). *Analytic Network Process (ANP): Pendekatan Baru Studi Kualitatif*. Makalah dipresentasikan pada Seminar Intern Program Magister Akuntansi Fakultas Ekonomi Universitas Trisakti tanggal 27 Januari 2005 di Jakarta.
- Ascarya dan Yumanita, Diana, (2007), “*Comparing the Development of Islamic Financial/Bond Market in Malaysia and Indonesia*”, paper presented at IRTI-MI International Conference on Islamic Capital Markets: *Products, Regulation, and Practices with relevance to Banking and Finance*, Jakarta.
- Ascarya, (2011) “*Analytic Network Process (ANP) Pendekatan Baru Studi Kualitatif*”.
- Ascarya, (2010), “*The Development Of Islamic Financial System In Indonesia And The Way Forward*”, paper to be published as Occasional Paper, Bank Indonesia.
- Ascarya. (2012). *Analytic Network Process (ANP) Pendekatan Baru Studi Kualitatif: Aplikasi*. Makalah dipresentasikan di STEI-Tazkia, Bogor pada tanggal 17 Januari 2012.
- Ayub, Muhammad, (2004), “*Securitization, Sukuk and Fund Management Potential to be Realized by Islamic Financial Instutions*”, Pakistan.

- Ayub, Muhammad, (2009), "Understanding Islamic Finance A-Z Keuangan Syariah", Gramedia, Jakarta.
- Bapepam, (2003) *Panduan Investasi di Pasar Modal Indonesia*, Bapepam dan JICA, Jakarta.
- Buku Saku Perkembangan Utang Negara, www.dmo.or.id
- Chapra, Umar, (1992), *Islam and the Internasional Debt Problem*, Saudi Arabian Monetary Agency, Riyadh.
- Chapra, Umar, (2000), *Islam dan Pembangunan Ekonomi*, Gema Insani Press, Jakarta.
- Direktorat Pembiayaan Syariah-Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan-RI, (2008), "*Kajian Pembiayaan Proyek dengan Penerbitan SBSN Istishna'-Ijarah*", Tidak dipublikasikan.
- Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang-Kemenkeu, (2009), "*Perkembangan Utang Negara (Pinjaman Luar Negeri dan Surat Berharga Negara)*".
- Direktorat Pembiayaan Syariah-Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang Departemen Keuangan-RI, (2010), "*Tanya Jawab Surat Berharga Syariah negara (Sukuk Negara) Instrumen Keuangan Berbasis Syariah*", Jakarta.
- Finnerty, John D., (1996), *Project Financing: Asset-Based Financial Engineering*, John Wiley and Sons, New York.
- Gray, Clive. et all., (1993), *Pengantar Evaluasi Proyek*, Gramedia, Jakarta.
- Hosen, M. Nadratuzzaman dan Ali, AM. Hasan, (2007), *Kamus Populer Keuangan dan Ekonomi Syariah*, e-book, www.pkesinteraktif.com
- Jobst, Andreas, Peter Kunzel, Paul Mills dan Amadou Sy. (2008), "*Islamic Bond Issuance : What Sovereign Debt Managers Need to Know*", Washington DC. USA: IMF Policy Discussion Paper.
- Kadariah, (2001), *Evaluasi Proyek-Analisis Ekonomis*, LPFE-UI, Jakarta.
- Karim, Adiwarmanto Azwar, (2008), *Ekonomi Makro Islami*, Raja Grafindo Persada, Jakarta.
- Kodoatie, Robert J., (2005), *Pengantar Manajemen Infrastruktur*, Pustaka Pelajar, Yogyakarta.
- Manaf, Izzuddin Abdul, (2007), "*Islamic Bonds (Sukuk): Its Introduction and Application*".
- Manan, Abdul, (2007), "*Obligasi Syariah*", www.badilag.net

- Manan, Abdul, (2009), *Aspek Hukum dan Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Jakarta: Kencana.
- Rahardjo, Supto, (2004). *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: Gramedia.
- Pramono, Sigit dan Setiawan, Aziz, (2006), *Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis*, Jakarta.
- Pudjosumarto, Muljadi, (1998). *Evaluasi Proyek-Uraian Singkat dan Soal Jawab*, Liberty, Yogyakarta.
- Saaty, Thomas L., (1994), *Fundamentals of Decision Making and Priority Theory with the Analytic Hierarchy Process*, RWS Publications, Pittsburgh, USA.
- Saaty, Thomas L., (2001), *Decision Making with Dependence and Feedback: The Analytic Network Process*, RWS Publication, Pittsburgh, USA.
- Saaty, Thomas L and Vargas, Louis G., (2006), *“Decision Making with the Analytic Network Process. Economic, Political, Social and Technological Applications with Benefits, Opportunities, Costs and Risks”*. Springer, Pittsburgh, USA.
- Sigit Pramono dan A. Aziz Setiawan, (2008), *“Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Proyek Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis”*, SEBI Research Centre, Jakarta.
- Sutedi, Adrian, (2009), *Aspek Hukum Obligasi dan Sukuk*, Sinar Grafika, Jakarta.
- Sutedi, Adrian, (2011), *Pasar Modal Syariah*, Sinar Grafika, Jakarta.
- Junaedi, (1995), *Transaksi Jual Beli Obligasi dan Saham Di Pasar Modal Indonesia Ditinjau Dari Segi Hukum Islam*, Kalam Mulia, Jakarta.
- Masterplan Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka.
- Monzer Khaf, (1997), *“Instrumen of Meeting Budget Deficit in Islamic Economy”*, Research Paper No. 42, Jeddah: IRTI-IDB.
- Munawar Iqbal dan Tariqullah Khan, (2004), *“Financing Public Expenditure: an Islamic Perspective”*, Occasional Paper No. 7, Jeddah: IRTI-IDB.
- Peraturan Pemerintah RI Nomor 56 Tahun 2011 tanggal 22 Desember 2011 tentang Pembiayaan Proyek Melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara.
- Peraturan Menteri Keuangan Nomor: 129/PMK.08/2011 tanggal 15 Agustus 2011 tentang Penggunaan Proyek Sebagai Dasar Penerbitan SBSN
- Purwoko, (2005), *“Analisis Peluang Penerbitan Obligasi Daerah sebagai alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur Daerah”*. Kajian Ekonomi dan Keuangan.
- Rais, Sasli, (2009), *Konsep Ekonomi Islam*, www.kafesyariah.net.

- Rehan Tahir, Muhammad, (2008), *“A New Approach to Product Development in Islamic Finance”*.
- Salman Syed Ali, (2005), *“Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges”*, Occasional Paper No. 9, Jedah: IRTI-IDB.
- Salim, Agus, (2009), *“Investasi Syariah: Trend Produk, Tantangan dan Peluang”*.
- Shah, S., (1986), *“Optimal Capital Structure and project financing. Journal of Economic Theory”*.
- Sunarsip, (2007), *“Menangkap Peluang dari Booming Keuangan Syariah Global”*, Bisnis Indonesia.
- Sunarsip dan Bin Nahadi, (2006), *“Keterlibatan BUMN dalam Pembangunan Infrastruktur”*, Bisnis Indonesia.
- Sunarsip, (2008), *“Prospek Sukuk di Indonesia”*, Harian Ekonomi dan Bisnis Kontan.
- Sunarsih, (2008), *Potensi Obligasi Syariah sebagai Sumber Pendanaan Jangka Menengah dan Jangka Panjang bagi Perusahaan Indonesia*, Jurnal Asy-Syir'ah.
- Tariq, Ali Arsalan, (2004). *“Managing Financial Risk of Sukuk Structures”*, dissertation , Degree of Masters of Science at Loughborough University, UK.
- Tim Pengembangan Instrumen Pembiayaan Syariah, (2008), *”Pembiayaan Proyek dengan Penerbitan SBSN Istishna'-Ijarah, Studi Kasus: Pembiayaan Proyek Jembatan Suramadu”*, Departemen Keuangan Republik Indonesia.
- Tim Penulis Dewan Syariah Nasional MUI, (2003), *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, PT Intermasa, Jakarta.
- Tim Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia, (2004), *”Studi tentang Investasi Syariah di Pasar Modal Indonesia”*, Bapepam-Kemenkeu.
- Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara
- Wahid, Nazaruddin Abdul, (2010), *Sukuk: Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, Ar-Ruzz Media, Yogyakarta.
- Yuliana, Indah (2011), *Kinerja Keuangan Perusahaan Terhadap Penetapan Tingkat Sewa Obligasi Syariah Ijarah di Indonesia*, FE UIN Maliki, Malang.
- Zaidi, Jamal Abas. (2007). *Sukuk- A Global Trend. Islamic International Rating Agency (IIRA), Chartered Financial Analyst, Bahrain.*
- Zaini, Zulkifli *“Pembiayaan Komersial sebagai Upaya Mempercepat Penyelenggaraan Infrastruktur Berkelanjutan”*



Lampiran 1 Format Validasi Pakar

Kepada Yth. Responden,

Saya JATMIKO, mahasiswa Manajemen Infrastruktur Program Pascasarjana Bidang Ilmu Teknik Departemen Teknik Sipil Fakultas Teknik Universitas Indonesia. Sehubungan dengan tesis saya yang berjudul "Kendala dan Analisa Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur" saya mohon bantuan kepada Bapak/Ibu memberikan pendapatnya dalam hal yang berkaitan dengan SBSN/Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur. Pernyataan dan data responden hanya akan digunakan untuk keperluan penelitian dan sangat dijaga kerahasiaannya. Terima kasih atas bantuan dan kerjasama yang telah Bapak/Ibu berikan.

Informasi

Bila Bapak/Ibu mempunyai pertanyaan atau memerlukan informasi lebih lanjut berkaitan dengan kuesioner ini, silahkan menghubungi:

Peneliti : Jatmiko

Telepon : 081317005011

e-mail : jatmiko97@yahoo.com

BAGIAN I

DATA RESPONDEN
(Data Hanya Untuk Kepentingan Penelitian)

1. Nama :

(Boleh diisi dengan inisial nama saja / Boleh tidak diisi)

2. Pengalam : < 10 tahun > 20 tahun

10 - 20 tahun

3. Pendidikan Terakhir :

S1 Post Graduate (S2/S3)

4. Posisi : Pakar Regulator (Lain-lain)

Praktisi Penerbit/Pengguna

5. Lama Waktu Bertugas/Berkecimpung dengan Pembiayaan Syariah/SBSN:

< 5 tahun 10 - 15 tahun > 20 tahun

5 - 10 tahun 15 - 20 tahun



BAGIAN II

Lampiran 1 (Lanjutan)

KUESIONER VALIDASI PAKAR

Pilihlah salah satu jawaban di bawah ini (Ya atau Tidak) dan isilah komentar serta berpendapatlah pada kotak yang telah disediakan sebagai jawaban atas pertanyaan berikut ini.

1. Menurut Anda, berdasarkan pengetahuan Anda. Kendala di bawah ini apakah merupakan kendala pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN?

Variabel	Kendala Pembiayaan Proyek Melalui SBSN	Pakar	
		Ya/tdk	Komentar
Aspek Produk			
K1.1	Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.		
K1.2	Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtanggankan kepada pihak lain.		
K1.3	Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.		
K1.4	Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.		
K1.5	Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur.		
K1.6	Belum adanya Rating dan Valuasi Standar.		
K1.7	Nilai nominal SBSN yang diterbitkan dalam rangka pembiayaan proyek, seluruhnya dibukukan dalam APBN		
K1.n	Lainnya:		
Aspek Penunjang			
K2.1	Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.		
K2.2	Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.		



