

Analisis Empiris Potensi Resiko Investasi Dana Haji melalui Sukuk Dana Haji Indonesia

Indin Rarasati

Magister Ekonomi dan Keuangan Islam, Universitas Islam Indonesia

Email korespondensi: indinraras@gmail.com

Abstrak

The purpose of this study is to find out what risks are faced by the Indonesian Hajj Fund Sukuk (SDHI) as one of the investment instruments used by the Hajj Financial Management Agency (BPKH) as a hajj fund management institution and people's endowment fund in Indonesia. The research method used is a descriptive qualitative analysis method supported by quantitative data. The results showed several findings including that SDHI is free from the risk of default, guaranteed halalness so that it does not face the risk of sharia compliance, but faces liquidity risks in the form of funding needs for hajj management using foreign currencies. This research needs to be further developed using a quantitative approach by including processed data so that the research results are more scientific.

Keywords: BPKH, Hajj funds, Sukuk Risk, SDHI, Sukuk

Saran sitasi: Rarasati, I. (2022). Analisis Empiris Potensi Resiko Investasi Dana Haji melalui Sukuk Dana Haji Indonesia. *Jurnal Ilmiah Ekonomi Islam*, 8(03), 2571-2581. doi: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v8i3.5876>

DOI: <http://dx.doi.org/10.29040/jiei.v8i3.5876>

1. PENDAHULUAN

Dana haji merupakan salah satu dana publik yang dikelola dengan jumlah yang sangat besar. Tahun 2019, sekitar 120 triliun rupiah dana haji dikelola atau naik sebesar 10 triliun rupiah dari tahun sebelumnya. Potensi yang besar ini membuat badan pengelola dana haji yang saat ini dilaksanakan oleh Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) perlu melakukan investasi pada sector keuangan yang aman serta agar pengelolaan dana haji dapat lebih profesional, transparan, tepat sasaran, dan akuntabel, oleh karena itu BPKH telah ditempatkan atau diinvestasikan dalam Sukuk Berharga Syariah Negara (SBSN) sejak BPKH didirikan melalui penerbitan Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI). Penerbitan SDHI sebagai upaya investasi dana haji berdasarkan prinsip syariah, dan mempertimbangkan aspek keamanan, kehati-hatian, nilai manfaat, likuiditas, dan juga aspek risiko. (Munira & Astuti, 2019).

BPKH atau Badan Pengelola Keuangan Haji memiliki wewenang secara resmi untuk mengelola keuangan haji di Indonesia dengan melakukan pengelolaan yang bersifat kooperatif dan nirlaba, oleh karenanya BPKH melakukan kegiatan investasi

melalui berbagai metode, salah satunya dan yang menjadi fokus pada penelitian ini adalah melalui Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) yang menjadi instrument investasi oleh BPKH. SDHI merupakan seri penerbitan Surat Berharga Sukuk Nasional (SBSN) dengan jenis investasi pada instrument keuangan syariah dalam jangka panjang. Penempatan investasi dana haji pada SDHI dirasa menjadi keputusan yang tepat mengingat waktu tunggu keberangkatan haji di Indonesia yang mencapai 33 tahun, hal ini sesuai dengan horizon investment dengan kebutuhan dana likuiditas Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji (BPIH) terhadap panjangnya investasi pada sukuk dana haji Indonesia. Sukuk Dana Haji Indonesia merupakan investasi dana haji yang spesifik serta memiliki jaminan keamanan oleh pemerintah. SDHI juga memiliki resiko yang rendah karena dijamin oleh APBN dengan imbal hasil yang moderat hingga menguntungkan dengan pembayaran imbal hasil yang tepat waktu dan pengembalian pokok yang utuh. Sementara itu, Alokasi investasi dana haji yang di rencanakan oleh BPKH tahun 2018 hingga 2022 untuk Sukuk Dana Haji Indonesia sebesar 35% dari total dana

pengelolaan yaitu Rp 105,18 triliun (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

Pertimbangan akan adanya resiko dan imbal hasil yang diberikan akan menjadi dasar pengambilan keputusan dalam setiap kegiatan ekonomi, finansial, serta investasi (Harahap, 2018). Demikian pula investasi yang dilakukan pada instrument sukuk termasuk Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI) yang termasuk dalam Sukuk Negara Ritel yang selain menawarkan keuntungan (return) berupa imbal hasil tetapi juga memiliki risiko (risk). Jaminan bahwa SDHI sebagai Sukuk Ritel yang dijamin oleh pemerintah dengan underlying asset yang jelas membuat investor yang menanamkan dananya pada SDHI merasa aman. Sebagai sukuk ritel negara, yang diterbitkan oleh pemerintah, SDHI menjadi salah satu jenis sukuk yang pembiayaannya dapat menutupi defisit anggaran nasional serta dapat memberikan pilihan alternatif bagi para investor terutama investor syariah dalam memilih portofolio terbaik untuk investasi. Sebagai sukuk dengan struktur yang didominasi oleh *leasing* atau ijarah, maka SDHI menjadi sukuk yang sepatutnya disukai karena menggunakan asset pemerintah yang jelas sebagai asset dasar serta tidak memerlukan proses yang kompleks, jika dibandingkan dengan struktur sukuk dengan aset yang mendasarinya adalah proyek yang berwujud (Sukmana, 2020).

Penelitian mengenai Sukuk Dana Haji Indonesia belum banyak dibahas oleh para peneliti. Penelitian yang ada hanya membahas bagaimana pengelolaan dana haji menggunakan sukuk namun belum dibahas apa saja resiko yang dihadapi SDHI. Penelitian mengenai pengelolaan dana haji menunjukkan bahwa dana yang dihasilkan dari penerbitan SDHI digunakan untuk pembiayaan deficit anggaran secara umum (*general financing*), bukan untuk membiayai proyek tertentu (*project financing*), termasuk dalam proyek infrastruktur (Haura, 2010). Sementara itu, penelitian tentang resiko struktur sukuk juga tidak menjelaskan SDHI secara spesifik, namun penulis menjelaskan struktur sukuk ritel termasuk didalamnya adalah SDHI, ia menemukan bahwa klasifikasi risiko struktur Sukuk memberikan cara yang lebih baik untuk menghubungkan risiko Sukuk dengan faktor-faktor fundamental yang menyebabkan risiko tersebut. Selanjutnya, struktur Sukuk yang berbeda mengikuti langsung dari prinsip-prinsip etika dasar yang mendasari keuangan Syariah (Alswaidan et al., 2017). Selain itu,

Penelitian ini akan membahas mengenai bagaimana mekanisme investasi pada Sukuk dana Haji Indonesia yang meliputi struktur sukuk, skema, serta resiko yang dihadapi SDHI jika dihadapkan pada peluang dan tantangan yang ada. Setelah melakukan pembahasan mengenai latar belakang dilakukannya penelitian ini, penulis akan menjabarkan kajian tentang studi literatur mengenai teori yang mendasari penyusunan penelitian ini. Selanjutnya penulis akan menjelaskan metode penelitian yang menjadi pedoman kepenulisan, pada bagian berikutnya adalah diskusi mengenai pertanyaan penelitian, dan terakhir adalah kesimpulan.

