
MODEL SUKUK DAERAH BERBASIS AKAD SYARIAH UNTUK PEMBIAYAAN INFRASTRUKTUR EKONOMI DAN SOSIAL DALAM KERANGKA DESENTRALISASI FISKAL DI INDONESIA

Syahbudin Rahman¹

Dosen Prodi Manajemen Keuangan Syariah, IAI PERSIS Garut

✉ syahbudinrahman@iaipersisgarut.ac.id

Received: 2026-06-07; Accepted: 2026-06-23; Published: 2026-06-26

ABSTRAK

Desentralisasi fiskal di Indonesia masih terkendala oleh rendahnya kemandirian daerah, yang memicu defisit pembiayaan infrastruktur publik. Untuk mengatasi hal ini, studi konseptual ini menawarkan model Sukuk Daerah sebagai alternatif pendanaan lokal. Berdasarkan kajian literatur atas regulasi dan praktik terbaik negara OKI, penelitian ini merekomendasikan akad Ijarah berbasis aset untuk membiayai infrastruktur komersial. Sementara itu, infrastruktur sosial non-komersial diarahkan menggunakan akad Istishna tanpa kupon, Qard Al-Hasan, serta integrasi wakaf. Melalui instrumen syariah bebas bunga ini, daerah diharapkan mampu memobilisasi dana pembangunan secara mandiri sekaligus memperluas opsi kebijakan keuangan Islam di Indonesia.

Kata Kunci: *Sukuk daerah, akad ijarah, desentralisasi fiskal, Belanja modal, infrastruktur*

ABSTRACT

Fiscal decentralization in Indonesia is still hindered by low regional independence, leading to a financing deficit for public infrastructure. To address this issue, this conceptual study proposes the Municipal Sukuk (Sukuk Daerah) model as an alternative local financing instrument. Based on a literature review of regulations and best practices in OIC countries, this research recommends asset-based Ijarah contracts for financing commercial infrastructure. Meanwhile, non-commercial social infrastructure is directed toward using zero-coupon Istishna contracts, Qard Al-Hasan, and waqf integration. Through these interest-free Islamic instruments, local governments are expected to independently mobilize development funds while expanding Islamic finance policy options in Indonesia.

Keywords: *Municipal sukuk, ijarah contract, fiscal decentralization, capital expenditure, infrastructure*

LATAR BELAKANG MASALAH

Sukuk dari Fenomena Global dan Krisis Fiskal Daerah

Sukuk telah berkembang menjadi salah satu instrumen keuangan Islam paling signifikan dalam sistem keuangan global. Sejak penerbitan Sukuk pertama secara luas pada 1990 oleh Shell MDS di Malaysia, pasar Sukuk global tumbuh pesat hingga mencapai total nilai penerbitan USD 205 miliar pada akhir 2024 dengan laju pertumbuhan 40,4%, meningkat dari sekitar USD 193 miliar pada 2023, sementara nilai Sukuk yang beredar (outstanding Sukuk) secara global telah mencapai sekitar USD 902,8 miliar (IIFM, 2025). Pertumbuhan tersebut menunjukkan bahwa Sukuk tetap menjadi salah satu instrumen utama dalam pasar keuangan Islam global. Pada tahun 2025, realisasi penerbitan Surat Berharga Negara (SBN) ritel yang mencakup instrumen Sukuk negara (SBSN) mencapai sekitar Rp153 triliun, menunjukkan tingginya minat investor domestik terhadap instrumen keuangan syariah dan konvensional yang digunakan sebagai sumber pembiayaan APBN (DJPPR Kementerian Keuangan, 2025). Pertumbuhan ini mencerminkan soliditas instrumen keuangan syariah dan kepercayaan pasar yang kian menguat terhadap produk berbasis aset riil yang bebas dari unsur riba.

Dalam perspektif kebijakan fiskal, Sukuk telah melampaui fungsi konvensional sebagai instrumen pembiayaan negara. Di mana penerbitan Sukuk berdampak positif terhadap pertumbuhan ekonomi di negara-negara OKI. Sukuk negara berkontribusi pada peningkatan indikator ekonomi, keuangan, dan kesejahteraan sosial di Malaysia dan Arab Saudi. Lebih jauh, Sukuk tidak hanya relatif lebih efektif dibandingkan instrumen kebijakan moneter konvensional, tetapi juga mampu meningkatkan output riil, lapangan kerja, dan pendapatan masyarakat tanpa menciptakan efek inflasioner (Selim, 2015; Malikov, 2017; Smaoui & Nechi, 2017). Potensi ini menjadikan Sukuk relevan tidak hanya pada level nasional, tetapi juga pada level sub-nasional yaitu pemerintah daerah yang menghadapi tekanan pembiayaan infrastruktur.

Di Indonesia, desentralisasi fiskal yang telah berjalan lebih dari dua dekade sejak berlakunya UU No. 22 Tahun 1999 menghadapi paradoks struktural yang belum terpecahkan. Di sisi pendapatan, peningkatan kewenangan yang diberikan kepada daerah otonom tidak disertai peningkatan sumber daya keuangan yang proporsional (Rahman, 2022). Data terbaru menunjukkan bahwa ketimpangan kemandirian fiskal daerah di Indonesia masih sangat persisten.

Berdasarkan reuiu Indeks Kemandirian Fiskal (IKF) BPK dan analisis fiskal daerah terbaru periode 2023–2024, sekitar 440–451 dari ±499–508 kabupaten/kota (±88%) masih berada dalam kategori “Belum Mandiri”, yang berarti sebagian besar belanja daerah masih sangat bergantung pada transfer pemerintah pusat. Sementara itu, hanya segelintir daerah yang mencapai status “Sangat Mandiri”, dengan Kabupaten Badung Provinsi Bali sebagai contoh tertinggi dengan nilai IKF sekitar 0,87–0,88. Sebaliknya, sejumlah daerah di wilayah timur Indonesia masih memiliki IKF di bawah 0,01–0,05, yang menunjukkan bahwa kontribusi Pendapatan Asli Daerah (PAD) terhadap total belanja daerah masih sangat minimal dan belum mampu menopang kebutuhan fiskal daerah secara mandiri (BPK RI, 2024; NEXT Indonesia Center, 2025).