Lampiran 1 (Lanjutan)

Variabel	Kendala Pembiayaan Proyek Melalui SBSN	Pakar	
		Ya/tdk	Komentar
K2.3	Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.		
K2.4	Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.		
K2.5	Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)		
K2.6	Sulitnya pembentukan SPV karena bentuk badan hukum Perusahaan penerbit SBSN adalah badan hukum Perusahaan Penerbit SBSN		
K2.7	Belum adanya lembaga arbitrase syariah nasional dalam menyelesaikan sengketa		
K2.8	Tidak adanya insentif dari pemerintah		
K2.9	Belum adanya kepastian masalah perpajakan terkait dengan transaksi yang melibatkan investor sukuk (Sunarsip, 2007)		
K2.10	Pemerintah Belum melengkapi instrumen yang diperlukan untuk penerbitan SBSN		
K2.11	Belum adanya koordinasi yang baik antar pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN		
K2.n	Lainnya:		
Aspek Pasar			
K3.1	Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal.		
K3.2	Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah.		
K3.3	Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah.		
K3.4	<i>Profit oriented</i> dan <i>floating majority</i> .		
K3.5	Pasar Keuangan Syariah di Indonesia tidak terlalu likuid (Sunarsip, 2007)		
K3.6	Kurangnya sosialisasi pada pihak yang terlibat dalam penerbitan SBSN		



Lampiran 1 (Lanjutan)

Variabel	Kendala Pembiayaan Proyek Melalui SBSN	Pakar	
		Ya/tdk	Komentar
K3.7	Pengalaman Penundaan bayar beberapa sukuk global seperti Nakheel (Dubai) dan Investment Dar Kuwait menimbulkan kekhawatiran investor untuk berinvestasi Sukuk.		
K3.8	Laporan The Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions (AAOIFI, 2006) menyebutkan sekitar 85% sukuk yang beredar belum sesuai syariah		
K3.9	Sukuk pada saat ini menganut instrumen pasar dan akibatnya menjadi lebih mahal (Agus, 2010)		
K3.10	<i>Pricing</i> sukuk cenderung mengikuti <i>bond</i> di pasaran, sehingga <i>interest based bond benchmark</i> ini mengundang kontroversi di industri keuangan Islam sendiri (Yudi, 2010)		
K3.11	Birokrasi penerbitan Sukuk menjadi cukup rumit karena ada beberapa tahap yang harus dilalui sesuai dengan ketentuan syariah yang belum tersosialisasi dengan baik.		
K3.n	Lainnya:		

Jakarta,2012

(Tanda Tangan Responden)

TERIMA KASIH
ATAS KESEDIAAN WAKTU ANDA
UNTUK MENGISISI KUISIONER PENELITIAN INI



Lampiran 2 Format Kuesioner

Kepada Yth. Responden,

Saya JATMIKO, mahasiswa Manajemen Infrastruktur Program Pascasarjana Bidang Ilmu Teknik Departemen Teknik Sipil Fakultas Teknik Universitas Indonesia. Sehubungan dengan tesis saya yang berjudul "*Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur*" saya mohon bantuan kepada Bapak/Ibu untuk memberikan pendapatnya dalam hal-hal yang berkaitan dengan SBSN/Sukuk Negara Sebagai Alternatif Pembiayaan Infrastruktur. Pernyataan dan data responden hanya akan digunakan untuk keperluan penelitian dan sangat dijaga kerahasiaannya. Terima kasih atas bantuan dan kerjasama yang telah Bapak/Ibu berikan.

Informasi

Bila Bapak/Ibu mempunyai pertanyaan atau memerlukan informasi lebih lanjut berkaitan dengan kuesioner ini, silahkan menghubungi:

Peneliti : Jatmiko

Telepon : 081317005011

e-mail : jatmiko97@yahoo.com

BAGIAN I

PETUNJUK PENGISIAN

1. Anda diminta menjawab semua pertanyaan dengan memberikan tanda (**dengan tanda O, atau X**) pada salah satu kotak jawaban yang tersedia.
2. Pemberian Skala :
 - 1, Sedikit pengaruhnya
 - 3, Sedikit Lebih Besar Pengaruhnya
 - 5, Lebih Besar Pengaruhnya
 - 7, Sangat Lebih Besar Pengaruhnya
 - 9, Amat Sangat lebih Besar Pengaruhnya
 - 2,4,6,8, nilai diantara dua penilaian yang berdekatan



BAGIAN II

Lampiran 2 (Lanjutan)

KUESIONER

Kendala Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN

Pilihlah salah satu nilai di bawah ini (dengan tanda O, atau X) pada kotak yang telah disediakan sebagai jawaban atas pertanyaan berikut ini.

1. Dari kendala secara umum pada Pembiayaan Proyek Infrastruktur melalui SBSN, seberapa kuatkah bila di tinjau dari aspek, tanggung jawab dan penyelesaian aturannya.

Berkenaan dengan kendala secara umum, ditinjau secara aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Berkenaan dengan kendala secara umum, ditinjau secara tanggung jawab:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Berkenaan dengan kendala secara umum, ditinjau secara penyelesaian aturannya:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

2. Kendala “Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

3. Kendala “Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtanggankan kepada pihak lain”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

4. Kendala “Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

5. Kendala “Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

6. Kendala “Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

7. Kendala “Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

8. Kendala “Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

9. Kendala “Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

10. Kendala “Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

11. Kendala “Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

12. Kendala “Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

13. Kendala "Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah".

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

14. Kendala “Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

15. Kendala “Profit oriented dan floating majority”.

Berkenaan dengan kendala di atas, kendala ini termasuk kendala pada aspek:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Aspek Produk									
	Aspek Penunjang									
	Aspek Pasar									

Yang bertanggung jawab pada kendala ini:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Kemenkeu-Bappenas									
	Pemrakarsa Proyek									
	DJPU-Bapepam									

Kendala ini sebaiknya diatur dalam:

	Variabel Penelitian	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
	Undang-Undang									
	Peraturan Lainnya									
	OGM									



Lampiran 2 (Lanjutan)

16. Pengaruh Kendala.

Menurut pendapat Anda, berdasarkan pengaruh atau kepentingannya. Dari kendala di bawah ini, mana kendala yang paling tidak berpengaruh atau tidak penting terhadap pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN:

Variabel	Kendala	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Aspek Produk										
K1.1	Belum adanya penyediaan dana pendahuluan dari kas umum negara untuk mengatasi perbedaan siklus pencairan dana dan waktu pelaksanaan penerbitan SBSN.									
K1.2	Pengelolaan pasca konstruksi yang tidak memungkinkan untuk proyek yang dibiayai melalui SBSN untuk dapat dipindahtangankan kepada pihak lain.									
K1.3	Adanya ketentuan bahwa proyek yang dapat dibiayai melalui SBSN hanya proyek yang tidak bertentangan dengan ketentuan Syariah.									
K1.4	Belum jelasnya mekanisme pencairan dana dalam pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.									
K1.5	Adanya ketentuan batas maksimal nilai SBSN yang diterbitkan untuk membiayai proyek infrastruktur.									
Aspek Penunjang										
K2.1	Proyek infrastruktur yang dapat dibiayai melalui SBSN terbatas hanya proyek/kegiatan Pemerintah Pusat yang telah mendapat alokasi dalam APBN.									
K2.2	Terbatasnya pihak yang dapat menjadi Pemrakarsa Proyek yang akan dibiayai melalui penerbitan SBSN yaitu hanya K/L atau Satker.									
K2.3	Belum jelasnya monitoring dalam hal transparansi dan pertanggungjawaban terhadap realisasi pelaksanaan proyek yang dibiayai melalui SBSN.									
K2.4	Belum dirasakan kelebihan SBSN sebagai instrumen pembiayaan proyek dibandingkan dengan instrumen pembiayaan lainnya.									
K2.5	Rendahnya Project Readiness Criteria (Kriteria Kesiapan)									



Lampiran 2 (Lanjutan)

Variabel	Variabel Penelitian Kendala	Penilaian								
		1	2	3	4	5	6	7	8	9
Aspek Pasar										
K3.1	Adanya kemungkinan pelaksanaan proyek mengalami kegagalan atau menyimpang dari perencanaan awal.									
K3.2	Belum meratanya pengetahuan pelaku pasar tentang investasi di pasar modal yang berbasis syariah.									
K3.3	Conventional dominant karena masih terbatasnya jumlah pelaku pasar keuangan syariah.									
K3.4	<i>Profit oriented</i> dan <i>floating majority</i> .									

17. Menurut Anda, berdasarkan pengetahuan Anda. Hal apa saja yang dapat menjadi pokok pikiran dalam menyusun Operation Guidelines Manual pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN?

Jawab:

1.
.....
.....
2.
.....
.....

Jakarta,2012

(Tanda Tangan Responden)

TERIMA KASIH
ATAS KESEDIAAN WAKTU ANDA
UNTUK MENGISISI KUISIONER PENELITIAN INI

Output Normalized by Cluster ANP Version 2.0.8 Super Decision

Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
PASAR	0.19422	2	0.32701	2	0.32746	2	0.54827	1	0.16747	3	0.20714	3	1.77157	0.29526	2
PENUNJANG	0.69560	1	0.50839	1	0.53268	1	0.25357	2	0.51094	1	0.32527	2	2.82645	0.47108	1
PRODUK	0.11018	3	0.16460	3	0.13986	3	0.19816	3	0.32158	2	0.46759	1	1.40197	0.23366	3
Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
Conventional Dominant	0.11470	3	0.14285	4	0.30557	2	0.21000	2	0.29682	2	0.30000	1	1.36994	0.22832	3
Pengetahuan Pelaku Pasar	0.11470	2	0.14285	3	0.49183	1	0.52812	1	0.48520	1	0.30000	2	2.06270	0.34378	1
Profit Oriented	0.06670	4	0.14285	2	0.12480	3	0.05189	4	0.10899	3	0.10001	4	0.59524	0.09921	4
Proyek Gagal	0.70391	1	0.57145	1	0.07781	4	0.21000	3	0.10899	4	0.30000	3	1.97216	0.32869	2
Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
Alokasi APBN	0.33645	1	0.15777	4	0.03552	5	0.09735	3	0.14282	3	0.06120	5	0.83111	0.13852	4
Dampak Menggunakan SBSN	0.06120	4	0.29784	1	0.37018	1	0.24233	2	0.24897	2	0.33645	1	1.55697	0.25950	2
KL/Satker	0.20469	3	0.15777	3	0.05112	4	0.05926	5	0.40653	1	0.06120	4	0.94057	0.15676	3
Kriteria Kesiapan	0.33645	2	0.29784	2	0.37018	2	0.50372	1	0.14282	4	0.33645	2	1.98746	0.33124	1
Monitoring Realisasi	0.06120	5	0.08878	5	0.17299	3	0.09735	4	0.05885	5	0.20469	3	0.68386	0.11398	5
Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
Batas Maksimal Nilai	0.36405	1	0.35887	1	0.38337	1	0.03871	5	0.30311	1	0.18199	3	1.63010	0.27168	1
Dana Pendahuluan	0.36405	2	0.19562	2	0.18483	3	0.10834	3	0.30311	2	0.27960	2	1.43555	0.23926	3
Ketentuan Syariah	0.04212	5	0.05426	5	0.03687	5	0.07702	4	0.06487	5	0.04279	5	0.31793	0.05299	5
Mekanisme Pencairan Dana	0.07805	4	0.19562	3	0.28475	2	0.41906	1	0.16445	3	0.43270	1	1.57463	0.26244	2
Pindah Tangankan	0.15173	3	0.19562	4	0.11019	4	0.35688	2	0.16445	4	0.06291	4	1.04178	0.17363	4
Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
DJPU-Bapepam	0.56246	1	0.16654	3	0.55066	1	0.24807	2	0.60269	1	0.51072	1	2.64114	0.44019	1
Kemenkeu-Bappenas	0.20840	3	0.57760	1	0.18299	3	0.60929	1	0.17644	3	0.22795	3	1.98267	0.33045	2
Pemrakarsa Proyek	0.22913	2	0.25586	2	0.26635	2	0.14264	3	0.22087	2	0.26132	2	1.37617	0.22936	3
Name	AS		DS		DSN		ES		PS		TR		TOTAL NR	AVERAGE NR	R
	NR	R													
OGM	0.35188	2	0.22789	2	0.51435	1	0.37853	2	0.29572	2	0.28483	2	2.05320	0.34220	2
Peraturan Lain	0.53983	1	0.64152	1	0.38435	2	0.51786	1	0.62703	1	0.60961	1	3.32019	0.55337	1
UU	0.10829	3	0.13059	3	0.10130	3	0.10361	3	0.07725	3	0.10556	3	0.62660	0.10443	3