2. METODE PENELITIAN

Metode yang digunakan dalam penelitian ini merupakan sebuah studi empiris tentang potensi resiko yang muncul dari investasi Sukuk Dana Haji Indonesia yang dilakukan oleh BPKH selaku Lembaga yang mengelola dana haji. Kajian pada penelitian ini menggunakan analisis kualitatif menggunakan aspek-aspek normative atau yuridis melalui metode deskriptif. Langkah yang dipakai dalam menganalisis hasil temuan adalah menggunakan tren data dengan cara membandingkan literatur satu sama lain dalam rangka mendapatkan kesimpulan umum. Jenis penelitian ini merupakan jenis penelitian studi literatur dengan sumber data yang berasal dari jurnal ilmiah, laporan dari Lembaga terkait, juga dari buku ilmiah yang semuanya adalah sumber yang dapat dipertanggungjawabkan. Penulis menggunakan metode penelitian kualitatif yang dibuat oleh Miles and Huberman (1994) dalam (Sekaran & Bougie, 2016) dimana terdapat tiga Langkah penting dan utama dalam melakukan studi kualitatif, yaitu (1) reduksi data, (2)

Langkah pertama dalam analisis data kualitatif berkaitan dengan reduksi data. Reduksi data mengacu pada proses pemilihan, pengkodean, dan pengkategorian data. Tampilan data mengacu pada cara penyajian data. Pilihan kutipan, matriks, grafik, atau bagan yang menggambarkan pola dalam data dapat membantu peneliti (dan bakhantu- sekutu pembaca) untuk memahami data. Dengan cara ini, tampilan data dapat membantu Anda menarik kesimpulan berdasarkan pola dalam kumpulan data yang di reduksi.

Langkah kedua adalah tampilan data, yang melibatkan pengambilan data dan menampilkannya dengan ringkas dan terorganisir. Penulis juga

menampilkan data berupa table, grafik, serta diagram yang memungkinkan untuk ditampilkan agar dapat membantu mengatur data serta menemukan pola dan hubungan dalam data sehingga dapat ditarik kesimpulan.

Langkah ketiga adalah menarik kesimpulan, Penarikan kesimpulan adalah kegiatan analitis akhir dalam proses analisis data kualitatif. Penarikan kesimpulan digunakan untuk menjawab pertanyaan penelitian dengan menentukan pertanyaan penelitian dengan tema yang diidentifikasi, sehingga penulis dapat dengan menjelaskan pola dan hubungan yang diamati.

2.1. Studi Pustaka

2.1.1. Investasi Keuangan Syariah

Investasi pada keuangan Islam tentu memiliki perbedaan dengan investasi yang dilakukan pada keuangan konvensional. Para investor pada sector syariah perlu mempertimbangkan aspek etis dan jenis investasi yang akan mereka lakukan. Hal ini menjadi sebuah pembatasan agar investasi yang dilakukan oleh investor syariah tetap berada pada kepatuhan syariah (*shariah compliance*). Beberapa hal penting yang menjadi Batasan investasi dalam keuangan islam serta menjadi pembeda dengan investasi konvensional adalah (Alswaidan et al., 2017):

- a. Dalam Islam, seorang investor harus melunasi hutangnya, dan kematian yang menyimpannya tidak dapat membatalkan hutang-hutang tersebut. Pembayaran hutang secara penuh merupakan sebuah kewajiban yang harus dipenuhi. Sementara itu, pengaturan tanggung jawab terbatas tidak dapat diterima dalam budaya Islam.
- b. Masyarakat Muslim akan mengenakan sedikit pajak atas keuntungan. Ini akan memfasilitasi investasi kembali keuntungan, meskipun ada aturan Islam tentang bagaimana ini harus dilakukan dalam kemitraan.
- c. Secara keseluruhan, seorang investor Syariah harus menghindari Riba dalam bentuk apapun (diberikan, menagih dan menerima).

Terdapat empat tujuan penerbitan sukuk ritel berdaulat yaitu, (1) menciptakan diversifikasi portofolio untuk instrumen pembiayaan APBN, (2) memperbesar basis investor domestik, (3) mendukung pengembangan keuangan syariah dan, (4) memperkuat pasar modal Indonesia dengan mengubah masyarakat dari yang berorientasi pada tabungan menjadi berorientasi investasi (Sukmana, 2020).

2.1.2. Risiko Sukuk

Islam menentang adanya jaminan dalam perdagangan, seperti yang dikatakan oleh Rasulullah SAW bahwa dalam perdagangan perlu adanya *al-kharaj bil-Dhaman*, bahwa hasil akan muncul bersamaan dengan adanya biaya. Dasar adanya hak atas pendapatan akan sesuai dengan tanggung jawab yang digunakan untuk menanggung kerugian. Dalam syariah, dilarang bagi individu atau lembaga untuk mendapatkan aprofit tanpa memikul tanggung jawab. Resiko adalah elemen yang penting untuk menghasilkan keuntungan karena ia akan membentuk dasar laba yang akan dibagi antara perusahaan dan investor bersamaan dengan resiko itu sendiri (Alswaidan et al., 2017).

Sebagai upaya untuk menghindari atau meminimalkan resiko, maka Islam memperbolehkan secara khusus untuk mengambil tindakan pencegahan yang bijaksana untuk mengurangi resiko melalui manajemen resiko. Hal ini dilakukan agar tidak terdapat kesamaan dalam keuangan konvensional yang mendasarkan sistem keuangannya pada hutang jika terkena resiko. Manajemen resiko juga diperlukan untuk instrumen keuangan syariah, termasuk Sukuk.

Sukuk menghadapi resiko yang lebih sedikit daripada obligasi konvensional, namun tidak menutup kemungkinan jika sukuk juga dihadapkan pada banyak dimensi resiko yang tidak muncul dengan obligasi konvensional. Sukuk membantu memenuhi persyaratan pendanaan untuk proyek infrastruktur besar dan ekspansi bisnis. Dari sudut pandang investor, Sukuk dapat mengurangi resiko investasi. Nilai Sukuk sebagian besar stabil, karena didukung aset atau setidaknya berbasis aset, tenor waktu investasi Sukuk tetap, semakin mengurangi profil resiko, dan Sukuk juga membantu investor untuk mengurangi resiko melalui diversifikasi portofolio. Mengingat manfaat ini bagi emiten dan investor, tingkat pertumbuhan historis yang tinggi (Alswaidan et al., 2017).