Di sisi pengeluaran, tantangan fiskal daerah semakin serius. Data Direktorat Jenderal Perimbangan Keuangan Kementerian Keuangan RI menunjukkan bahwa proporsi belanja modal kabupaten/kota terhadap total APBD mengalami penurunan dari sekitar 32% pada 2016 menjadi 14% pada 2020, sementara belanja pegawai relatif stagnan pada kisaran 33–35% dan belanja barang/jasa meningkat dari 21% menjadi 25% (DJPK Kementerian Keuangan RI, 2021). Tren ini mengindikasikan adanya pergeseran struktur belanja daerah yang cenderung kurang produktif terhadap pembangunan infrastruktur publik. Kondisi tersebut semakin diperburuk oleh penyesuaian Transfer ke Daerah (TKD) dalam APBN 2025 yang berdampak pada penurunan alokasi Dana Alokasi Khusus (DAK) Fisik sebagai sumber utama pembiayaan infrastruktur daerah (Kementerian Keuangan RI, 2025).

Dalam kerangka ini, Sukuk Daerah muncul sebagai alternatif pembiayaan yang tidak hanya sesuai prinsip syariah, tetapi juga secara konseptual mampu menjawab defisit kapasitas fiskal daerah. Berbeda dari pinjaman daerah yang berbasis bunga, Sukuk Daerah memungkinkan mobilisasi dana pembangunan dari sumber berbasis penyertaan (equity-based), sehingga mengurangi beban utang berbunga dalam APBD. Walaupun praktik penerbitan Sukuk daerah telah eksis di Malaysia (Pemerintah Kota Pasir Gudang, senilai 80 juta ringgit) dan Jerman (Negara Bagian Saxony-Anhalt, senilai 100 juta euro), hingga saat ini belum ada satu pun pemerintah daerah di Indonesia yang menerbitkan Sukuk daerah (Fauziah Ulfah, 2023).

Berdasarkan identifikasi masalah ini, maka tujuan utama studi ini, yaitu: a) merancang model struktur Sukuk Daerah berbasis akad syariah untuk pembiayaan infrastruktur ekonomi yang bersifat komersial dan menghasilkan pendapatan; dan b) merancang model struktur Sukuk Daerah alternatif untuk pembiayaan infrastruktur

sosial yang bersifat non-komersial dengan mengintegrasikan instrumen keuangan sosial Islam.

Literatur mengenai Sukuk di Indonesia telah berkembang pesat dalam satu dekade terakhir. Namun, jika dipetakan secara sistematis, terdapat celah yang belum terjawab secara memadai. Pertama, dominasi kajian pada level sovereign dan korporasi. Sebagian besar penelitian Sukuk Indonesia berfokus pada Surat Berharga Syariah Negara (SBSN), Sukuk korporasi, atau Sukuk ritel, yang meliputi pengembangan SBSN, faktor makroekonomi Sukuk korporasi, dan minat investor Sukuk ritel (Erna Apriani et al., 2023; Laila, 2019; Slamet et al., 2023). Kajian pada level sub-nasional (pemerintah daerah) masih sangat minim dibandingkan besarnya potensi dan urgensi yang ada.

Kedua, kajian Sukuk daerah yang ada masih terfokus pada hambatan, bukan model. Penelitian paling mutakhir dan komprehensif mengenai Sukuk daerah Indonesia dilakukan oleh Mawardi et al. menggunakan metode Analytic Network Process (ANP) dengan empat kelompok responden, yaitu pemerintah daerah, akademisi, praktisi, dan regulator. Mereka menemukan bahwa elemen dengan skor hambatan tertinggi adalah lemahnya komitmen pemerintah daerah akibat pergantian kepemimpinan setiap lima tahun, dan merekomendasikan regulasi khusus serta dukungan pemerintah pusat sebagai solusi prioritas (Mawardi et al., 2022). Hambatan lainnya adalah regulasi dan kelembagaan (Harimurti & Zaky, 2020). Selain itu Ulfah (2023) menganalisis strategi penerbitan Sukuk daerah untuk green infrastructure di DKI Jakarta menggunakan matriks SWOT-EFAS-IFAS, dan merekomendasikan pembuatan peraturan turunan dari POJK No. 63/2017 (Fauziah Ulfah, 2023). Namun, tidak satu pun penelitian tersebut mengembangkan model struktural akad Sukuk yang terdiferensiasi berdasarkan tipologi infrastruktur sebagai solusi implementatif.

Ketiga, belum ada kajian yang mengintegrasikan perkembangan regulasi terbaru. Terbitnya PP No. 1 Tahun 2024 tentang Hubungan Keuangan Pusat dan Daerah merupakan perkembangan regulasi yang belum dikaji dalam literatur yang ada. PP tersebut secara eksplisit mendefinisikan Sukuk Daerah sebagai "surat berharga berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti atas bagian penyertaan aset Sukuk Daerah yang diterbitkan oleh Pemerintah Daerah" dan mengamanatkan penerbitan Peraturan Menteri teknis mengenai tata cara penerbitannya, sebuah peluang regulasi baru yang belum direspons oleh literatur akademis.

Berdasarkan celah tersebut di atas, studi ini memberikan tiga kontribusi bagi literatur yaitu: a) menawarkan kontribusi yang belum ada dalam literatur Sukuk

daerah Indonesia model struktur akad Sukuk Daerah yang komprehensif dan terdiferensiasi berdasarkan tipologi infrastruktur komersial dan non-komersial); b) mengintegrasikan instrumen keuangan sosial Islam (Qard Al-Hasan) dan Wakaf ke dalam kerangka pembiayaan infrastruktur sosial non-komersial, sebagai inovasi yang belum dieksplorasi dalam kajian Sukuk daerah sebelumnya; dan c) mengontekstualisasikan model pada kerangka regulasi terbaru, UU No. 1 Tahun 2022 Tentang Hubungan Keuangan Antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah yang membuka peluang implementasi baru.

