

PERKEMBANGAN OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA

Oleh ; Muhammad Basri

Dosen Fakultas Ekonomi

Universitas Muhammadiyah Sumatera Utara

ABSTRACT

With increasing wave of popularity and successes of Islamic finance across the world, Indonesia aspires to adaptation of this Islamic finance. Islamic bond or called sukuk as a new alternative for micro financing in Islamic financial institutions. This study aims to analyze opportunities and challenges of Islamic bond (sukuk) in Indonesia. In other country sukuk usually used as a solution to way out from economy crisis.

Keywords: *Islamic bonds, sukuk, Islamic finance, opportunities and challenges, economy crisis*

PENDAHULUAN

Pasar modal merupakan salah satu tempat untuk melakukan investasi yang sangat diminati dan dipilih oleh masyarakat Indonesia. Tidak sedikit kegiatan yang dilakukan di pasar modal terdapat unsur riba, dimana riba sendiri merupakan kegiatan yang dilarang oleh agama Islam (Tariq, 2004). Hal ini menyebabkan umat muslim cenderung menghindari bahkan menolak untuk berinvestasi dalam pasar modal di Indonesia.

Wacana investasi syariah dan bisnis yang menggunakan prinsip-prinsip berbasis syariah telah tumbuh dan mulai berkembang sangat pesat dalam perekonomian Indonesia. Hal ini sejalan dengan kenyataan bahwa masyarakat Indonesia mulai beralih dari masyarakat yang berorientasi pada perbankan komersial menuju masyarakat yang berorientasi pada

pasar modal. Mereka beranggapan bahwa investasi pada pasar modal lebih menguntungkan jika dibandingkan investasi pada perbankan komersial. Selain itu pasar modal juga memberikan *return* yang sangat besar untuk mereka jika dibandingkan dengan bank komersial, walaupun risiko yang ditanggung oleh mereka besar juga.

Masyarakat juga mulai tertarik untuk berinvestasi pada berbagai produk pada pasar modal. Semakin besarnya peran pasar modal dalam memobilisasi dana ke sektor-sektor produktif meningkatkan minat masyarakat untuk berinvestasi pada obligasi syariah. Hal ini diikuti dengan semakin banyaknya perusahaan yang menerbitkan obligasi dalam konsep syariah. Fenomena tersebut layak menjadi perhatian kalangan profesi dan pemerintah dengan harapan akan

meningkatkan pengembangan pasar modal yang berprinsip syariah di Indonesia.

Salah satu produk didalam pasar modal berprinsip syariah adalah obligasi syariah (*sukuk*). Menurut Ascarya (2010) produk-produk dari pasar modal syariah ditujukan untuk memobilisasi dana dan investasi untuk pembangunan perekonomian dengan cara yang adil dan sesuai dengan syariat Islam. Tujuan dari memobilisasi dana ini merupakan hal yang sangat penting di dalam prinsip Islam. Hal ini dikarenakan didalam prinsip Islam secara tegas melarang untuk penimbunan dana dan menuntut penggunaan dana secara produktif dalam rangka mencapai tujuan sosial dan ekonomi Islam. Obligasi syariah didalam pelaksanaanya harus berdasarkan prinsip yang sesuai dengan syariat Islam dan tidak boleh terdapat unsur *riba*, terutama didalam transaksi yang bersifat *wadi'ah* (titipan), *qardh* (pinjaman), *mudharabah* (bagi hasil), atau *ijarah* (sewa).

Obligasi yang berprinsip syariah sudah mulai digunakan sebagai penggerak ekonomi oleh negara-negara berpenduduk mayoritas muslim. Seperti pemerintah di negara Sudan yang telah mengeluarkan dua jenis *sukuk*: *Government Musharakah Certificates* (GMC) dan *Government Investment certificates* (GIC) sebagai alat kebijakan moneter yang berbasis syariah (Ali, 2005). Sedangkan di negara Malaysia, perusahaan

cagamas ditunjuk oleh pemerintah Malaysia untuk mengeluarkan obligasi syariah (*cagamas murabaha islamic bonds*) sebagai sumber pembiayaan proyek pembangunan perumahan pegawai negeri pada negara tersebut (Iqbal dan Tariqullah, 2004). Kemudian di Nigeria, sistem keuangan syariah digunakan untuk mengatasi kondisi perekonomian negara tersebut yang mulai terkena krisis pada akhir 2008 (Aliyu, 2012).

