

KAJIAN KELOMPOK ANALIS SYARIAH
Pusat Kebijakan Sektor Keuangan - Badan Kebijakan Fiskal

**KAJIAN SMART SUKUK: POTENSI PEMBIAYAAN UMKM
DAN PENDALAMAN PASAR KEUANGAN SYARIAH**

Editor:

Eri Hariyanto

Jamil Abbas

Tim Kajian:

Muhammad Imron, Subkhan, Risnandar, Lokot Zein Nasution,

Afif Hanifah, Era Dwi Irianti, Priska Amalia

Pusat Kebijakan Sektor Keuangan - Badan Kebijakan Fiskal

2020

Executive Summary

Kajian Smart Sukuk: Potensi Pembiayaan UMKM dan Pendalaman Pasar Keuangan Syariah

Penerbitan *SmartSukuk*TM oleh Baitul Maal wat Tamwil (BMT) Bina Ummah dengan difasilitasi oleh Blossom Finance melalui teknologi finansial atau tekfin *blockchain*, berhasil menghimpun dana sebesar Rp715 juta dan memberikan pembiayaan kepada 234 pelaku usaha mikro dan kecil. Hal ini merupakan suatu terobosan dalam keuangan syariah dengan terbukanya suatu peluang keuangan inklusif terhadap usaha mikro, kecil dan menengah atau UMKM melalui pembiayaan syariah berupa Smart Sukuk. Selain membuka peluang keuangan inklusif bagi UMKM, penerbitan Smart Sukuk juga membuka peluang pendalaman keuangan syariah sebagai suatu instrumen keuangan (investasi) yang menarik bagi investor, khususnya investor muslim dan generasi milenial.

Kajian ini berupaya mengidentifikasi kedua peluang tersebut, keuangan inklusif dan pendalaman sektor keuangan, melalui telaahan dan deskripsi terhadap proses bisnis Smart Sukuk dan juga tata kelola yang menyertainya. Penelaahan proses bisnis Smart Sukuk ditinjau dari skema syariah dan praktik yang telah dilakukan oleh BMT Bina Ummah dan Blossom Finance melalui *blockchain*. Sementara, tata kelola yang ditelaah ditinjau dari keberadaan regulasi, perlakuan perpajakan serta identifikasi risiko yang ada.

Smart Sukuk pada praktiknya membuka peluang inklusivitas kepada UMKM dan juga peluang pendalaman sektor keuangan syariah. Inklusivitas yang ditawarkan dari Smart Sukuk kepada pelaku UMKM berupa kemudahan akses kredit, keringanan cicilan, serta kesetaraan dan keadilan dalam pembiayaan. Sementara, peluang pendalaman sektor keuangan yang ditawarkan berupa peningkatan nilai sukuk sebagai suatu aset tekfin tersendiri melalui peluang investasi (pembiayaan) yang tercipta melalui ceruk pasar potensial yaitu masyarakat muslim dan milenial dengan adanya tekfin *blockchain*.

Walau membawa peluang yang signifikan bagi perkembangan keuangan syariah, tantangan implementasi Smart Sukuk secara luas dan legal masih menjadi prioritas yang harus diselesaikan untuk mendapatkan manfaat optimal dari tekfin Smart Sukuk. Diperlukan diferensiasi tata kelola secara khusus yang mampu menjadi kerangka acuan bagi implementasi Smart Sukuk untuk kemudian dikembangkan dan dimanfaatkan, tidak hanya dalam kerangka pemanfaatan dalam skala mikro. Saat ini, dalam tataran Smart Sukuk sebagai bentuk pembiayaan mikro, *linkage program* Smart Sukuk dengan institusi keuangan yang lebih besar dari BMT atau institusi lainnya nampaknya merupakan hal terdekat yang bisa dilakukan.

DAFTAR ISI

A. Latar Belakang	4
B. Metode dan Kerangka Kajian	6
C. Smart Sukuk Pertama Dunia: Pengalaman Indonesia	7
<i>Penerbitan Smart Sukuk di Indonesia: Pengalaman BMT Bina Ummah dan Blossom Finance</i>	7
<i>Skema Penerbitan Smart Sukuk</i>	9
<i>Tata Kelola dan Risiko</i>	13
D. Potensi Instrumen Smart Sukuk dan Pembiayaan UMKM	18
<i>Peran UMKM dalam Perekonomian Indonesia dan Tantangannya</i>	18
<i>Smart Sukuk lebih dari Sekedar Peluang Pembiayaan UMKM</i>	19
E. Analisis: Identifikasi Peran dan Fungsi Tekfin Smart Sukuk dalam Pembiayaan UMKM Terhadap Pendalaman Sektor Keuangan	22
<i>Analisa Deskripsi Skema Bisnis Smart Sukuk</i>	22
<i>Analisa Deskripsi Tata Kelola dan Risiko Smart Sukuk</i>	25
F. Penutup dan Rekomendasi	27
DAFTAR PUSTAKA	30

A. Latar Belakang

Surat berharga syariah atau, sukuk¹, di level global mempunyai tingkat pertumbuhan yang sangat pesat. Jika dihitung mulai dari tahun 1996 hingga 2019, total sukuk yang telah diterbitkan di dunia mencapai US\$568,23 milyar (Islamic Finance Foundation, 2019). Negara kontributor tertinggi penerbit sukuk diantaranya adalah Malaysia (65,6 persen), Uni Emirat Arab (12,2 persen), dan Saudi Arabia (6,2 persen). Malaysia dan Negara-negara Teluk (*The Gulf Cooperation Council*) terutama Arab Saudi, telah menjadikan sukuk sebagai instrumen utama pembiayaan pemerintah dan juga sumber pembiayaan perusahaan-perusahaan besar. Sukuk diklaim sebagai alternatif pembiayaan yang sesuai (menguntungkan) dan relatif adil karena adanya unsur kerja sama investasi, berbagi risiko (*sharing of risk*), dan pengikatan aset atau *real project* sebagai acuan atau *underlying* (International Islamic Financial Market, 2016).

Indonesia sendiri merupakan salah satu negara terbesar dalam penerbitan sukuk, di mana per Juli 2020 nilai penerbitannya sebesar Rp1.041 triliun (Kementerian Keuangan atau Kemenkeu, 2020a; Otoritas Jasa Keuangan atau OJK, 2020a), terutama untuk penerbitan sukuk negara sebesar Rp892 triliun. Sejak 2002, Indonesia menunjukkan konsistensi dan komitmennya dalam penerbitan sukuk, dan baru-baru ini sebagai negara dengan penerbitan sukuk global (sukuk negara) yang relatif tinggi. Sampai dengan Juni 2020, dominasi *outstanding* penerbitan sukuk negara yaitu sebesar Rp868,43 triliun, namun masih belum diimbangi dengan *outstanding* sukuk non-negara (sukuk korporasi dan lainnya) yaitu sebesar Rp29,4 triliun (sekitar 2,02 persen dari total aset keuangan syariah). Meskipun demikian, nilai pertumbuhan *outstanding* sukuk non-negara relatif lebih besar dibandingkan dengan sukuk negara pada periode sebelum masa pandemi Covid-19 (2018-2019), yaitu sebesar 44,44 persen dibandingkan dengan sukuk negara yang tumbuh sebesar 14,56 persen (Kemenkeu, 2020; OJK, 2020). Pasar sukuk non-negara di Indonesia relatif belum tinggi apabila dibandingkan dengan aset keuangan syariah lainnya sehingga belum menjadi instrumen pembiayaan yang utama.

Di tengah perkembangan pasar sukuk tersebut, pada Oktober 2019, Indonesia tercatat sebagai negara pertama yang menerbitkan (teknologi finansial) tekfin² sukuk—yang dapat disandingkan dengan *blockchain micro bond* secara praktik—bernama *SmartSukuk™* (selanjutnya disebut Smart Sukuk³) sebesar Rp715 juta oleh Balai Usaha Mandiri Terpadu atau Baitul Maal wat Tamwil (BMT atau koperasi syariah) Bina Ummah, di Yogyakarta (BMT Bina Ummah, 2020) dengan skema *mudharabah* atau bagi hasil (*profit-loss sharing*). Penerbitan sukuk tersebut memanfaatkan tekfin berupa *blockchain*⁴ (sistem penyimpanan data digital berisikan catatan yang terhubung melalui

¹ Sukuk (yang dapat disandingkan dengan instrumen surat hutang) adalah surat berharga (sertifikat) syariah yang merupakan bukti kepemilikan atas manfaat/penghasilan suatu aset yang diwakili (berdasarkan prinsip *asset based* dan/atau *asset backed*) oleh kinerja aset tersebut kepada pemegang sertifikat dalam rentang waktu tertentu (penyarian definisi dari Sholihin (2010)).

² Tekfin di definisikan sebagai segala inovasi guna meningkatkan (kemudahan dan kecepatan) layanan keuangan melalui solusi teknologi sesuai dengan kebutuhan bisnis yang ada, dengan ide inovasi yang muncul bisa berupa model bisnis yang berbeda maupun bisnis yang baru secara keseluruhan (Leong & Sung, 2018)

³ Smart Sukuk dalam penyandingannya secara praktik dapat dirujuk kepada "*micro bond*", yaitu suatu aset finansial dengan nilai di bawah US\$100 dalam bentuk (penjualan) retail atau sampai dengan US\$3 juta dalam jumlah penghimpunan (Acuris, 2018; Feller, 2020). Dalam konteks kajian, Smart Sukuk diasosiasikan sebagai tekfin sukuk atau instrumen sejenis namun tetap dengan keunikannya sebagai instrumen keuangan syariah.

⁴ Menurut POJK Nomor 37/POJK.04/2018 tentang Layanan Urut Dana Melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi (*Equity Crowdfunding*), *blockchain* dalam konteks teknologi finansial sendiri didefinisikan terbatas pada

kriptografi) sebagai platform, bernama Smart Sukuk (yang disertai sistem *smart contract*⁵) yang dikelola oleh Blossom Finance (International Investment, 2019).

Sebagai penyandingan Smart Sukuk dengan obligasi mikro, secara umum obligasi mikro bukan merupakan hal yang baru, di mana sejak tahun 2008, di Eropa (Jerman Inggris dan Italia) para pelaku usaha mulai menerbitkan obligasi mikro (Cambridge University, 2017; ModeFinance, 2019). Sementara itu, penerbitan obligasi atau sukuk yang terintegrasi dengan *blockchain* atau model tekfin lainnya merupakan hal yang relatif baru. *Blockchain* beserta *smart contract* sendiri saat ini sedang berkembang sebagai platform yang digunakan dalam penerbitan surat hutang di beberapa negara seperti Amerika Serikat, Mesir, Eropa, dan Republik Rakyat Tiongkok (RRT) yang umumnya digunakan sebagai wahana sumber pembiayaan bagi usaha mikro, kecil dan menengah atau UMKM, dan pertama kali digunakan sebagai percobaan oleh Bank Dunia pada Agustus 2018 dan berhasil menghimpun dana sebesar US\$81 juta (De, 2018; Feller, 2020; Baker McKenzie, 2020; European Bank for Reconstruction and Development (EBRD), 2020; Cointelegraph, 2019). Kajian terhadap integrasi sukuk dengan platform *blockchain* sendiri masih terbatas pada peluang dan potensi aplikasinya (tantangan dan hambatan), terlepas dari pemanfaatannya di tingkat (pembiayaan) mikro maupun di tingkat korporasi atau perbankan (Hussein, 2019; Shaikh & Zaka, 2019; Zaka & Shaikh, 2019; Mounira, 2020).

Karakter sukuk sebagai surat berharga dan instrumen investasi dan integrasinya dengan tekfin memberikan fitur tersendiri bagi pengembangan sukuk di kalangan UMKM, khususnya usaha mikro dan kecil. Meninjau kepada karakter sukuk dengan merujuk kepada Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No. 18/POJK.04/2015 tentang Penerbitan dan Persyaratan Sukuk⁶ dan merujuk kepada definisi keuangan mikro yang ada⁷, penerbitan Smart Sukuk dapat dikatakan membuka berbagai peluang atau skema akses pembiayaan alternatif (berdasarkan suatu aset), khususnya bagi usaha mikro, dengan skema yang sangat ringan dan murah dan sekaligus mengembangkan pasar modal syariah di tataran mikro (produk investasi bagi masyarakat berpenghasilan rendah).

Penerbitan Smart Sukuk di Indonesia dan penerbitan obligasi di berbagai negara dengan menggunakan *blockchain* merupakan titik tolak baru dalam perkembangan inovasi dan ceruk baru pasar keuangan (modal), khususnya pasar modal syariah. Terkait dengan *SmartSukuk*TM secara khusus, penerbitan tersebut membuka peluang pengembangan industri keuangan syariah, di antaranya: (i) berkembangnya ekosistem dan pendalaman sektor keuangan syariah yang ditandai oleh terbitnya instrumen keuangan yang relatif baru; (ii) penerbitan Smart Sukuk berpotensi mendorong perkembangan pasar atau industri pasar modal syariah dan/atau keuangan non-bank syariah melalui integrasinya dengan tekfin; (iii) terbuka luasnya jangkauan atau peluang mendapatkan sumber pendanaan atau investasi besar dari muslim Indonesia yang merupakan

“...layanan pembukuan transaksi keuangan berbasis Teknologi Informasi yang mencatat dan menyimpan data bukti transaksi atau ledger yang terdistribusi melalui jaringan komputer baik secara *private* maupun *public*”. *Blockchain* yang digunakan oleh Blossom Finance merupakan *public blockchain* yaitu *Ethereum blockchain*.

⁵ *Smart contract* adalah suatu kontrak perjanjian terenkripsi berupa program (komputer) yang mendasari suatu transaksi di mana pelaksanaan, kontrol (pengawasan), serta dokumentasi legalnya dilaksanakan secara otomatis melalui sistem tersebut (Hussein, 2019; BitDegree, 2020).

⁶ POJK ini menyatakan sukuk merupakan efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian yang tidak terpisahkan atau tidak terbagi (*syuyu’/undivided share*) atas aset yang mendasarinya.

⁷ Keuangan mikro diartikan sebagai penyediaan berbagai bentuk pelayanan keuangan, termasuk di antaranya kredit, tabungan, asuransi dan transfer uang, bagi orang atau keluarga miskin atau berpenghasilan rendah dan usaha mikro mereka (Usman, et al., 2004)

penduduk mayoritas atau sekitar 87 persen dari total populasi (OJK pada Kementerian Keuangan, 2020b); dan (iv) peningkatan inklusivitas layanan keuangan syariah (selain berupa investasi) yang lebih mudah dijangkau dan murah, dengan terbukanya akses pendanaan bagi pebisnis dan penggiat usaha syariah, baik individu atau institusi (khususnya BMT) dan juga bagi UMKM, khususnya UMKM halal.

Smart Sukuk juga berpotensi mengambil peran dalam pengembangan industri tekfin di Indonesia secara umum, atau seperti *equity crowdfunding*, *blockchain*, dan *peer to peer* secara khusus. Dari sisi komposisi tekfin sendiri, besaran *equity crowdfunding* di Indonesia hanya sekitar 3 persen, dan komposisi *enabler* hanya sebesar 5 persen, dari total industri *tekfin* yang masih didominasi oleh *peer to peer lending*, atau P2P, sebesar 43 persen (Asosiasi Fintech Indonesia, 2020). Dengan peluang integrasi berbagai platform tekfin dan skema sukuk yang ada (terlebih dengan skema *profit* dan *loss-sharing*), Indonesia berpeluang mengangkat industri UMKM secara adil sekaligus meningkatkan (kedalaman) industri keuangan non-banknya.