LANDASAN TEORI DAN PENGEMBANGAN HIPOTESIS

Desentralisasi Fiskal

Teori desentralisasi fiskal bertumpu pada argumen efisiensi alokasi, tesis utamanya adalah bahwa pemerintah sub-nasional memiliki informasi yang lebih baik tentang preferensi dan kebutuhan lokal, sehingga penyediaan barang publik oleh pemerintah daerah akan lebih efisien secara ekonomi dibandingkan penyediaan terpusat, terutama dalam federasi dengan daerah yang heterogen (Oates, 1993). Argumen ini kemudian diperkuat oleh Weingast yang menambahkan dimensi market-preserving federalism, di mana dalam pengaturan terdesentralisasi, persaingan fiskal antar daerah membatasi kemampuan pemerintah untuk mengeksploitasi sektor swasta, sehingga mendorong efisiensi ekonomi (Weingast, 1995).

Musgrave dan Musgrave meletakkan tiga dimensi normatif kebijakan keuangan publik (efisiensi, stabilitas makroekonomi, dan keadilan) yang menjadi standar evaluasi desentralisasi fiskal (Musgrave & Musgrave, 1989). Dalam konteks Indonesia, Bird dan Vaillancourt mengidentifikasi tiga modalitas desentralisasi fiskal, yaitu: dekonsentrasi (pelepasan tanggung jawab ke instansi vertikal), delegasi (daerah bertindak sebagai perwakilan pusat), dan devolusi (pengalihan kewenangan penuh termasuk keputusan tentang apa yang perlu dikerjakan) (Bird & Vaillancourt, 2000). Desentralisasi fiskal Indonesia sejak UU No. 33/2004 pada dasarnya berada di antara delegasi dan devolusi, dengan desain yang lebih menekankan desentralisasi pengeluaran ketimbang pendapatan. Kondisi ini diidentifikasi sebagai akar ketergantungan fiskal daerah (Saragih, 2003).

Perkembangan terbaru dalam kerangka regulasi desentralisasi fiskal Indonesia adalah terbitnya UU No. 1 Tahun 2022 tentang Hubungan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah (HKPD), yang merumuskan empat pilar reformasi, yaitu: pengurangan ketimpangan vertikal dan horizontal, peningkatan kualitas belanja daerah, penguatan local taxing power, dan harmonisasi belanja pusat-

daerah (Kementerian Keuangan RI, 2022). Terbitnya UU HKPD dan PP No. 1 Tahun 2024 sebagai regulasi pelaksanaannya (secara eksplisit mengatur Sukuk Daerah sebagai instrumen pembiayaan daerah) menandai babak baru yang membuka ruang implementasi bagi instrumen yang dikaji studi ini.

Sukuk dan Klasifikasi Struktur Akad

Sukuk didefinisikan oleh sebagai "sertifikat dengan nilai yang sama yang mewakili bagian tidak terbagi dalam kepemilikan aset berwujud, hasil, dan layanan atau aset proyek tertentu atau kegiatan investasi khusus." Definisi ini menegaskan tiga prinsip fundamental yang membedakan Sukuk dari obligasi konvensional: kewajiban adanya underlying asset yang riil, kepemilikan bersama (undivided ownership) atas aset tersebut, dan tidak ada pemegang yang memiliki hak istimewa atas pemegang lain (AAOIFI, 2019).

Secara teknis, Hasan et al. membedakan Sukuk berdasarkan risiko dan strukturnya (Hasan et al., 2019). Dua kategori utama yang relevan bagi konteks pemerintah daerah yaitu: a) Sukuk berbasis aset (asset-based), di mana underlying asset tetap di neraca originator dan pemegang Sukuk hanya mendapat beneficial ownership, di mana risiko kredit bergantung pada originator, bukan aset; dan b) Sukuk beragun aset (asset-backed), di mana terjadi pengalihan kepemilikan legal melalui mekanisme sekuritisasi kepada SPV, sehingga pemegang Sukuk memiliki recourse langsung ke aset dan menanggung risiko kinerja aset secara langsung (Sillah, 2018). Sukuk beragun aset lebih sesuai dengan prinsip syariah karena mewujudkan hakikat pembiayaan berbasis aset riil Islam (asset-backed nature of Islamic finance), sedangkan beberapa masalah syariah (termasuk penggunaan wa'ad yang mengkonversi instrumen ekuitas menjadi instrumen berbasis utang) sering muncul dalam Sukuk berbasis aset (Herzi, 2016).

Menurut Standar AAOIFI, Sukuk diklasifikasikan ke dalam lima kategori yaitu: berbasis sewa (Sukuk al-ijarah), berbasis kemitraan (mudharabah, musyarakah), berbasis penjualan (murabahah, istisna), gabungan akad (istithmar), dan keagenan (wakalah). Zulkhibri memberikan sintesis komprehensif atas penelitian teoritis dan empiris Sukuk yang menunjukkan bahwa Sukuk ijarah mendominasi pasar karena kesederhanaan strukturnya dan kemudahan pengawasan syariah (Zulkhibri, 2015).

Municipal Sukuk: Teori dan Praktik Global

Konsep Municipal Sukuk atau Sukuk Daerah merujuk pada Sukuk yang diterbitkan oleh pemerintah sub-nasional (kabupaten/kota, provinsi) untuk membiayai proyek infrastruktur atau layanan publik di wilayahnya. Al Ajlouni dan Habeeb menggagas model Municipal Sukuk (MuSk) di Arab Saudi sebagai instrumen untuk menjembatani kesenjangan pembiayaan kota dan layanan publik yang tidak terjangkau oleh instrumen konvensional (Al-Ajlouni & AL Habeeb, 2020). Badeeu mengusulkan mekanisme Sukuk daerah untuk sistem perawatan kesehatan regional di Maladewa (Badeeu et al., 2019), sementara Mazllami memetakan potensi obligasi daerah, public-private partnership, serta instrumen berbasis syariah seperti partnership Sukuk sebagai alternatif pembiayaan bagi pemerintah lokal di Makedonia Utara (Mazllami, 2021).