Sukuk dan industri keuangan syariah pada umumnya, menghadapi beberapa resiko yang unik. Beberapa diantaranya adalah;

Resiko likuiditas

Lembaga keuangan Islam tidak memberikan jaminan pengembalian sebagai imbalan atas simpanan atau investasi dari para investor, oleh karenanya investor dapat memindahkan uang mereka ke lembaga keuangan lain jika pengembaliannya tidak sesuai dengan harapan mereka. Nasabah atau investor dapat

dengan cepat menarik dananya. Sebagai upaya meminimalisir resiko ini adalah dengan melakukan metode kemitraan di mana pemodal menyediakan modal ekuitas dan saham dalam risiko dan imbalan usaha. Dalam hal lain, struktur modal pada perusahaan Islam dapat menjadi manajemen risikonya sendiri, karena struktur kemitraan dalam perusahaan Islam mendorong mitra itu sendiri untuk melakukan upaya yang diperlukan untuk mengidentifikasi, mengukur, dan mengelola risiko (Hasan et al., 2019).

Resiko gagal bayar (default sukuk)

Risiko gagal bayar dikaitkan dengan kemungkinan bahwa peminjam akan gagal melakukan pembayaran kembali pada tanggal jatuh tempo. Default sukuk juga terjadi saat peminjam tidak dapat membayar bunga. Hal ini akan mempengaruhi suku bunga yang dibebankan pada suatu instrumen utang. Semakin besar risiko default, semakin tinggi suku bunga yang dibebankan oleh pemberi pinjaman. Peningkatan risiko arus kas operasi peminjam juga akan meningkatkan kemungkinan gagal bayar. Terjadinya gagal bayar pada sukuk dikarenakan adanya pelanggaran terhadap kewajiban yang mengikat berdasarkan ketentuan awal perjanjian antar pihak yang berkontrak yaitu penerbit sukuk dan pemegangnya. Namun demikian, sukuk dipandang lebih aman daripada obligasi konvensional yang mendasarkan pada bunga dan tanpa didukung oleh asset sedangkan sukuk memiliki pengembalian yang bisa dijamin karena didukung dengan asset (Hasan et al., 2019).

Risiko ketidakpatuhan Syariah

Definisi dari risiko ketidakpatuhan syariah merupakan risiko yang muncul akibat adanya kegagalan instrument keuangan syariah maupun sebuah kontrak untuk mematuhi aturan dan prinsip syariah yang ditentukan oleh dewan pengawas syariah (Alswaidan et al., 2017; Hasan et al., 2019). Risiko kepatuhan syariah pada sukuk dijabarkan sebagai risiko hilangnya nilai asset karena penerbitan Sukuk yang sesuai dengan syariah maupun tidak tersebut dapat mempengaruhi reputasi Sukuk sendiri serta dapat mempengaruhi kepercayaan investor terhadap Sukuk (Tariq dan Dar (2007) dalam (Hasan et al., 2019)). Penyusunan sukuk perlu dilakukan bukan hanya oleh penerbit sukuk namun juga oleh Dewan Pengawas Syariah untuk melihat risiko kepatuhan yang terjadi, juga perlu ditinjau oleh penasihat internal dan eksternalnya dalam proses pengembangan produk sukuk, sebab jika pun terdapat fatwa yang mendasari

sukuk tersebut dikatakan halal atau tidak namun tidak semua orang akan sependapat, aka nada pihak yang menentang serta memberikan pemahamannya sehingga menjadi pertimbangan bagi semua pihak.

Resiko pasar

Resiko pasar dikategorikan menjadi dua yaitu resiko umum yang muncul karena adanya perubahan kebijakan hukum dan ekonomi dan resiko khusus perusahaan yang dapat timbul karena korelasi dari berbagai harga instrumen yang ditawarkan oleh berbagai perusahaan (Hasan et al., 2019). Pada penelitian lain menyebutkan bahwa terdapat dua jenis resiko pasar: resiko nilai tukar dan resiko suku bunga. Suku bunga yang digunakan sebagai proxy di Indonesia adalah BI rate yang merupakan salah satu factor makroekonomi yang menentukan kebijakan moneter di Indonesia (Bella & Chalid, 2022).

Pembatasan pada keuangan syariah oleh pemerintah dan dewan pengawas syariah pada perdagangan utang dan sekuritas lainnya telah mengakibatkan terbatasnya jumlah instrumen yang sesuai dengan syariah untuk mengurangi risiko lain yang terkait dengan Sukuk, hal ini yang dapat diidentifikasi sebagai risiko likuiditas. Oleh karena itu, diperlukan keterlibatan aktif pemerintah dalam penerbitan Sukuk dengan isu-isu yang mewakili berbagai kematangan untuk mengembangkan pasar sekunder yang likuid untuk Sukuk.

Risiko pasar menjadi salah satu unsur yang dapat mempengaruhi hasil sukuk negara. Potensi investor kehilangan uang jika suku bunga naik, mempengaruhi harga Sukuk ritel Negara di pasar sekunder, disebut sebagai risiko pasar (Al-Sayed, 2013).

Resiko lain

Sukuk menghadapi kemungkinan resiko lain yang teridentifikasi dalam berbagai literatur. Resiko lain yang menyertai adalah resiko peraturan, resiko valuta asing, serta resiko asset, dan resiko sumber daya manusia (Al-Sayed, 2013). Tidak adanya basis legislative yang tepat menjadi kemungkinan adanya resiko gagal bayar (Goud, 2018).

Risiko valuta asing mengacu pada eksposur mata uang yang timbul dari investasi dalam sukuk dalam mata uang asing. Perubahan nilai mata uang asing terhadap mata uang rumah seseorang akan berarti perubahan dalam pengembalian yang diharapkan. Misalnya, jika mata uang asing terdepresiasi terhadap mata uang rumah, pengembalian yang disesuaikan dengan pertukaran dari investasi di sukuk akan lebih rendah. Atau, apresiasi mata uang asing akan

menguntungkan karena seseorang akan menerima keuntungan pertukaran selain pengembalian dari sukuk (Bacha & Mirakhor, 2013).

Perlu juga disebutkan bahwa Sukuk dapat digunakan sebagai instrumen untuk mengelola risiko devisa. Sukuk membantu mendiversifikasi portofolio investasi lembaga syariah dan dapat digunakan oleh investor asing sebagai instrumen lindung nilai untuk mengelola risiko nilai tukar ketika diterbitkan dalam mata uang domestik. Sama seperti obligasi konvensional, sukuk juga menghadapi risiko inflasi, yaitu risiko yang ditanggung investor bahwa dengan adanya inflasi yang lebih tinggi daripada pembayaran kupon, akan menyebabkan nilai riil investasi menjadi menyusut. Risiko pasar dan likuiditas juga dapat berdampak buruk pada jumlah pengembalian Sukuk. Selain itu, risiko seperti risiko peraturan, risiko valuta asing, risiko terkait aset, dan risiko Sukuk yang terkait dengan staf dapat memengaruhi pertumbuhan keamanan Islam ini jika tidak ditangani dengan benar (Al-Sayed, 2013).