Lampiran 4 Rater Agreement

RATER AGREEMENT

ASPEK KENDALA SBSN

	PASAR	PENUNJANG	PRODUK
Ayu Sukorini	2	1	3
Dahlan Siamat	2	1	3
DSN	2	1	3
Enoh Suharto	1	2	3
Pungky Sumadi	3	1	2
Tuti Riyati	3	2	1
TOTAL	13	8	15

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	12	-6	36
S	26	0	0
Maks S	72	6	36
W	0.3611		0
	36.11%		0
			0
			72

RATER AGREEMENT

KENDALA ASPEK PASAR

	Conventional Dominant	Pengetahuan Pelaku Pasar	Profit Oriented	Proyek Gagal
Ayu Sukorini	3	2	4	1
Dahlan Siamat	4	3	2	1
DSN	2	1	3	4
Enoh Suharto	2	1	4	3
Pungky Sumadi	2	1	3	4
Tuti Riyati	1	2	4	3
TOTAL	14	10	20	16

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	15	-9	81
S	52	-3	9
Maks S	180	3	9
W	0.2889	9	81
	28.89%		0
			0
			180

RATER AGREEMENT

KENDALA ASPEK PENUNJANG

	Alokasi APBN	Dampak SBSN	KL/Satker	Kriteria Kesiapan	Monitoring
Ayu Sukorini	1	4	3	2	5
Dahlan Siamat	4	1	3	2	5
DSN	5	1	4	2	3
Enoh Suharto	3	2	5	1	4
Pungky Sumadi	3	2	1	4	5
Tuti Riyati	5	1	4	2	3
TOTAL	21	11	20	13	25

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	18	-12	144
S	136	-6	36
Maks S	360	0	0
W	0.3778	6	36
	37.78%		12
			144
			0
			360

RATER AGREEMENT

KENDALA ASPEK PRODUK

	Batas Maksimal Nilai	Dana Pendahuluan	Ketentuan Syariah	Mekanisme Pencairan Dana	Pindah Tangankan
Ayu Sukorini	1	2	5	4	3
Dahlan Siamat	1	2	5	3	4
DSN	1	3	5	2	4
Enoh Suharto	5	3	4	1	2
Pungky Sumadi	1	2	5	3	4
Tuti Riyati	3	2	5	1	4
TOTAL	12	14	29	14	21

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	18	-12	144
S	198	-6	36
Maks S	360	0	0
W	0.5500	6	36
	55.00%		12
			144
			0
			360

RATER AGREEMENT

TANGGUNG JAWAB

	DJPU-Bapepam	Kemenkeu-Bappenas	Pemrakarsa Proyek
Ayu Sukorini	1	3	2
Dahlan Siamat	3	1	2
DSN	1	3	2
Enoh Suharto	2	1	3
Pungky Sumadi	1	3	2
Tuti Riyati	1	3	2
TOTAL	9	14	13

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	12	-6	36
S	14	0	0
Maks S	72	6	36
W	0.19444		0
	19.44%		0
			0
			72

RATER AGREEMENT

PENYELESAIAN ATURAN

	OGM	Peraturan Lain	UU
Ayu Sukorini	2	1	3
Dahlan Siamat	2	1	3
DSN	1	2	3
Enoh Suharto	2	1	3
Pungky Sumadi	2	1	3
Tuti Riyati	2	1	3
TOTAL	11	7	18

KENDALL Coefficient

			Maks S
U	12	-6	36
S	62	0	0
Maks S	72	6	36
W	0.86111		0
	86.11%		0
			0
			72

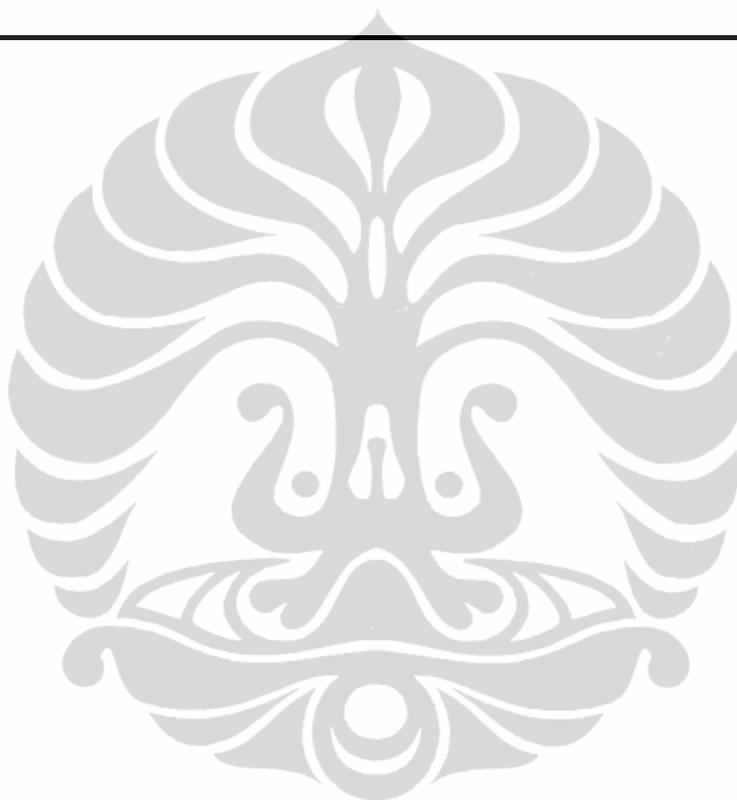
Lampiran 10 LIBOR

Libor History % (1-year Libor)

Years	Months												Mean
	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	
2012	1.128	1.096	1.060	1.049	1.047								1.076
2011	0.781	0.781	0.790	0.783	0.761	0.730	0.734	0.760	0.800	0.865	0.936	1.071	0.816
2010	0.984	0.846	0.839	0.920	1.016	1.204	1.173	1.037	0.843	0.778	0.762	0.787	0.932
2009	2.004	1.975	2.119	1.972	1.877	1.600	1.606	1.498	1.330	1.264	1.199	1.018	1.622
2008	4.224	2.849	2.709	2.486	3.079	3.164	3.311	3.253	3.207	3.963	3.174	2.766	3.182
2007	5.441	5.333	5.201	5.297	5.389	5.405	5.426	5.245	5.275	4.901	4.638	4.458	5.167
2006	4.941	5.153	5.248	5.422	5.414	5.766	5.591	5.450	5.299	5.335	5.244	5.314	5.348
2005	3.271	3.511	3.842	3.710	3.779	3.863	4.175	4.312	4.407	4.677	4.738	4.823	4.092
2004	1.461	1.365	1.340	1.808	2.076	2.468	2.463	2.300	2.445	2.529	2.961	3.100	2.193
2003	1.477	1.368	1.340	1.362	1.221	1.201	1.279	1.471	1.286	1.455	1.487	1.458	1.367
2002	2.420	2.496	3.006	2.613	2.634	2.251	2.070	1.943	1.813	1.664	1.705	1.447	2.172
2001	5.284	4.925	4.670	4.330	4.259	4.055	3.835	3.600	2.650	2.311	2.492	2.445	3.738
2000	6.659	6.760	6.970	6.964	7.453	7.214	7.047	6.978	6.811	6.725	6.618	5.997	6.850
1999	5.108	5.405	5.307	5.303	5.303	5.803	5.836	6.023	6.053	6.313	6.261	6.508	5.769
1998	5.774	5.836	5.914	6.024	5.930	5.940	5.897	5.648	5.186	4.865	5.244	5.213	5.623
1997	5.954	5.954	6.282	6.454	6.289	6.141	5.977	6.079	6.008	5.922	6.110	5.669	6.070
1996	5.196	5.274	5.704	5.829	5.977	6.172	6.243	6.055	5.985	5.719	5.696	5.789	5.803
1995	7.250	6.750	6.750	6.563	6.055	5.766	5.875	5.954	5.969	5.883	5.672	5.454	6.162
1994	3.703	4.344	4.750	5.250	5.516	5.828	5.828	5.813	6.188	6.563	7.078	7.75	5.718
1993	3.750	3.578	3.625	3.563	3.750	3.781	3.781	3.563	3.531	3.688	3.781	3.813	3.684
1992	4.625	4.750	5.063	4.703	4.750	4.375	3.750	3.750	3.375	3.938	4.141	4.078	4.275
												Mean	3.888

Lampiran 6 Kelayakan Finansial Konvensional**Analisa Kelayakan Finansial Metode Pelunasan Konvensional
Proyek Pengembangan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka**

No.	Metode	NPV	IRR	PP	PELUNASAN
1	Konvensional	2,910,473,865,217	8.75%	23 Tahun, 11 Bulan	14,831,197,295,107



Lampiran 6.1 Income Statement dan Cash Flow Konvensional

**INCOME STATEMENT
KONVENSIONAL**

	0	1	2	3	4	5
1 Total Pendapatan	-	-	-	-	-	630,626,459,947
2 Total Pengeluaran	-	-	-	-	-	352,115,930,477
3 EBITDA (1 - 2)	-	-	-	-	-	278,510,529,470
4 Beban Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	-	-	-	-	-	(30,457,892,490)
6 Bunga/Markup (Libor+bps)	455,039,001,540	439,348,001,487	423,657,001,434	407,966,001,381	392,275,001,328	376,584,001,275
7 EBT (5 - 6)	(455,039,001,540)	(439,348,001,487)	(423,657,001,434)	(407,966,001,381)	(392,275,001,328)	(407,041,893,765)
8 Tax	-	-	-	-	-	63,062,645,995
9 EAT (7 - 8)	(455,039,001,540)	(439,348,001,487)	(423,657,001,434)	(407,966,001,381)	(392,275,001,328)	(470,104,539,760)

**CASH FLOW
KONVENSIONAL**

	0	1	2	3	4	5
CASH IN						
EAT	(455,039,001,540)	(439,348,001,487)	(423,657,001,434)	(407,966,001,381)	(392,275,001,328)	(470,104,539,760)
Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(455,039,001,540)	(439,348,001,487)	(423,657,001,434)	(407,966,001,381)	(392,275,001,328)	(161,136,117,800)
Pembiayaan (Pinjaman)	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
Cash In	1,146,083,452,860	1,161,774,452,913	1,177,465,452,966	1,193,156,453,019	1,208,847,453,072	(161,136,117,800)
CASH OUT						
Investment	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
Cicilan Pokok	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Cash Out	1,867,976,196,800	1,867,976,196,800	1,867,976,196,800	1,867,976,196,800	1,867,976,196,800	266,853,742,400
Net Cash Flow	(721,892,743,940)	(706,201,743,887)	(690,510,743,834)	(674,819,743,781)	(659,128,743,728)	(427,989,860,200)
Kumulatif Net Cash Flow	(721,892,743,940)	(1,428,094,487,828)	(2,118,605,231,662)	(2,793,424,975,443)	(3,452,553,719,171)	(3,880,543,579,371)
Present Value	(721,892,743,940)	(666,983,135,519)	(615,945,908,922)	(568,520,308,124)	(524,462,596,281)	(321,635,381,168)