Smart Sukuk membawa peluang potensial bagi pengembangan sektor keuangan syariah di Indonesia. Namun demikian, Smart Sukuk memiliki isu-isu atau tantangan-tantangan yang perlu diatasi guna mendapatkan manfaat optimal dari potensi penerbitan dan pengembangan Smart Sukuk (melalui tekfin). Isu dimaksud khususnya dalam konteks inklusivitas (akses pembiayaan) dan pendalaman sektor keuangan (terutama sukuk), sekaligus mengidentifikasi peluang Smart Sukuk terhadap pengembangan pendanaan (pembiayaan) UMKM.

B. Metode dan Kerangka Kajian

Pembahasan perkembangan tekfin Smart Sukuk menggunakan metode telaah dan deskripsi. Kajian ini akan mengeksplorasi aspek-aspek yang pada penerbitan Smart Sukuk, terutama yang terkait dengan skema (bisnis dan syariah), tata kelola (regulasi, perpajakan, dan risiko), dan hal terkait lainnya yang mungkin muncul dalam pembahasan—seperti potensi pasar sekunder beserta akses pasarnya (*passporting*⁸ atau perdagangan internasional, lingkup nasional, dan lokal daerah) dalam pasar modal antar negara (Kementerian Keuangan, 2020b).

Metode penelaahan deskriptif yang digunakan mengacu pada analisis implementasi melalui pendekatan teknis (kategorisasi) atas identifikasi dan interpretasi terhadap isu-isu dari fenomena (kejadian dan fakta) terkait Smart Sukuk (Mintrom, 2012; Neergaard et al., 2009; Sandelowski, 2000; Hyejin, Sefcik, & Bradway, 2017). Penelaahan dan deskripsi dilakukan terhadap proses (penerbitan) dan skema Smart Sukuk dengan meninjau aspek-aspek yang ada. Aspek-aspek tersebut selanjutnya dikaitkan dan disandingkan dengan potensi Smart Sukuk sebagai sumber pendanaan (pembiayaan atau pasar modal dari Smart Sukuk) bagi UMKM. Identifikasi isu-isu akan dikategorikan sesuai aspek-aspek yang ada dan dikaitkan dengan isu-isu pada pengembangan (pembiayaan) UMKM, dan juga terhadap potensi pendalaman sektor keuangan dalam penyandingannya (Tabel 1) dengan mengacu pada potensi peningkatan akumulasi aset keuangan (secara institusi dan pasar modal) dari tekfin Smart Sukuk.

⁸ *Passporting* di sini adalah penjualan lintas batas negara bagi suatu instrumen (investasi keuangan)

Tabel 1. Kerangka Penelaahan dan Deskripsi

Subjek	Smart Sukuk (A)	Potensi dalam Pembiayaan UMKM (B)	Keterkaitan dengan Potensi Pendalaman sektor keuangan
Fitur/Isu			
Skema bisnis dan syariah	----	----	----
Tata kelola	----	----	----
Regulasi	----	----	----
Perpajakan	----	----	----
Risiko	----	----	----

C* = Identifikasi keterkaitan pada (A) dan (B) terhadap potensi pendalaman sektor keuangan melalui penelaahan fitur-fitur Smart Sukuk sendiri dan penyandingannya dengan praktik serupa di berbagai negara, dalam konteks pembiayaan UMKM. Penelaahan juga mengacu kepada potensi peningkatan nilai pembiayaan (kredit) dan peningkatan nilai *Smart Sukuk* sebagai sekuritas syariah (Čihák, Demirgüç-Kunt, Feyen, & Levine, 2012) pada setiap lini fitur/isu yang ada.

Penyandingan tekfin Smart Sukuk dengan potensi pembiayaan UMKM terhadap potensi pendalaman sektor keuangan akan merujuk kepada tata kelola pada tekfin Smart Sukuk sebagai suatu institusi yang menyediakan pembiayaan (kredit bagi UMKM) atau adanya fungsi intermediasi, dan juga tekfin Smart Sukuk sebagai suatu instrumen investasi atau pasar modal (Čihák, et al., 2012; Ekberg, et al., 2015).

C. Smart Sukuk Pertama Dunia: Pengalaman Indonesia

Penerbitan Smart Sukuk oleh BMT Bina Ummah di Yogyakarta dengan nilai sebesar Rp715 juta sebagai *Smart Sukuk*TM melalui platform yang dikelola oleh Blossom Finance membuktikan salah satu potensi ceruk pasar modal syariah Indonesia, baik sebagai sumber pendanaan maupun investasi. Melihat potensi tersebut, bagian ini membahas dan menggambarkan pihak-pihak dan interaksi serta tata kelola yang melekat pada penerbitan Smart Sukuk di Indonesia.

Penerbitan Smart Sukuk di Indonesia: Pengalaman BMT Bina Ummah dan Blossom Finance

Baitul Maal wat Tamwil (BMT) Bina Ummah sebagai penerbit pertama Smart Sukuk di dunia, adalah koperasi syariah yang berdiri pada tahun 1995 dengan berbadan hukum Koperasi Simpan Pinjam Pembiayaan Syariah (KSPPS). Sebelumnya, BMT Bina Ummah berbadan hukum Koperasi Serba Usaha (KSU) dan Koperasi Jasa Keuangan Syariah (KJKS). BMT Bina Ummah memiliki berbagai model operasional bisnis BMT yang terdiri dari Baituul Maal dan Baitul Tamwil. Sebagai Baitul Maal, BMT Bina Ummah menjadi rekan Dompot Dhuafa dalam pengumpulan ZIS (zakat, infak, sedekah) dan menjadi nazhir wakaf uang yang telah terdaftar di Kementerian Agama. ZIS yang dihimpun oleh BMT Bina Ummah kemudian disalurkan kembali kepada masyarakat dalam kegiatan kemanusiaan, pemberdayaan, dan pembiayaan. Sebagai Baitul Tamwil, BMT Bina Ummah menghimpun dana yang berasal dari masyarakat dalam bentuk simpanan (pokok, wajib, dan sukarela). BMT Bina Ummah juga bekerja sama dengan perbankan syariah atau lembaga keuangan serupa serta investor.

BMT Bina Ummah berusaha meningkatkan posisi ekonomi anggotanya dengan berbagai layanan keuangan. Layanan keuangan yang disediakan di antaranya berupa bantuan hibah dan edukasi menabung untuk anggota dengan posisi fakir, pembiayaan lunak dan edukasi menabung untuk anggota dengan posisi miskin, serta layanan keuangan komersil dan pengembangan kapasitas untuk anggota dengan posisi usaha mikro. Dalam menjalankan kegiatan operasionalnya, BMT Bina Ummah serta lembaga keuangan mikro lainnya memiliki tantangan utama yang perlu dihadapi, di antaranya adalah: (i) manajemen likuiditas (penarikan dana oleh anggota koperasi pada saat hari raya dan tahun ajaran baru sekolah atau sebelum jatuh tempo); dan (ii) naik turunnya arus kas atau *cash flow* dan persepsi anggota yang parsial terhadap skema bagi hasil (anggota mengharapkan bagi hasil tetap, sementara keuntungan tidak selalu naik). Dengan tantangan tersebut, BMT Bina Ummah bekerja sama dengan Blossom Finance dalam mengadakan pendanaan yang sesuai bagi UMKM nasabah BMT Bina Ummah melalui penerbitan Smart Sukuk dengan menggunakan *Smart Sukuk*TM.

Sementara itu, Blossom Finance dengan misinya meningkatkan kesejahteraan masyarakat (khususnya melalui UMKM), merupakan penyedia platform penerbitan Smart Sukuk berupa *blockchain*, yang disertai dengan *smart contract* dengan nama *Smart Sukuk*TM. Dalam rangka mewujudkan misi tersebut, Blossom Finance menggandeng lembaga keuangan mikro (dalam hal ini BMT Bina Ummah) untuk bekerja sama melalui penerbitan Smart Sukuk. Sukuk ini diharapkan memiliki karakteristik berupa kualitas yang tinggi (*risk-mitigated, diversified, liquid/tradable*) dan inklusif (Kementerian Keuangan, 2020b). Dalam penerbitan sukuk ini Blossom Finance dengan platformnya, setidaknya memainkan (menggantikan) beberapa peran (fungsi) dalam penerbitan sukuk pada umumnya, seperti penjamin emisi, wali amanat, penanggung, lembaga kliring, akuntan publik, bursa efek (platform).

Menurut Blossom Finance, *stakeholder* utama di pasar modal terkait dengan penerbitan Smart Sukuk, terdiri dari empat institusi (Tabel 1), yaitu: (i) KSPPS; (ii) investor; (iii) OJK; dan (iv) Kementerian Keuangan. Menurut Blossom Finance, aspek yang paling sulit dalam proses penerbitan Smart Sukuk adalah belum adanya kerangka (rezim) regulasi terkait Smart Sukuk di Indonesia. Selain itu, Blossom Finance juga mengalami kesulitan dalam mencari BMT yang dapat dipercaya dan mau mencoba hal baru.

Tabel 2. Stakeholders Smart Sukuk

Jenis	Stakeholder	Tujuan Utama
Penggalangan modal	KSPPS	<ul style="list-style-type: none"> • Meminimalkan biaya dana & mencari pembayaran yang sesuai arus kas • Mempertahankan reputasi & peringkat baik
Penyedia modal	Investor	<ul style="list-style-type: none"> • Memaksimalkan pengembalian & minimalkan risiko • Mendelegasikan pengawasan & perlindungan hak • Menciptakan dampak sosial yang positif
Pengatur	OJK	<ul style="list-style-type: none"> • Memfasilitasi peredaran modal yang efisien • Melindungi investor dari yang tidak bijaksana • Memastikan kesehatan & kurangi risiko sistemik, dll.
Pembuat kebijakan	Kemenkeu	Menumbuhkan ekonomi Indonesia yang produktif, kompetitif, inklusif, dan berkeadilan di abad ke-21

Sumber: Blossom Finance, 2020 pada Kementerian Keuangan, 2020b

Menurut Blossom Finance, penerbitan sukuk melalui cara konvensional melibatkan terlalu banyak *stakeholders*, kompleks, dan kurang efisien sehingga tidak efektif sebagai suatu sumber atau akses

pendanaan bagi UMKM. Proses penerbitan sukuk melalui platform digital yang dilakukan oleh Blossom Finance telah berhasil menghilangkan beberapa persyaratan dan keterlibatan *stakeholders*, seperti akuntan publik, konsultan hukum, penjamin emisi, wali amanat, dan *stakeholder* lainnya sehingga proses yang ada menjadi lebih sederhana dan efisien.

Skema Penerbitan Smart Sukuk

Penerbitan Smart Sukuk BMT Bina Ummah pertama kali dilakukan pada bulan Oktober 2019 dengan nilai Rp715 juta melalui akad mudharabah dengan jangka waktu 12 bulan. Smart Sukuk yang diterbitkan BMT Bina Ummah berhasil mencatatkan *oversubscribed* pada penerbitannya. Penerbitan Smart Sukuk ini mampu membiayai 234 UMKM dengan margin (rata-rata) tingkat bagi hasil dari investasi sekitar 15 persen. Proses awal penerbitan Smart Sukuk memakan waktu yang cukup lama sebagai *pilot project*. Sebelum penerbitan akad, Blossom Finance menyiapkan beberapa hal teknis, seperti penyesuaian bentuk akad, laporan, dan administrasi lainnya. Selanjutnya, dalam proses penerbitan Smart Sukuk, Blossom Finance berperan sebagai *arranger* dan *calculating agent*. Sebagai *calculating agent*, dalam penetapan harga dan tingkat pengembaliannya, Blossom Finance terlebih dahulu membandingkan valuasi serta tingkat pengembalian dari beberapa jenis aset dan produk keuangan di beberapa kawasan (domestik dan internasional).

Seperti disebutkan sebelumnya, Blossom Finance memainkan peran sentral dalam penerbitan Smart Sukuk. Seperti umumnya layanan tekfin lainnya, Smart Sukuk (oleh Blossom Finance) mampu menyediakan layanan keuangan yang inklusif, terutama bagi UMKM, dengan mempertemukan permintaan dan penawaran dana secara lebih efisien relatif terhadap jasa keuangan perbankan.

Secara khusus, skema dalam penerbitan Smart Sukuk dapat dilihat dalam tiga bagian, yaitu: (i) skema umum dan aspek syariah; (ii) skema bisnis; (iii) dan tata kelola (termasuk di dalamnya isu perpajakan dan gagal bayar).

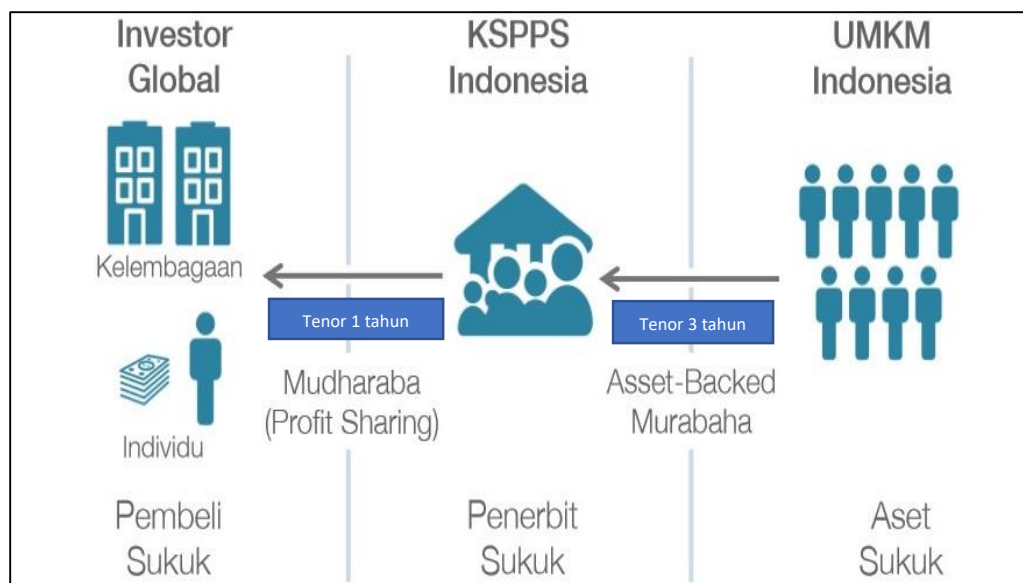
a. Skema Umum Smart Sukuk dan Aspek Syariah

Blossom Finance maupun BMT Bina Ummah masing-masing memiliki Dewan Pengawas Syariah (DPS atau *sharia advisor*). Adapun secara umum, penerbitan sukuk atau obligasi syariah, landasan penerbitan Smart Sukuk didasarkan pada Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Sebelum melakukan penerbitan Smart Sukuk, BMT Bina Ummah berkonsultasi terlebih dahulu dengan DPS yang dimilikinya dan menetapkan akad (perjanjian) *mudharabah*⁹ (bagi hasil) antara Bina Ummah dengan pembeli sukuk dengan jangka waktu satu tahun (Gambar 2). Adapun, untuk aplikasi akad mudharabah dalam konteks Smart Sukuk terdekat terdapat dalam Fatwa DSN MUI Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah (DSN MUI, 2020). Sementara antara Bina Ummah sebagai KSPPS dengan UMKM menggunakan akad

⁹ Menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN MUI) Nomor 115/DSN-MUI/IX/2017 tentang *Akad Mudharabah*, akad *mudharabah* didefinisikan sebagai akad kerja sama suatu usaha antara pemilik modal (*malik/shahib al mal*) yang menyediakan seluruh modal dengan pengelola (*'amil/mudharib*) dan keuntungan usaha dibagi di antara mereka mengikuti nisbah yang disepakati dalam akad. Dalam konteks realisasi akad *mudharabah* pada Smart Sukuk sendiri terkait dengan fintechnya, belum terdapat fatwa yang mengatur secara spesifik.