2.1.3. Struktur Sukuk

Sukuk adalah produk terstruktur, sehingga desainnya akan tergantung pada beberapa faktor. Kunci di antaranya, empat adalah (1) kepatuhan terhadap kontrak Syariah yang mendasarinya, (2) profil risiko yang diperlukan, (3) profil arus kas yang diinginkan (untuk penerbit dan investor), dan (4) potensi penerimaan pasar sukuk. Sebagai hasil dari banyak faktor ini, struktur sukuk dapat bervariasi dari struktur sederhana hingga yang sangat rumit (Bacha & Mirakhor, 2013).

Struktur sukuk tidak dapat menggunakan suku bunga tetap atau indeks pasar, seperti LIBOR, sebagai pengembalian investasi Sukuk awal. Sebaliknya pembayaran Sukuk harus mencerminkan pengembalian aktual dari aset yang mendasarinya. Dengan demikian, ketika menerbitkan Sukuk, manajer hanya boleh mengumumkan pengembalian yang diharapkan atas proyek tersebut serta rasio distribusi pengembalian antara pemegang Sukuk dan pengelola Sukuk. Namun, sebagian besar masalah Sukuk menjanjikan pengembalian yang sama dengan suku bunga pasar untuk menarik lebih banyak investor (Usmani (2008) dalam Al-Sayed (2013)).

Dewan AAOIFI Shari'ah (Hasan et al., 2019) pada tahun 2008 telah membuat enam rekomendasi tentang struktur Sukuk yang tepat serta yang memiliki pengaruh secara persuasif (Hasan et al., 2019), yaitu:

- a. Sukuk, agar dapat diperdagangkan, harus dimiliki oleh pemegang Sukuk, beserta seluruh hak dan kewajiban yang menyertai kepemilikan tersebut. Manajer penerbitan Sukuk harus menetapkan pengalihan kepemilikan aset tersebut dalam pembukuannya, dan tidak boleh menyimpannya sebagai asetnya sendiri.
- b. Sukuk tidak boleh mewakili piutang atau utang kecuali dalam hal entitas perdagangan atau keuangan yang menjual semua asetnya, atau portofolio dengan kewajiban keuangan tetap.
- c. Ketiga – Tidak diperbolehkan bagi pengelola Sukuk untuk melakukan dan menawarkan pinjaman kepada pemegang Sukuk ketika penghasilan aktual tidak termasuk dalam pendapatan yang diharapkan. Namun, diperbolehkan untuk menetapkan cadangan untuk tujuan menutupi kekurangan tersebut sejauh mungkin, dengan syarat hal yang sama disebutkan dalam prospektus.
- d. Keempat – Tidak diperbolehkan bagi manajer investasi, mitra, atau agen investasi untuk setuju membeli kembali aset dari pemegang Sukuk dengan nilai nominal ketika Sukuk padam pada akhir jatuh tempo. Namun, diperbolehkan untuk setuju untuk membeli aset untuk nilai bersih mereka, atau nilai pasar, atau nilai pasar yang adil, atau untuk harga yang disepakati pada saat pembelian mereka, sesuai dengan aturan kemitraan Shari'ah dan kemitraan modern, dan pada subjek jaminan.
- e. Diperbolehkan bagi penyewa dalam Sukuk Ijarah untuk setuju membeli aset sewaan ketika Sukuk dipadamkan untuk nilai nominalnya, dengan ketentuan bahwa penyewa tersebut bukan juga mitra investasi, manajer investasi, atau agen.
- f. Dewan pengawas Shari'ah tidak boleh membatasi perannya pada penerbitan fatwa pada struktur Sukuk, tetapi juga harus mengawasi pelaksanaan dan kepatuhannya pada setiap tahap operasi.

Berdasarkan rekomendasi dari AAOIFI, maka sukuk akan difokuskan menjadi beberapa pokok mekanisme, yaitu mengenai kepemilikan dimana sukuk hanya bisa diperdagangkan dimana hak milik dapat diklaim oleh pemegang Sukuk bersama dengan semua hak dan kewajiban yang menyertai kepemilikan tersebut. Pada saat memperdagangkan sukuk, maka tidak boleh mewakili utang dan piutang kecuali sedang dijual oleh entitas keuangan dengan

kewajiban keuangannya yang berkelanjutan. Sukuk juga dimungkinkan menggunakan struktur pembelian aset sewaan menggunakan akad al-‘ijarah. Terakhir adalah mengenai perluasan peran dewan pengawas untuk mengawasi implementasi dan kepatuhan operasional sukuk itu sendiri serta pemberian fatwa. (Hasan et al., 2019)

Terdapat tiga basis utama yang digunakan untuk mengklasifikasikan berbagai kategori Sukuk yaitu: (1) Sukuk berdasarkan fitur teknis dan komersial, (2) Sukuk berdasarkan kontrak Shari‘ah yang mendasarinya, dan (3) Sukuk berdasarkan sifat dan jenis aset.

Klasifikasi sukuk berdasarkan fitur teknis dan komersial dibedakan menjadi: (1) sifat emiten (yaitu Sukuk berdaulat, berdaulat semu dan korporasi); (2) kompleksitas struktur (yaitu Sukuk vanili konvertibel, dapat ditukar, dan polos); (3) aset dasar (yaitu Sukuk yang didukung aset, berbasis aset, dan hibrida); dan (4) fitur tambahan (yaitu Sukuk subordinasi, abadi dan staples).

Sedangkan struktur Sukuk berdasarkan kontrak Shari‘ah yang berbeda dapat dikelompokkan lebih lanjut ke dalam lima kategori utama: (1) berbasis penjualan (yaitu Bithaman ‘Ajil (BBA) Bay, Murabaha, Salam, Istisna); (2) berbasis sewa (yaitu Ijara, Ijara Mawsūfa Fi al-Dhimma, Ijara Muntahiya Bi al-tamlik); (3) struktur, yang didasarkan pada kontrak yang dipertukarkan; berbasis partisipasi (yaitu Musharaka dan Mudaraba); (4) berbasis agensi (yaitu Wakala); dan (5) kombinasi dari setidaknya dua kontrak Shari‘ah atau lebih (Hasan et al., 2019).