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

**INCOME STATEMENT
KONVENSIONAL**

	6	7	8	9	10	11
1 Total Pendapatan	653,966,070,675	678,846,289,920	789,439,604,883	822,297,305,516	1,103,661,686,218	1,137,295,221,532
2 Total Pengeluaran	361,451,739,968	371,403,827,666	415,641,146,691	428,784,226,944	495,950,059,186	506,040,088,461
3 EBITDA (1 - 2)	292,514,330,707	307,442,462,254	373,798,458,192	393,513,078,572	607,711,627,032	631,255,133,071
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	(16,454,091,253)	(1,525,959,706)	64,830,036,232	84,544,656,612	298,743,205,072	322,286,711,111
6 Bunga/Markup (Libor+bps)	360,893,001,222	345,202,001,169	329,511,001,116	313,820,001,062	298,129,001,009	282,438,000,956
7 EBT (5 - 6)	(377,347,092,475)	(346,727,960,875)	(264,680,964,884)	(229,275,344,450)	614,204,063	39,848,710,155
8 Tax	65,396,607,068	67,884,628,992	78,943,960,488	82,229,730,552	110,366,168,622	113,729,522,153
9 EAT (7 - 8)	(442,743,699,542)	(414,612,589,867)	(343,624,925,372)	(311,505,075,002)	(109,751,964,559)	(73,880,811,998)

**CASH FLOW
KONVENSIONAL**

	6	7	8	9	10	11
CASH IN						
EAT	(442,743,699,542)	(414,612,589,867)	(343,624,925,372)	(311,505,075,002)	(109,751,964,559)	(73,880,811,998)
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(133,775,277,582)	(105,644,167,907)	(34,656,503,412)	(2,536,653,042)	199,216,457,401	235,087,609,962
Pembiayaan (Pinjaman)						
Cash In	(133,775,277,582)	(105,644,167,907)	(34,656,503,412)	(2,536,653,042)	199,216,457,401	235,087,609,962
CASH OUT						
Investment						
Cicilan Pokok	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Cash Out	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Net Cash Flow	(400,629,019,982)	(372,497,910,307)	(301,510,245,812)	(269,390,395,442)	(67,637,284,999)	(31,766,132,438)
Kumulatif Net Cash Flow	(4,281,172,599,353)	(4,653,670,509,660)	(4,955,180,755,472)	(5,224,571,150,914)	(5,292,208,435,913)	(5,323,974,568,351)
Present Value	(284,353,651,056)	(249,704,467,425)	(190,893,268,352)	(161,085,598,168)	(38,198,546,706)	(16,943,810,409)

**INCOME STATEMENT
KONVENSIONAL**

	12	13	14	15	16	17
1 Total Pendapatan	1,304,861,137,705	1,349,885,159,734	1,397,724,113,336	1,998,087,786,046	2,247,851,557,169	2,316,619,554,574
2 Total Pengeluaran	556,309,865,310	569,817,071,919	584,168,795,584	599,426,288,315	674,355,999,080	694,986,371,176
3 EBITDA (1 - 2)	748,551,272,395	780,068,087,815	813,555,317,752	1,398,661,497,731	1,573,495,558,089	1,621,633,183,398
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	439,582,850,435	471,099,665,855	504,586,895,792	1,089,693,075,771	1,264,527,136,129	1,312,664,761,438
6 Bunga/Markup (Libor+bps)	266,747,000,903	251,056,000,850	235,365,000,797	219,674,000,744	203,983,000,691	188,292,000,637
7 EBT (5 - 6)	172,835,849,532	220,043,665,005	269,221,894,995	870,019,075,027	1,060,544,135,438	1,124,372,760,801
8 Tax	130,486,113,771	134,988,515,973	139,772,411,334	199,808,778,605	224,785,155,717	231,661,955,457
9 EAT (7 - 8)	42,349,735,761	85,055,149,032	129,449,483,662	670,210,296,423	835,758,979,722	892,710,805,343

**CASH FLOW
KONVENSIONAL**

	12	13	14	15	16	17
CASH IN						
EAT	42,349,735,761	85,055,149,032	129,449,483,662	670,210,296,423	835,758,979,722	892,710,805,343
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	351,318,157,721	394,023,570,992	438,417,905,622	979,178,718,383	1,144,727,401,682	1,201,679,227,303
Pembiayaan (Pinjaman)						
Cash In	351,318,157,721	394,023,570,992	438,417,905,622	979,178,718,383	1,144,727,401,682	1,201,679,227,303
CASH OUT						
Investment						
Cicilan Pokok	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Cash Out	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Net Cash Flow	84,464,415,321	127,169,828,592	171,564,163,222	712,324,975,983	877,873,659,282	934,825,484,903
Kumulatif Net Cash Flow	(5,239,510,153,029)	(5,112,340,324,438)	(4,940,776,161,216)	(4,228,451,185,233)	(3,350,577,525,952)	(2,415,752,041,049)
Present Value	42,550,688,198	60,506,629,548	77,095,942,060	302,321,603,697	351,891,758,945	353,910,696,453

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

**INCOME STATEMENT
KONVENSIONAL**

	18	19	20	21	22	23
1 Total Pendapatan	2,443,774,168,273	2,587,029,462,514	3,309,792,235,578	3,411,461,642,811	3,519,508,958,290	3,398,828,390,367
2 Total Pengeluaran	733,132,827,003	776,109,541,249	923,076,969,217	987,762,109,061	1,060,608,078,511	1,034,492,108,134
3 EBITDA (1 - 2)	1,710,641,341,270	1,810,919,921,265	2,386,715,266,361	2,423,699,533,750	2,458,900,879,779	2,364,336,282,233
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	1,401,672,919,310	1,501,951,499,305	2,077,746,844,401	2,114,731,111,790	2,149,932,457,819	2,055,367,860,273
6 Bunga/Markup (Libor+bps)	172,601,000,584	156,910,000,531	141,219,000,478	125,528,000,425	109,837,000,372	94,146,000,319
7 EBT (5 - 6)	1,229,071,918,726	1,345,041,498,774	1,936,527,843,923	1,989,203,111,365	2,040,095,457,447	1,961,221,859,955
8 Tax	244,377,416,827	258,702,946,251	330,979,223,558	341,146,164,281	351,950,895,829	339,882,839,037
9 EAT (7 - 8)	984,694,501,898	1,086,338,552,522	1,605,548,620,365	1,648,056,947,084	1,688,144,561,618	1,621,339,020,918

**CASH FLOW
KONVENSIONAL**

	18	19	20	21	22	23
CASH IN						
EAT	984,694,501,898	1,086,338,552,522	1,605,548,620,365	1,648,056,947,084	1,688,144,561,618	1,621,339,020,918
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	1,293,662,923,858	1,395,306,974,482	1,914,517,042,325	1,957,025,369,044	1,997,112,983,578	1,930,307,442,878
Pembiayaan (Pinjaman)						
Cash In	1,293,662,923,858	1,395,306,974,482	1,914,517,042,325	1,957,025,369,044	1,997,112,983,578	1,930,307,442,878
CASH OUT						
Investment						
Cicilan Pokok	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Cash Out	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Net Cash Flow	1,026,809,181,458	1,128,453,232,082	1,647,663,299,925	1,690,171,626,644	1,730,259,241,178	1,663,453,700,478
Kumulatif Net Cash Flow	(1,388,942,859,590)	(260,489,627,508)	1,387,173,672,417	3,077,345,299,062	4,807,604,540,240	6,471,058,240,718
Present Value	367,146,131,068	381,082,358,879	525,520,685,960	509,141,176,295	492,271,462,066	446,982,239,404

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

**INCOME STATEMENT
KONVENSSIONAL**

	24	25	26	27	28	29
1 Total Pendapatan	3,824,356,525,740	4,297,019,538,060	4,381,348,264,619	4,465,676,991,178	5,026,793,030,059	5,124,591,387,226
2 Total Pengeluaran	1,080,514,490,566	1,126,536,872,998	1,172,559,255,430	1,218,581,637,862	1,264,604,020,295	1,310,626,402,727
3 EBITDA (1 - 2)	2,743,842,035,173	3,170,482,665,062	3,208,789,009,189	3,247,095,353,316	3,762,189,009,764	3,813,964,984,499
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	2,434,873,613,213	2,861,514,243,102	2,899,820,587,229	2,938,126,931,356	3,453,220,587,804	3,504,996,562,539
6 Bunga/Markup (Libor+bps)	78,455,000,266	62,764,000,212	47,073,000,159	31,382,000,106	15,691,000,053	-
7 EBT (5 - 6)	2,356,418,612,948	2,798,750,242,889	2,852,747,587,069	2,906,744,931,250	3,437,529,587,751	3,504,996,562,539
8 Tax	382,435,652,574	429,701,953,806	438,134,826,462	446,567,699,118	502,679,303,006	512,459,138,723
9 EAT (7 - 8)	1,973,982,960,374	2,369,048,289,083	2,414,612,760,608	2,460,177,232,132	2,934,850,284,745	2,992,537,423,816

**CASH FLOW
KONVENSSIONAL**

	24	25	26	27	28	29
CASH IN						
EAT	1,973,982,960,374	2,369,048,289,083	2,414,612,760,608	2,460,177,232,132	2,934,850,284,745	2,992,537,423,816
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	2,282,951,382,334	2,678,016,711,043	2,723,581,182,568	2,769,145,654,092	3,243,818,706,705	3,301,505,845,776
Pembiayaan (Pinjaman)						
Cash In	2,282,951,382,334	2,678,016,711,043	2,723,581,182,568	2,769,145,654,092	3,243,818,706,705	3,301,505,845,776
CASH OUT						
Investment						
Cicilan Pokok	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Cash Out	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400	266,853,742,400
Net Cash Flow	2,016,097,639,934	2,411,162,968,643	2,456,727,440,168	2,502,291,911,692	2,976,964,964,305	3,034,652,103,376
Kumulatif Net Cash Flow	8,487,155,880,652	10,898,318,849,295	13,355,046,289,463	15,857,338,201,155	18,834,303,165,459	21,868,955,268,836
Present Value	511,654,947,727	577,934,005,850	556,153,568,674	535,009,866,375	601,151,049,820	578,768,470,266