*murabahah*¹⁰ (jual beli) dengan jangka waktu yang lebih lama, yaitu tiga tahun. Sementara untuk saat ini, melalui platform yang digunakan oleh Blossom Finance, hanya menggunakan sukuk dengan akad *mudharabah* (juga beserta dengan risiko yang melekat padanya atau *risk sharing*). Adapun investor dalam penerbitan Smart Sukuk tersebut berasal dari luar negeri dan merupakan investor tunggal (*private placement*).

Blossom Finance berperan dalam penyediaan platform digital bagi investor untuk mengetahui informasi terkait penjualan (penjelasan proyek, risiko, profil penerbit, dan pengembalian investasi yang diharapkan), pemenuhan (pembukaan akun, menilai toleransi investor untuk risiko dan pendapatan, pelaksanaan prinsip *know your customer* (KYC)), serta pelaporan dan pengelolaan—mengkomunikasikan kinerja, progress, dampak sosial, dan lainnya (Blossom Finance pada Kemenkeu, 2020b). Laporan kinerja dan dampak sosial dari penerbitan Smart Sukuk diterbitkan setiap bulan pada aplikasi dan *website* Blossom Finance.



Sumber: Blossom Finance, 2020 pada Kementerian Keuangan, 2020b

Gambar 3. Skema Smart Sukuk dalam Aspek Syariah

Pembayaran bagi hasil dapat dilakukan melalui dua metode, yaitu: (i) *bullet covered* (pembayaran pokok saat jatuh tempo); dan (ii) *amortizing matched* (pembayaran pokok dicicil setiap bulan). Saat ini metode yang dilakukan adalah *bullet covered* dikarenakan untuk memitigasi risiko dengan tenor yang relatif pendek dan juga mempertimbangkan sebagai suatu proyek awal. Namun metode *bullet covered* sendiri memberikan tekanan pada kinerja BMT Bina Ummah dengan tenor investasi yang relatif pendek dibandingkan dengan tenor pembiayaan kepada UMKM yang relatif panjang (sekitar 3 tahun). Selain itu metode *bullet covered* akan menjadi isu tersendiri di saat KSPPS mengalami permasalahan likuiditas pada saat jatuh tempo. Untuk perhitungan pembayaran nisbah bagi hasil diproses melalui *smart contract* (melalui

¹⁰ Menurut Fatwa DSN MUI Nomor 111/DSN-MUI/IX/2017 tentang Akad Jual Beli *Murabahah*, akad *murabahah* adalah akad jual beli suatu barang (atau jasa) yang menegaskan harga belinya kepada pembeli dan pembeli membayarnya dengan harga yang lebih sebagai laba. Dalam aplikasinya (realisasi) akad *murabahah* pada lembaga keuangan syariah atau BMT, penggunaan akad ini mengacu kepada Fatwa DSN MUI Nomor 84/DSN-MUI/XII/2012 tentang Metode Pengakuan Keuntungan Tamwil bi al-Murabahah (Pembiayaan Murabahah) di Lembaga Keuangan Syariah.

Token ERC20¹¹—dibahas lebih lanjut di bagian berikut), dengan mendistribusikan kepemilikan secara pro rata (berdasarkan kepemilikan modal).

Karakteristik sukuk yang didapat dari penerbitan Smart Sukuk BMT Bina Ummah adalah sesuai perjanjian (dana yang didapatkan bisa dioptimalkan tanpa takut ada penarikan lebih awal) dan dengan skema bagi hasil (perolehan keuntungan sesuai dengan hasil yang diterima BMT dari anggota). Berdasarkan keterangan BMT Bina Ummah, tidak ada biaya yang dikeluarkan oleh BMT selama proses penerbitan Smart Sukuk. Menurut BMT Bina Ummah, salah satu kelemahan penerbitan Smart Sukuk, yaitu (BMT Bina Ummah, 2020 pada Kemenkeu 2020b): (i) masih sedikitnya plafon penerbitan; (ii) lemahnya manajemen kelembagaan BMT dalam *assets liability management* terkait Smart Sukuk (pembayaran kewajiban pokok dan bagi hasil dari Smart Sukuk; (iii) pembayaran aset yang belum jatuh tempo); serta (iv) tenor yang pendek (1 tahun), yang tidak berimbang dengan tenor pembayaran oleh UMKM.

Terkait dengan plafon dan jangka waktu penerbitan, dengan mengacu kepada pengalaman pembiayaan terhadap lembaga keuangan mikro di Mesir, Eropa dan oleh Bank Dunia melalui penerbitan surat hutang konvensional (*bond*) dan bank dunia, dana yang berhasil dihimpun relatif besar dengan menyesuaikan kepada kebutuhan dan relatif tidak dibatasi (European Commission, 2020; Baker McKenzie, 2020; De, 2018)¹². Namun, jika mengacu kepada POJK Nomor 37/POJK.04/2018 tentang Layanan Urut Dana Melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi (*Equity Crowdfunding*)¹³, besaran layanan urut dana yang serupa dengan Smart Sukuk di Indonesia, dibatasi maksimum sebesar sepuluh miliar rupiah, atau sekitar US\$714 ribu dengan jangka waktu atau tenor selama 12 bulan.

Di berapa negara, tenor dari *micro-bond* relatif lebih panjang dibandingkan dengan tenor Smart Sukuk atau layanan urut dana serupa yang hanya 12 bulan (satu tahun). Penerbitan *micro-bond* oleh Bank Dunia dan penerbitan *bond* untuk pembiayaan mikro di Eropa memiliki tenor lebih dari satu tahun, yaitu dua tahun oleh Bank Dunia dan untuk di Eropa antara 3 sampai dengan 5 tahun (De, 2018; European Bank for Reconstruction and Development atau EBRD, 2020).

b. Skema Bisnis Smart Sukuk: Fungsi *Underwriting* dan Pengelolaan Aset oleh Blossom Finance

Skema bisnis yang dilakukan oleh Blossom Finance dalam cakupannya setidaknya meliputi dua hal, yaitu peran dan fungsi *underwriting*¹⁴ dan pengelolaan aset (Gambar 4). Peran dan fungsi *underwriting* oleh Blossom Finance dalam Smart Sukuk ditempatkan dalam konteks investasi yang digambarkan sebagai peran dan fungsi *underwriting* meliputi kegiatan mendukung transaksi Smart Sukuk (antara investor dan BMT), menjadi penjamin dan bertanggung jawab terhadap proses penerbitan (proyek) Smart Sukuk. Selain itu dalam fungsi

¹¹ *Token Ethereum Request for Comment-20* atau Token ERC20 adalah token yang dibuat dan digunakan hanya pada platform Ethereum (yang merupakan *public blockchain*). Token ERC-20 ini berfungsi sebagai standar nilai beserta fungsinya (dapat dibagikan, ditukarkan dengan token lainnya, atau ditransfer ke dalam sebuah wadah atau *crypto wallet* (Hussein, 2019; Blockchain.com, 2020).

¹² Dengan kisaran besaran per penerbitan *bond* sebesar US\$35 juta sampai dengan US\$81 juta.

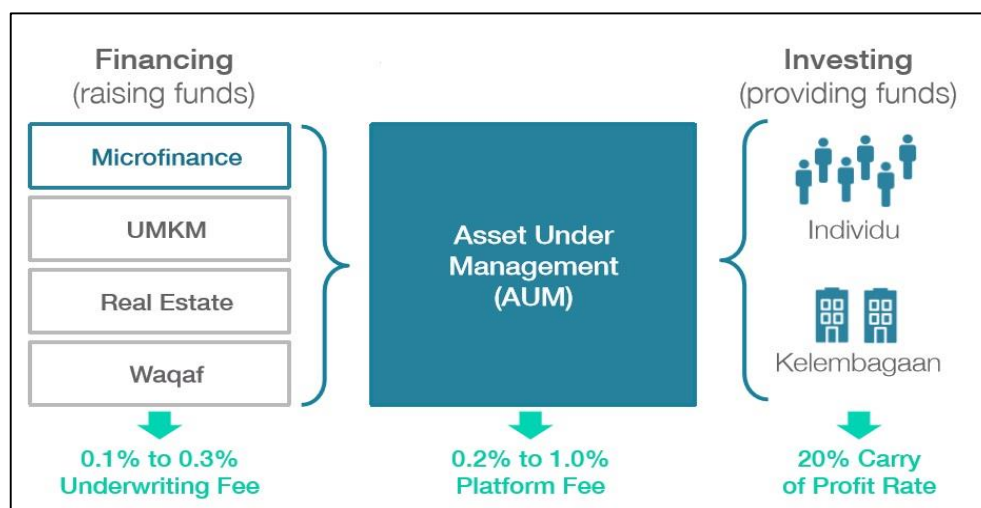
¹³ Walau belum ada peraturan spesifik yang mengatur mengenai Smart Sukuk, namun POJK 37/2018 merupakan peraturan terdekat saat ini untuk menelaah tata kelola Smart Sukuk (OJK pada Kementerian Keuangan, 2020b).

¹⁴ *Underwriting* adalah suatu proses asesmen bisnis yang dilakukan dalam rangka menilai kelayakan kredit dan/atau risiko dari suatu peluang pembiayaan atau investasi (Sholihin, 2010).

pengelolaan aset, Blossom Finance melakukan pengelolaan dengan menggunakan *blockchain* sebagai acuan.

Peran dan fungsi underwriting

Aktivasi Smart Sukuk oleh Blossom Finance dimulai dengan penandatanganan perjanjian (Memorandum of Understanding/MoU) dan *Non Disclosure Agreement* (NDA) dengan KSPPS atau BMT yang akan bekerja sama (Bina Ummah) untuk menjamin data dan informasi BMT yang bersifat rahasia agar tidak terpublikasi ke masyarakat. Hal ini dilanjutkan dengan pemenuhan atas dokumen-dokumen persyaratan oleh KSPPS. Selanjutnya, Blossom Finance melakukan wawancara dengan petugas BMT terkait proses kerja BMT. Setelah itu dilanjutkan dengan proses *assessment* (penilaian) terhadap kredit dan kesiapan dari BMT. Penilaian kredit terhadap BMT dilakukan dengan melihat Laporan Kesehatan Tahunan dari Kementerian Koperasi dan UMKM. Selain itu, dalam rangka penilaian kredit, juga dilakukan pemeriksaan kepemilikan Blossom yang mencakup analisis portofolio, pembiayaan dari luar saat ini, wawancara staf, kunjungan kantor, rekomendasi rekan, serta audit dan inspeksi. Hingga saat ini, Blossom Finance hanya bekerja sama dengan BMT yang memiliki nilai kredit (*credit score*) A ke atas.



Sumber: Blossom Finance, 2020 pada Kementerian Keuangan, 2020b

Gambar 4. Skema Keuntungan Penyedia Platform

Credit score berfokus pada kemungkinan terjadinya *insolvency* dalam BMT tersebut selama 12 bulan. Dalam menentukan kondisi *insolvency*, Blossom Finance memiliki metode sendiri dengan mempertimbangkan indikator-indikator yang terkait dengan likuiditas, seperti *cash management*, aset, dan lain-lain pada suatu BMT. Indikator ini menjadi fokus Blossom Finance karena risiko terbesar bagi investor adalah gagal bayar dari BMT. Penilaian kredit dilakukan oleh Blossom Finance bekerja sama dengan beberapa lembaga pemeringkat, seperti Moodys Rating.

Hasil penilaian kredit selanjutnya disampaikan oleh Komite Keputusan Investasi Blossom Finance kepada BMT. Apabila BMT tersebut setuju untuk melakukan penerbitan Smart Sukuk, Blossom Finance akan menyiapkan pegawai BMT melalui pelatihan-pelatihan dan hal-hal

terkait lainnya dengan penerbitan Smart Sukuk. Blossom Finance juga memastikan bahwa BMT yang akan melakukan penerbitan Smart Sukuk memahami akad dan tanggung jawabnya.

Peran Pengelolaan Aset

Dalam pengelolaan aset, Blossom Finance mengakomodasi kepemilikan investor terhadap aset (sukuk) dalam *blockchain* dilakukan melalui (mengadopsi) Token ERC20 yang dapat digunakan sebagai (nilai) bukti kepemilikan terhadap Smart Sukuk. Selain itu, Token ini juga berfungsi sebagai sertifikat kepemilikan dengan standar yang berlaku global, sehingga dapat diperdagangkan (membuka peluang pasar sekunder¹⁵), tercatat secara terbuka dan transparan. Semua bentuk transaksi (termasuk pembayaran yang terutang kepada investor) dapat dilihat pada data virtual pada Token yang di dalamnya juga melekat *smart contract*, juga merupakan buku besar atau catatan bagi pihak-pihak yang tergabung dalam sistem. Selain itu informasi umum yang terdapat pada Token tersebut (kepemilikan, perdagangan, dan kinerja sukuk serta informasi pribadi tentang investor dan penerbit sukuk) dilaporkan kepada Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI) sebagai *central custodian*.

Adapun keuntungan yang didapatkan oleh Blossom Finance dalam penerbitan Smart Sukuk diambil dari tiga biaya (Gambar 3) yaitu: (i) *underwriting fee* pada saat penerbitan (pengumpulan dana) sebesar 0,1 persen sampai 0,3 persen; (ii) *platform fee* atau biaya penggunaan platform dalam manajemen aset sukuk sebesar 0,2 persen sampai dengan 1 persen; dan (iii) *carry of profit rate* atau potongan sebesar 20 persen dari keuntungan yang dihasilkan (investor).

Tata Kelola dan Risiko

Secara umum dalam tata kelola Smart Sukuk belum terdapat rezim peraturan yang kuat dalam mendasari kegiatan mengatur, mengelola perlakuan otoritas keuangan dan mengawasi (mitigasi risiko) terhadap pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan Smart Sukuk. Selain itu, aspek risiko dan dari Smart Sukuk juga belum secara utuh teridentifikasi dan dipahami dikarenakan merupakan instrumen keuangan yang relatif baru dan unik. Untuk itu perlu dipahami secara menyeluruh akan aspek-aspek tata kelola dan risiko yang melekat pada Smart Sukuk.

a. Tata Kelola





Regulasi terkait penerbitan Smart Sukuk dengan menggunakan tekfin pada umumnya merujuk kepada regulasi tekfin dengan pengampu kepentingan utama yaitu: (i) Bank Indonesia (BI); (ii) OJ; dan (iii) Kementerian Komunikasi dan Informatika (Kemenkominfo). Saat ini pengelompokkan regulasi tekfin terkait *e-money* dan *payment gateway* terdapat di BI, di mana regulasi selain kedua hal tersebut diatur oleh OJK melalui Peraturan OJK (POJK) atau melalui *regulatory sandbox*¹⁶. Adapun jasa atau layanan keuangan melalui tekfin diatur dan diawasi oleh unit-unit di OJK melalui POJK mencakup *peer to peer lending* atau *P2P lending* (di Departemen

¹⁵ Walaupun diterbitkan melalui platform (*blockchain*) dan mengadopsi Token ERC20 yang memungkinkan untuk dilakukannya perdagangan sekunder terhadap Smart Sukuk, namun perdagangan Smart Sukuk (sebagai aset) di pasar sekunder belum mendapatkan izin dari OJK, yang saat ini hanya mengizinkan pasar sekunder bagi efek ekuitas (Kemenkeu, 2020).

¹⁶ *Regulatory sandbox* merupakan kerangka uji coba secara langsung dan terkontrol (terbatas dan diawasi) terhadap perusahaan tekfin (meliputi model bisnis, produk, layanan dan teknologi) sebelum memasarkan produknya ke pasaran.

IKNB OJK), *equity crowdfunding* (di Departemen Pasar Modal). Sementara, selain kedua hal tersebut diatur di Grup Inovasi Keuangan Digital (IKD) melalui *regulatory sandbox*.