Pada 2002 PT Bursa Efek Indonesia (BEI) bersama-sama dengan PT Danareksa Investment Management (DIM) meluncurkan Jakarta Islamic Index (JII). Kemudian pasar modal syariah pertama kali secara resmi diluncurkan pada 14 Maret 2003. Sedangkan untuk perkembangan obligasi yang berprinsip syariah di Indonesia diawali dengan penerbitan reksadana syariah pada 1997 dan penerbitan obligasi syariah PT Indosat pada 2002. Kemudian pada 2002 juga pemerintah dalam hal ini Dewan Syariah Nasional dan MUI (Majelis Ulama Indonesia) mengeluarkan fatwa Nomor:33/DSN-MUI/IX/2002 tentang ketentuan obligasi syariah *mudharabah* dan fatwa Nomor:41/DSN-MUI/II/2004 tentang ketentuan obligasi syariah *ijarah*. Kedua obligasi dan fatwa inilah yang mendorong, memicu, dan mengatur perkembangan obligasi syariah hingga saat ini di Indonesia (Fatah, 2010).

Tujuan dari penulisan jurnal ini adalah memberikan sebuah analisis terkait obligasi syariah sebagai penggerak perekonomian bangsa, serta peluang dan tantangan dari investasi obligasi syariah.

Obligasi Syariah

Mengingat fakta bahwa penerbitan dan perdagangan obligasi merupakan sarana yang paling penting dalam investasi pada perekonomian modern. Hal tersebut mendorong para ekonom-ekonom dan ahli hukum Islam berusaha untuk menemukan alternatif Islam di dalam melakukan perdagangan obligasi. Menurut Tariq (2004) banyak sekali konsep perdagangan obligasi secara umum mengandung unsur riba di dalam pelaksanaannya. Untuk memenuhi tuntutan dari para investor, obligasi syariah dan sertifikat yang menyertainya harus diverifikasi terlebih dahulu oleh pihak yang terkait dan berwenang. Banyak sekali obligasi yang telah beredar di masyarakat, seperti obligasi *mudharabah* atau *muqaradah*, obligasi *musyarakah*, obligasi *ijarah*, obligasi *istishna'*, obligasi *salam*, dan obligasi *murabahah*.

Perlu diperhatikan dan dicatat meskipun instrumen obligasi–obligasi tersebut telah secara umum dan dapat diperdagangkan di pasar sekunder (pasar modal), terdapat beberapa perdebatan dan kontroversi tentang kekuatan hukum yang mengatur penerbitan serta peredaran obligasi tersebut dan apakah pelaksanaannya telah memenuhi

syariat–syariat Islam (Al-Bashir, 2010). Seperti di Malaysia hampir semua surat utang syariah yang diterbitkan di dalam negeri sejauh ini telah didasarkan pada prinsip–prinsip *murabahah* dan *bay 'bi al-thaman al-ajil* yang dilarang oleh negara Timur Tengah. Kemudian terdapat kontroversi penerbitan obligasi yang diperdagangkan di pasar sekunder berdasarkan atas dua kontrak atau dua perjanjian. Pada saat yang sama terdapat peningkatan secara jelas dalam kesediaan perusahaan obligasi Malaysia untuk menggali prinsip–prinsip Islam dalam hal pembiayaan. Salah satu contohnya adalah *musyarakah* berbasis *profit oriented* serta modus beragun aset *ijarah*. Kemajuan mengembangkan efek atau obligasi syariah terhenti pada 1997 akibat terjadinya resesi ekonomi pada negara tersebut. Namun sekarang ekonomi telah membaik lagi dan diharapkan obligasi–obligasi syariah yang berdasarkan syariat–syariat Islam dapat berkembang dan diterima secara luas oleh masyarakat di Malaysia (Wahida dan Rafisah, 2011).

Menurut Al-bashir (2010) terdapat beberapa jenis *sukuk* yang diakui oleh AAOIFI (the Accounting and Auditing Organisation for Islamic Financial Institutions). Obligasi yang diakui AAOIFI tersebut adalah:

1. Obligasi *mudharabah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *mudharabah* di mana satu pihak menyediakan

modal dan pihak lain mempunyai keahlian (*mudharib*). Keuntungan dari kerjasama tersebut dibagi berdasarkan prosentase bagi hasil yang telah disepakati pada awal transaksi dan kerugian yang timbul ditanggung sepenuhnya oleh pemilik modal.