Sillah memberikan kontribusi teoritis paling relevan bagi artikel ini melalui model project-backed Sukuk untuk negara berkembang. Dia memperkenalkan diferensiasi fundamental antara pembiayaan infrastruktur ekonomi (komersial, menghasilkan pendapatan) dan infrastruktur sosial (non-komersial, berbasis layanan publik kolektif), serta mengusulkan pendekatan dua-fase yang memisahkan investor jangka pendek (pada fase konstruksi) dan investor jangka panjang (pada fase operasi) (Sillah, 2018). Model ini menjadi theoretical anchor bagi kerangka Sukuk Daerah yang dikembangkan dalam studi ini.

METODOLOGI PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan kualitatif dengan desain pengembangan kerangka konseptual (conceptual framework development) yang bersifat normatif-eksploratif. Pendekatan ini dipilih karena tujuan utama penelitian merancang model instrumen keuangan baru berbasis sintesis regulasi, literatur, dan praktik komparatif. Dalam tradisi penelitian keuangan Islam dan kebijakan fiskal, pendekatan ini umum digunakan untuk pengembangan instrumen yang belum memiliki implementasi penuh dalam konteks tertentu, sebagaimana tercermin dalam studi Al Ajlouni dan Habeeb (2021), Sillah (2018), serta Ulfah (2023). Data dan bahan analisis dalam penelitian ini sepenuhnya bersumber dari data sekunder yang terdiri atas tiga kelompok utama, yaitu: a) regulasi dan dokumen hukum seperti UU SBSN, UU HKPD, PP terkait pembiayaan daerah, POJK, serta fatwa DSN-MUI; b) data fiskal daerah sebagai konteks empiris seperti APBD, laporan DJPK Kementerian Keuangan, dan laporan BPK; serta c) literatur akademik dan komparatif yang mencakup jurnal terindeks,

buku teks keuangan publik dan keuangan Islam, standar lembaga internasional seperti AAOIFI dan IFSB, serta studi kasus penerbitan Sukuk di berbagai negara.

Analisis data dilakukan melalui tiga tahap yang saling berurutan dan integratif. Pertama, analisis konten regulasi (*regulatory content analysis*) dengan pendekatan hermeneutik hukum untuk memetakan ruang hukum, celah regulasi, dan implikasi perubahan kebijakan terhadap kemungkinan penerbitan Sukuk daerah. Kedua, analisis komparatif struktur akad syariah, yang mengevaluasi berbagai alternatif akad berdasarkan empat kriteria utama, yaitu kesesuaian fiqh muamalah, kompatibilitas regulasi, kesesuaian karakteristik pembiayaan infrastruktur, dan profil risiko pemerintah daerah sebagai penerbit. Ketiga, sintesis komparatif lintas negara untuk mengontraskan hasil model dengan praktik municipal Sukuk di negara OKI dan non-OKI, guna mengidentifikasi elemen yang dapat diadopsi, dimodifikasi, atau dikembangkan secara kontekstual untuk Indonesia.

Kriteria pemilihan sumber dalam penelitian ini didasarkan pada prinsip keabsahan normatif dan relevansi akademik, yaitu: a) otoritas hukum dan kelembagaan (UU, PP, POJK, fatwa DSN-MUI, standar AAOIFI/IFSB); b) kredibilitas akademik (artikel jurnal terindeks dan buku akademik bereputasi); c) relevansi temporal; serta d) validitas komparatif yang ditunjukkan melalui praktik empiris di berbagai yurisdiksi yang relevan. Dengan demikian, seluruh sumber dipilih bukan hanya berdasarkan kualitas ilmiah, tetapi juga kesesuaiannya terhadap fungsi konseptual dalam pembangunan model Sukuk daerah.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Kerangka Hukum dan Kesiapan Kelembagaan Sukuk Daerah di Indonesia

Pengaturan Sukuk Daerah di Indonesia saat ini masih bertumpu pada kerangka hukum yang bersifat umum, yaitu UU No. 23 Tahun 2014 tentang Pemerintah Daerah dan PP No. 54 Tahun 2005 tentang Pinjaman Daerah, yang belum secara spesifik mengatur mekanisme penerbitan Sukuk Daerah. Selanjutnya UU No. 1 Tahun 2022 tentang Hubungan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah (HKPD) memberikan landasan yuridis yang lebih terbuka. Pasal-pasal yang mengatur pembiayaan daerah secara eksplisit mengakui hak pemerintah daerah untuk melakukan pinjaman dan menerbitkan obligasi daerah dalam rangka memenuhi kebutuhan pembiayaan pembangunan. UU HKPD menjadi entry point normatif yang paling potensial untuk mengakomodasi penerbitan Sukuk Daerah, mengingat cakupannya yang menekankan prinsip efisiensi, akuntabilitas, dan kemandirian fiskal

daerah. Pada level teknis, OJK telah menerbitkan tiga peraturan sebagai payung pelaksana, yaitu POJK No. 61/POJK.04/2017, POJK No. 62/POJK.04/2017, dan POJK No. 63/POJK.04/2017 yang dimaksudkan untuk membuka alternatif pembiayaan infrastruktur sebagai instrumen pemerataan dan daya saing daerah (Prabowo, 2017).

Proses penerbitan Sukuk Daerah melibatkan koordinasi lintas kelembagaan yang kompleks: dimulai dari perencanaan oleh Badan Perencanaan Pembangunan Daerah (Bappeda) melalui musrenbang RPJMD/RKPD, penyusunan Perda dan peraturan teknis, pembentukan Special Purpose Vehicle (SPV), hingga pelaksanaan dan monitoring-evaluasi. Pemerintah Daerah juga wajib memperoleh persetujuan dari Kementerian Keuangan, Kementerian Dalam Negeri, dan DPRD, serta membangun keterlibatan aktif dengan Dewan Syariah Nasional (DSN), Bapepam-LK, Bursa Efek, dan Tim Ahli Syariah untuk menjamin partisipasi, transparansi, dan akuntabilitas.