2.2. Diskusi

2.2.1. Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)

Dana haji di Indonesia dikelola oleh Badan Pengelola Keuangan Haji (BPKH) yang secara resmi diatur dalam Undang-Undang Nomor 34 Tahun 2014 tentang Pengelolaan Keuangan Haji dalam pasal 20 Ayat 4. Tujuan utama dibentuknya BPKH adalah untuk mengelola dana haji yang ada di Indonesia dan mampu meningkatkan kualitas penyelenggaraan ibadah haji dan memberikan kemaslahatan bagi umat Islam di Indonesia. Pengelolaan dana haji oleh BPKH bersifat mandiri dan bertanggung jawab kepada Presiden serta dilakukan secara korporatif dan nirlaba, oleh karenanya BPKH wajib melakukan investasi pada imbal hasil yang optimal dengan prinsip syariah dan mempertimbangkan aspek keamanan. Kegiatan pengelolaan yang dilakukan oleh BPKH meliputi

penerimaan, pengembangan, pengeluaran, dan pertanggung jawaban Keuangan Haji. Pengelolaan dana haji Indonesia oleh BPKH merupakan peralihan yang sudah dilakukan sejak tahun 2018 dari pengelolaan dana haji yang dilakukan oleh Kementerian Agama Republik Indonesia (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

Dalam pengelolaannya, BPKH melakukan investasi pada berbagai instrument seperti Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) maupun investasi langsung melalui emas, maupun produk perbankan syariah selain giro, tabungan, dan deposito. Selain itu, BPKH juga melakukan investasi di pasar uang, pasar modal, maupun dalam kegiatan terkait penyelenggaraan haji, termasuk investasi dalam bentuk Kontrak Tahun Jamak dan/atau terkait pengelolaan Keuangan Haji, termasuk investasi bisnis penyediaan jasa, juga investasi berupa sewa tanah, bangunan, maupun barang (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

Investasi dana haji melalui SDHI memberikan kelebihan jika dibandingkan dengan dana haji yang diletakan di deposito perbankan, yaitu:

- a. Memberikan imbalan tetap (fix return), yaitu imbalan diberikan secara periodik. Imbal balik yang diberikan oleh Sukuk Dana Haji Indonesia adalah fixed coupon yang disepakat di awal akad (predetermined) dan dibayarkan secara periodik setiap bulannya.
- b. Investasi yang aman, yaitu pembayaran imbalan dan nilai nominal dijamin oleh negara dalam Undang-Undang No.19 Tahun 2008 dan Undang-Undang APBN setiap tahunnya.
- c. Pajak terhadap imbalan SBSN (15%) lebih kecil daripada pajak terhadap bagi hasil deposito (20%).

Sukuk Dana Haji Indonesia merupakan penempatan dari dana haji dan dana umat ke dalam jenis Surat Berharga Syariah Negara yang dilakukan dengan cara *private placement* yaitu penempatan sejumlah modal dalam suatu perusahaan melalui pembelian aset yang transaksinya terjadi pada pasar negosiasi (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

SDHI merupakan jenis sukuk yang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradeable*) dengan jenis akad yang digunakan adalah ijarah al-khadamat. Akad ijarah al-khadamat merupakan akan dengan basis ijarah atau sewa atas jasa, dalam hal ini jasa yang disewakan adalah jasa layanan haji itu sendiri. enis SDHI menjadi

sukuk yang dikategorikan ke dalam jenis sukuk yang merepresentasikan kepemilikan atas jasa yang tersedia di masa yang akan datang (certificates of ownership of describe future services), sebagaimana dapat dirujuk pada AAOIFI Sharia Standards Nomor 17. *Underlying assets* yang digunakan untuk penerbitan berupa jasa layanan haji itu sendiri yang terdiri dari jasa penerbangan (flight), makanan (catering), dan pemondokan (housing) (Nopijantoro, 2017).

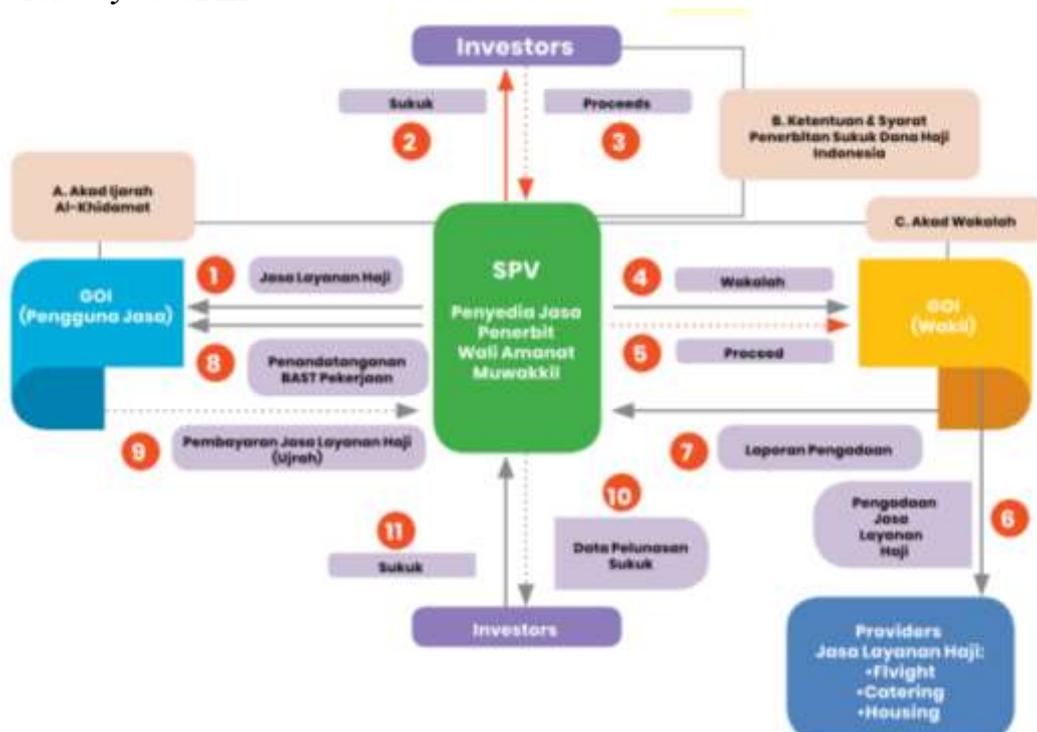
Dalam perkembangannya, SDHI telah menerbitkan berbagai sukuk seri sejak tahun 2010 dengan berbagai nilai dan imbal hasil yang cukup tinggi. Dana haji telah ditempatkan pada SDHI sejak tahun 2009 dengan total penempatan sejumlah Rp 62 triliun dengan outstanding per Juni 2018 sebesar Rp37,9 triliun. Pemerintah telah menerbitkan sebanyak 30 seri SDHI dengan nominal penerbitan tertinggi berada pada seri SDHI-2014D senilai Rp 6 triliun. Imbal hasil sukuk SDHI antara 5% hingga 9% pertahun yang dibayarkan setiap bulan dengan nilai tetap atau fix coupon. Sedangkan underlying asset sukuk SDHI adalah jasa layanan ibadah haji yang terdiri dari jasa penerbangan, jasa katering dan akomodasi Jamaah haji (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

Penerbitan sukuk merupakan suatu strategi penempatan investasi pada pengelolaan dana haji di Indonesia yang dilakukan oleh BPKH sebagai suatu

upaya untuk mengoptimalkan dan meningkatkan keberhasilan BPKH dalam mengelola dana haji dan Dana Abadi Umat. Hal ini muncul karena adanya tuntutan BPKH untuk memberikan nilai manfaat yang optimal agar mampu mengantisipasi kekurangan pembiayaan haji yang dihadapi setiap tahunnya. Oleh karena itu, sukuk dipandang sebagai suatu inovasi investasi yang telah sesuai. Keputusan ini juga untuk mengurangi porsi alokasi investasi dana haji di perbankan serta perlahan memindahkannya ke instrumen investasi lain yang dianggap mampu memberikan imbal hasil yang lebih optimal. Dari total pengelolaan dan haji BPKH mentargetkan mendapatkan sasaran nilai manfaat dana haji (gross) sebesar Rp10.5 triliun pada tahun 2022 (Safitriawati et al., 2021).