Tabel 5. Kerangka Peraturan Tekfin

Parameter	POJK 13/2018 tentang Inovasi Keuangan Digital	POJK 77/2016 tentang <i>Peer to Peer Lending</i>	POJK 37/2018 tentang <i>Equity Crowdfunding</i>	POJK 12/2018 tentang <i>Digital Banking</i>
Scope	Inovasi Keuangan Digital	<i>Peer to Peer Lending</i>	<i>Equity Crowdfunding</i>	<i>Digital Banking</i>
Bentuk Badan Usaha	PT atau Koperasi	PT atau Koperasi	PT atau Koperasi	Perbankan
Permodalan	n/a	Rp. 1 Milliar dan Rp. 2,5 Milliar	Rp. 2,5 Milliar	n/a
Perizinan	Pencatatan dan Pendaftaran	Pendaftaran dan Perizinan	Perizinan	Izin produk
<i>Customer Protection</i>				
Proses	<i>Regulatory Sandbox</i>	Tanpa <i>Regulatory Sandbox</i>	Tanpa <i>Regulatory Sandbox</i>	Tanpa <i>Regulatory Sandbox</i>
Pengawasan	<i>Market Conduct</i>	<i>Prudential</i>	<i>Prudential</i>	<i>Prudential</i>

Sumber: OJK, 2020b pada Kementerian Keuangan, 2020b

Saat ini belum ada POJK yang secara khusus mengatur mengenai Smart Sukuk atau instrumen serupa terkait. OJK sendiri mengidentifikasi kemiripan proses bisnis Smart Sukuk yang ada dengan layanan urun dana atau *equity crowdfunding* (ECF) yang telah diatur melalui POJK No. 37/POJK.04/2018 mengenai Layanan Urun Dana Melalui Penawaran Saham Berbasis Teknologi Informasi dan mensinyalkan akan mengeluarkan POJK tersendiri terkait dengan Smart Sukuk (Kementerian Keuangan, 2020b). Di dalam POJK tersebut (POJK 37/POJK.04/2018), juga diatur kewajiban penerbit efek syariah untuk memiliki Dewan Pengawas Syariah (DPS). Saat ini OJK masih mengkaji apakah fungsi DPS dapat dialihkan kepada platform penerbit agar lebih efisien dan tidak memberatkan pelaku UMKM dari sisi biaya.

OJK berencana menerbitkan peraturan baru (revisi atas POJK 37/POJK.04/2018) yang tidak hanya mengatur layanan urun dana melalui saham tetapi juga melalui efek yang bersifat utang atau *security crowdfunding* dengan tenor sama atau kurang dari satu tahun dengan masa penawaran 30 hari. Rencananya dalam peraturan tersebut, juga akan dibahas mengenai pemberian opini atas kesyariahan (produk) penerbitan Smart Sukuk melalui platform tekfin dari Tim Ahli Syariah. Adapun untuk platform tekfin yang sudah ada saat ini namun belum memiliki izin, keberadaannya terdapat di bawah naungan asosiasi tekfin. Sebagai tambahan, investor Smart Sukuk yang diterbitkan oleh BMT Bina Ummah merupakan investor luar negeri dan merupakan investor tunggal (*single placement*). Belum terdapat pengaturan yang membatasi atau mengatur asal (domisili) atau kewarganegaraan investor Smart Sukuk.

Mengenai perpajakan, untuk saat ini, belum terdapat perlakuan perpajakan yang diterapkan untuk penerbitan Smart Sukuk melalui platform tekfin. Adapun potensi perlakuan perpajakan yang dapat diterapkan meliputi rezim Pajak Penghasilan (PPH), Pajak Pertambahan Nilai (PPN) dan/atau pajak transaksi elektronik (PTE) dengan berdasarkan rezim peraturan

perpajakan yang ada ditambah dengan Perpu 1/2020¹⁷, PMK 48/PMK.03/2020¹⁸, Peraturan Direktur Jenderal Pajak Nomor PER-12/PJ/2020 terhadap keuntungan dan layanan jasa keuangan yang ada (Gambar 4), yaitu:

1. Pajak Penghasilan atas *capital gain* (keuntungan bagi hasil bersih) yang diperoleh oleh investor sebesar 25 persen;
2. Pajak Penghasilan atas keuntungan (bagian) bagi hasil dari keuntungan atau *carry of profit* oleh Blossom Finance terhadap hasil pembiayaan BMT Bina Ummah.
3. Pajak Penghasilan dan kemungkinan PPN atas layanan jasa keuangan *underwriting fee*, yaitu biaya yang dibebankan kepada BMT atau lembaga keuangan mikro (LKM) atas jasa menstrukturkan upaya penghimpunan sukuk dari investor (Tracy, 2020). Untuk praktik saat ini *underwriting fee* Smart Sukuk belum diterapkan oleh Blossom Finance;
4. Pajak Penghasilan dan kemungkinan PPN atas layanan jasa keuangan pengelolaan *platform fee* terhadap *asset under management* (AuM). Layanan *platform fee* terhadap AuM dapat berupa berbagai layanan, di antaranya dapat berupa layanan platform sebagai pasar sekunder bagi Smart Sukuk, atau bentuk pengelolaan portofolio lainnya sebelum waktu jatuh tempo pengembalian dana (pokok pembiayaan dan keuntungan) kepada investor. Sama seperti *underwriting fee*, *platform fee* saat ini belum diterapkan oleh Blossom Finance.

Sementara untuk dana yang berhasil dihimpun melalui Smart Sukuk oleh BMT Bina Ummah tidak dikenakan perlakuan perpajakan. Terlepas dari potensi perpajakan yang ada, juga terdapat peluang perlakuan (belanja) insentif perpajakan bagi layanan jasa keuangan dan juga keuntungan yang didapatkan dari penerbitan Smart Sukuk ini, berupa layanan jasa keuangan yang tidak dikenakan PPN¹⁹, atau bentuk insentif lainnya.

b. Risiko Kinerja Smart Sukuk

Risiko sukuk umumnya disebabkan oleh faktor kebijakan atau peraturan yang belum optimal, sehingga sukuk sebagai suatu instrumen syariah masih mempunyai beberapa kelemahan. Risiko tersebut juga bukan merupakan pengecualian pada Smart Sukuk. Beberapa risiko yang melekat pada Smart Sukuk setidaknya terbagi menjadi enam risiko (Kurniawati, 2015), dan satu (pengelompokkan) risiko yang melekat pada platform *blockchain* (Kasireddy, 2017; Mounira, 2020) yaitu:

1. Risiko tingkat pengembalian (*rate of return risk*), yaitu risiko tingkat pengembalian ada pada semua tipe sukuk dengan pengembalian tetap (*fixed rate*). Imbal hasil yang mengacu pada *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.

¹⁷ Peraturan Pemerintah Pengganti Undang-Undang (Perpu) tentang Kebijakan Keuangan Negara dan Stabilitas Sistem Keuangan untuk Penanganan Pandemi Corona Virus Disease 2019 (COVID-19) dan/atau dalam Rangka Menghadapi Ancaman yang Membahayakan Perekonomian Nasional dan/atau Stabilitas Sistem Keuangan.

¹⁸ Peraturan Menteri Keuangan tentang Tata Cara Penunjukan Pemungut, Pemungutan, dan Penyetoran, Serta Pelaporan Pajak Pertambahan Nilai Atas Pemanfaatan Barang Kena Pajak Tidak Berwujud dan/atau Jasa Kena Pajak Dari Luar Daerah Pabean Di Dalam Daerah Pabean Melalui Perdagangan Menimbang Melalui Sistem Elektronik.

¹⁹ Merujuk kepada Undang-Undang Nomor 42 Tahun 2009 tentang Pajak Pertambahan Nilai Barang dan Jasa dan Pajak Penjualan Atas Barang Mewah.

2. Risiko kredit (*credit risk*), yaitu resiko kredit pada sukuk *ijarah* yang dihadapi oleh investor akibat kegagalan pembayaran (*default*) atas sewa *underlying asset*. Kecenderungan *default* menjadi lebih besar karena mekanisme penjadwalan ulang atas hutang 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.
3. Risiko nilai tukar (*foreign exchange rate risk*), yaitu risiko nilai tukar dapat terjadi jika *return* atas pengelolaan *underlying asset* diberikan dalam mata uang asing. Dalam hal Smart Sukuk, risiko ini terjadi jika investor merupakan investor asing. Penerbit dapat menghitung dan memberikan jaminan atas resiko tersebut dalam rangka melindungi investor dari pergerakan nilai tukar.
4. Risiko tingkat harga (*price/collateral risk*), yaitu 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 resiko ini karena aset yang disewakan dapat mengalami depresiasi hingga di bawah harga pasar. Pengelolaan yang baik atas aset beserta mitigasi terhadap risikonya menjadi faktor penting dalam menghadapi risiko tersebut
5. Risiko likuiditas (*liquidity risk*), yaitu pertumbuhan pasar sekunder yang lambat membuat investor sukuk menghadapi risiko likuiditas²⁰. Kecenderungan membeli dan menahan (*buy and hold*) pada mayoritas investor sukuk membuat mekanisme transfer kepemilikan sukuk tidak efisien. Selain risiko likuiditas, kondisi ini dapat menimbulkan unsur spekulasi yang dilarang dalam prinsip syariah.
6. Risiko kepatuhan syariah (*sharia compliance risk*), yaitu 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 tidak sesuai dengan prinsip-prinsip Islam.
7. Risiko platform, yaitu risiko yang melekat pada platform (*blockchain*) secara kinerja dan pengelolaannya. *Blockchain* sendiri dalam beberapa sumber dikatakan sebagai suatu solusi dalam mengatasi beberapa risiko dalam keuangan syariah seperti risiko transaksi, risiko kepatuhan syariah, serta risiko penipuan (Mounira, 2020), namun *blockchain* sendiri sebagai suatu platform memiliki risiko tersendiri. Baik untuk *private* atau *public blockchain* memiliki risiko galat dalam proses *input* datanya. Selain itu, risiko *moral hazard* merupakan elemen risiko yang selalu ada terhadap semua sistem yang berupaya mengeksploitasi keterbatasan dan kerentanan yang ada, termasuk terhadap *blockchain*. Risiko *moral hazard* perlu dicermati, khususnya terkait dalam pengambilan bentuk platform *blockchain*, yaitu antara *private* dengan publik. Namun, terkait dengan *blockchain* secara umum (dari sisi kebijakan), skala risiko yang melekat saat ini mencakup (Kasireddy, 2017; Hussein, 2019): (i) ketidakpastian, keterbatasan formalitas dan kejelasan hukum/kebijakan serta keterbatasan pemahaman terhadap *blockchain* dan aset yang menyertainya, sehingga menimbulkan risiko intervensi kebijakan yang

²⁰ Hal ini terjadi pada pasar sekunder sukuk korporasi (Endri, 2009; Dewi, 2011)

justru mereduksi potensi *blockchain*; (ii) keterbatasan instrumen dan *middleware* serta perangkat lunak yang menyediakan layanan perantara dan pelengkap dalam *blockchain*; (iii) keterbatasan pada butir (ii) mengakibatkan keterbatasan pengembangan ekosistem (platform) *blockchain* yang meliputi, infrastruktur, penyedia layanan (aplikasi), permodalan, tenaga ahli, dan pengguna; (iv) keterbatasan sumber daya manusia dan biaya yang menyertainya; (v) keterbatasan skala (cakupan), khususnya terkait transaksi; (vi) risiko keamanan yang bersumber dari konsensus yang lemah (*trust*) dalam *blockchain* (belum dapat diterima masyarakat umum) serta standarisasi yang terbatas pada penyedia layanan (belum terdapat standar yang umum).

Terkait dengan risiko-risiko di atas, beberapa risiko relatif dimitigasi dan dikelola oleh emiten dan Blossom Finance, seperti risiko tingkat pengembalian, risiko nilai tukar, risiko tingkat harga, risiko kredit (default), risiko kepatuhan syariah serta risiko platform. Untuk risiko kredit, metode pemeringkatan (*credit score*) yang dilakukan Blossom Finance terhadap BMT, selain merupakan landasan dalam membangun ekosistem tekfin pasar modal yang kuat, juga merupakan keharusan guna membangun *trust* masyarakat terhadap BMT. Sementara untuk risiko likuiditas belum dapat ditaksir lebih lanjut dikarenakan belum terjadinya (diizinkannya) perdagangan sekunder untuk Smart Sukuk²¹. Namun risiko likuiditas yang saat ini terjadi di pasar sekunder sukuk korporasi juga dimungkinkan terjadi pada Smart Sukuk jika beroperasi.

Terhadap risiko tingkat pengembalian, umumnya tingkat pengembalian yang ada lebih tinggi dari nilai pasar (suku bunga)—dan hal ini terbukti pada Smart Sukuk dengan rata-rata bagi hasil sebesar 15 persen per bulan. Sementara untuk risiko tingkat pengembalian dan risiko tingkat harga, hal ini umumnya bergantung dari paparan suku bunga yang ada, namun untuk Smart Sukuk relatif tidak atau belum menggunakan acuan tingkat pengembalian dan penetapan harga yang umumnya digunakan dalam menentukan tingkat harga (valuasi) pada obligasi. Selain itu, untuk risiko tingkat harga dan tingkat pengembalian mampu dikelola oleh Blossom Finance melalui kinerja Smart Sukuk (dengan akad bagi hasil) dan platform *blockchain* beserta *smart contract*-nya, di mana tingkat harga yang ada relatif mencerminkan nilai aset secara riil (dan relatif lebih rendah dari tingkat harga di pasar) dan dengan bagi hasil sesuai dengan kinerja pelaku UMKM (yang lebih tinggi dari tingkat pengembalian di pasaran).

Untuk risiko kepatuhan syariah Blossom Finance menggunakan skema atau model bagi hasil (Gambar 2) dengan tingkat variabel dan pembagian risiko sebagai acuan. Selain itu melalui *smart contract*, risiko kepatuhan syariah bisa dikelola secara digital pada platform dengan memastikan atau menempatkan aplikasi akad syariah pada *smart contract* (Hussein, 2019). Dalam risiko ini juga terdapat mitigasinya dalam POJK 37/2018 melalui penerapan kewajiban memiliki dasar prinsip syariah dalam dasar usahanya dan memiliki dewan pengawas syariah. Terkait dengan risiko nilai tukar, hal ini muncul dalam penerbitan Smart Sukuk, mengingat investor Smart Sukuk tersebut merupakan investor asing. Dalam mengelola risiko ini, Blossom Finance menggunakan strategi komunikasi (hubungan masyarakat) kepada investor untuk memberikan pemahaman kepada investor bahwa risiko ini merupakan risiko yang ditanggung oleh investor.

²¹ Untuk isu pasar sekunder sendiri hanya akan dielaborasi sebatas peluang dan dalam pembahasan risikonya tidak diaplikasikan.

Selanjutnya, terkait dengan risiko gagal bayar (*default*) atau wanprestasi dari kinerja Smart Sukuk, dalam proses bisnisnya sendiri telah terdapat langkah penanganannya. Pengelolaan berupa mitigasi risiko oleh Blossom Finance terhadap risiko kredit sendiri, di antaranya dilakukan melalui asesmen terhadap BMT sebelumnya dan dengan metode pembiayaan *bullet covered* dengan jangka waktu yang relatif pendek (1 tahun). Sementara untuk upaya penanganan gagal bayar, jika terjadi akan dilakukan melalui dua cara, yaitu: (i) upaya operasional; dan (ii) upaya hukum. Upaya operasional dilakukan secara langsung, yaitu kunjungan langsung Blossom Finance ke emiten untuk meninjau dan menilai kondisi yang ada, dan dilanjutkan dengan penyelesaian tanggung jawab sesuai dengan kesepakatan, serta menerapkan denda untuk pembayaran keterlambatan (dimana denda tersebut akan disalurkan kemudian sebagai amal). Upaya hukum sebagai langkah kedua dilakukan sebagai akselerator di saat terjadi gagal bayar dengan acuan kontrak tertulis yang ada dan bisa ditegakkan berdasarkan hukum di Indonesia, serta diselesaikan dengan menempuh jalur arbitrase melalui Badan Arbitrase Nasional Indonesia atau BANI. Sementara untuk risiko platform, risiko yang melekat umumnya terdapat dalam *blockchain* sebagai platform—ditelaah lebih lanjut pada bagian analisa—dan risiko yang ada saat ini dikelola tersendiri oleh Blossom Finance.