Lampiran 6.2 Aliran Kas Konvensional

Aliran Kas dengan Metode Pelunasan Konvensional Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT + Depresiasi + Pinjaman)	Cash Out Flow (Biaya Proyek + Pokok Pinjaman+Bunga)	Net Cash Flow
0	2013	1,146,083,452,860	1,867,976,196,800	(721,892,743,940)
1	2014	1,161,774,452,913	1,867,976,196,800	(706,201,743,887)
2	2015	1,177,465,452,966	1,867,976,196,800	(690,510,743,834)
3	2016	1,193,156,453,019	1,867,976,196,800	(674,819,743,781)
4	2017	1,208,847,453,072	1,867,976,196,800	(659,128,743,728)
5	2018	(161,136,117,800)	266,853,742,400	(427,989,860,200)
6	2019	(133,775,277,582)	266,853,742,400	(400,629,019,982)
7	2020	(105,644,167,907)	266,853,742,400	(372,497,910,307)
8	2021	(34,656,503,412)	266,853,742,400	(301,510,245,812)
9	2022	(2,536,653,042)	266,853,742,400	(269,390,395,442)
10	2023	199,216,457,401	266,853,742,400	(67,637,284,999)
11	2024	235,087,609,962	266,853,742,400	(31,766,132,438)
12	2025	351,318,157,721	266,853,742,400	84,464,415,321
13	2026	394,023,570,992	266,853,742,400	127,169,828,592
14	2027	438,417,905,622	266,853,742,400	171,564,163,222
15	2028	979,178,718,383	266,853,742,400	712,324,975,983
16	2029	1,144,727,401,682	266,853,742,400	877,873,659,282
17	2030	1,201,679,227,303	266,853,742,400	934,825,484,903
18	2031	1,293,662,923,858	266,853,742,400	1,026,809,181,458
19	2032	1,395,306,974,482	266,853,742,400	1,128,453,232,082
20	2033	1,914,517,042,325	266,853,742,400	1,647,663,299,925
21	2034	1,957,025,369,044	266,853,742,400	1,690,171,626,644
22	2035	1,997,112,983,578	266,853,742,400	1,730,259,241,178
23	2036	1,930,307,442,878	266,853,742,400	1,663,453,700,478
24	2037	2,282,951,382,334	266,853,742,400	2,016,097,639,934
25	2038	2,678,016,711,043	266,853,742,400	2,411,162,968,643
26	2039	2,723,581,182,568	266,853,742,400	2,456,727,440,168
27	2040	2,769,145,654,092	266,853,742,400	2,502,291,911,692
28	2041	3,243,818,706,705	266,853,742,400	2,976,964,964,305
29	2042	3,301,505,845,776	266,853,742,400	3,034,652,103,376
TOTAL		37,880,179,812,836	16,011,224,544,000	21,868,955,268,836

Lampiran 6.3 Pelunasan Konvensional

Metode Pelunasan Konvensional
Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Total Hutang : Rp8.005.612.272.000
 Tingkat Suku Bunga : 5,88%
 Jangka Waktu Pinjaman : 30 tahun

Tahun Ke	Hutang Pokok	Pembayaran Hutang Pokok	Saldo Hutang Pokok	Bunga	Angsuran
0	8.005.612.272.000	266.853.742.400	7.738.758.529.600	455.039.001.540	721.892.743.940
1	7.738.758.529.600	266.853.742.400	7.471.904.787.200	439.348.001.487	706.201.743.887
2	7.471.904.787.200	266.853.742.400	7.205.051.044.800	423.657.001.434	690.510.743.834
3	7.205.051.044.800	266.853.742.400	6.938.197.302.400	407.966.001.381	674.819.743.781
4	6.938.197.302.400	266.853.742.400	6.671.343.560.000	392.275.001.328	659.128.743.728
5	6.671.343.560.000	266.853.742.400	6.404.489.817.600	376.584.001.275	643.437.743.675
6	6.404.489.817.600	266.853.742.400	6.137.636.075.200	360.893.001.222	627.746.743.622
7	6.137.636.075.200	266.853.742.400	5.870.782.332.800	345.202.001.169	612.055.743.569
8	5.870.782.332.800	266.853.742.400	5.603.928.590.400	329.511.001.116	596.364.743.516
9	5.603.928.590.400	266.853.742.400	5.337.074.848.000	313.820.001.062	580.673.743.462
10	5.337.074.848.000	266.853.742.400	5.070.221.105.600	298.129.001.009	564.982.743.409
11	5.070.221.105.600	266.853.742.400	4.803.367.363.200	282.438.000.956	549.291.743.356
12	4.803.367.363.200	266.853.742.400	4.536.513.620.800	266.747.000.903	533.600.743.303
13	4.536.513.620.800	266.853.742.400	4.269.659.878.400	251.056.000.850	517.909.743.250
14	4.269.659.878.400	266.853.742.400	4.002.806.136.000	235.365.000.797	502.218.743.197
15	4.002.806.136.000	266.853.742.400	3.735.952.393.600	219.674.000.744	486.527.743.144
16	3.735.952.393.600	266.853.742.400	3.469.098.651.200	203.983.000.691	470.836.743.091
17	3.469.098.651.200	266.853.742.400	3.202.244.908.800	188.292.000.637	455.145.743.037
18	3.202.244.908.800	266.853.742.400	2.935.391.166.400	172.601.000.584	439.454.742.984
19	2.935.391.166.400	266.853.742.400	2.668.537.424.000	156.910.000.531	423.763.742.931
20	2.668.537.424.000	266.853.742.400	2.401.683.681.600	141.219.000.478	408.072.742.878
21	2.401.683.681.600	266.853.742.400	2.134.829.939.200	125.528.000.425	392.381.742.825
22	2.134.829.939.200	266.853.742.400	1.867.976.196.800	109.837.000.372	376.690.742.772
23	1.867.976.196.800	266.853.742.400	1.601.122.454.400	94.146.000.319	360.999.742.719
24	1.601.122.454.400	266.853.742.400	1.334.268.712.000	78.455.000.266	345.308.742.666
25	1.334.268.712.000	266.853.742.400	1.067.414.969.600	62.764.000.212	329.617.742.612
26	1.067.414.969.600	266.853.742.400	800.561.227.200	47.073.000.159	313.926.742.559
27	800.561.227.200	266.853.742.400	533.707.484.800	31.382.000.106	298.235.742.506
28	533.707.484.800	266.853.742.400	266.853.742.400	15.691.000.053	282.544.742.453
29	266.853.742.400	266.853.742.400	-	-	266.853.742.400
TOTAL	8,005,612,272,000	8,005,612,272,000	116,081,377,944,000	6,825,585,023,107	14,831,197,295,107

Lampiran 7 Kelayakan Finansial SBSN Cicil**Analisa Kelayakan Finansial Metode Pelunasan SBSN Cicil
Proyek Pengembangan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka**

No.	Metode	NPV	IRR	PP	PELUNASAN
1	SBSN_Cicil	910,985,002,078	6.98%	26 Tahun, 2 Bulan	22,127,512,319,808



INCOME STATEMENT

SBSN PELUNASAN CICILAN

	0	1	2	3	4	5
1 Total Pendapatan	-	-	-	-	-	630,626,459,947
2 Total Pengeluaran	-	-	-	-	-	352,115,930,477
3 EBITDA (1 - 2)	-	-	-	-	-	278,510,529,470
4 Beban Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	-	-	-	-	-	(30,457,892,490)
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(501,187,894,084)
8 Tax	-	-	-	-	-	63,062,645,995
9 EAT (7 - 8)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(564,250,540,078)

CASH FLOW

SBSN PELUNASAN CICILAN

	0	1	2	3	4	5
CASH IN						
EAT	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(564,250,540,078)
Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(255,282,118,118)
Pembiayaan Istishna	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
Cash In	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	(255,282,118,118)
CASH OUT						
Investment	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	320,224,490,880
Cash Out	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	320,224,490,880
Net Cash Flow	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(575,506,608,998)
Kumulatif Net Cash Flow	(470,730,001,594)	(941,460,003,187)	(1,412,190,004,781)	(1,882,920,006,374)	(2,353,650,007,968)	(2,929,156,616,966)
Present Value	(470,730,001,594)	(444,588,214,577)	(419,898,200,393)	(396,579,335,468)	(374,555,473,619)	(432,494,562,988)

INCOME STATEMENT**SBSN PELUNASAN CICILAN**

	6	7	8	9	10	11
1 Total Pendapatan	653,966,070,675	678,846,289,920	789,439,604,883	822,297,305,516	1,103,661,686,218	1,137,295,221,532
2 Total Pengeluaran	361,451,739,968	371,403,827,666	415,641,146,691	428,784,226,944	495,950,059,186	506,040,088,461
3 EBITDA (1 - 2)	292,514,330,707	307,442,462,254	373,798,458,192	393,513,078,572	607,711,627,032	631,255,133,071
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	(16,454,091,253)	(1,525,959,706)	64,830,036,232	84,544,656,612	298,743,205,072	322,286,711,111
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(487,184,092,847)	(472,255,961,300)	(405,899,965,362)	(386,185,344,982)	(171,986,796,522)	(148,443,290,483)
8 Tax	65,396,607,068	67,884,628,992	78,943,960,488	82,229,730,552	110,366,168,622	113,729,522,153
9 EAT (7 - 8)	(552,580,699,914)	(540,140,590,292)	(484,843,925,850)	(468,415,075,533)	(282,352,965,143)	(262,172,812,636)

CASH FLOW**SBSN PELUNASAN CICILAN**

	6	7	8	9	10	11
CASH IN						
EAT	(552,580,699,914)	(540,140,590,292)	(484,843,925,850)	(468,415,075,533)	(282,352,965,143)	(262,172,812,636)
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(243,612,277,954)	(231,172,168,332)	(175,875,503,890)	(159,446,653,573)	26,615,456,817	46,795,609,324
Pembiayaan Istishna						
Cash In	(243,612,277,954)	(231,172,168,332)	(175,875,503,890)	(159,446,653,573)	26,615,456,817	46,795,609,324
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Cash Out	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Net Cash Flow	(563,836,768,834)	(551,396,659,212)	(496,099,994,770)	(479,671,144,453)	(293,609,034,063)	(273,428,881,556)
Kumulatif Net Cash Flow	(3,492,993,385,800)	(4,044,390,045,012)	(4,540,490,039,782)	(5,020,161,184,235)	(5,313,770,218,299)	(5,587,199,099,854)
Present Value	(400,193,285,610)	(369,629,480,645)	(314,092,641,117)	(286,825,790,880)	(165,817,394,962)	(145,844,859,721)

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

INCOME STATEMENT

SBSN PELUNASAN CICILAN

	12	13	14	15	16	17
1 Total Pendapatan	1,304,861,137,705	1,349,885,159,734	1,397,724,113,336	1,998,087,786,046	2,247,851,557,169	2,316,619,554,574
2 Total Pengeluaran	556,309,865,310	569,817,071,919	584,168,795,584	599,426,288,315	674,355,999,080	694,986,371,176
3 EBITDA (1 - 2)	748,551,272,395	780,068,087,815	813,555,317,752	1,398,661,497,731	1,573,495,558,089	1,621,633,183,398
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	439,582,850,435	471,099,665,855	504,586,895,792	1,089,693,075,771	1,264,527,136,129	1,312,664,761,438
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(31,147,151,159)	369,664,261	33,856,894,198	618,963,074,177	793,797,134,535	841,934,759,844
8 Tax	130,486,113,771	134,988,515,973	139,772,411,334	199,808,778,605	224,785,155,717	231,661,955,457
9 EAT (7 - 8)	(161,633,264,929)	(134,618,851,712)	(105,915,517,135)	419,154,295,573	569,011,978,819	610,272,804,387

CASH FLOW

SBSN PELUNASAN CICILAN

	12	13	14	15	16	17
CASH IN						
EAT	(161,633,264,929)	(134,618,851,712)	(105,915,517,135)	419,154,295,573	569,011,978,819	610,272,804,387
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	147,335,157,031	174,349,570,248	203,052,904,825	728,122,717,533	877,980,400,779	919,241,226,347
Pembiayaan Istishna						
Cash In	147,335,157,031	174,349,570,248	203,052,904,825	728,122,717,533	877,980,400,779	919,241,226,347
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Cash Out	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Net Cash Flow	(172,889,333,849)	(145,874,920,632)	(117,171,586,055)	407,898,226,653	557,755,909,899	599,016,735,467
Kumulatif Net Cash Flow	(5,760,088,433,703)	(5,905,963,354,335)	(6,023,134,940,391)	(5,615,236,713,738)	(5,057,480,803,839)	(4,458,464,068,372)
Present Value	(87,096,561,427)	(69,406,398,364)	(52,653,500,824)	173,118,239,827	223,573,980,289	226,778,616,394