2. Obligasi *musyarakah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *musyarakah*, dimana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang sudah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing.
3. Obligasi *salam*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian dengan pembayaran harga dimuka yang dibuat untuk barang-barang yang akan dikirim di kemudian hari.
4. Obligasi *ijarah*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijarah*. Salah satu pihak akan bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan aset.
5. Obligasi *istishna'*: obligasi yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *istishna'* yang merupakan suatu bentuk

perjanjian jual beli antara para pihak untuk pembiayaan suatu proyek. Adapun cara, jangka waktu, dan harga ditentukan oleh berdasarkan kesepakatan para pihak.

Jika dilihat dari tingkat risikonya, obligasi konvensional memiliki tingkat risiko lebih banyak jika dibandingkan dengan obligasi syariah. Menurut Nanaeva (2010) risiko obligasi konvensional adalah sebagai berikut:

1. Risiko tingkat suku bunga: sebagai instrumen pendapatan, *yield* obligasi memiliki hubungan terbalik dengan pergerakan tingkat suku bunga. Ketika tingkat suku bunga mulai tumbuh maka harga obligasi akan turun. Sebaliknya semakin lama jatuh tempo obligasi maka semakin tinggi potensi suku bunga akan naik. Sehingga hal ini akan meningkatkan tingkat risiko suku bunga.
2. Risiko *default*: terdapat risiko bahwa penerbit obligasi tidak akan mampu untuk melakukan pembayaran rutin (kupon) atau jumlah pokok obligasi.
3. Risiko inflasi: karena obligasi bersifat *fixed income* investor akan menanggung risiko apabila tingkat inflasi lebih tinggi dari pembayaran kupon.
4. Risiko likuiditas: obligasi dianggap instrumen yang kurang likuid oleh para investor jika dibandingkan dengan saham. Hal ini dikarenakan transaksi obligasi

kurang memiliki calon pembeli yang potensial.

5. Risiko *foreign exchange*: risiko ini dapat mempengaruhi obligasi yang diterbitkan dalam mata uang asing. Seperti ketika fluktuasi mata uang asing yang tidak menguntungkan dapat menurunkan nilai investasi awal.

Pengaruh Obligasi Syariah Terhadap Kondisi Perekonomian Indonesia

Menurut Pramono (2010) *sukuk* merupakan salah satu alternatif didalam pembiayaan pembangunan infrastruktur. Beliau juga berpendapat bahwa ketersediaan infrastruktur yang baik merupakan pondasi dari pembangunan ekonomi yang berkelanjutan. Kemudian keberadaan infrastruktur yang memadai juga memegang peranan yang sangat vital bagi perekonomian nasional. Hal ini dikarenakan gerak laju dan pertumbuhan ekonomi di suatu negara tidak dapat dipisahkan dari ketersediaan infrastruktur seperti transportasi, komunikasi, dan juga ketersediaan energi.

Menurut Rini (2011) manfaat yang diperoleh dari penerbitan obligasi syariah di Indonesia adalah sebagai sumber pendanaan untuk membiayai pembangunan infrastruktur bagi negara, perluasan usaha bagi korporasi, dan pertumbuhan pada sektor *riil*. Penerbitan obligasi syariah juga berpengaruh pada:

1. Pertumbuhan Ekonomi

Penerbitan obligasi syariah secara tidak langsung akan berpengaruh pada peningkatan pertumbuhan ekonomi. Hal ini dikarenakan obligasi syariah merupakan salah satu instrumen yang ditujukan sebagai sumber pendanaan dalam pembangunan infrastruktur dan pengembangan dalam sektor *riil*.

2. Tingkat Pengangguran

Penerbitan obligasi syariah akan meningkatkan jumlah proyek pembangunan infrastruktur yang ada di Indonesia. Meningkatnya sejumlah proyek pembangunan infrastruktur akan menyerap tenaga kerja dan mengurangi tingkat pengangguran.

3. Tingkat Inflasi

Penerbitan obligasi syariah juga akan berpengaruh pada tingkat inflasi. Hal ini dikarenakan pemerintah dapat menggunakan obligasi syariah sebagai alat untuk menarik peredaran uang yang ada di masyarakat dengan memperjualbelikan obligasi syariah tersebut di pasar modal.