Temuan empiris dari penelitian terdahulu memperkuat urgensi penataan kelembagaan ini. Hambatan utama dalam penerbitan Sukuk daerah di Indonesia mencakup aspek pemerintah daerah yang masih memiliki tingkat pemahaman rendah terhadap instrumen Sukuk, keterbatasan kajian akademik pada level pemerintah pusat, serta faktor kelembagaan legislatif daerah yang cenderung memperumit proses birokrasi dalam penerbitan instrumen pembiayaan tersebut (Harimurti & Zaky, 2020). Sejalan dengan itu, Suriadi et al. menemukan bahwa hambatan utama dalam penerbitan Sukuk daerah di Nusa Tenggara Barat bersifat fiskal dan struktural, terutama terkait risiko peningkatan beban utang daerah, keterbatasan infrastruktur pasar keuangan, serta kebutuhan penguatan kapasitas sumber daya manusia pengelola keuangan daerah. Untuk mengatasi hal tersebut, diperlukan strategi berupa penguatan kerja sama dengan lembaga perbankan, pengembangan infrastruktur pasar, serta peningkatan kapasitas kelembagaan pemerintah daerah (Irwan Suriadi et al., 2020).

Model Struktur Sukuk Daerah untuk Pembiayaan Infrastruktur Ekonomi

Basis Konseptual: Mengapa Sukuk Beragun Aset (Asset-Backed)

Argumen sentral studi ini adalah bahwa model Sukuk Daerah harus dirancang sebagai instrumen yang tangguh terhadap risiko default, mengingat proyek pembangunan daerah pada dasarnya adalah proyek infrastruktur publik yang menghadapi risiko likuiditas dan risiko ekonomi. Karakteristik ketangguhan ini secara

struktural lebih melekat pada Sukuk beragun aset (asset-backed) dibandingkan Sukuk berbasis aset (asset-based).

Perbedaan keduanya bersifat fundamental, bukan sekadar teknis. Pada Sukuk berbasis aset, aset dasar tetap berada di neraca originator; pemegang Sukuk hanya menerima beneficial ownership tanpa pengalihan kepemilikan legal, sehingga secara hukum tidak terjadi penjualan yang nyata (true sale) dan pemegang Sukuk hanya memiliki recourse kepada originator, sebuah karakteristik yang menjadikannya menyerupai instrumen utang konvensional (Sillah, 2018). Sebaliknya, pada Sukuk beragun aset, terjadi sekuritisasi yang sah atas aset riil; pemegang Sukuk memiliki recourse langsung terhadap aset, bukan terhadap originator, sehingga ketika terjadi gagal bayar, investor menanggung risiko penurunan nilai aset namun juga memperoleh kepastian hukum yang lebih kuat (Herzi, 2016).

Dari perspektif kepatuhan syariah, Sukuk beragun aset juga dinilai lebih sesuai karena empat masalah syariah yang melekat pada Sukuk berbasis aset seperti: kontradiksi dokumentasi hukum dengan persyaratan syariah, penggunaan wa'ad yang menjadikan Sukuk menyerupai instrumen utang, ketidakmampuan pemegang Sukuk menjual aset di pasar sekunder, dan lemahnya independensi SPV relatif tidak muncul pada struktur beragun aset (AAOIFI, 2008; Dusuki, 2010). Atas dasar ini, studi ini menetapkan Sukuk beragun aset sebagai basis struktur untuk pembiayaan infrastruktur ekonomi yang bersifat komersial.

Tiga Struktur Akad yang Ditawarkan

Mengadopsi pengalaman skema Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang telah dipraktikkan Pemerintah Indonesia sejak 2008, studi ini menawarkan tiga struktur akad Ijarah sebagai model Sukuk Daerah untuk pembiayaan infrastruktur ekonomi (Laila, 2019), yaitu:

a. Akad Ijarah – Sale and Lease Back

Dalam struktur ini, Pemerintah Daerah sebagai originator melakukan penjualan aset yang telah menghasilkan pendapatan (seperti pasar daerah, terminal, atau fasilitas pelabuhan) kepada Perusahaan Penerbit Sukuk (SPV) sebagai underlying asset. SPV kemudian menerbitkan sertifikat Sukuk untuk menghimpun dana dari investor, yang selanjutnya diteruskan kepada Pemerintah Daerah sebagai hasil penjualan aset. Setelah itu, Pemerintah Daerah menyewa kembali aset tersebut melalui akad ijarah dan membayar imbalan sewa secara periodik kepada pemegang Sukuk melalui agen pembayaran.

Pada saat jatuh tempo, diterapkan mekanisme *purchase undertaking* di mana Pemerintah Daerah membeli kembali aset berdasarkan nilai nominal Sukuk atau harga yang disepakati sebelumnya. Struktur ini sesuai dengan ketentuan Fatwa Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI) No. 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN Ijarah Asset to be Leased serta praktik penerbitan Sukuk negara yang dikembangkan oleh Kementerian Keuangan Republik Indonesia melalui Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko (DSN-MUI, 2010; Kementerian Keuangan RI, DJPPR, 2023).

b. Akad Ijarah – Asset to be Leased

Berbeda dari skema pertama, struktur ini ditujukan untuk pembiayaan pembangunan aset baru. SPV menerima lease order dari Pemerintah Daerah, menerbitkan Sukuk untuk memobilisasi dana investor, kemudian menggunakan dana tersebut (melalui akad wakalah sebagai agen konstruksi) untuk membangun aset (misalnya jalan tol daerah, jembatan berbayar, atau fasilitas energi) sesuai perjanjian Ijarah Asset to be Leased. Setelah proyek selesai dan diserahterimakan, Pemerintah Daerah membayar sewa periodik kepada investor, dan pada akhir masa sewa terdapat perjanjian pembelian (*purchase agreement*) di mana Pemerintah Daerah membeli aset tersebut secara penuh.