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

INCOME STATEMENT

SBSN PELUNASAN CICILAN

	18	19	20	21	22	23
1 Total Pendapatan	2,443,774,168,273	2,587,029,462,514	3,309,792,235,578	3,411,461,642,811	3,519,508,958,290	3,398,828,390,367
2 Total Pengeluaran	733,132,827,003	776,109,541,249	923,076,969,217	987,762,109,061	1,060,608,078,511	1,034,492,108,134
3 EBITDA (1 - 2)	1,710,641,341,270	1,810,919,921,265	2,386,715,266,361	2,423,699,533,750	2,458,900,879,779	2,364,336,282,233
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	1,401,672,919,310	1,501,951,499,305	2,077,746,844,401	2,114,731,111,790	2,149,932,457,819	2,055,367,860,273
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	930,942,917,716	1,031,221,497,711	1,607,016,842,808	1,644,001,110,197	1,679,202,456,226	1,584,637,858,680
8 Tax	244,377,416,827	258,702,946,251	330,979,223,558	341,146,164,281	351,950,895,829	339,882,839,037
9 EAT (7 - 8)	686,565,500,889	772,518,551,460	1,276,037,619,250	1,302,854,945,916	1,327,251,560,397	1,244,755,019,643

CASH FLOW

SBSN PELUNASAN CICILAN

	18	19	20	21	22	23
CASH IN						
EAT	686,565,500,889	772,518,551,460	1,276,037,619,250	1,302,854,945,916	1,327,251,560,397	1,244,755,019,643
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	995,533,922,849	1,081,486,973,420	1,585,006,041,210	1,611,823,367,876	1,636,219,982,357	1,553,723,441,603
Pembiayaan Istishna						
Cash In	995,533,922,849	1,081,486,973,420	1,585,006,041,210	1,611,823,367,876	1,636,219,982,357	1,553,723,441,603
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Cash Out	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Net Cash Flow	675,309,431,969	761,262,482,540	1,264,781,550,330	1,291,598,876,996	1,315,995,491,477	1,233,498,950,723
Kumulatif Net Cash Flow	(3,783,154,636,403)	(3,021,892,153,863)	(1,757,110,603,533)	(465,511,726,538)	850,483,764,939	2,083,982,715,662
Present Value	241,463,798,433	257,080,838,022	403,400,905,968	389,076,565,461	374,410,382,701	331,450,237,021

Kendala dan kelayakan..., Jatmiko, FTUI, 2012

INCOME STATEMENT

SBSN PELUNASAN CICILAN

	24	25	26	27	28	29
1 Total Pendapatan	3,824,356,525,740	4,297,019,538,060	4,381,348,264,619	4,465,676,991,178	5,026,793,030,059	5,124,591,387,226
2 Total Pengeluaran	1,080,514,490,566	1,126,536,872,998	1,172,559,255,430	1,218,581,637,862	1,264,604,020,295	1,310,626,402,727
3 EBITDA (1 - 2)	2,743,842,035,173	3,170,482,665,062	3,208,789,009,189	3,247,095,353,316	3,762,189,009,764	3,813,964,984,499
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	2,434,873,613,213	2,861,514,243,102	2,899,820,587,229	2,938,126,931,356	3,453,220,587,804	3,504,996,562,539
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	1,964,143,611,620	2,390,784,241,508	2,429,090,585,635	2,467,396,929,762	2,982,490,586,210	3,034,266,560,945
8 Tax	382,435,652,574	429,701,953,806	438,134,826,462	446,567,699,118	502,679,303,006	512,459,138,723
9 EAT (7 - 8)	1,581,707,959,046	1,961,082,287,702	1,990,955,759,173	2,020,829,230,645	2,479,811,283,204	2,521,807,422,223

CASH FLOW

SBSN PELUNASAN CICILAN

	24	25	26	27	28	29
CASH IN						
EAT	1,581,707,959,046	1,961,082,287,702	1,990,955,759,173	2,020,829,230,645	2,479,811,283,204	2,521,807,422,223
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	1,890,676,381,006	2,270,050,709,662	2,299,924,181,133	2,329,797,652,605	2,788,779,705,164	2,830,775,844,183
Pembiayaan Istishna						
Cash In	1,890,676,381,006	2,270,050,709,662	2,299,924,181,133	2,329,797,652,605	2,788,779,705,164	2,830,775,844,183
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Cash Out	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880	320,224,490,880
Net Cash Flow	1,570,451,890,126	1,949,826,218,782	1,979,699,690,253	2,009,573,161,725	2,468,555,214,284	2,510,551,353,303
Kumulatif Net Cash Flow	3,654,434,605,788	5,604,260,824,570	7,583,960,514,823	9,593,533,676,548	12,062,088,890,832	14,572,640,244,135
Present Value	398,556,827,722	467,355,749,896	448,164,102,226	429,662,687,915	498,485,731,743	478,812,040,648

Kendala dan kelayakan..., Jatiwika, FTUI, 2012

Lampiran □2 Aliran Kas SBSN Cicil

**Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Cicilan
Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati Majalengka**

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT + Depresiasi + Pembiayaan SBSN)	Cash Out Flow (Biaya Proyek + SBSN Redemption + Sewa)	Net Cash Flow
0	2013	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
1	2014	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
2	2015	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
3	2016	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
4	2017	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
5	2018	(255,282,118,118)	320,224,490,880	(575,506,608,998)
6	2019	(243,612,277,954)	320,224,490,880	(563,836,768,834)
7	2020	(231,172,168,332)	320,224,490,880	(551,396,659,212)
8	2021	(175,875,503,890)	320,224,490,880	(496,099,994,770)
9	2022	(159,446,653,573)	320,224,490,880	(479,671,144,453)
10	2023	26,615,456,817	320,224,490,880	(293,609,034,063)
11	2024	46,795,609,324	320,224,490,880	(273,428,881,556)
12	2025	147,335,157,031	320,224,490,880	(172,889,333,849)
13	2026	174,349,570,248	320,224,490,880	(145,874,920,632)
14	2027	203,052,904,825	320,224,490,880	(117,171,586,055)
15	2028	728,122,717,533	320,224,490,880	407,898,226,653
16	2029	877,980,400,779	320,224,490,880	557,755,909,899
17	2030	919,241,226,347	320,224,490,880	599,016,735,467
18	2031	995,533,922,849	320,224,490,880	675,309,431,969
19	2032	1,081,486,973,420	320,224,490,880	761,262,482,540
20	2033	1,585,006,041,210	320,224,490,880	1,264,781,550,330
21	2034	1,611,823,367,876	320,224,490,880	1,291,598,876,996
22	2035	1,636,219,982,357	320,224,490,880	1,315,995,491,477
23	2036	1,553,723,441,603	320,224,490,880	1,233,498,950,723
24	2037	1,890,676,381,006	320,224,490,880	1,570,451,890,126
25	2038	2,270,050,709,662	320,224,490,880	1,949,826,218,782
26	2039	2,299,924,181,133	320,224,490,880	1,979,699,690,253
27	2040	2,329,797,652,605	320,224,490,880	2,009,573,161,725
28	2041	2,788,779,705,164	320,224,490,880	2,468,555,214,284
29	2042	2,830,775,844,183	320,224,490,880	2,510,551,353,303
TOTAL		30,583,864,788,135	16,011,224,544,000	14,572,640,244,135

Lampiran 7.3 Pelunasan SBSN Cicil

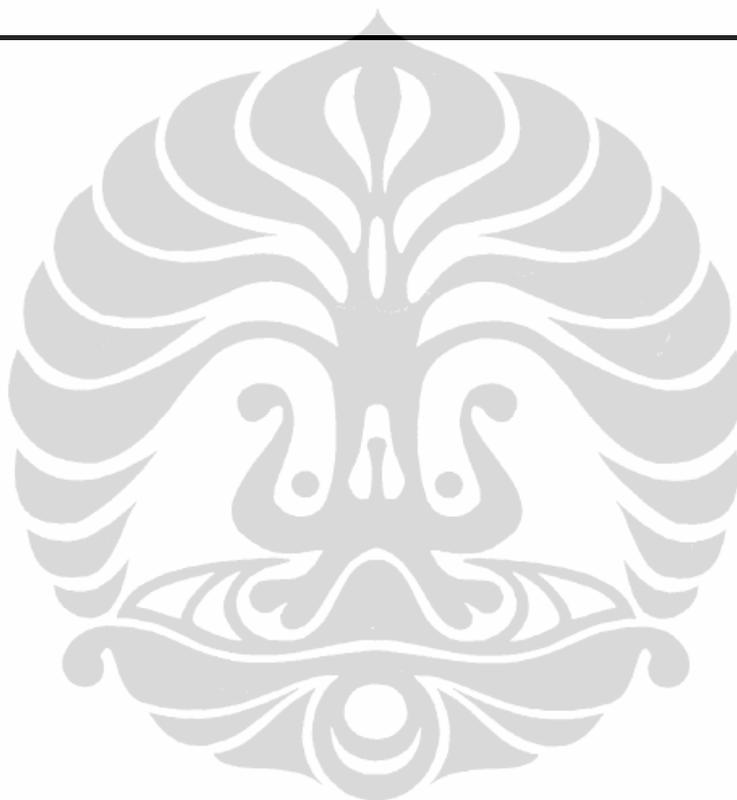
Metode Pelunasan SBSN Cicilan
Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Total Hutang : Rp8.005.612.272.000
 Tingkat Suku Bunga : 5,88%
 Jangka Waktu Pinjaman : 30 tahun

Tahun Ke	Hutang Pokok	Pelunasan SBSN	Saldo Hutang Pokok	Sewa	Angsuran
0	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
1	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
2	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
3	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
4	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
5	8,005,612,272,000	320,224,490,880	7,685,387,781,120	470,730,001,594	790,954,492,474
6	7,685,387,781,120	320,224,490,880	7,365,163,290,240	470,730,001,594	790,954,492,474
7	7,365,163,290,240	320,224,490,880	7,044,938,799,360	470,730,001,594	790,954,492,474
8	7,044,938,799,360	320,224,490,880	6,724,714,308,480	470,730,001,594	790,954,492,474
9	6,724,714,308,480	320,224,490,880	6,404,489,817,600	470,730,001,594	790,954,492,474
10	6,404,489,817,600	320,224,490,880	6,084,265,326,720	470,730,001,594	790,954,492,474
11	6,084,265,326,720	320,224,490,880	5,764,040,835,840	470,730,001,594	790,954,492,474
12	5,764,040,835,840	320,224,490,880	5,443,816,344,960	470,730,001,594	790,954,492,474
13	5,443,816,344,960	320,224,490,880	5,123,591,854,080	470,730,001,594	790,954,492,474
14	5,123,591,854,080	320,224,490,880	4,803,367,363,200	470,730,001,594	790,954,492,474
15	4,803,367,363,200	320,224,490,880	4,483,142,872,320	470,730,001,594	790,954,492,474
16	4,483,142,872,320	320,224,490,880	4,162,918,381,440	470,730,001,594	790,954,492,474
17	4,162,918,381,440	320,224,490,880	3,842,693,890,560	470,730,001,594	790,954,492,474
18	3,842,693,890,560	320,224,490,880	3,522,469,399,680	470,730,001,594	790,954,492,474
19	3,522,469,399,680	320,224,490,880	3,202,244,908,800	470,730,001,594	790,954,492,474
20	3,202,244,908,800	320,224,490,880	2,882,020,417,920	470,730,001,594	790,954,492,474
21	2,882,020,417,920	320,224,490,880	2,561,795,927,040	470,730,001,594	790,954,492,474
22	2,561,795,927,040	320,224,490,880	2,241,571,436,160	470,730,001,594	790,954,492,474
23	2,241,571,436,160	320,224,490,880	1,921,346,945,280	470,730,001,594	790,954,492,474
24	1,921,346,945,280	320,224,490,880	1,601,122,454,400	470,730,001,594	790,954,492,474
25	1,601,122,454,400	320,224,490,880	1,280,897,963,520	470,730,001,594	790,954,492,474
26	1,280,897,963,520	320,224,490,880	960,673,472,640	470,730,001,594	790,954,492,474
27	960,673,472,640	320,224,490,880	640,448,981,760	470,730,001,594	790,954,492,474
28	640,448,981,760	320,224,490,880	320,224,490,880	470,730,001,594	790,954,492,474
29	320,224,490,880	320,224,490,880	-	470,730,001,594	790,954,492,474
TOTAL	8,005,612,272,000	8,005,612,272,000	136,095,408,624,000	14,121,900,047,808	22,127,512,319,808