Peluang Perkembangan Obligasi Syariah di Indonesia

Banyaknya perusahaan yang mulai menerbitkan obligasi syariah sebagai salah satu sumber pendanaannya merupakan salah satu peluang untuk berkembangnya obligasi syariah di Indonesia. Selain itu dalam pelaksanaan konsep syariah membuat para investor muslim dan non muslim mulai tertarik untuk melakukan investasi di

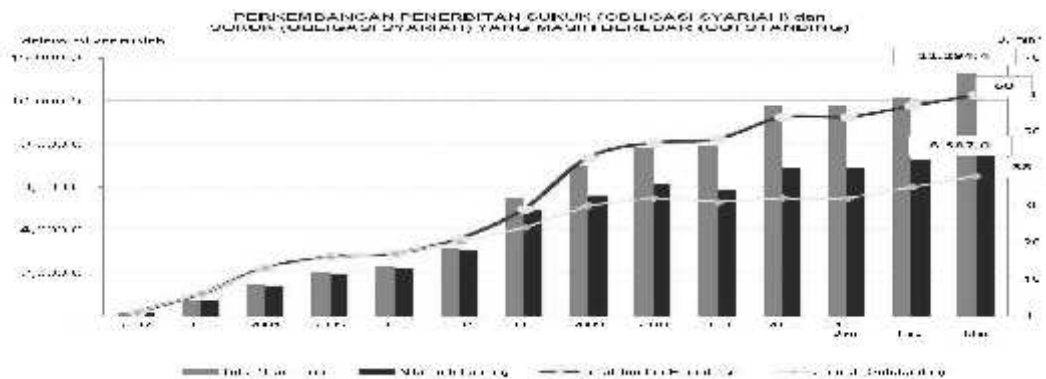
pasar modal Indonesia. Hesse (2008) berpendapat pelaksanaan obligasi syariah atau *sukuk* secara terstruktur dapat mengatasi krisis ekonomi global, seperti akibat runtuhnya pasar keuangan di USA karena kejadian *subprime mortgage*.

Terdapat tiga alasan mengenai penyebab pesatnya perkembangan keuangan syariah. Pertama adalah tingginya permintaan investor muslim akan jasa dan transaksi keuangan terutama dalam hal investasi yang sejalan dengan prinsip-prinsip syariah. Kedua adalah pertumbuhan penambangan minyak di Timur Tengah yang memerlukan dana investasi dalam jumlah besar, sehingga memunculkan kebutuhan atas produk keuangan syariah di pihak investor maupun pengusaha di daerah Timur Tengah. Ketiga adalah banyaknya produk syariah yang ditawarkan,

sehingga menarik bagi investor muslim maupun non muslim untuk melakukan investasi pada produk syariah tersebut (Bapepam, 2011).

Dengan melihat fenomena seperti ini obligasi syariah secara tidak langsung dapat membantu membangun perekonomian bangsa dan menciptakan kesejahteraan masyarakat. Selain itu kenyataan di lapangan masyarakat atau para investor sangatlah memiliki respon positif terhadap penerbitan obligasi syariah ini. Hampir semua obligasi yang diterbitkan telah habis diserap oleh pasar, bahkan pada beberapa kasus menimbulkan kelebihan permintaan.

Hal ini dapat dibuktikan pada Gambar 1 berikut:



Gambar 1. Grafik Perkembangan Sukuk

Sumber: Bapepam. Perkembangan Penerbitan Sukuk dan Sukuk yang Masih Beredar. 2013

Gambar 1 diatas menjelaskan tentang grafik tingkat perkembangan penerbitan obligasi syariah dan jumlah obligasi syariah yang beredar di masyarakat. Dapat dilihat bahwa

terjadi peningkatan pada total nilai emisi atau total obligasi yang dijual di masyarakat bergerak naik dari posisi 1 pada 2002 menjadi 60 obligasi pada 2013. Selain itu terjadi

peningkatan juga pada jumlah total jumlah obligasi syariah yang telah beredar di masyarakat yang semula pada poin 1 pada 2002 naik menjadi 38 poin pada 2013. Untuk lebih

terperinci nominal total penerbitan Obligasi syariah dan Obligasi syariah yang masih beredar di masyarakat dapat dilihat pada tabel berikut:

Tabel 1. Total Nilai Sukuk

Tahun	Emisi Sukuk		Sukuk Outstanding	
	Total Nilai Jumlah	Total Jumlah	Total Nilai	Total
2002	175.0	1	175.0	1
2003	740.0	6	740.0	6
2004	1,424.0	13	1,394.0	13
2005	2,009.0	16	1,979.4	16
2006	2,282.0	17	2,179.4	17
2007	3,174.0	21	3,029.4	20
2008	5,498.0	29	4,958.4	24
2009	7,015.0	43	5,621.4	30
2010	7,815.0	47	6,121.0	32
2011	7,915.4	48	5,876.0	31
2012	9,790.4	54	6,883.0	32
2013	Jan	54	6,883.0	32
	Feb	57	7,262.0	35
	Mar	60	8,387.0	38