BPKH telah menjamin dana haji yang diinvestasikan di SBSN melalui seri sukuk dana haji (SDHI) untuk terus dikembangkan bahkan tidak akan mengalami pengurangan. Pemerintah selalu mengembalikan pokok sukuk dana haji pada saat jatuh tempo dan memberikan imbal hasil tepat waktu dan tepat jumlah. Penerbitan SBSN seri SDHI digunakan untuk pembayaran APBN secara umum (general financing), dengan kata lain penerbitan SDHI tidak digunakan untuk pembiayaan proyek infrastruktur secara spesifik.

2.2.2. Skema Pembiayaan SDHI



Sumber: (Bidang Investasi BPKH, 2020a)

Keterangan:

- a. Perjanjian penyediaan jasa layanan haji oleh Perusahaan Penerbit SBSN kepada Pemerintah (akad ijarah al-khadamat) .
- b. Penerbitan Sukuk Dana Haji Indonesia SDHI) oleh Perusahaan Penerbit SBSN sebagai bukti atas bagian penyerta an/ kepemilikan investor terhadap Aset SBSN berupa jasa layanan haji.
- c. Dana hasil penerbitan SBSN dari investor (pembeli SBSN) kepada Perusahaan Penerbit SBSN.
- d. Pemberian kuasa (wakalah) dari Perusahaan Penerbit SBSN kepada Pemerintah untuk pengadaan jasa layanan haji.
- e. Penyerahan dana pengadaan jasa layanan haji dari Perusahaan Penerbit SBSN kepada Pemerintah.
- f. Pengadaan jasa layanan haji oleh Pemerintah selaku Wakil.
- g. Laporan pengadaan jasa layanan haji dari Pemerintah selaku Wakil kepada Perusahaan Penerbit SBSN selaku Muwakkil.
- h. Penandatanganan Berita Acara Serah Terima (BAST) pengadaan jasa layanan haji antara Pemerintah dengan Perusahaan Penerbit SBSN
- i. Pembayaran ujuh jasa layanan haji oleh Pemerintah selaku pengguna jasa kepada Pemegang SBSN selaku penyedia jasa melalui Agen Pembayar
- j. Dana pelunasan SBSN Jatuh tempo SBSN

2.2.3. Resiko Sukuk Dana Haji Indonesia

Resiko likuiditas

Salah satu tantangan dan menjadi masalah dalam pengelolaan dana haji adalah kebutuhan pemasukan menggunakan mata uang asing sebesar 90% sedangkan selama ini penerimaan BPKH 95% menggunakan rupiah. Dampak yang ditimbulkan dari keadaan ini adalah adanya peningkatan risiko likuiditas BPKH di masa depan. Salah satu Langkah yang diambil oleh BPKH adalah dengan melakukan investasi hotel yang berada di Makkah dan Madinah dengan pola restricted kepemilikan untuk investor asing (Bidang Investasi BPKH, 2020a).

Upaya BPKH sebagai bentuk mitigasi risiko likuiditas pada investasinya termasuk pada SDHI adalah dengan melakukan perhitungan perencanaan proyeksi anggaran BPIH. Setiap tahunnya BPKH menghadapi potensi kenaikan *indirect cost* dan tambahan kuota bagi calon jamaah haji, oleh karenanya BPKH membutuhkan instrument investasi

yang selaras dengan estimasi kebutuhan likuiditas pengeluaran dalam jangka pendek, menengah, maupun jangka Panjang.

Penempatan keuangan haji ke dalam sukuk SDHI, menjadikan BPKH dapat mengatur sendiri tenor atau jangka waktu inves tasi sukuk tersebut karena bersifat *private placement*. Hal ini menjadi peluang bagi pengembangan dana haji menggunakan instrument sukuk negara karena SDHI merupakan investasi yang menguntungkan dalam mengatur likuiditas yang dapat disesuaikan dengan rencana pemanfaatan dana haji tersebut. Namun SDHI merupakan instrumen yang tidak dapat diperdagangkan (*non-tradeable*) sehingga tidak bisa di-redeem setiap saat, hal ini menjadi kelemahan tersendiri bagi investasi SDHI.

Untuk mengatasi permasalahan SDHI yang non-tradable, BPKH juga menempatkan Dana Haji ke SBSN seri lain, seperti sukuk seri PBS atau *Project Based Sukuk* yang bersifat *tradeable*. Dengan demikian, BPKH dapat dengan mudah me-redeem setiap saat di pasar sekunder yang juga digunakan sebagai upaya melakukan cadangan kerugian dengan struktur yang lebih fleksibel. Investasi yang dilakukan selain pada SDHI yaitu pasa SBSN yang tradable, membuat BPKH dapat leluasa mengatur likuiditasnya.

Likuiditas yang ada berkenaan dengan minat dan kebutuhan umat muslim untuk beribadah setiap tahunnya yang terus meningkat. Waktu tunggu yang lama mencapai lebih dari 30 tahun membuat BPKH memiliki rentang waktu untuk menggulirkan dana haji agar menghindari adanya resiko inflasi. Kebutuhan likuiditas BPIH yang dibutuhkan setiap tahun karena pengeluaran yang pasti untuk seluruh kebutuhan calon jamaah haji, maka SBSN menjadi instrument utama alternatif investasi yang rasional dengan imbal hasil dan resiko yang terkendali. Penerbitan SDHI dengan tenor yang ditetapkan setiap tahun akan memudahkan BPKH memperoleh likuiditas untuk memenuhi kewajibannya kepada para calon Jemaah haji yang akan menunaikan ibadah haji setiap tahun.

Tingkat likuiditas pasar dinilai dengan melihat perbedaan kuotasi harga (*spread*) antara harga penawaran (*bid price*) dan harga permintaan (*ask price*). Semakin lebar *spread*-nya, maka akan semakin besar pula risiko likuiditasnya. Tetapi, risiko likuiditas tidak berpengaruh pada investor yang tidak memperdagangkan surat berharganya, seperti SDHI karena sifatnya yang *non-tradable* (Bidang Investasi BPKH, 2020b).

Terdapat lima fitur dari SDHI yang dapat menjadi peluang dan tantangan investasi dana haji yang tepat yaitu (1) Penerbitan dilakukan secara penerbitannya dilakukan secara private placement; (2) Imbalannya dapat bersifat tetap; (3) Menggunakan jasa layanan haji sebagai dasar penerbitan; (4) Dapat diterbitkan dalam tenor jangka menengah-panjang; dan (5) Tidak dapat diperdagangkan (Bidang Investasi BPKH, 2020).