Lampiran 8 Kelayakan Finansial SBSN Akhir Periode**Analisa Kelayakan Finansial Metode Pelunasan SBSN Akhir Periode****Proyek Pengembangan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka**

No.	Metode	NPV	IRR	PP	PELUNASAN
1	SBSN_Akhir	2,678,823,435,196	10.05%	22 Tahun, 10 Bulan	22,127,512,319,808



**INCOME STATEMENT
SBSN AKHIR PERIODE**

Lampiran 8.1 Income Statement dan Cash Flow SBSN Akhir periode

	0	1	2	3	4	5
1 Total Pendapatan	-	-	-	-	-	630,626,459,947
2 Total Pengeluaran	-	-	-	-	-	352,115,930,477
3 EBITDA (1 - 2)	-	-	-	-	-	278,510,529,470
4 Beban Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	-	-	-	-	-	(30,457,892,490)
6 Bunga berupa Sewa/Ijarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(501,187,894,084)
8 Tax	-	-	-	-	-	63,062,645,995
9 EAT (7 - 8)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(564,250,540,078)

**CASH FLOW
SBSN AKHIR PERIODE**

	0	1	2	3	4	5
CASH IN						
EAT	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(564,250,540,078)
Penyusutan	-	-	-	-	-	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(255,282,118,118)
Pembiayaan SBSN	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
Cash In	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	1,130,392,452,806	(255,282,118,118)
CASH OUT						
Investment	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	-
Cash Out	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	1,601,122,454,400	-
Net Cash Flow	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(470,730,001,594)	(255,282,118,118)
Kumulatif Net Cash Flow	(470,730,001,594)	(941,460,003,187)	(1,412,190,004,781)	(1,882,920,006,374)	(2,353,650,007,968)	(2,608,932,126,086)
Present Value	(470,730,001,594)	(441,588,214,517)	(412,746,220,359)	(383,904,226,161)	(355,062,231,963)	(326,219,237,765)

Kendala dan kelayakan... Jatmiko, FTU, 2012

**INCOME STATEMENT
SBSN AKHIR PERIODE**

	6	7	8	9	10	11
1 Total Pendapatan	653,966,070,675	678,846,289,920	789,439,604,883	822,297,305,516	1,103,661,686,218	1,137,295,221,532
2 Total Pengeluaran	361,451,739,968	371,403,827,666	415,641,146,691	428,784,226,944	495,950,059,186	506,040,088,461
3 EBITDA (1 - 2)	292,514,330,707	307,442,462,254	373,798,458,192	393,513,078,572	607,711,627,032	631,255,133,071
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	(16,454,091,253)	(1,525,959,706)	64,830,036,232	84,544,656,612	298,743,205,072	322,286,711,111
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(487,184,092,847)	(472,255,961,300)	(405,899,965,362)	(386,185,344,982)	(171,986,796,522)	(148,443,290,483)
8 Tax	65,396,607,068	67,884,628,992	78,943,960,488	82,229,730,552	110,366,168,622	113,729,522,153
9 EAT (7 - 8)	(552,580,699,914)	(540,140,590,292)	(484,843,925,850)	(468,415,075,533)	(282,352,965,143)	(262,172,812,636)

**CASH FLOW
SBSN AKHIR PERIODE**

	6	7	8	9	10	11
CASH IN						
EAT	(552,580,699,914)	(540,140,590,292)	(484,843,925,850)	(468,415,075,533)	(282,352,965,143)	(262,172,812,636)
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	(243,612,277,954)	(231,172,168,332)	(175,875,503,890)	(159,446,653,573)	26,615,456,817	46,795,609,324
Pembiayaan SBSN						
Cash In	(243,612,277,954)	(231,172,168,332)	(175,875,503,890)	(159,446,653,573)	26,615,456,817	46,795,609,324
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	-
Cash Out	-	-	-	-	-	-
Net Cash Flow	(243,612,277,954)	(231,172,168,332)	(175,875,503,890)	(159,446,653,573)	26,615,456,817	46,795,609,324
Kumulatif Net Cash Flow	(2,852,544,404,040)	(3,083,716,572,372)	(3,259,592,076,262)	(3,419,038,729,835)	(3,392,423,273,019)	(3,345,627,663,694)
Present Value	(172,908,194,921)	(164,960,569,192)	(111,650,044,558)	(68,843,263,907)	15,031,232,704	24,960,417,636

**INCOME STATEMENT
SBSN AKHIR PERIODE**

	12	13	14	15	16	17
1 Total Pendapatan	1,304,861,137,705	1,349,885,159,734	1,397,724,113,336	1,998,087,786,046	2,247,851,557,169	2,316,619,554,574
2 Total Pengeluaran	556,309,865,310	569,817,071,919	584,168,795,584	599,426,288,315	674,355,999,080	694,986,371,176
3 EBITDA (1 - 2)	748,551,272,395	780,068,087,815	813,555,317,752	1,398,661,497,731	1,573,495,558,089	1,621,633,183,398
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	439,582,850,435	471,099,665,855	504,586,895,792	1,089,693,075,771	1,264,527,136,129	1,312,664,761,438
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	(31,147,151,159)	369,664,261	33,856,894,198	618,963,074,177	793,797,134,535	841,934,759,844
8 Tax	130,486,113,771	134,988,515,973	139,772,411,334	199,808,778,605	224,785,155,717	231,661,955,457
9 EAT (7 - 8)	(161,633,264,929)	(134,618,851,712)	(105,915,517,135)	419,154,295,573	569,011,978,819	610,272,804,387

**CASH FLOW
SBSN AKHIR PERIODE**

	12	13	14	15	16	17
CASH IN						
EAT	(161,633,264,929)	(134,618,851,712)	(105,915,517,135)	419,154,295,573	569,011,978,819	610,272,804,387
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	147,335,157,031	174,349,570,248	203,052,904,825	728,122,717,533	877,980,400,779	919,241,226,347
Pembiayaan SBSN						
Cash In	147,335,157,031	174,349,570,248	203,052,904,825	728,122,717,533	877,980,400,779	919,241,226,347
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	-
Cash Out	-	-	-	-	-	-
Net Cash Flow	147,335,157,031	174,349,570,248	203,052,904,825	728,122,717,533	877,980,400,779	919,241,226,347
Kumulatif Net Cash Flow	(3,198,292,506,663)	(3,023,942,936,415)	(2,820,890,031,591)	(2,092,767,314,058)	(1,214,786,913,279)	(295,545,686,932)
Present Value	74,223,118,731	82,081,468,194	91,240,066,145	309,626,406,591	351,934,545,801	348,010,733,424

**INCOME STATEMENT
SBSN AKHIR PERIODE**

	18	19	20	21	22	23
1 Total Pendapatan	2,443,774,168,273	2,587,029,462,514	3,309,792,235,578	3,411,461,642,811	3,519,508,958,290	3,398,828,390,367
2 Total Pengeluaran	733,132,827,003	776,109,541,249	923,076,969,217	987,762,109,061	1,060,608,078,511	1,034,492,108,134
3 EBITDA (1 - 2)	1,710,641,341,270	1,810,919,921,265	2,386,715,266,361	2,423,699,533,750	2,458,900,879,779	2,364,336,282,233
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	1,401,672,919,310	1,501,951,499,305	2,077,746,844,401	2,114,731,111,790	2,149,932,457,819	2,055,367,860,273
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	930,942,917,716	1,031,221,497,711	1,607,016,842,808	1,644,001,110,197	1,679,202,456,226	1,584,637,858,680
8 Tax	244,377,416,827	258,702,946,251	330,979,223,558	341,146,164,281	351,950,895,829	339,882,839,037
9 EAT (7 - 8)	686,565,500,889	772,518,551,460	1,276,037,619,250	1,302,854,945,916	1,327,251,560,397	1,244,755,019,643

**CASH FLOW
SBSN AKHIR PERIODE**

	18	19	20	21	22	23
CASH IN						
EAT	686,565,500,889	772,518,551,460	1,276,037,619,250	1,302,854,945,916	1,327,251,560,397	1,244,755,019,643
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	995,533,922,849	1,081,486,973,420	1,585,006,041,210	1,611,823,367,876	1,636,219,982,357	1,553,723,441,603
Pembiayaan SBSN						
Cash In	995,533,922,849	1,081,486,973,420	1,585,006,041,210	1,611,823,367,876	1,636,219,982,357	1,553,723,441,603
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	-
Cash Out	-	-	-	-	-	-
Net Cash Flow	995,533,922,849	1,081,486,973,420	1,585,006,041,210	1,611,823,367,876	1,636,219,982,357	1,553,723,441,603
Kumulatif Net Cash Flow	699,988,235,917	1,781,475,209,337	3,366,481,250,547	4,978,304,618,422	6,614,524,600,779	8,168,248,042,382
Present Value	355,963,342,285	666,221,699,219	505,938,214,251	1,486,539,830,727	465,516,602,257	417,496,912,083

**INCOME STATEMENT
SBSN AKHIR PERIODE**

	24	25	26	27	28	29
1 Total Pendapatan	3,824,356,525,740	4,297,019,538,060	4,381,348,264,619	4,465,676,991,178	5,026,793,030,059	5,124,591,387,226
2 Total Pengeluaran	1,080,514,490,566	1,126,536,872,998	1,172,559,255,430	1,218,581,637,862	1,264,604,020,295	1,310,626,402,727
3 EBITDA (1 - 2)	2,743,842,035,173	3,170,482,665,062	3,208,789,009,189	3,247,095,353,316	3,762,189,009,764	3,813,964,984,499
4 Beban Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
5 EBIT (3 - 4)	2,434,873,613,213	2,861,514,243,102	2,899,820,587,229	2,938,126,931,356	3,453,220,587,804	3,504,996,562,539
6 Bunga berupa Sewa/ljarah	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594	470,730,001,594
7 EBT (5 - 6)	1,964,143,611,620	2,390,784,241,508	2,429,090,585,635	2,467,396,929,762	2,982,490,586,210	3,034,266,560,945
8 Tax	382,435,652,574	429,701,953,806	438,134,826,462	446,567,699,118	502,679,303,006	512,459,138,723
9 EAT (7 - 8)	1,581,707,959,046	1,961,082,287,702	1,990,955,759,173	2,020,829,230,645	2,479,811,283,204	2,521,807,422,223