Struktur ini merupakan kombinasi akad wakalah, *ijarah asset to be leased*, dan *bai'* yang secara umum mengacu pada Fatwa DSN-MUI No. 76/DSN-MUI/VI/2010 serta praktik Sukuk negara di Indonesia (DSN-MUI, 2010; DJPPR Kemenkeu, 2023). Struktur ini relevan untuk proyek infrastruktur ekonomi baru yang masih dalam fase perencanaan-konstruksi namun telah memiliki kepastian proyeksi pendapatan.

c. Akad Ijarah – Al-Khadamat

Berbeda dari skema sebelumnya, struktur ini digunakan untuk pembiayaan pembangunan aset baru (*greenfield infrastructure*). Pemerintah Daerah memberikan lease order kepada Perusahaan Penerbit Sukuk (SPV), yang kemudian menerbitkan Sukuk untuk menghimpun dana dari investor. Dana tersebut digunakan untuk pembangunan aset melalui akad wakalah sebagai agen konstruksi, yang secara substansi merupakan kombinasi dengan akad *istisna'* dalam pembiayaan proyek. Setelah proyek selesai dan aset diserahterimakan, Pemerintah Daerah menyewa aset tersebut melalui akad *ijarah* dengan pembayaran sewa secara periodik kepada pemegang Sukuk melalui agen pembayaran.

Pada akhir masa sewa, diterapkan mekanisme *purchase undertaking* di mana Pemerintah Daerah membeli kembali aset sesuai nilai nominal Sukuk atau harga yang disepakati. Struktur ini merupakan kombinasi akad *wakalah*, *istisna'*, *ijarah*, dan *bai'* yang mengacu pada Fatwa DSN-MUI serta praktik Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) yang dikembangkan oleh Kementerian Keuangan Republik Indonesia melalui DJPPR (DSN-MUI, 2010; Kementerian Keuangan RI, DJPPR, 2023).

Implikasi bagi Kemandirian Fiskal Daerah

Ketiga struktur di atas memenuhi kriteria kepatuhan syariah karena mensyaratkan *underlying asset riil* pada setiap penerbitan (AAOIFI, 2019) dan menghindari hubungan berbasis bunga. Implikasi fiskalnya signifikan, yaitu: dana pembangunan infrastruktur ekonomi dapat dipenuhi dari sumber internal berupa dana penyertaan investor (baik domestik maupun global) tanpa menambah beban bunga pada struktur utang daerah, sekaligus memperluas basis pembiayaan di luar PAD dan dana transfer. Hal ini selaras dengan temuan Malikov bahwa penerbitan Sukuk negara berdampak positif terhadap indikator ekonomi dan kesejahteraan sosial di negara-negara berkembang seperti Malaysia dan Arab Saudi (Malikov, 2017), dampak yang diharapkan dapat direplikasi pada skala subnasional di Indonesia.

Model Struktur Sukuk Daerah untuk Pembiayaan Infrastruktur Sosial

Problem Dasar: Ketidaktertarikan Investor Komersial

Struktur Sukuk beragun aset tidak dapat diterapkan secara langsung pada infrastruktur sosial. Infrastruktur social bersifat non-komersial, seperti: sarana keagamaan, pendidikan, kesehatan, panti rehabilitasi sosial, pemulihan permukiman pasca bencana, perumahan bagi warga miskin, pemakaman umum, BLK, taman kota dan ruang terbuka hijau, saluran irigasi sekunder-tersier, embung, dan sarana air bersih tidak menghasilkan pendapatan langsung dan tidak membebankan biaya kepada pengguna (Sillah, 2018). Konsekuensinya, tidak ada investor keuangan komersial yang dapat diyakinkan untuk menempatkan modalnya pada proyek semacam ini, karena tidak tersedia *cash flow* yang dapat dijadikan basis pembayaran imbal hasil periodik.

Di sinilah letak kontribusi kedua studi ini, yaitu merancang struktur alternatif yang mengintegrasikan instrumen keuangan sosial Islam, seperti: *Qard Al-hasan*, wakaf, dan *zero-coupon Sukuk istisna* sebagai pengganti modal komersial, dengan

tetap memanfaatkan kerangka legal-struktural Sukuk untuk menjamin akuntabilitas dan mekanisme keluar (exit) yang jelas bagi penyandang dana.

Lima Asumsi Dasar Model

Mengadaptasi kerangka Sillah (2018), model yang ditawarkan dalam penelitian ini dibangun di atas lima asumsi utama yang saling terkait dalam konteks pembiayaan infrastruktur sosial berbasis Sukuk daerah, yaitu:

- a. Siklus pembiayaan infrastruktur sosial dipandang terdiri atas dua fase yang berbeda secara karakteristik ekonomi dan risiko, yaitu fase konstruksi dan fase operasional.
- b. Masing-masing fase memerlukan struktur Sukuk yang berbeda. Fase konstruksi menggunakan struktur asset-based Sukuk, yang berfungsi sebagai instrumen mobilisasi dana untuk pembangunan aset. Setelah aset selesai dibangun dan diserahkan kepada Pemerintah Daerah, struktur pembiayaan bertransformasi ke fase operasional dengan pendekatan asset-backed Sukuk, yang mencerminkan keterikatan langsung antara arus kas aset dan pembayaran kepada investor.
- c. Kedua fase memiliki kebutuhan profil investor yang berbeda. Pada fase konstruksi, investor yang terlibat cenderung merupakan investor jangka pendek yang lebih berorientasi pada stabilitas modal (capital preservation) dibandingkan tingkat imbal hasil. Sementara itu, pada fase operasional, investor yang relevan adalah investor jangka panjang, yang dalam konteks model ini direpresentasikan oleh Pemerintah Daerah atau entitas kuasi-pemerintah sebagai penanggung risiko residual aset.
- d. Model ini menerapkan prinsip matching mechanism, yaitu penyesuaian antara karakteristik investor dengan karakteristik risiko dan arus kas pada masing-masing fase pembiayaan. Dengan demikian, struktur pembiayaan tidak bersifat homogen, melainkan dinamis mengikuti siklus proyek infrastruktur.
- e. Investor jangka pendek (investor sosial) diasumsikan melakukan exit pada akhir fase konstruksi setelah aset selesai dibangun dan diserahkan, sehingga peran mereka terbatas pada pembiayaan awal proyek tanpa keterlibatan dalam risiko operasional jangka panjang.