D. Potensi Instrumen Smart Sukuk dan Pembiayaan UMKM

Beberapa penelitian menemukan bahwa sukuk memberikan peluang bagi pembiayaan mikro dan pengembangan UMKM, atau dikenal sebagai Smart Sukuk dengan basis bagi hasil. Sukuk dianggap sebagai instrumen yang lebih inklusif bagi sumber pembiayaan UMKM, mengingat sifatnya yang pasti, menghindari spekulasi, dan variasi akad yang menguntungkan (Kurniawati, 2015). Selain bermanfaat bagi pengembangan UMKM, pemanfaatan Smart Sukuk juga berguna dalam mendorong perkembangan industri keuangan syariah yang lebih inklusif. Hal ini karena penerbitan Smart Sukuk melibatkan perbankan syariah, Lembaga Keuangan Mikro Syariah (LKMS), pasar modal syariah, dan relevansinya dengan UMKM sebagai peredam ancaman resesi.

Peran UMKM dalam Perekonomian Indonesia dan Tantangannya

UMKM memiliki peran dan fungsi strategis dalam perekonomian Indonesia. Mewakili sekitar 99,99 persen atau sekitar 62.9 juta, pelaku usaha di Indonesia dan menyerap 89,2 persen atau sekitar 107,2 juta tenaga kerja serta menyumbang kurang lebih 61 persen terhadap PDB (Haryanti & Hidayah, 2019; OJK pada Kemenkeu 2020b), UMKM mampu membangun perekonomian karena keunggulannya dalam beberapa faktor. seperti fleksibilitas usaha, efisiensi biaya, kemampuan fokus yang spesifik, dan kecepatan inovasi. Namun, dengan peran yang begitu besar bagi perekonomian nasional, jumlah UMKM yang memiliki akses terhadap keuangan hanya sekitar 26 persen dari total UMKM di seluruh Indonesia dan hanya 12 persen dari total UMKM yang memiliki akses layanan perbankan (Annur, 2019; Rachmawati, 2020).

Selain itu, pentingnya keberadaan UMKM tercermin dari peran dan fungsinya dalam mewujudkan pemerataan pendapatan. Hal ini dapat dilihat pada karakteristik UMKM, yaitu (Kurniawati, 2015): (i) mayoritas berkedudukan sebagai pemain utama dalam kegiatan ekonomi di berbagai sektor; (ii) penyedia lapangan kerja yang terbesar; (iii) pemain penting dalam pengembangan kegiatan ekonomi lokal dan pemberdayaan masyarakat; (iv) pencipta pasar baru

dan sumber inovasi; dan (v) penggunaan sumber daya ekonomi lokal dan tidak bergantung pada impor. Karakteristik usaha yang demikian menjadikan UMKM sebagai sektor strategis dalam menciptakan pembangunan yang inklusif, yaitu percepatan dan sekaligus penyebaran pertumbuhan ekonomi. Pengembangan UMKM diharapkan dapat mempercepat pertumbuhan yang inklusif dengan dua alasan utama (Kurniawati, 2015), yaitu: (i) UMKM mampu menyerap atau menyediakan lapangan pekerjaan yang cukup luas; dan (ii) UMKM merupakan kegiatan masyarakat yang umumnya tidak dapat ditampung oleh kegiatan ekonomi yang bersifat formal seperti industri.

Selain itu, keberadaan UMKM juga mempunyai peran penting sebagai penopang dan penggerak utama perekonomian sehingga pengembangan Smart Sukuk menjadi sangat potensial. UMKM terbukti mampu berkontribusi pada beberapa fungsi, diantaranya: (i) sebagai pencipta lapangan kerja, terutama bagi masyarakat lokal; (ii) sebagai penciptaan modal; (iii) mampu berkontribusi terhadap ekspor; (iv) pengurangan tingkat kemiskinan; dan (v) fungsi dalam mereduksi ketimpangan antar wilayah karena sifatnya yang fleksibel dalam menentukan lokasi usaha yang tidak dapat dijamah oleh industri skala besar. Selain itu, UMKM mampu menciptakan inovasi lokal dan transfer pengetahuan yang lebih efektif daripada industri skala besar (Sitharam & Hoque, 2016). Perusahaan besar biasanya bersifat eksklusif dan tertutup, berbeda dengan UMKM yang bersifat komunal atas dasar kebutuhan bersama. Beberapa peran tersebut menjadikan UMKM sangat penting sebagai sumber lapangan kerja, media alokasi dan distribusi sumber daya, dan mampu mendorong ekonomi daerah melalui pemanfaatan sumber daya lokal.

Atas peran dan fungsinya, maka ekspansi dan diversifikasi pembiayaan UMKM menjadi sangat penting. Namun demikian, isu pembiayaan bagi UMKM merupakan tantangan tersendiri dengan intensitas persoalan relatif paling berat. Dari temuan International Finance Corporation (2010), setidaknya terdapat tiga faktor yang terkait dengan pembiayaan yaitu: (i) keterbatasan infrastruktur usaha (terutama permodalan dan akses terhadap pasar); (ii) rendahnya akses ke kredit formal; dan (iii) kekhawatiran akan cicilan utang. Selain kendala tersebut, fakta menunjukkan bahwa sumber permodalan UMKM selama ini didominasi oleh modal sendiri (80,90 persen), sumber dana informal (13,86 persen), dan sumber formal (5,24 persen). Keberadaan Smart Sukuk sebagai suatu alternatif dapat membuka peluang peningkatan efektivitas dan efisiensi bagi pembiayaan UMKM.

Smart Sukuk lebih dari Sekedar Peluang Pembiayaan UMKM

Peluang Smart Sukuk sebagai alternatif pembiayaan UMKM merupakan bagian integral dari konsep pengembangan UMKM yang berbasis pada upaya meningkatkan peran keuangan syariah dalam mengatasi kendala usaha UMKM. Mengingat potensi Smart Sukuk dalam mengatasi kendala pengembangan UMKM dan juga potensinya sebagai suatu instrumen tekfin yang inklusif, maka Smart Sukuk diharapkan tidak hanya menyediakan dukungan daya saing melalui akses pembiayaan (permodalan) beserta kemudahannya bagi UMKM, namun juga menjadi bagian dari strategi dalam meningkatkan industri keuangan syariah dan pengembangannya secara umum, khususnya tekfin syariah.

Peluang Smart Sukuk sebagai sumber pembiayaan UMKM setidaknya dapat dilihat dalam konteks: (i) Smart Sukuk sebagai tekfin; (ii) Smart Sukuk secara khusus sebagai alternatif pembiayaan; dan (iii) Smart Sukuk suatu (instrumen) kanal investasi bagi muslim di Indonesia.

a. Smart Sukuk sebagai tekfin

Smart Sukuk sebagai tekfin (*blockchain*) membawa fitur tersendiri, selain merupakan sumber pembiayaan UMKM. Tekfin sendiri secara umum merupakan salah satu cabang ekonomi digital²², dan perannya dalam pembiayaan membuka peluang akselerasi ekonomi. Di Indonesia sendiri perkembangan tekfin cukup pesat yang ditandai dengan tumbuhnya pesatnya industri tekfin melalui peningkatan perusahaan tekfin sejak 2016 yang saat itu berjumlah 24 menjadi 362 pada kuartal II 2020 (Asosiasi Fintech Indonesia, 2020; Kementerian Keuangan, 2020c). *Peer to peer* (P2P) *lending* atau peminjaman antar pihak yang mendominasi tekfin yang saat ini cakupan layanan sebesar 43 persen dari total tekfin yang ada, telah memberikan layanan pembiayaan sebesar Rp106,06 triliun kepada 24,77 juta nasabah sampai dengan April 2020 (OJK, 2020c). Terkait dengan perkembangan tekfin (pembiayaan) syariah sendiri (berizin dan terdaftar), secara aset, tekfin syariah masih sangat kecil dengan nilai aset sebesar Rp59 miliar atau sekitar 1,5 persen dari total aset tekfin *lending*, namun dengan angka pertumbuhan (*year to date*) yang relatif baik, yaitu sekitar 17 persen sampai dengan November 2020 (OJK, 2020d). Terkait dengan tekfin layanan urun dana atau *equity crowdfunding* sendiri yang merupakan layanan jasa keuangan yang serupa dengan Smart Sukuk, masih terbilang kecil dengan pangsa pasar sebesar 2 persen (OJK, 2020c). Hal ini mencerminkan potensi ruang pertumbuhan tekfin syariah yang cukup besar ke depan, terlebih bagi pengembangan Smart Sukuk dan *blockchain*. Selain itu, potensi tersebut juga didukung dengan besarnya potensi pengembangan industri halal Indonesia, yang dalam prosesnya juga membuka potensi pembiayaan (Rahardyan, 2020). Sementara fitur tekfin *blockchain* (sebagai platform) memberikan peluang pelekatan atau integrasi antara karakter aset (manfaat) terhadap kinerja UMKM melalui BMT, dalam bentuk surat berharga (sekuritas syariah maupun ekuitas), yang juga dapat diperjualbelikan²³ (Shaikh & Zaka, 2019; Hussein, 2019). Hal ini membuka peluang pembangunan ekosistem BMT (UMKM) melalui tekfin pasar modal, salah satunya berupa Smart Sukuk, yang ke depannya akan membuka peluang pasar modal bagi BMT melalui tekfin. Melalui tekfin Smart Sukuk ini, BMT dapat menerbitkan sekuritas syariah (dan/atau ekuitas) sebagai suatu *asset class* yang inklusif, baik bagi investor maupun emiten, dengan differensiasi bisnis yang berbeda-beda sesuai dengan keunikan UMKM yang ada di bawah pembiayaan BMT masing-masing. Lebih jauh, ekosistem ini juga akan mendorong pendalaman pasar keuangan lebih jauh, terlebih jika berkembangnya pasar sekunder dari ekosistem ini. Dengan masih terbukanya ruang pertumbuhan tekfin syariah serta perkembangan integrasi fitur-fitur tekfin yang ada dengan BMT, hal ini membuka peluang pengembangan tekfin bagi perekonomian syariah Indonesia secara umum dan keuangan syariah secara khusus.

b. Smart Sukuk secara khusus sebagai alternatif pembiayaan

Smart Sukuk secara khusus sebagai alternatif pembiayaan juga menawarkan akses pembiayaan yang relatif lebih baik bagi pelaku UMKM, mengingat sumber dana yang ada saat ini dinilai terlalu mahal dan beberapa diantaranya sulit diakses. Sumber pembiayaan informal yang mayoritas berasal dari mitra bisnis seperti tengkulak, pengepul, atau lembaga keuangan informal seperti bank pasar, menyediakan akses pembiayaan namun relatif

²² EKonomi digital adalah aktivitas ekonomi yang merupakan hasil dari milyaran transaksi melalui koneksi daring antar manusia, bisnis, alat, data dan proses setiap harinya (Deloitte, 2020)

²³ Khusus untuk sukuk, hanya untuk sukuk dengan akad-akad tertentu yang dapat diperjualbelikan.

mahal dan memiliki risiko yang relatif tinggi. Sementara itu, sumber dana formal yang berasal dari perbankan juga dinilai relatif mahal dan sulit diakses. Hal tersebut menunjukkan bahwa sumber permodalan UMKM masih belum mempunyai struktur yang kokoh, terutama masih lemahnya akses sumber pembiayaan formal (perbankan) sehingga UMKM (khususnya bagi usaha mikro dan kecil) dapat dikatakan *non-bankable*. Seperti praktik yang dikemukakan sebelumnya mengenai pengalaman BMT Bina Ummah, keberadaan Smart Sukuk dan peluang pengembangannya ke depan akan memperlebar akses pembiayaan bagi UMKM, dengan kata lain meningkatkan inklusivitas. Tekfin Smart Sukuk membuka peluang besar dalam mendukung pengembangan UMKM melalui upaya diversifikasi pembiayaan UMKM. Begitu pentingnya posisi UMKM dalam perekonomian membuat aspek pembiayaan dalam rangka pengembangan UMKM dalam rangka menjaga pertumbuhan ekonomi menjadi penting. Smart Sukuk diharapkan mampu menjadi solusi akses pembiayaan (permodalan) melalui instrumen keuangan syariah dalam upaya pengembangan UMKM. Kondisi tersebut sangat dibutuhkan mengingat perkembangan tekfin menjadi salah satu alternatif bagi UMKM dalam mendapatkan pendanaan yang lebih luas.

c. Smart Sukuk sebagai kanal investasi bagi muslim di Indonesia

Sementara dalam konteks terakhir, Smart Sukuk dapat memainkan peran dalam kanalisasi atau menyadap potensi dana dari investor muslim kepada UMKM melalui BMT. Hal ini setidaknya didukung oleh dua hal, yaitu besarnya angka pengguna internet di Indonesia dan potensi kaum milenial sebagai pangsa pasar atau sumber pendanaan bagi UMKM melalui Smart Sukuk. Seperti diketahui bahwa interaksi masyarakat Indonesia dengan internet cukup tinggi. Menurut Kemp (2020), terdapat kurang lebih 175,4 juta pengguna internet di Indonesia dengan tingkat pertumbuhan sebesar 17 persen dalam periode 2019-2020. Sementara, dari jumlah tersebut terdapat 160 juta pengguna media sosial dengan tingkat pertumbuhan sekitar 8,1 persen dalam periode April 2019 sampai dengan Januari 2020 (Kemp, 2020). Tingkat penetrasi internet di Indonesia sendiri mencapai 64,8 persen dengan tingkat penetrasi media sosial sebesar 59 persen (Kompas.com, 2019; Kemp 2020). Sementara, generasi milenial sendiri sebagai generasi yang akrab dengan teknologi dan produktif, merupakan investor potensial terhadap retail pasar modal syariah dan mulai diperhitungkan sebagai suatu segmen tersendiri dengan partisipasinya berinvestasi pada sukuk akhir-akhir ini (REDmoney, 2018; CNBC Indonesia, 2020). Menurut Republika.co.id (2020), generasi milenial untuk berinvestasi kepada sukuk meningkat signifikan saat sukuk tersebut dijual secara daring. Dengan kedua kondisi tersebut, Smart Sukuk dapat membuka peluang dan memainkan peran penting sebagai instrumen investasi tekfin pasar modal syariah bagi generasi milenial, sekaligus menjadi kanal bagi sumber pendanaan UMKM melalui BMT

Melalui ketiga fungsi dan peran di atas, Smart Sukuk tidak hanya merupakan suatu sumber pembiayaan alternatif dan sangat menguntungkan bagi UMKM. Smart Sukuk juga memiliki potensi untuk mengembangkan industri keuangan syariah, bahkan ekonomi syariah ke depan. Hal ini dimungkinkan melalui optimalisasi pemanfaatan pasar muslim milenial yang ada serta integrasi dan pengembangan antara tekfin dengan BMT dalam suatu ekosistem tekfin pasar modal.