Sumber: Bapepam. Jumlah Total Nilai Penerbitan Sukuk dan Sukuk yang Masih Beredar. 2013

Pada tabel 1 diatas menjelaskan tentang total nilai penerbitan obligasi syariah dan obligasi syariah yang masih beredar di masyarakat. Pada awal penerbitan obligasi syariah pada 2002 yang semula hanya 1 obligasi syariah dengan nilai Rp 175 miliar berkembang secara pesat hingga sekarang pada bulan maret 2013 obligasi syariah yang diterbitkan sudah mencapai 60 Obligasi syariah dan sudah beredar di pasaran sekitar 38 obligasi, dimana nilainya pun juga meningkat sebesar Rp 8,387 triliun.

Tantangan Obligasi Syariah

Di dalam penerbitan obligasi syariah juga terdapat tantangan yang harus dihadapi. Tantangan pertama

di dalam penerbitan obligasi adalah tidak adanya standardisasi fatwa mengenai produk-produk dari obligasi syariah tersebut. Standar yang disusun oleh AAOIFI juga belum digunakan sebagai standar acuan oleh negara-negara yang mayoritas muslim. Selain itu penetapan standar yang berbeda dari setiap negara merupakan salah satu hambatan yang terjadi apabila obligasi syariah diperdagangkan antar negara. Seperti contohnya beberapa negara-negara yang berada di Timur Tengah enggan untuk melakukan investasi pada emiten atau negara yang menganut (*ba'I al-Inah*) akad jual beli ketika penjual menjual asetnya kepada pembeli

dengan janji untuk dibeli kembali dengan pihak yang sama (Fatah, 2007).

Tantangan kedua dari penerbitan obligasi ini adalah kurangnya pemahaman dari masyarakat tentang obligasi syariah. Hal ini bukan hanya terjadi pada obligasi syariah tetapi juga pada instrument syariah lainnya seperti saham syariah, reksadana syariah, pegadaian syariah dan sebagainya. Hal ini terjadi kemungkinan karena kegiatan investasi syariah masih merupakan kegiatan yang tergolong baru. Oleh karena itu diperlukannya adaptasi oleh masyarakat untuk mengenal lebih mendalam tentang investasi yang berbasis syariah. Ketidapahaman masyarakat atau para investor membuat mereka masih cenderung berinvestasi secara konvensional, dimana investasi ini lebih mengutamakan keuntungan (Fatah, 2007).

Pengembangan Strategis Obligasi Syariah di Indonesia

Terdapat tantangan atau hambatan di dalam menerapkan dan menerbitkan obligasi syariah di Indonesia, tetapi peluang di dalam penerapan dan pengembangan obligasi syariah di Indonesia cukup besar. Oleh karena itu pemerintah bersama dengan pihak-pihak yang terkait sebaiknya melakukan pengembangan yang strategis pada penerapan dan penerbitan obligasi syariah di Indonesia. Menurut Fatah (2007) pengembangan yang

seharusnya dilakukan pemerintah adalah sebagai berikut:

1. Pemerintah dengan pihak-pihak terkait memberikan sosialisasi kepada masyarakat tentang obligasi syariah ini. Sosialisasi tersebut dapat berupa seminar, penyebaran berita pada media massa, ataupun melibatkan pihak akademisi, praktisi dan ulama yang paham tentang ekonomi Islam untuk mensosialisasikan secara langsung ke masyarakat.
2. Pemerintah seharusnya membuat lembaga atau badan pemerintah yang khusus untuk menangani mekanisme transaksi yang berbasis syariah. Selain itu lembaga ini juga bekerja sama dengan MUI untuk membuat sebuah peraturan yang menjadi dasar dan mengatur transaksi berbasis syariah ini.
3. Pemerintah atau pihak-pihak yang terkait melakukan tindakan-tindakan yang strategis guna menarik minat para investor. Tindakan strategis tersebut diutamakan bagi para investor yang berfikir hanya mencari keuntungan semata, dan menganggap bahwa obligasi syariah merupakan opsi kedua dalam melakukan kegiatan investasi.
4. Pemerintah juga bekerja sama dengan negara lain untuk menerapkan sebuah aturan yang sama guna membantu kelancaran transaksi berbasis syariah ini di masing-masing negara. Kebijakan tersebut dapat berupa

penerapan pajak yang harus seimbang dan tidak merugikan antar kedua negara yang bersangkutan.