Mekanisme Operasional: Peran Investor Sosial dan Strategi Keluar

Karena infrastruktur sosial tidak menghasilkan pendapatan yang dapat menutup penyusutan nilai asetnya sendiri, dana yang masuk pada fase konstruksi lebih banyak berfungsi untuk pengembalian modal awal, bukan imbal hasil komersial. Sumber dana investor sosial dalam model ini meliputi dana Qard Al-hasan (pinjaman kebajikan tanpa bunga), wakaf, dana CSR korporasi, dan dana filantropi baik dari individu maupun lembaga. Para investor ini menerima instrumen berupa Sukuk Istishna tanpa kupon (zero-coupon), mereka menyerahkan dana untuk membangun aset, yang setelah selesai dijual kepada investor jangka panjang, yaitu Pemerintah Daerah (Sillah, 2018).

Mekanisme keluar bagi investor sosial dirancang fleksibel, mereka dapat memilih untuk memperoleh kembali modalnya secara penuh, atau menyumbangkan sebagian maupun seluruh modal tersebut (sesuai prinsip filantropis yang mendasari Qard Al-hasan dan wakaf). Strategi transfer aset dari investor sosial kepada Pemerintah Daerah dilakukan melalui dua jalur, yaitu penjualan Istishna langsung atau pengembalian modal sosial sekaligus (lump-sum capital refund) melalui dana Qard Al-hasan atau wakaf. Sebagai catatan penting, apabila infrastruktur sosial yang dibangun merupakan perluasan dari Badan Usaha Milik Daerah (BUMD) yang sudah menghasilkan pendapatan, investor sosial dapat memperoleh pendapatan dividen melalui pembelian saham dan membuka jalur keluar tambahan yang lebih menarik secara finansial.

Tahapan operasional model secara berurutan dapat dirangkum sebagai berikut:

- a. Masyarakat mengidentifikasi kebutuhan dan nilai aset yang akan dibangun, kemudian membentuk kontrak sosial dengan pemerintah melalui mekanisme representasi politik (pemilihan atau penunjukan).
- b. Investor sosial, berperan sebagai investor jangka pendek, menyerahkan dana melalui akad Istishna tanpa kupon, dengan opsi memperoleh kembali modal atau menyumbangkannya.
- c. SPV memobilisasi dana yang terkumpul untuk membangun aset, dan mendistribusikan hasil penjualan kepada pemegang Sukuk.
- d. SPV menyerahkan aset yang telah jadi kepada Pemerintah Daerah melalui penebusan saham kepemilikan dari pemangku kepentingan lain, sehingga Pemerintah Daerah memperoleh kepemilikan penuh.
- e. Pemerintah Daerah mengoperasikan aset tersebut sebagai layanan publik.

- f. Masyarakat menggunakan aset dengan hak kepemilikan bersama (collective beneficial ownership).

Karakter Khas: Transformasi Utang Menjadi Ekuitas

Salah satu temuan pembahasan yang penting dari model ini adalah arah transformasi struktur keuangannya. Pada fase konstruksi, ketika proyek sedang dibangun, terjadi akumulasi semacam "utang" (terutama dari investor social) namun investor tersebut dapat mengabaikan atau menunda klaim pembayaran kembali sesuai sifat filantropisnya. Begitu proyek mulai beroperasi, akumulasi ini dikonversi menjadi ekuitas dalam kepemilikan Pemerintah Daerah.

Pola ini justru berlawanan dengan praktik umum Sukuk berbasis aset konvensional, yang cenderung mengonversi ekuitas menjadi utang (equity-to-debt) sepanjang waktu Sukuk berjalan. Model yang ditawarkan dalam studi ini menempuh arah sebaliknya, sebuah karakteristik yang secara struktural lebih mendukung stabilitas fiskal jangka panjang daerah karena tidak meninggalkan kewajiban finansial berkelanjutan pasca-konstruksi.

Konsekuensi logisnya, karena infrastruktur sosial mungkin tidak menghasilkan pendapatan bahkan pada fase operasi, investor sosial dan Pemerintah Daerah pada akhirnya berbagi risiko (risk-sharing) atas aset dasar tersebut. Prinsip ini sejalan dengan filosofi dasar keuangan syariah yang menekankan keadilan dan distribusi risiko (Musgrave & Musgrave, 1989; Selim, 2015). Hal ini berbeda secara fundamental dari pembiayaan utang konvensional yang membebankan risiko penuh kepada peminjam.

Diferensiasi Model Berdasarkan Karakter Ekonomi Proyek

Tabel berikut merangkum perbedaan mendasar antara kedua model yang ditawarkan, menjawab secara eksplisit kedua tujuan penelitian studi ini:

Aspek	Infrastruktur Ekonomi	Infrastruktur Sosial
Karakter proyek	Komersial, menghasilkan pendapatan	Non-komersial, tidak menghasilkan pendapatan langsung
Struktur Sukuk	Beragun aset (<i>asset-backed</i>)	Berbasis aset (<i>asset-based</i>) pada konstruksi → beragun aset pada operasi
Akad utama	<i>Ijarah (Sale and Lease Back, Asset to be Leased, Al-Khadamat)</i>	<i>Istishna</i> tanpa kupon, <i>Qard Al-hasan</i> , Wakaf

Aspek	Infrastruktur Ekonomi	Infrastruktur Sosial
Sumber dana	Investor komersial (domestik atau global)	Investor social atau filantropis, CSR, wakaf
Imbal hasil investor	Sewa (<i>ujrah</i>) periodik	Pengembalian modal atau donasi sukarela
Arah transformasi	Tetap (sewa → pelunasan pokok)	Utang → ekuitas (<i>debt-to-equity</i>)
Pihak yang menanggung risiko	Investor (atas kinerja dan nilai aset)	Dibagi bersama Pemerintah Daerah dan investor sosial
Mekanisme keluar investor	Jatuh tempo <i>Sukuk</i> (<i>redemption</i>)	Penjualan <i>Istishna</i> langsung atau <i>refund</i> modal sosial

Diferensiasi ini menegaskan argumen sentral studi ini yaitu tidak ada struktur tunggal Sukuk Daerah yang dapat melayani seluruh kebutuhan pembiayaan infrastruktur daerah. Pemilihan akad dan struktur harus disesuaikan dengan karakter ekonomi proyek (komersial atau non-komersial) agar instrumen yang dihasilkan benar-benar sharia compliant sekaligus layak secara finansial bagi seluruh pihak yang terlibat (originator, SPV, dan investor).