E. Analisis: Identifikasi Peran dan Fungsi Tekfin Smart Sukuk dalam Pembiayaan UMKM Terhadap Pendalaman Sektor Keuangan

Mengacu pada analisis terhadap Smart Sukuk serta fitur-fitur dan tata kelola yang melekat serta terhadap potensi Smart Sukuk sebagai instrumen pembiayaan UMKM, deskripsi identifikasi peran Smart Sukuk terhadap pembiayaan UMKM dan pendalaman sektor keuangan dapat dilakukan secara kualitatif (Tabel 6)²⁴. Potensi dan peran Smart Sukuk akan dilihat per fitur (skema bisnis dan tata kelola) yang melekat pada Smart Sukuk sesuai hasil analisis dan dikaitkan dengan potensi pembiayaan UMKM yang mengacu pada akses pasar kredit, akses kepada institusi (kredit) formal, serta kemudahan pencicilan hutang. Sementara itu, untuk keterkaitan terhadap pendalaman sektor keuangan dari potensi (fitur-fitur) Smart Sukuk akan dikaitkan dengan potensi peningkatan nilai (besaran/volume) pembiayaan (dari Smart Sukuk) dan potensi peningkatan nilai (besaran/volume) Smart Sukuk (sebagai instrumen pasar modal).

Analisa Deskripsi Skema Bisnis Smart Sukuk

Skema bisnis (fitur-fitur) Smart Sukuk menawarkan suatu instrumen pembiayaan UMKM dalam rangka mengatasi akar masalah pengembangan usahanya. Hal ini terlihat melalui skema bisnis Smart Sukuk yang menawarkan pembiayaan rendah, contohnya seperti: (i) adanya tekfin Blossom Finance; (ii) adanya peran BMT sebagai kuasi *special purpose vehicle* (SPV) penerbit sukuk; dan (iii) skema akad syariah yang memungkinkan adanya pembayaran imbal hasil sukuk berdasarkan *profit* dan *loss-sharing*. Skema bisnis Smart Sukuk sebagai suatu pembiayaan murah, adil dan mudah dengan sendirinya membuka akses kredit bagi BMT kepada permodalan. Hal tersebut berimplikasi dengan adanya ketersediaan akses bagi UMKM pada kredit dan institusi kredit (melalui BMT sebagai SPV), yang selama ini menjadi masalah utama dalam pengembangan UMKM. Lebih jauh, penggunaan tekfin dan integrasinya dengan akad syariah, selain menekan biaya perolehan permodalan, juga memberikan keringanan cicilan bagi UMKM dengan rendahnya nilai cicilan serta adanya keadilan dengan skema *profit* dan *loss-sharing*.

Aspek yang menjadi sorotan dalam skema bisnis Smart Sukuk terhadap potensi pembiayaan UMKM dan pendalaman sektor keuangan mencakup: (i) pentingnya peran platform tekfin *blockchain* (dan fitur-fitur yang melekat padanya) yang memiliki potensi tinggi dalam pengembangan keuangan syariah; dan (ii) relatif masih rendahnya batasan plafon penerbitan Smart Sukuk serta jangka waktu (tenor) Smart Sukuk yang pendek.

Blockchain sebagai suatu platform yang relatif aman, kontrol yang terdesentralisasi namun kuat, dan dapat diandalkan serta transparan (hampir tidak mungkin dimanipulasi) merupakan suatu infrastruktur yang netral, yang mampu mengakomodasi peran dan kepentingan *stakeholder* dalam suatu kerangka/dasar (kesepakatan) yang adil (Copigneaux, et al., 2020). Hal ini membuat *blockchain* sebagai salah satu instrumen yang tepat dalam mengembangkan bisnis tekfin yang membutuhkan suatu ekosistem (platform) dengan berbagai *stakeholder* yang memiliki berbagai kepentingan (bahkan konflik) untuk bersepakat dalam suatu skema yang adil.

²⁴ Analisa pada Tabel 6, umumnya hanya dikaitkan dengan praktik yang telah dilakukan dan sebagian tidak diaplikasikan kepada hal yang belum dapat dilakukan lebih jauh, terutama pada isu pasar sekunder dan perpajakan.

Tabel 6. Identifikasi Peluang Pembiayaan UMKM dan Potensi Pendalaman Sektor Keuangan melalui Tekfin Smart Sukuk

Subjek Klaster	Smart Sukuk (A)	Potensi dalam Pembiayaan UMKM (B)			Keterkaitan dengan Potensi Pendalaman Sektor Keuangan (C)	
	Catatan pada fitur Smart Sukuk	Akses pasar kredit	Akses intistusi formal	Kemudahan pencicilan hutang	Potensi peningkatan nilai pembiayaan	Potensi peningkatan nilai Smart Sukuk
<i>Skema bisnis</i>	- Skema bisnis secara umum menawarkan akses pembiayaan dengan biaya rendah	√	√	√	√	√
	- Peran BMT sebagai SPV	√	√	√	√	√
	- Peran tekfin (Blossom Finance, <i>blockchain</i> , <i>SmartContract</i>)	√	√	√	√	√
	- Skema syariah: akad syariah* (<i>mudharabah</i>) menyediakan skema <i>profit-loss sharing</i>	NA	NA	√	√	√
	- Plafon penerbitan yang relatif terbatas	—	NA	NA	—	—
	- Jangka waktu yang relatif singkat membatasi tempo dan besaran cicilan	NA	NA	—	√	√
<i>Tata kelola</i>	- Keberadaan regulasi yang mengatur	NA	NA	NA	√	√
	- Keberadaan pasar sekunder	NA	NA	NA	√	√
	- Perpajakan	NA	NA	NA	NA	NA
	- Risiko (untuk semua risiko)**	√/—	√/—	√/—	√/—	√/—
	a. Risiko tingkat pengembalian	Ada dan mengacu kepada kinerja sukuk dan pelaku UMKM dengan hasil yang lebih tinggi dari nilai pasar				
	b. Risiko kredit	Ada				
	c. Risiko nilai tukar	Ada				
	d. Risiko tingkat harga	Ada dan penetapan harga umumnya relatif lebih rendah (atau sesuai aset) dari nilai pasar				
	e. Risiko likuiditas	NA, karena belum adanya pasar sekunder bagi Smart Sukuk				
	f. Risiko tingkat kepatuhan syariah	Ada				
g. Risiko <i>blockchain</i>	Ada					

Sumber: diolah

* Kajian ini hanya menelaah pada pengalaman Smart Sukuk di Indonesia yang menggunakan akad *mudharabah*.

**Pada semua risiko yang ditelaah di sini, masing-masing memiliki peluang implikasi positif dan negatif yang bergantung dari pengelolaan risiko dan acuan regulasi yang ada.

√ = Memiliki implikasi positif berdasarkan penelaahan yang ada;

— = memiliki implikasi negatif berdasarkan penelaahan yang ada;

NA = *Not applicable* atau tidak dapat diterapkan/ditemukan kaitan yang ada atau dikarenakan belum adanya hal (praktik) untuk ditelaah.

Platform *blockchain* sebagai tekfin dalam operasional Smart Sukuk membuka banyak kemudahan dan peluang dalam skema bisnis Smart Sukuk yang mampu mengakomodasi akad-akad syariah secara transparan dan adil melalui mekanisme *profit-loss sharing*. Fitur-fitur pada *blockchain* sangat mendukung untuk mengamplifikasi dan mengeskalasi kepatuhan syariah akad-akad syariah secara rinci pada sukuk sebagai instrumen keuangan. Fitur-fitur pada *blockchain* memungkinkannya penelusuran dari suatu aset beserta kinerjanya secara rinci (Shaikh & Zaka, 2019). Hal ini membuka peluang aplikasi pembiayaan syariah dengan berbagai jenis akad syariah yang menyesuaikan dengan karakteristik jenis aset atau proyek/program melalui sukuk dengan aspek-aspek syariah (kepatuhan syariah) yang menyentuh secara rinci terhadap kinerja aset tersebut secara terbuka. Selain itu, tekfin Smart Sukuk, *blockchain* juga mengakomodasi peran BMT Bina Ummah sebagai kuasi SPV dan juga mengakomodasi interaksi *stakeholder* lainnya seperti pelaksana usaha (UMKM), investor dan juga pihak lainnya yang mungkin muncul dalam skema bisnis Smart Sukuk.

Lebih jauh, *blockchain* sebagai tekfin dan platform juga memungkinkan beroperasinya pasar sekunder bagi Smart Sukuk (jika memperoleh ijin), sehingga mampu membangun Smart Sukuk lebih dari sekedar *asset class* yang inklusif dari sisi investasi, namun juga memperdalam industri keuangan syariah melalui transaksi-transaksi yang terjadi. Melalui *blockchain*, penggunaan tekfin Smart Sukuk juga membuka kemungkinan untuk dieskalasi sebagai sumber pembiayaan Anggaran Pendapatan dan Belanja Daerah (APBD) oleh Pemerintah Daerah (Pemda) di Indonesia. *Blockchain* juga dinilai akan meningkatkan literasi dan paparan keuangan (keuangan syariah secara khusus) terhadap generasi muda di Indonesia sebagaimana potensi tekfin dalam peningkatan literasi keuangan secara umum. Hal ini setidaknya dapat meningkatkan literasi keuangan di Indonesia dengan mempertimbangkan relatif besarnya angka pengguna internet, pertumbuhannya serta penetrasi internet di Indonesia.

Batasan plafon penerbitan sebesar Rp10 miliar saat ini (mengacu kepada POJK 37/POJK.04/2018) diperkirakan sebagai batasan yang mampu memenuhi kebutuhan pembiayaan UMKM di Indonesia melalui tekfin, walau relatif kecil jika dibandingkan dengan praktik yang ada di beberapa negara. Jika merujuk kepada data pemetaan dan potensi BMT sebagian besar Indonesia, besaran Rp10 miliar sebagai plafon dirasakan cukup memadai, dengan mempertimbangkan bahwa sebagian besar atau sekitar dari 90 persen BMT memiliki aset setara atau kurang dari Rp10 miliar (Sakti, 2013). Namun, dengan mempertimbangkan data yang telah lampau dan mengantisipasi terbukanya *linkage program* antara BMT dengan institusi keuangan yang lebih besar dalam hal pembiayaan melalui Smart Sukuk, maka peningkatan batasan tersebut dapat dipertimbangkan untuk ditingkatkan.

Walau terkait dengan tingkat risiko kredit, penetapan jangka waktu yang pendek (12 bulan), dinilai tidaklah cukup untuk mengakomodasi kebutuhan tenor (tempo) pembiayaan. Selain itu, tenor yang terlalu pendek tersebut dinilai menimbulkan *miss-match* antara tenor pembiayaan (investasi) investor kepada BMT selama 1 tahun dengan pembiayaan BMT kepada UMKM (nasabah) yang bisa mencapai lebih dari 1 tahun. Selain itu, dengan tenor pembiayaan yang lebih panjang berpeluang untuk memberikan kemudahan bagi BMT (dan pelaku UMKM) dengan kesepakatan bagi hasil yang lebih rendah dan meringankan cicilan pembiayaan. Selain itu tenor pembiayaan yang lebih panjang dapat menambah variasi valuasi harga sukuk dan dinamikanya. Dengan merujuk kepada praktik *micro-bond* (surat hutang untuk pembiayaan UMKM) di Eropa, dengan plafon yang relatif besar dan tenor antara 3 sampai dengan 5 tahun (European Commission, 2020; EBRD, 2020), terbuka ruang

agar skema bisnis Smart Sukuk dapat diperluas dalam hal besaran plafon dan tenor yang lebih panjang.

Analisa Deskripsi Tata Kelola dan Risiko Smart Sukuk

Sampai saat ini, isu-isu tata kelola Smart Sukuk setidaknya mencakup: (i) keberadaan/kejelasan pengaturan atau revisi ketentuan-ketentuan dalam regulasi yang ada; dan (ii) perlakuan perpajakan. Isu-isu tersebut merupakan suatu pembahasan yang saling terkait karena besarnya pengaruh atau kepastian regulasi terhadap isu-isu tersebut. Kehadiran regulasi akan memberikan jaminan (*acuan*), pengawasan, kepastian dan *trust* pada tekfin Smart Sukuk bagi *stakeholders*, terutama terhadap investor dan penyedia platform tekfin, dalam menjalankan peran dan fungsinya.

Regulasi terhadap Smart Sukuk (melalui tekfin) akan diterbitkan dengan mengacu kepada POJK 37/POJK.04/2018 mengenai layanan urun dana, yang nantinya juga akan mencakup sekuritas. Dalam revisi tersebut, terutama isu plafon dan tenor pembiayaan serta pengaturan akan pasar sekunder bagi sekuritas melalui platform *blockchain*, diharapkan dapat diselesaikan sesuai dengan kebutuhan pengembangan dan penguatan sektor keuangan syariah serta memenuhi kebutuhan pembiayaan UMKM. Selain itu, melalui revisi regulasi tersebut dan pengaturannya terhadap pasar sekunder, diharapkan dapat mengamplifikasi peran dan fungsi Smart Sukuk dalam pembiayaan UMKM dan pendalaman industri keuangan syariah melalui: (i) peningkatan akses kepada institusi keuangan yang lebih luas dan besar; (ii) peningkatan akses pendanaan kepada instrumen keuangan yang lebih besar dan beragam; dan (iii) perluasan basis sumber pendanaan (*investor*) yang beragam dan lebih luas (*terklaster per kawasan, lintas batas maupun lintas negara (passporting)*). Melalui amplifikasi peran dan fungsi Smart Sukuk tersebut, diharapkan pembiayaan kepada UMKM dapat dieskalasi dan sekaligus memperdalam sektor keuangan syariah.

Mengenai isu perpajakan, belum terdapat perlakuan perpajakan apapun terhadap Smart Sukuk sehingga penelaahan terhadap implikasi perpajakan terhadap instrumen Smart Sukuk belum dapat dilakukan. Namun demikian, merujuk pada rezim perpajakan yang telah dibahas sebelumnya, penyederhanaan terhadap perlakuan perpajakan terhadap (skema) Smart Sukuk—seperti misal penerapan PPh final—dan penerapan (belanja) insentif perpajakan terhadap skema pendapatan atas layanan jasa keuangan yang dilakukan dapat memberikan dorongan bagi industri tekfin Smart Sukuk untuk berkembang. Selain itu, platform yang digunakan dalam Smart Sukuk juga dapat dijadikan tempat pemungutan pajak atas transaksi yang terjadi dan disetorkan oleh pemilik platform. Kemudian, mengingat terbukanya peluang akan pasar sekunder, pemungutan pajak atas transaksi-transaksi yang terjadi di pasar sekunder dapat diterapkan melalui *smart contract* dan platform yang ada. Mengingat belum adanya penerapan biaya atas layanan jasa keuangan oleh Blossom Finance pada tekfin Smart Sukuk, baik pada proses *underwriting* dan juga pengelolaan aset (AuM), yang dikarenakan masih dalam tahap awal dan relatif kecilnya nilai investasi dan bagi hasil yang ada, insentif perpajakan dapat dipertimbangkan menjadi suatu instrumen untuk mendukung pengembangan tekfin Smart Sukuk²⁵, khususnya dalam hal menarik investasi pada tekfin Smart Sukuk (tekfin dan sukuknya).