Resiko gagal bayar

Mungkinkah SDHI menghadapi resiko gagal bayar? *Investasi teraman bagi Dana Haji Indonesia adalah melalui Investasi Sukuk* (Mashudi et al., 2019).

Resiko gagal bayar dapat dilihat dari tolak ukurnya berupa peringkat investasi penerbit SBSN, semakin tinggi peringkat investasi yang dikeluarkan oleh penerbit melalui Lembaga penerbit maka resiko gagal bayar akan semakin kecil. Investasi surat berharga BPKH memiliki proporsi paling banyak dibandingkan dengan jenis investasi lainnya. Tentu saja investasi BPKH di surat berharga tetap memilih profil risiko yang rendah, yang tercermin dalam peringkat investasi. Untuk memitigasi risiko kerugian, Badan Pelaksana BPKH dapat mengalokasikan dana untuk tujuan cadangan kerugian investasi.

Investor dari SDHI dan Surat berharga lainnya dari investasi pengelolaan dana haji adalah Kementerian Agama dengan pertimbangan bahwa investor utama adalah Kementerian Agama maka dapat dikatakan bahwa SDHI tidak memiliki *default risk* karena seluruh dana akan dijamin oleh pemerintah juga berupa imbal hasilnya (Bidang Investasi BPKH, 2020b).

Selain itu, investasi yang memiliki struktur berbasis aset seperti sukuk dengan akad ijarah baik berupa bangunan maupun jasa menjadi lebih banyak digunakan karena para investor akan lebih memilih sukuk yang didukung aset sebab memiliki legalitas hukum dimana hak kepemilikannya tidak bisa ditransfer kepada investor.

Sebagai bentuk optimalisasi investasi pada sukuk, maka BPKH menempatkan target sasaran nilai manfaat dana haji sebesar Rp 10,5 triliun pada tahun 2022 dengan lebih banyak mengalihkan porsi dana haji dari tabungan atau deposito sebesar 30% sedangkan sisanya akan diberikan pada investasi sukuk dan investasi langsung (Safitriawati et al., 2021).

Sukuk berbasis aset lebih tepat ketika ada pembatasan kepemilikan asing atas kelas aset tertentu

seperti aset properti. Selain itu, Sukuk yang didukung aset mungkin tidak memadai dalam keadaan di mana keberlakuan aset dapat memberikan tantangan, seperti aset milik negara. Default sukuk berbasis aset akan sama halnya seperti kegagalan dari obligasi tanpa jaminan (Hasan et al., 2019). Oleh karena SDHI menggunakan akad ijarah al-khadamat yaitu sebuah mekanisme penerbitan sukuk berdasarkan transaksi penjualan jasa sebagai underlying asset yang pasti dilakukan setiap tahunnya membuat sukuk ini semakin aman dari resiko default.

Resiko kepatuhan syariah

Praktek penggunaan sukuk sebagai instrument investasi syariah telah dijamin kehalalannya oleh MUI berdasarkan fatwa No.69 tahun 2008 tentang SBSN (Asfiroyan, 2017).

Sebagai dana yang dikhususkan bagi pengelolaan ibadah haji, yang berasal dari dana simpanan calon jamaah haji yang masuk dalam daftar tunggu syar'I, maka investasi dana haji yang ditempatkan dalam sukuk maupun perbankan syariah harus terjamin kepatuhan syariahnya. Dana ini harus diinvestasikan untuk hal-hal yang produktif, halal, dan berbasis aset.

Sukuk Dana Haji tidak mengikuti tolok ukur suku bunga seperti London Interbank Offered Rate (LIBOR), Base Lending Rate (BLR), Kuala Lumpur Interbank Offered Rate (KLIBOR), Cost of Funds Index (COFI) dan suku bunga komersial lainnya. Hal ini merupakan upaya menghindari unsur riba dari struktur atau penggunaan tolok ukur berbunga.

Iwadh bermakna sesuatu yang diserahkan. Iwadh dapat dipahami sebagai *equivalent counter value* yang berupa resiko (ghurmi), kerja dan usaha (kasb), serta tanggung jawab (daman) (Rosly, 2001). SDHI telah memenuhi adanya iwadh dalam transaksi keuangan islam yang dipersyaratkan yaitu adanya berbagai resiko yang ada, terdapat usaha yang dilakukan BPKH dalam upaya mengelola keuangan haji, serta tanggung jawab yang dipegang langsung oleh pemerintah dalam hal ini adalah Perusahaan Penerbit SBSN dibawah Kementerian Keuangan selaku penerbit SDHI.

SDHI menggunakan akad ijarah al-khadamat yang telah mendapat pernyataan kesesuaian syariah DSN- MUI Nomor B-118/DSN-MUI/III/2009 tanggal 31 Maret 2009. Sukuk dengan akad *ijarah al khadamat* merepresentasikan kepemilikan atas jasa yang tersedia dimasa yang akan datang (*certificates of ownership of described future services*), hal ini dirujuk pada AAOIFI syariah standard Nomor 17 (3/2/4). Fitur yang ada pada akad ini adalah: (1) adanya

underlying asset sukuk SDHI yaitu jasa layanan ibadah haji yang terdiri dari jasa penerbangan, jasa katering dan akomodasi Jamaah haji, (2) Imbal hasil SDHI sebesar antara 5% hingga 9% pertahun yang dibayarkan setiap bulan dengan nilai tetap atau *fix coupon*, dan (3) tenor yang dikategorikan dalam

menengah-Panjang, serta (4) bersifat non-tradable (Bidang Investasi BPKH, 2020b).

Sejumlah mitigasi resiko yang ada telah dilakukan oleh BPKH guna membangun investasi pada instrument sukuk diantaranya dijelaskan pada table berikut:

Tabel 1. Jenis dan Mitigasi Risiko Surat Berharga BPKH

Jenis Risiko	Mitigasi
Risiko Kredit	Investasi dilakukan pada surat berharga yang minim risiko default, seperti SBSN; Menggunakan sekurang-kurangnya 2 <i>analyst report</i> tentang tren perubahan tingkat bunga dan return dari perusahaan sekuritas yang memiliki reputasi baik untuk dijadikan rujukan
Risiko Investasi	Tingkat risiko investasi untuk SBSN dinilai tidak ada, sedangkan untuk sukuk korporasi dengan penentuan floor dan cap imbal hasil oleh emiten untuk sukuk dengan basis akad <i>naturally uncertainty contract</i> . Berbeda dengan mitigasi risiko investasi pada saham, maka perlu melakukan analisa fundamental terhadap kinerja emiten
Risiko Imbal Hasil	Menggunakan sekurang-kurangnya 2 <i>analyst report</i> tentang tren perubahan tingkat bunga dan yield SBSN dari perusahaan sekuritas yang memiliki reputasi baik untuk dijadikan rujukan valuasi Yield. Selain itu perlu melakukan kajian terhadap track record dividend payout ratio emiten pada mitigasi risiko imbal hasil saham
Risiko Likuiditas	Investasi diprioritaskan pada surat berharga yang dapat dicairkan sewaktu-waktu; Investasi disesuaikan dengan sebaran jatuh tempo instrumen investasi
Risiko Pasar	Investasi surat berharga dilakukan setelah melalui kajian mendalam terhadap kondisi makro ekonomi, tren pasar, dan perubahan tingkat bunga.
Risiko Operasional	Investasi surat berharga dilakukan oleh SDM yang kompeten, profesional, berintegritas dan sesuai dengan SOP BPKH
Risiko Hukum	Investasi surat berharga dilakukan sesuai dengan hukum dan perundang-undangan yang berlaku
Risiko Kepatuhan	Investasi surat berharga dilakukan sesuai dengan peraturan internal BPKH
Risiko Strategis	Investasi surat berharga dilakukan sesuai dengan Rencana Strategis BPKH
Risiko Reputasi	Investasi surat berharga dilakukan untuk menjaga reputasi BPKH

Sumber: (Bidang Investasi BPKH, 2020b)

3. KESIMPULAN

SDHI merupakan salah satu jenis SBSN yang diterbitkan dengan mata uang rupiah dengan tenor jangka menengah hingga jangka Panjang dan imbal hasil fixed rate. SDHI merupakan suatu bentuk investasi yang dilakukan oleh BPKH sebagai upaya mengoptimalkan pengelolaan dana haji di Indonesia

yang aman, terjamin oleh pemerintah, dan memiliki imbal hasil yang tetap. SHI menghadapi resiko likuiditas sebagai resiko yang paling besar akibat dari penerimaan yang berasal dari mata uang rupiah sedangkan pengeluarannya menggunakan mata uang asing. SDHI tidak memiliki resiko gagal bayar karena merupakan sukuk dengan prinsip *ijarah al khadamat*

yang memiliki underlying asset berupa jasa pengelolaan dan manajemen haji yang dilakukan setiap tahun. SDHI juga tidak menghadapi resiko kepatuhan syariah karena telah dilaksanakan berdasarkan ketetapan kehalalan oleh MUI serta tidak mendasarkan pada sistem bunga yang ditetapkan oleh internasional. Selain ketiga resiko yang dijelaskan pada bagian diskusi, SDHI juga tidak dipengaruhi oleh resiko valuta asing karena penerbitan sukuk ini yang menggunakan rupiah. Sehingga berdasarkan pemaparan pada bagian diskusi, maka satu-satunya resiko yang dihadapi oleh SDHI adalah resiko likuiditas, sehingga SDHI merupakan salah satu pilihan investasi sukuk yang aman dan pengembalian yang pasti.

Rekomendasi

Keterbatasan dari penelitian ini adalah belum mendukung lebih lanjut menggunakan data empiris dan mengolahnya untuk mengetahui pengaruh yang dilihat dari data kuantitatif dari resiko yang dihadapi oleh SDHI. Penulis menyarankan kepada peneliti yang akan datang agar dapat menyajikan penelitian serupa dengan cakupan yang lebih komprehensif dan didukung dengan pengolahan data kuantitatif sehingga hasil penelitian lebih menarik dan ilmiah. Variable resiko yang dihadapi juga dapat ditambah menjadi lebih banyak.

4. DAFTAR PUSTAKA

- Al-Sayed, O. (2013). Sukuk Risk: Analysis and Management. *European Journal of Applied Social Science Research*, 1(3), 67–76.
- Alswaidan, M. W., Daynes, A., & Pasgas, P. (2017). Understanding and evaluation of risk in Sukuk structures. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 8(4), 389–405. <https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2015-0021>
- Asfiroyan, M. (2017). Optimalisasi Dana Haji Dalam Pembangunan Sektor Riil Melalui Skema Project Based Sukuk (PBS). *Program Diploma IV Politeknik Keuangan Negara STAN*, 1–14.
- Bacha, O. I., & Mirakhor, A. (2013). *Islamic Capital Markets A Comparative Approach*. John Wiley & Sons Singapore Pte. Ltd.
- Bella, F. I., & Chalid, F. I. (2022). Determinant of Indonesian Sovereign Retail Sukuk's Return. *El-Qist: Journal of Islamic Economics and Business (JIEB)*, 12(1), 111–124. <https://doi.org/10.15642/elqist.2022.12.1.111-124>
- Bidang Investasi BPKH. (2020a). Apa dan bagaimana investasi keuangan haji BPKH Edisi 2. In *Investasi BPKH* (Issue Jakarta).
- Bidang Investasi BPKH. (2020b). *Investasi surat berharga BPKH*.
- Harahap, M. I. (2018). Analisis Faktor Yang Memengaruhi Minat Investor terhadap Sukuk Negara Ritel. *J-EBIS*, 3(1), 1–57.
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Sukuk risks – a structured review of theoretical research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Haura, A. (2010). *Pengelolaan Dana Haji Pada Sukuk Dana Haji Indonesia (SDHI)*. 1–82.
- Mashudi, D., Ibrahim, M. A., & Ilahi, F. (2019). Analysis of the Implementation of Fikkyiah Ad-Dhararu Yuzaal Principle for Investment of Indonesian Hajj Funds. 307(SoRes 2018), 219–221. <https://doi.org/10.2991/sores-18.2019.52>
- Munira, M., & Astuti, S. B. (2019). Indonesian Hajj Fund Management: an Overview. *Asian Journal of Accounting and Finance*, 1(1), 1–9.
- Nopijantoro, W. (2017). Surat Berharga Syariah Negara Project Based Sukuk (SBSN PBS): Sebuah Instrumen Alternatif Partisipasi Publik Dalam Pembiayaan Infrastruktur. *Substansi*, 1(2), 1–17.
- Rosly, S. A. (2001). Iwad As a Requirement of Lawful Sale: a Critical Analysis. *IJUM Journal of Economics and Management*, 9(2), 187–202.
- Safitriawati, T., Fauziah Ulfah, I., & Widayati, N. (2021). Optimalisasi Investasi Dana Haji Melalui Sukuk dan Deposito Bank Syariah Terhadap Pengembangan Dana Haji Di Indonesia Periode 2016 - 2019. *BISEI: Jurnal Bisnis Dan Ekonomi Islam*, 6(01), 1–12. <https://doi.org/10.33752/bisei.v6i01.1570>
- Sekaran, U., & Bougie, R. (2016). *Research methods for Business: A skill building*.
- Soetari, E. (2014). *Kebijakan Publik*. CV. Pustaka Setia.
- Sukmana, R. (2020). A critical assessment of retail sovereign sukuk in Indonesia. *Qualitative Research in Financial Markets*, 12(2), 243–262. <https://doi.org/10.1108/QRFM-10-2018-0109>