SIMPULAN

Fakta selama ini menunjukkan bahwa pasar sangat merespon terhadap penerbitan obligasi syariah, hal ini dibuktikan dengan kenaikan dari jumlah obligasi syariah yang diterbitkan dan nilai yang diperdagangkan dari obligasi syariah tersebut hingga saat ini. Oleh karena itu obligasi syariah sering dijadikan solusi untuk mengatasi kondisi perekonomian suatu negara. Banyaknya permintaan obligasi syariah di kalangan para investor Timur Tengah merupakan salah satu peluang di dalam pengembangan obligasi syariah di Indonesia.

Terdapat hambatan dan tantangan yang harus dihadapi pada saat penerbitan obligasi syariah ini. Beberapa hambatan yang sering dihadapi adalah kurangnya informasi masyarakat, perbedaan penerapan dan asas syariah antar negara, dan masih belum adanya suatu standardisasi dari setiap produk obligasi syariah.

Untuk menghadapi tantangan dan hambatan dari penerbitan obligasi syariah pemerintah akan bekerja sama dengan pihak-pihak yang terkait untuk mengatasi hal tersebut. Langkah pemerintah tersebut dapat berupa bekerja sama dengan para akademisi, praktisi dan para ekonom Islam ataupun instansi pemerintah dari negara-negara lain

untuk mengatasi permasalahan tersebut dan mewujudkan pengembangan obligasi yang berdasarkan prinsip dan syariat Islam.

DAFTAR PUSTAKA

- Ahmad, Wahida dan Rafisah Mat Radzi. Sustainability of Sukuk and Conventional Bond during Financial Crisis: Malaysia's Capital Market. *Global Economy and Financial Journal*, Vol. 4. No. 2. Pp.33-45.
- Al-Bashir, Muhammad dan Muhammad al-Amine. 2010. The Islamic Bonds Market : Possibilities and Challenges. *International Journal Of Islamic Financial Sevices*, vol. 3 No.1.
- Ali, Syed Salman. 2005. Islamic Capital Market Products: Developments and Challenges. *Occasional Paper*, No. 9. Jedah: IRTI-IDB.
- Aliyu, Shehu Usman Rano. 2012. Islamic banking and finance in Nigeria: issues, challenges and opportunities. *International Institute of Islamic Banking and Finance MPRA Paper*, No. 42573.
- Ascarya. 2006. *Akad dan Produk Syariah : Konsep dan Praktek di Beberapa Negara*. Jakarta: Bank Indonesia.

- Bapepam. 2011. *Kajian Minat Investor Terhadap Efek Syariah di Pasar Modal*. Jakarta.
- Fatah, Dede Abdul. 2007. Perkembangan obligasi syariah (*sukuk*) di Indonesia. *Jurnal ekonomi syariah dan perbankan syariah*.
- Hesse Heiko, Andreas A. Jobst and Juan Solé. 2008. Trends and Challenges in Islamic Finance. *World Economics*, Vol.9, No. 2.
- Iqbal, Munawar dan Tariqullah Khan. 2004. Financing Public Expenditure: an Islamic Perspective. *Occasional Paper*, No. 7. Jedah: IRTI-IDB.
- Nanaeva, Zhamal. 2010. Thoughts on *sukuk* and the risk of default. *Islamic Finance News*, Vol. 7. No. 28.
- Pramono, Sigit dan Azis Setiawan. 2006. Obligasi Syariah (Sukuk) untuk Pembiayaan Infrastruktur: Tantangan dan Inisiatif Strategis. *Jurnal Ekonomi Keuangan dan Bisnis*, Vol.2. No.4.
- Rini, Mustika. 2010. Obligasi Syariah (*sukuk*) dan Indikator Makro Ekonomi: Sebuah Analisis Vector Error Correction Models (VECM). *Economics and Development Studies*. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Tariq A. 2004. *Managing Financial Risks of Sukuk Structures*. Loughborough University.
- [www. Bapepam.go.id](http://www.Bapepam.go.id) (diakses 18 mei 2013)
- www.Depkeu.go.id (diakses 20 mei 2013)