²⁵ Biaya investasi platform tekfin sejenis Smart Sukuk sulit ditentukan. Untuk biaya awal pengembangan *blockchain* di sektor keuangan sendiri, bisa mencapai angka sebesar US\$ 200.000 sebagai titik awal investasi (belum memperhitungkan biaya tambahan (*overhead*) lainnya) biaya variabel lainnya). Dalam pengembangan platform *blockchain* keuangan, setidaknya faktor-faktor yang menentukan besaran biaya meliputi (Jain, 2019): (i) tipe industri, seperti sektor keuangan; (ii) kerumitan proyek; (iii) jenis aplikasi yang akan digunakan; (iv) instrumen pihak ketiga yang terlibat/digunakan; (v) kebutuhan sumber

Merujuk kepada risiko yang ada, dengan mempertimbangkan belum adanya regulasi yang mengatur secara spesifik terhadap tekfin Smart Sukuk, saat ini Smart Sukuk merupakan investasi yang relatif berisiko tinggi. Secara umum, dari tujuh risiko yang melekat pada fitur tekfin Smart Sukuk, terdapat satu risiko (risiko likuiditas) yang belum dapat ditelaah dikarenakan belum terdapatnya pasar sekunder. Kemudian terdapat enam risiko lainnya, yang sudah dapat dianalisis pada penerbitan Smart Sukuk oleh BMT Bina Ummah. Dari keenam risiko tersebut terdapat empat risiko, yaitu risiko harga, risiko tingkat pengembalian, risiko kredit, dan risiko kepatuhan syariah, yang dapat dikaitkan dengan beberapa ketentuan dalam regulasi—walau tidak secara langsung²⁶—dalam mengelola risiko-risiko tersebut. Untuk risiko kredit sendiri, dibutuhkan upaya peningkatan formalitas terhadap tekfin Smart Sukuk untuk meningkatkan *trust* masyarakat terhadap tekfin Smart Sukuk (Hussein, 2019). Formalitas dan *trust* masyarakat ini diperlukan guna meningkatkan cakupan, manfaat dan optimalisasi peran dan fungsi Smart Sukuk, salah satunya dengan dapat diterapkannya tenor pembiayaan yang lebih panjang dengan metode *amortizing matched* untuk lebih jauh meringankan beban (menekan biaya atau cicilan) bagi UMKM. Khusus mengenai isu *trust*, Blossom Finance memainkan peran penting dengan membangun suatu sistem penilaian terhadap BMT yang akan menjadi emiten Smart Sukuk. Sementara itu, untuk risiko nilai tukar, walau risiko tersebut telah melekat pada Smart Sukuk melalui keberadaan investor luar negeri, namun belum terdapat pengaturannya.

Kemudian, terhadap risiko yang melekat pada *blockchain* yang sudah dibahas sebelumnya sebagai platform tekfin, khususnya *blockchain Ethereum (public blockchain)* yang digunakan oleh Blossom Finance, terdapat beberapa isu yang patut dicermati. Terhadap risiko yang melekat tersebut, terdapat beberapa solusi yang ditawarkan, di antaranya (Hussein, 2019):

1. Inisiatif kebijakan (kerangka regulasi dan hukum) yang mengaitkan antara dimensi legalitas dengan *smart contract* dan pengakuan atas aset Smart Sukuk yang ada
2. Inisiatif dukungan kebijakan penguatan supervisi *market conduct* dari tekfin dan kontrol terhadap perijinan usaha terkait *Smart Sukuk*;
3. Peningkatan literasi dan edukasi terhadap tekfin, khususnya *blockchain*;
4. Formalisasi secara institusional terhadap pengembangan ekosistem *blockchain* dan ramifikasi yang menyertainya (keahlian, sumber daya manusia, sertifikasi, lembaga pelatihan dan lain-lain).

Melalui analisis di atas, tekfin Smart Sukuk dapat dikatakan masih berisiko tinggi dikarenakan belum adanya regulasi atau model kebijakan yang komprehensif. Terdapat kebutuhan untuk mengisi ruang kebijakan dalam konteks pengembangan tekfin Smart Sukuk. Begitu juga pada konteks pengembangan Smart Sukuk dalam pembiayaan UMKM dan pendalaman sektor keuangan. Terdapat urgensi untuk mengisi ruang kebijakan yang diperlukan guna meningkatkan kinerja Smart Sukuk dan menekan (mengelola) risiko yang ada terhadap skema bisnis dan tata kelola. Secara khusus mengenai *blockchain* dan Smart Sukuk sebagai aset pada platform tersebut, diperlukan kebijakan-kebijakan terhadap *blockchain* sebagai platform tekfin (Smart Sukuk) yang mendukung Smart Sukuk sebagai suatu *asset class* melalui berbagai kerangka acuan (regulasi) yang ada. Dukungan kebijakan Smart Sukuk sebagai *asset class* tersebut juga dapat mengamplifikasi peran

daya manusia; (vi) biaya (dinamika) proses yang terjadi; (vii) kerangka *project management* yang digunakan; (viii) integrasi berkelanjutan dari program-program yang ada; dan (ix) perawatan.

²⁶ Melalui POJK 37/POJK.04/2018 yang mengatur hal-hal yang terkait dengan risiko-risiko pada tekfin layanan urun dana (ECF).

tekfin Smart Sukuk dalam menarik investor, dan di satu sisi menyederhanakan proses bisnis sukuk (secara umum), mempermudah dan memperluas akses kredit, serta menyediakan sumber pendanaan murah bagi UMKM. Hal ini pada akhirnya mendukung pendalaman sektor keuangan yang juga disertai dengan *underlying asset* (transaksi) yang kuat pada sektor riil.

F. Penutup dan Rekomendasi

Tekfin Smart Sukuk merupakan hal yang relatif baru dan membawa banyak peluang pengembangan bagi pembiayaan UMKM dan pendalaman sektor keuangan. Melalui identifikasi peluang dan risiko yang ada, terdapat ruang-ruang intervensi kebijakan yang perlu dilakukan, serta ruang-ruang penelitian atau kajian lanjutan terhadap tekfin Smart Sukuk. Tekfin Smart Sukuk sendiri secara ekosistem, aplikasi dan infrastruktur belum cukup berkembang dan membuka ruang penerapan di tingkat institusi yang lebih tinggi dari BMT (misal, pemerintah daerah, perbankan atau korporasi lainnya). Hal ini merupakan peluang dalam meningkatkan jangkauan, efisiensi dan efektivitas sukuk sebagai instrumen keuangan (pembiayaan) syariah dan pendalaman keuangan syariah, sekaligus memberikan tantangan yang harus segera diselesaikan bagi otoritas atau regulator dalam melakukan diferensiasi tata kelola yang *prudent*, yang tidak lagi sekedar mendasarkan pada tekfin semata. Sementara, hasil temuan kajian ini menunjukkan bahwa tekfin Smart Sukuk beserta fitur-fitur serta peran dan fungsinya dapat meningkatkan pendanaan bagi UMKM sekaligus meningkatkan pendalaman sektor keuangan di Indonesia. Pada skala Smart Sukuk terhadap pembiayaan UMKM, diperlukan kebijakan-kebijakan yang cermat guna mendapatkan hasil yang optimal melalui penguatan karakter Smart Sukuk dalam memainkan peran dan fungsinya, dan lebih jauh, memperdalam sektor keuangan dengan pengelolaan risiko yang baik. Berdasarkan kesimpulan tersebut, terdapat beberapa rekomendasi kebijakan sebagai berikut.

Rekomendasi Kebijakan

Merujuk kepada hasil identifikasi yang ada, terdapat peluang rekomendasi kebijakan dalam koridor skema bisnis tekfin Smart Sukuk dan dalam koridor tata kelola.

1. Perluasan skema bisnis: eskalasi ekosistem tekfin Smart Sukuk melalui *linkage program*

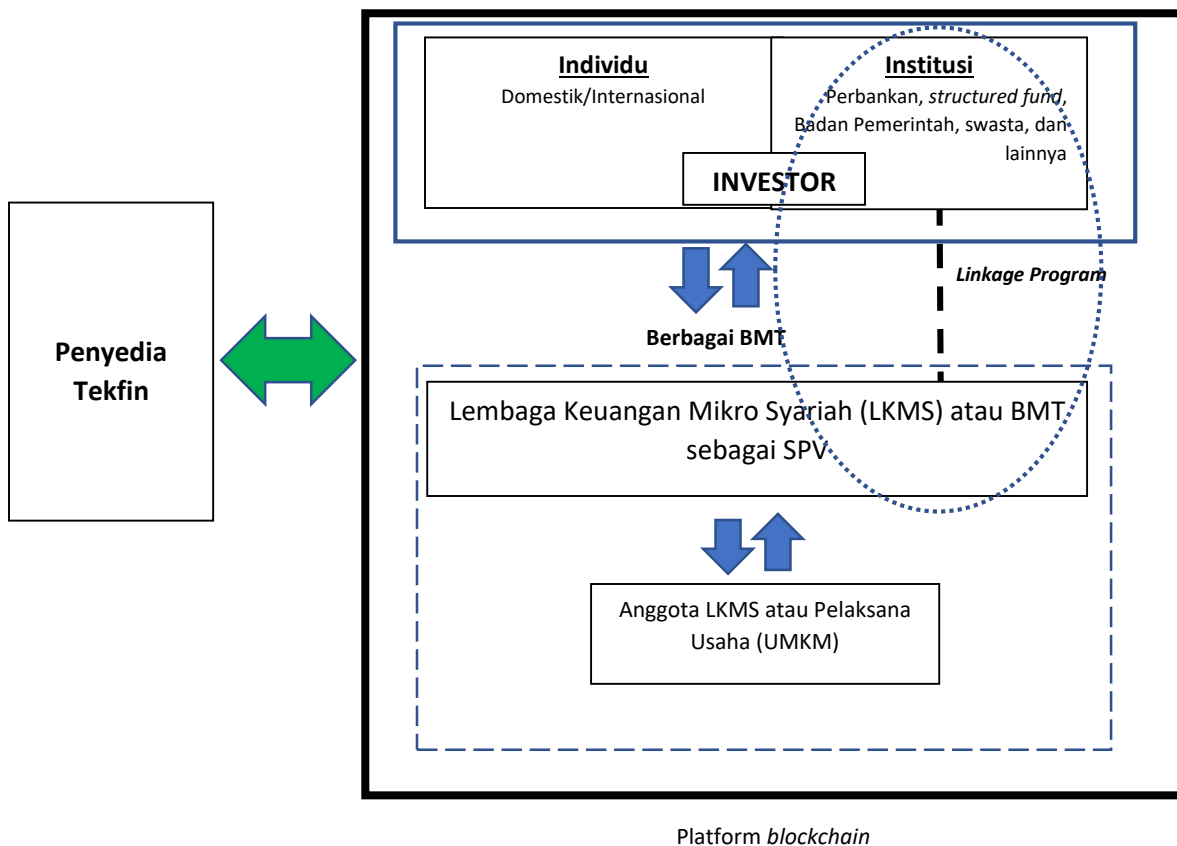
Berdasarkan hasil pembahasan, peran dan fungsi tekfin Smart Sukuk dapat diamplifikasi melalui *linkage program* (keterhubungan) antara ekosistem tekfin Smart Sukuk dengan perbankan dan institusi keuangan lainnya (Gambar 7). *Linkage program* antara ekosistem Smart Sukuk dengan perbankan dan institusi keuangan lainnya merupakan strategi penting dalam upaya mengeskalisasi peran dan fungsi Smart Sukuk, khususnya bagi pembiayaan UMKM. *Linkage program* tersebut bisa dijalankan dengan berbagai skema (akad syariah) yang adil bagi kedua pihak dan dapat dimodifikasi sesuai dengan model bisnis yang ditawarkan. Seperti misal, dalam skema pada Gambar 7, LKMS berperan sebagai *special purpose vehicle* (SPV) untuk menerbitkan sukuk dan menyerap likuiditas bank atau institusi keuangan syariah (*rabbul maal*) yang disalurkan kepada anggota LKMS (*mudharib*). Selain itu, Smart Sukuk mewakili proyek atau kegiatan yang dikelola berdasarkan prinsip Mudarabah dengan menunjuk salah satu mitra atau orang lain sebagai *mudharib* (pelaku UMKM).

Linkage program tidak hanya menjembatani antara lembaga keuangan mikro syariah (LKMS) atau BMT dengan institusi keuangan sebagai sumber pendanaan/pembiayaan yang besar, namun juga akan membuka pengembangan produk-produk keuangan lainnya sebagai

bentuk pendalaman keuangan syariah. Selain itu, secara khusus, perbankan syariah yang merupakan lembaga keuangan syariah pengelola wakaf uang (LKSPWU) juga dapat menjembatani sektor dana sosial keagamaan dengan sektor riil, seperti praktik wakaf uang terdahulu (Cizakca, 2004)

Model tekfin Smart Sukuk ini dapat disinergikan dan diaplikasikan dengan program Pemerintah. Sinergi tersebut berupa program dukungan Pemerintah terhadap UMKM melalui fungsi Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara (APBN), yang saat ini lebih dielaborasi dari sisi belanja terhadap skema tekfin Smart Sukuk. Rincian dari kebijakan tersebut adalah sebagai berikut:

- a. Pemerintah melalui Pusat Investasi Pemerintah (PIP) dengan Program Pembiayaan Ultra Mikro-nya dapat mengembangkan UMKM yang berada di dalam programnya dalam suatu kerangka ekosistem dan menggunakan skema tekfin Smart Sukuk dalam proses bisnisnya. Pembuatan dan pengembangan ekosistem dapat dilakukan secara mandiri dengan melibatkan jasa penyedia layanan atau pihak ketiga, baik melalui badan swasta atau Badan Usaha Milik Negara (BUMN), seperti misal Perusahaan Umum Percetakan Uang Republik Indonesia (Peruri). Selain itu, Pemerintah dapat memandatkan langsung bagi institusi keuangan syariah BUMN atau pengelola dana sosial keagamaan milik negara untuk berpartisipasi dalam platform tersebut dalam bentuk *linkage program*;



Gambar 7. Skema Perluasan Tekfin Smart Sukuk

- b. Pemerintah melalui APBN menyediakan platform *blockchain* untuk sektor keuangan syariah (baik secara mandiri atau melalui pihak ketiga), menyediakan acuan kerangka syariah (token atau *smart contract*), dan terbuka bagi semua pihak dalam pemanfaatannya. Secara khusus Pemerintah juga memandatkan PIP untuk mengembangkan UMKM dan programnya melalui platform tersebut dan membuka kebijakan *linkage program*;
- c. Pemerintah dapat bekerja sama dengan negara tertentu yang memiliki sistem keuangan syariah yang kuat, untuk secara bersama mengembangkan platform *blockchain* sektor keuangan yang mengakomodasi tekfin sukuk syariah dan secara bersamaan menyusun kerangka kerja sama (membuka keran investasi dua arah) melalui platform tersebut yang mengizinkan investasi lintas batas dari masing-masing masyarakat negara untuk berpartisipasi dalam pengembangan UMKM halal melalui pembiayaan tekfin Smart Sukuk. Dalam kerangka kerja sama tersebut, Pemerintah dapat mewakili kepada institusi yang berwenang dalam melakukan kerja sama keuangan internasional.

2. Kepastian tata kelola: penerbitan peraturan tekfin Smart Sukuk

Terkait dengan tata kelola, rekomendasi kebijakan yang dapat diusulkan adalah penerbitan peraturan-peraturan, setingkat POJK dan Peraturan Menteri Keuangan (PMK) yang mengatur tekfin Smart Sukuk secara spesifik sebagai instrumen keuangan. Adapun peraturan tersebut, setidaknya harus mampu menjawab isu-isu yang muncul pada deskripsi tekfin Smart Sukuk yang telah dilakukan, yang meliputi:

- a. Penerapan supervisi terhadap *market conduct* terhadap Smart Sukuk;
- b. Menjelaskan atau memberikan koridor bisnis tekfin Smart Sukuk beserta skema atau akad-akadnya secara jelas, serta mendudukan peran dan fungsi dari masing-masing *stakeholder* (ekosistem) dengan jelas dan sesuai dengan fitur tekfin dan karakter sukuk itu sendiri. Hal ini diperlukan guna memastikan efektifitas kegiatan urun dana dan minimalisasi biaya transaksi;
- c. Mendukung pengembangan tekfin Smart Sukuk dengan mengakomodasi *linkage program* dalam proses bisnis tekfin Smart Sukuk yang didukung dengan penyesuaian kerangka regulasi yang ada dalam institusi (sistem) keuangan syariah. Selain itu, *linkage program* tersebut juga disertai pengaturan yang membuka peluang plafon pembiayaan yang lebih besar serta tenor pembiayaan yang lebih lama dari peraturan yang ada saat ini;
- d. Mendukung pengembangan *blockchain* dalam praktik tekfin Smart Sukuk dengan mengakui Smart Sukuk sebagai *asset class* yang didukung oleh suatu *underlying asset* dan juga pengaitan dimensi legalitas terhadap *smart contract* (formalitas *smart contract*). Selain itu, dalam hal ini, pengaturan terhadap tekfin Smart Sukuk dapat diarahkan untuk membuka ruang perdagangan bagi Smart Sukuk sebagai aset (baik secara lokal maupun lintas batas) dan membuka keran investasi bagi UMKM di berbagai klaster halal sebagai *linkage* pembiayaan terhadap industri atau UMKM halal;
- e. Inisiatif upaya literasi (pengenalan) dan edukasi (pendalaman lebih jauh) bagi pengambil kebijakan dan pelaku keuangan terhadap *blockchain* dan aset-aset yang menyertainya dalam kerangka tekfin;
- f. Memberikan insentif perpajakan bagi penyedia jasa layanan keuangan tekfin Smart Sukuk dalam rentang waktu tertentu sampai industri tekfin Smart Sukuk cukup matang untuk diterapkan perlakuan perpajakan;
- g. Memberikan batasan-batasan dan kekuatan pengawasan guna memitigasi atau menekan risiko-risiko yang melekat pada tekfin Smart Sukuk dan mengurangi sebanyak mungkin risiko *moral hazard* yang ada pada tekfin Smart Sukuk.