**CASH FLOW
SBSN AKHIR PERIODE**

	24	25	26	27	28	29
CASH IN						
EAT	1,581,707,959,046	1,961,082,287,702	1,990,955,759,173	2,020,829,230,645	2,479,811,283,204	2,521,807,422,223
Penyusutan	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960	308,968,421,960
OCF (Operating Cash Flow)	1,890,676,381,006	2,270,050,709,662	2,299,924,181,133	2,329,797,652,605	2,788,779,705,164	2,830,775,844,183
Pembiayaan SBSN						
Cash In	1,890,676,381,006	2,270,050,709,662	2,299,924,181,133	2,329,797,652,605	2,788,779,705,164	2,830,775,844,183
CASH OUT						
Investment						
SBSN Redemption	-	-	-	-	-	8,005,612,272,000
Cash Out	-	-	-	-	-	8,005,612,272,000
Net Cash Flow	1,890,676,381,006	2,270,050,709,662	2,299,924,181,133	2,329,797,652,605	2,788,779,705,164	(5,174,836,427,817)
Kumulatif Net Cash Flow	10,058,924,423,388	12,328,975,133,050	14,628,899,314,183	16,958,696,966,788	19,747,476,671,952	14,572,640,244,135
Present Value	479,824,937,906	544,410,510,354	520,666,411,737	498,129,225,043	563,150,009,347	(986,944,157,412)

Lampiran 8.2 Aliran Kas SBSN Akhir Periode

Aliran Kas dengan Metode Pelunasan SBSN Pelunasan Akhir Periode
 Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati Majalengka

Tahun Ke	Tahun	Cash In Flow (EAT + Depresiasi + Pembiayaan SBSN)	Cash Out Flow (Biaya Proyek + SBSN Redemption + Sewa)	Net Cash Flow
0	2013	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
1	2014	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
2	2015	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
3	2016	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
4	2017	1,130,392,452,806	1,601,122,454,400	(470,730,001,594)
5	2018	(255,282,118,118)	0	(255,282,118,118)
6	2019	(243,612,277,954)	0	(243,612,277,954)
7	2020	(231,172,168,332)	0	(231,172,168,332)
8	2021	(175,875,503,890)	0	(175,875,503,890)
9	2022	(159,446,653,573)	0	(159,446,653,573)
10	2023	26,615,456,817	0	26,615,456,817
11	2024	46,795,609,324	0	46,795,609,324
12	2025	147,335,157,031	0	147,335,157,031
13	2026	174,349,570,248	0	174,349,570,248
14	2027	203,052,904,825	0	203,052,904,825
15	2028	728,122,717,533	0	728,122,717,533
16	2029	877,980,400,779	0	877,980,400,779
17	2030	919,241,226,347	0	919,241,226,347
18	2031	995,533,922,849	0	995,533,922,849
19	2032	1,081,486,973,420	0	1,081,486,973,420
20	2033	1,585,006,041,210	0	1,585,006,041,210
21	2034	1,611,823,367,876	0	1,611,823,367,876
22	2035	1,636,219,982,357	0	1,636,219,982,357
23	2036	1,553,723,441,603	0	1,553,723,441,603
24	2037	1,890,676,381,006	0	1,890,676,381,006
25	2038	2,270,050,709,662	0	2,270,050,709,662
26	2039	2,299,924,181,133	0	2,299,924,181,133
27	2040	2,329,797,652,605	0	2,329,797,652,605
28	2041	2,788,779,705,164	0	2,788,779,705,164
29	2042	2,830,775,844,183	8,005,612,272,000	(5,174,836,427,817)
TOTAL		30,583,864,788,135	16,011,224,544,000	14,572,640,244,135

Lampiran 8.3 Pelunasan SBSN Akhir Periode

Metode Pelunasan SBSN Akhir Periode
Proyek Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka

Total Hutang : Rp8.005.612.272.000
 Tingkat Suku Bunga : 5,88%
 Jangka Waktu Pinjaman : 30 tahun

Tahun Ke	Hutang Pokok	Pelunasan SBSN	Saldo Hutang Pokok	Sewa	Angsuran
0	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
1	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
2	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
3	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
4	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
5	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
6	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
7	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
8	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
9	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
10	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
11	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
12	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
13	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
14	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
15	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
16	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
17	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
18	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
19	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
20	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
21	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
22	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
23	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
24	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
25	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
26	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
27	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
28	8,005,612,272,000	-	8,005,612,272,000	470,730,001,594	470,730,001,594
29	8,005,612,272,000	8,005,612,272,000	-	470,730,001,594	8,476,342,273,594
TOTAL	8,005,612,272,000	8,005,612,272,000	232,162,755,888,000	14,121,900,047,808	22,127,512,319,808

Lampiran 9 Berita Acara Perbaikan Tesis



**UNIVERSITAS INDONESIA
FAKULTAS TEKNIK
PROGRAM STUDI TEKNIK SIPIL
KEKHUSUSAN MANAJEMEN INFRASTRUKTUR**

BERITA ACARA PERBAIKAN TESIS

Dengan ini dinyatakan bahwa pada:

Hari : Senin, 9 Juli 2012
Jam : 13.00 Wib - Selesai
Tempat : Ruang Rapat Departemen Teknik Sipil

Telah berlangsung Ujian Tesis Semester Genap 2011/2012 Program Studi Teknik Sipil, Kekhususan Manajemen Infrastruktur, Fakultas Teknik Universitas Indonesia dengan peserta:

Nama : Jatmiko
NPM : 1006788100
Judul Tesis : Analisa Kendala dan Kelayakan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)/Sukuk Negara sebagai Alternatif Pembiayaan Proyek Infrastruktur (Studi Kasus: Proyek Pembangunan Bandar Udara Baru Kertajati, Majalengka)

Dan dinyatakan harus menyelesaikan perbaikan tesis yang diminta oleh dosen penguji, yaitu:

Nama Dosen Penguji : Prof. Dr. Ir. Yusuf Latief, MT.

No.	Pertanyaan/Saran	Tanggapan
1.	Abstrak, 1 paragraph	Sudah disesuaikan
2.	Lampiran di beri halaman	Sudah ditambahkan
3.	1.6 bukan Metodologi Operasional Penelitian tetapi Model Penelitian	Sudah disesuaikan
4.	Proses penelitian ANP diperjelas	Sudah dijelaskan di dalam 3.4.2.1 Tahapan Penelitian ANP untuk masingmasing komponen dalam setiap fase

Nama Dosen Penguji : M. Ali Berawi, M.Eng,SC., Ph.D.

No.	Pertanyaan/Saran	Tanggapan
1.	Tujuan penelitian disesuaikan dengan kesimpulan penelitian	Sudah disesuaikan
2.	Distribusi fiscal space dianalisa weaknessnya	Sudah dianalisa dalam interpretasi hasil penelitian Sub bab 5.3.3 Analisa Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN (hal. 184-185)

Nama Dosen Penguji : Dr. Ir. Wahyu Utomo, MS.

No.	Pertanyaan/Saran	Tanggapan
1.	Unit of respondent homogens	Pembiayaan Proyek infrastruktur melalui SBSN ini relatif masih baru. Instrument SBSN Project Base Sukuk (seri PBS) ini berbeda dengan Sukuk Ritel (seri SR). Pada Sukuk Ritel, korporasi dapat menjadi issuernya. Sedangkan SBSN Project Base Sukuk sebagai issuernya adalah Direktorat Jenderal Pengelolaan Utang C.q. Direktorat Pembiayaan Syariah.
2.	Kadar Sewa tidak berubah, jelaskan.	Sudah dijelaskan dalam Sub bab 2.1.6 Penentuan Keuntungan Sukuk. Kadar Sewa dalam sukuk <i>ijarah</i> tidak berubah, keuntungan <i>ijarah</i> ini diperoleh dari penyewaan tempat yang telah ditentukan sebelumnya dan sudah dapat diketahui secara pasti sejak awal. Maka hasil investasi (return) bersifat mendekati pasti dan besar <i>return</i> yang diberikan sama sepanjang waktu atau tetap selama obligasi berlaku karena merupakan imbalan sewa atau upah atas pemakaian manfaat dari objek pembiayaan.
3.	Apakah SBSN juga dapat untuk pembiayaan konvensional seperti pengadaan tanah?	Tidak, pembiayaan melalui SBSN pengadaan tanahnya sudah harus selesai dan jelas kepemilikannya.

Nama Dosen Pembimbing : Dr. Bambang Susantono, MSCE, MCP.

No.	Pertanyaan/Saran	Tanggapan
1.	Grafik perbandingan nilai pelunasan disesuaikan skalanya agar pelunasan akhir periode tidak terlihat naik secara drastis	Sudah disesuaikan
2.	Ditambahkan perbandingan kelayakan finansial untuk Obligasi Konvensional Versus SBSN	Return atau imbal hasil obligasi syariah dan obligasi konvensional tidak mempunyai perbedaan yang signifikan (tanggung jawab emiten berdasarkan, Return dan pelunasan pokok utang yang berkarakter sama). Di dalam beberapa literature, perbedaan tersebut berdasarkan atas varians dari kinerja Yield (<i>Yield</i> terdiri dari <i>nominal yield</i> , <i>yield to maturity</i> , <i>yield to call</i> dan <i>current yield</i>) obligasi syariah dan obligasi konvensional (Tandelilin, 2001). Perlu juga diketahui bahwa dalam UU No. 24 tahun 2002 tentang Surat Utang Negara dalam Pasal 4, Surat Utang Negara diterbitkan untuk tujuan sebagai berikut: a. membiayai defisit APBN; b. menutup kekurangan kas jangka pendek akibat ketidaksesuaian antara arus kas penerimaan dan pengeluaran dari Rekening Kas Negara dalam satu tahun anggaran; c. mengelola portofolio utang negara. Hal ini dapat diusulkan untuk penelitian selanjutnya tentang kinerja Obligasi Konvensional dan SBSN.
3.	Alokasi fiscal space pemerintah untuk memperkuat kesimpulan	Sudah dijelaskan dalam Sub bab 5.3.3 Analisa Perbandingan antara Kelayakan Finansial Melalui Pembiayaan Mekanisme Konvensional dengan SBSN (hal. 184-185)

Prof. Dr. Ir. Suyono Dikun M.Sc., Ph.D.

No.	Pertanyaan/Saran	Tanggapan
1.	Skema pembiayaan SBSN APBN yang sudah ada dikembangkan sehingga menjadi SBSN Infrastruktur untuk pengembangan Operation Guidelines Manual	Sudah dikembangkan dalam Tabel 5.13 Matriks Mapping Kendala dan Rekomendasi pada Tahapan Pembiayaan Infrastruktur melalui SBSN (hal 152) dan kerangka acuan pembiayaan proyek infrastruktur melalui SBSN (hal 191)

Tesis ini telah selesai diperbaiki sesuai dengan risalah sidang ujian tesis pada tanggal 9 Juli 2012 dan telah mendapat persetujuan dari dosen pembimbing.

Jakarta, 20 Juli 2012

Menyetujui,

Pembimbing I : Dr. Bambang Susantono, MSCE, MCP.



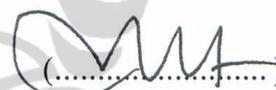
(.....)

Pembimbing II : Prof. Dr. Ir. Suyono Dikun M.Sc., Ph.D.



(.....)

Penguji : Prof. Dr. Ir. Yusuf Latief, MT.



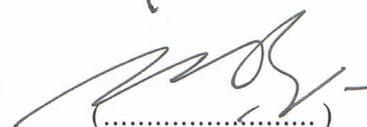
(.....)

Penguji : M. Ali Berawi, M.Eng,SC., Ph.D.



(.....)

Penguji : Dr. Ir. Wahyu Utomo, MS.



(.....)