DAFTAR PUSTAKA

- Acuris. (2018, September 12). *Berkeley working to finalize first-ever blockchain microbond issuance*. Dipetik dari Acuris: <https://www.acuris.com/berkeley-working-finalize-first-ever-blockchain-microbond-issuance> pada 4 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Annur, C. M. (2019, Juni 28). *Survei PwC: 74% UMKM Belum Dapat Akses Pembiayaan*. Dipetik dari Katadata.co.id: <https://katadata.co.id/desysetyowati/digital/5e9a5182d753a/survei-pwc-74-umkm-belum-dapat-akses-pembiayaan> pada 9 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Asosiasi Fintech Indonesia. (2020). *Fintech Education: Klik / Sentuh / Tekan: A new normal layanan keuangan masa depan?* Jakarta: Asosiasi Fintech Indonesia
- Baker McKenzie. (2020, May 22). *Helmy, Hamza & Partners Advises on the First Issuance Program of Short-Term Securitization Bonds for a Microfinance Loan Portfolio in Egypt*. Dipetik dari Baker McKenzie: <https://www.bakermckenzie.com/en/newsroom/2020/05/hhp-egypt-microfinance-loan-portfolio> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- BitDegree. (2020, Juli 07). *What Is a Smart Contract and How Does it Work?* Dipetik dari BiDegree: <https://www.bitdegree.org/tutorials/what-is-a-smart-contract/> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Blossom Finance. (2020). *Aplikasi Sukuk-Mikro di Indonesia*. Jakarta: Blossom Finance.
- Blockchain.com. (2020, September 28). *What is an ERC20 token?* Dipetik dari Blockchain.com: <https://support.blockchain.com/hc/en-us/articles/360027491872-What-is-an-ERC20-token-> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- BMT Bina Ummah. (2020, Agustus 19). *Kolaborasi dengan Fintech Syariah: Sharing Pengalaman Penerbitan Sukuk Mikro. Potensi Pengembangan Sukuk Mikro*. Jakarta Pusat, DKI Jakarta, Indonesia: BMT Bina Ummah.
- Cambridge University. (2017, Oktober 01). *Individual Investors in the SME Micro Bond Market*. Dipetik dari Cambridge Endowment for Research in Finance (CERF): <https://www.cerf.cam.ac.uk/funded-projects/completed-projects/completed-projects/individual-investors-sme> pada 4 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2012). *Benchmarking Financial Systems around the World. Policy Research Working Paper*, 1-56.
- Cizakca, M. (2004, Juni). *Ottoman Cash Waqfs Revisited: The Case of Bursa 1555-1823*. Dipetik dari Semantic Scholar: https://pdfs.semanticscholar.org/434b/3540adbe0844794c2e9836251952b3f5f16f.pdf?_ga=2.97326173.393805751.1601537897-1629924896.1601537897 pada 4 September 2020 pukul 09.00 WIB
- CNBC Indonesia. (2020, September 29). *Tembus Rekor Rp 26 T, Sukuk Ritel SR013 Diborong Milenial*. Dipetik dari CNBC Indonesia: <https://www.cnbcindonesia.com/investment/20200929131141-21-190247/tembus-rekor-rp-26-t-sukuk-ritel-sr013-diborong-milenial> pada 30 desember 2020 pukul 09.00 WIB

- Cointelegraph. (2019, Desember 24). *China Issuing Bonds on Blockchain Is a Sign of What's to Come*. Dipetik dari Cointelegraph: <https://cointelegraph.com/news/china-issuing-bonds-on-blockchain-is-a-sign-of-whats-to-come> pada 4 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Copigneaux, B., Vlasov, N., Bani, E., Tcholtchev, N., Lämmel, P., Fuenfzig, M., . . . Frazzani, S. (2020). *Blockchain for supply chains and international trade*. Brussels: Secretariat of the European Parliament.
- De, N. (2018, Agustus 24). *The World Bank has exceeded its \$73 million goal for its upcoming blockchain bond by \$8 million, according to a new announcement*. Dipetik dari Coindesk: <https://www.coindesk.com/world-banks-blockchain-bond-experiment-raises-81-million> pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- Deloitte. (2020). *What is digital economy? Unicorns, transformation and the internet of things*. Dipetik dari Deloitte: <https://www2.deloitte.com/mt/en/pages/technology/articles/mt-what-is-digital-economy.html> pada tanggal 29 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Dewi, N. (2011). Mengurai Masalah Pengembangan Sukuk Korporasi Indonesia Menggunakan Analytical Network Process. *Tazkia Islamic Finance and Business Review Vol. 6 (2)*, 138-167.
- DSN MUI. (2020). *Akad Mudharabah*. Dipetik dari Fatwa DSN MUI: <https://dsnmu.or.id/kategori/fatwa/?s=mudharabah> pada tanggal 29 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Ekberg, J., Chowdhuri, R., Soejachmoen, M. P., & Hermanus, B. (2015). *Financial Deepening in Indonesia: Funding Infrastructure Development-Catalyzing Economic Growth*. Singapura: Oliver Wyman and Mandiri Institute.
- Endri. (2009). Permasalahan Pengembangan Sukuk Korporasi di Indonesia Menggunakan Metode Analytical Network Process (ANP). *Jurnal Keuangan dan Perbankan, Vol. 13 (3)*, 359–372
- European Bank for Reconstruction and Development. (2020, July). *EBRD Social Bonds*. Dipetik dari European Bank for Reconstruction and Development: <https://www.ebrd.com/social-bond-presentation.pdf> pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- European Commission. (2020, Maret 03). *EU boosts financing for Italian SMEs with €30 million from European Investment Fund*. Dipetik dari European Commission: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_378 pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- Feller, G. (2020, Juni 8). *The Case for Microbonds: A financial tool that could help cities achieve a sustainable fiscal recovery*. Dipetik dari City Journal: <https://www.city-journal.org/community-microbonds-fiscal-recovery> pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- Haryanti, D. M., & Hidayah, I. (2019, Juli 29). *Potret UMKM Indonesia: Si Kecil yang Berperan Besar*. Dipetik dari UMKM Indonesia: <https://www.ukmindonesia.id/baca-artikel/62#:~:text=Kementerian%20Koperasi%20dan%20UKM%20RI,01%25%20atau%20sekitar%205400%20unit.> pada 9 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Hussein, E. (2019). *Blockchains for Islamic finance: Obstacles & Challenges*. Munich: University Library of Munich.

- Hyejin, K., Sefcik, J. S., & Bradway, C. (2017). Characteristics of Qualitative Descriptive Studies: A Systematic Review. *Res Nurs Health Vol. 40 (1)*, 23-42.
- International Finance Corporation. (2010). *Serving the Needs of Indonesian SMEs: Main Findings*. Jakarta: International Finance Corporation.
- International Investment. (2019, Oktober 22). *Indonesia issues world's first blockchain sukuk*. Dipetik dari International Investment: <https://www.internationalinvestment.net/news/4006149/indonesia-issues-world-blockchain-sukuk> pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- International Islamic Financial Market. (2016). *Sukuk Report: A Comprehensive Study of the Global Sukuk Market 5th Edition*. Manama: International Islamic Financial Market.
- Islamic Finance Foundation. (2019). *Global Sukuk Data*. Manchester: Islamic Finance Foundation.
- Jain, A. (2019, Oktober 16). *Blockchain App Development Cost Breakdown in 2020*. Dipetik dari Oyelabs: <https://oyelabs.com/blockchain-app-development-cost/> pada 4 Agustus 2020 pukul 09.00 WIB
- Kasireddy, P. (2017, December 13). *Fundamental challenges with public blockchains*. Dipetik dari Preethi Kasireddy: <https://www.preethikasireddy.com/post/fundamental-challenges-with-public-blockchains> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Kementerian Keuangan. (2020a). *Posisi Surat Berharga Negara*. Dipetik dari Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko Kementerian Keuangan: <https://www.djppr.kemenkeu.go.id/page/load/22> 30 Oktober 2020 pukul 09.00 WIB
- Kementerian Keuangan. (2020b, Agustus 19). *Potensi Pengembangan Sukuk Mikro*. Jakarta, DKI Jakarta, Indonesia: Kementerian Keuangan.
- Kementerian Keuangan. (2020c). *Peran Keuangan Digital dalam Percepatan Pemulihan Ekonomi Nasional: Fintech Visionary Talk*. Jakarta: Kementerian Keuangan.
- Kemp, S. (2020, Februari 18). *Digital Indonesia: 2020*. Dipetik dari Datareportal: <https://datareportal.com/reports/digital-2020-indonesia> pada tanggal 30 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Khatri, Y. (2018, Oktober 25). *Microfinance Firm Plans Issuance of Shariah-Compliant Blockchain Bonds*. Dipetik dari Coindesk: <https://www.coindesk.com/microfinance-firm-plans-issuance-of-shariah-compliant-blockchain-bonds> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Kompas.com. (2019, Mei 16). *APJII: Jumlah Pengguna Internet di Indonesia Tembus 171 Juta Jiwa*. Dipetik dari Kompas.com: <https://tekno.kompas.com/read/2019/05/16/03260037/apjii-jumlah-pengguna-internet-di-indonesia-tembus-171-juta-jiwa> pada 8 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Kurniawati, D. D. (2015). *Analisis Perkembangan Sukuk (Obligasi Syariah) dan Dampaknya bagi Pasar Modal Syariah*. Surabaya: Universitas Negeri Surabaya.
- Leong, K., & Sung, A. (2018). FinTech (Financial Technology): What is It and How to Use Technologies to Create Business Value in Fintech Way? *International Journal of Innovation, Management and Technology, Vol. 9 (2)*, 74-78.

- Mintrom, M. (2012). *Contemporary Policy Analysis*. Oxford: Oxford University Press.
- Mode Finance. (2019, Maret 06). *Mini-bonds for SMEs: how rating improves the market placement*. Dipetik dari Mode Finance: <https://www.modefinance.com/en/blog/2019-03-06-mini-bonds-for-smes-how-rating-improves-the-market-placement> 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Mounira, B. (2020). Blockchain Technology Applications in the Islamic Financial Industry: The Smart Sukuk of Blossom Finance's Platform in Indonesia Model. *Economic Sciences, Management and Commercial Sciences Review Vol. 13 (2)* , 309-325
- Neergaard, M. A., Olesen, F., Andersen, R. S., & Sondergaard, J. (2009). Qualitative description – the poor cousin of health research? *BMC Medical Research Methodology Vol. 9 (52)*, 52-57.
- OJK. (2020a). *Statistik Sukuk Syariah - Juli 2020*. Dipetik dari Otoritas Jasa Keuangan: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/syariah/data-dan-statistik/data-produk-obligasi-syariah/Pages/-Statistik-Sukuk-Syariah---Juli-2020.aspx> pada 3 September 2020 pukul 09.00 WIB
- OJK. (2020b). *Fintech ECF sebagai Salah Satu Alternatif Pendanaan UMKM*. Jakarta: OJK.
- OJK. (2020c). *A New Normal of Financial Services: The Rising of Fintech*. Jakarta: OJK.
- OJK. (2020d). *Statistik Fintech Lending Periode November 2020*. Dipetik dari OJK: <https://www.ojk.go.id/id/kanal/iknb/data-dan-statistik/fintech/Pages/-Statistik-Fintech-Lending-Periode-November-2020.aspx> pada tanggal 30 Desember 2020 pukul 09.00
- Paris Europlace & European Microfinance Network. (2019). *European Microcredit Whitepaper*. Brussels: European Microfinance Network.
- Rachmawati, A. R. (2020, Juni 5). *Baru 12 Persen UMKM Mengakses Layanan Perbankan*. Dipetik dari Pikiran Rakyat: <https://www.pikiran-rakyat.com/ekonomi/pr-01395254/baru-12-persen-umkm-mengakses-layanan-perbankan> pada 9 Desember 2020 pukul 09.00 WIB
- Rahardyan, A. (2020, November 23). *Indonesia Jadi Incaran Investor Halal Dunia, Fintech Syariah Makin Optimistis*. Dipetik dari Bisnis.com: <https://finansial.bisnis.com/read/20201123/231/1321586/indonesia-jadi-incaran-investor-halal-dunia-fintech-syariah-makin-optimistis> pada tanggal 30 Desember 2020 pukul 09.00
- Razak, S. S., Saiti, B., & Dinç, Y. (2019). The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. *Borsa Istanbul Review Vol. 19 Supplement 1*, 21-33
- REDmoney. (2018). *IFN Indonesia Report 2018*. Kuala Lumpur: REDmoney.
- Republika.co.id. (2020, September 15). *Animo Investor Milenial Terhadap Sukuk Meningkat*. Dipetik dari Republika.co.id: <https://republika.co.id/berita/qgp733370/animo-investor-milenial-terhadap-sukuk-meningkat> pada tanggal 30 Desember 2020 pukul 09.00
- Sakti, A. (2013). Pemetaan Kondisi dan Potensi BMT: Kemitraan dalam rangka Memperluas Pasar & Jangkauan Pelayanan Bank Syariah kepada Usaha Mikro . *Jurnal al-Muzara'ah, Vol. 1 (1)*, 1-18
- Sandelowski, M. (2000). Focus on Research Methods-Whatever Happened to Qualitative Description? *Research in Nursing & Health Vol. 23 (4)*, 334-340.

- Shaikh, S., & Zaka, F. (2019). Blockchain Sukuk-Financing. *FinanceCom: International Workshop on Enterprise Applications, Markets and Services in the Finance Industry* (pp. 66–76). Manchester: Springer.
- Sholihin, A. I. (2010). *Buku Pintar: Ekonomi Syariah*. Jakarta: PT Gramedia.
- Sitharam, S., & Hoque, M. (2016). Factors affecting the performance of small and medium enterprises in KwaZulu-Natal, South Africa. *Problems and Perspectives in Management Vol. 14 (2)*, 277-288 and 258.
- Tracy, P. (2020, September 30). *What are Underwriting Fees?* Dipetik dari InvestingAnswers: <https://investinganswers.com/dictionary/u/underwriting-fees> pada 4 September 2020 pukul 09.00 WIB
- Usman, S., Suharyo, W. I., Sulaksono, B., Mawardi, M. S., Toyamah, N., & Akhmadi. (2004). *Keuangan Mikro untuk Masyarakat Miskin: Pengalaman Nusa Tenggara Timur*. Jakarta: Lembaga Penelitian SMERU.
- Zaka, F., & Shaikh, S. E. (2019). Blockchain for Islamic Financial Services Institutions: The Case of Sukuk Financing. Dalam A. Rafay, *FinTech as a Disruptive Technology for Financial Institutions* (pp. 241-262). Hershey: IGI Global .