Prasyarat Implementasi

Terlepas dari kelayakan konseptual kedua model, penerbitan Sukuk Daerah, baik untuk infrastruktur ekonomi maupun sosial, mensyaratkan empat prasyarat kesiapan Pemerintah Daerah, yaitu: a) kepastian regulasi yang melampaui kerangka POJK teknis saat ini menuju payung hukum yang secara spesifik mengatur Sukuk Daerah; b) infrastruktur organisasi dan SDM yang kapabel dalam pengelolaan keuangan syariah, sejalan dengan temuan Suriadi et al. (2020) tentang kebutuhan pelatihan staf pengelola keuangan daerah; c) iklim pasar yang mendukung, termasuk kesiapan lembaga intermediasi seperti perbankan syariah; dan d) tata kelola yang baik (good governance) atas dana hasil penerbitan, termasuk uji kelayakan (due diligence) yang ketat terhadap underlying asset agar memenuhi syarat sebagai Sukuk beragun aset, disertai jaminan penuh dari Pemerintah Daerah untuk meningkatkan kepercayaan investor.

KESIMPULAN

Studi ini menunjukkan bahwa Sukuk Daerah tidak dapat diseragamkan, karena efektivitas strukturnya bergantung pada karakter ekonomi proyek. Infrastruktur komersial paling sesuai dibiayai melalui asset-backed Sukuk dengan skema Ijarah (sale and lease back, asset to be leased, dan al-khadamat), yang memungkinkan monetisasi

aset tanpa menambah beban utang berbunga. Sebaliknya, infrastruktur sosial memerlukan pendekatan hibrida yang mengintegrasikan instrumen keuangan sosial Islam (*qard al-hasan*, wakaf, dan Sukuk *istishna*) dalam skema bertahap dari fase konstruksi ke fase operasional dengan prinsip *risk-sharing*.

Rekomendasi yang diberikan yaitu pembentukan payung hukum khusus Sukuk Daerah sebagai turunan operasional dari UU No. 1 Tahun 2022 tentang Hubungan Keuangan antara Pemerintah Pusat dan Pemerintahan Daerah (HKPD), dengan pengaturan yang lebih eksplisit mengenai definisi *underlying asset*, mekanisme SPV daerah, serta diferensiasi jalur perizinan antara skema komersial dan skema sosial. Dalam kerangka UU HKPD yang menekankan penguatan kemandirian fiskal daerah, pemerintah pusat melalui Kementerian Keuangan dan OJK perlu menyediakan pendampingan teknis bagi daerah dengan kapasitas fiskal rendah serta menetapkan batas rasio penerbitan Sukuk berbasis kapasitas fiskal untuk menjaga stabilitas fiskal nasional.

Penelitian selanjutnya perlu menindaklanjuti studi konseptual ini dengan kajian kelayakan kuantitatif berbasis proyek riil, termasuk simulasi *cash flow* dan estimasi *yield*, serta studi empiris mengenai preferensi investor institusional dan kesediaan filantropis berpartisipasi sebagai investor sosial, mengingat literatur Sukuk Daerah masih didominasi pendekatan kualitatif-konseptual. Diperlukan pula kajian perbandingan lintas-negara dengan pengalaman Pasir Gudang dan Saxony-Anhalt, pemodelan akuntansi atas mekanisme transformasi *debt-to-equity* yang belum lazim dalam standar akuntansi pemerintahan, serta evaluasi dampak *before-after* terhadap Indeks Kemandirian Fiskal setelah tersedia implementasi proyek percontohan, untuk menguji secara empiris klaim peningkatan kemandirian fiskal yang diargumentasikan secara konseptual dalam studi ini.

DAFTAR PUSTAKA

- Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI). (2019). Shariah standards and financial accounting standards (FAS 33: Investment in Sukuk, shares and similar instruments). AAOIFI. <https://www.aoifi.com>
- Al-Ajlouni, A., & AL Habeeb, M. (2020). Municipal Sukuk as a model for financing municipalities and public service institutions in Saudi Arabia. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4101102>
- Badan Pemeriksa Keuangan Republik Indonesia. (2024). Ikhtisar hasil pemeriksaan semester (IHPS) I/2024. BPK RI. <https://www.bpk.go.id>

- Badeeu, F., Nafiz, A., & Muneeza, A. (2019). Developing regional healthcare facilities in Maldives through mudharabah perpetual Sukuk. *International Journal of Management and Applied Research*, 6(2), 81–96. <https://doi.org/10.18646/2056.62.19-006>
- Bird, R. M., & Vaillancourt, F. (2000). *Desentralisasi Fiskal di Negara-Negara Berkembang*. PT Gramedia Pustaka Utama.
- Dewan Syariah Nasional–Majelis Ulama Indonesia. (2010). Fatwa No. 76/DSN-MUI/VI/2010 tentang SBSN Ijarah Asset to be Leased. DSN-MUI.
- Dusuki, A. W. (2010). Do equity-based Sukuk structures in Islamic capital markets manifest the objectives of shariah?? *Journal of Financial Services Marketing*, 15(3), 203–214. <https://doi.org/10.1057/fsm.2010.17>
- Erna Apriani, Dian Rachmawati Afandi, Abdul Latif, & Aprilianti. (2023). Macroeconomic perspective on the growth of corporate sharia bonds (Sukuk) in Indonesia. *Jurnal Ekonomi Syariah Teori Dan Terapan*, 10(4), 352–364. <https://doi.org/10.20473/vol10iss20234pp352-364>
- Fauziah Ulfah, I. (2023). Analisis potensi penerbitan Sukuk daerah dalam pembiayaan green infrastructure di DKI Jakarta. *Jurnal Syarikah: Jurnal Ekonomi Islam*, 9(1), 1–10. <https://doi.org/10.30997/jsei.v9i1.8511>
- Harimurti, A. J., & Zaky, A. (2020). Obstacles and strategy of municipal Islamic bonds issuance as an alternative of municipal funding. *AFEBI Islamic Finance and Economic Review*, 3(01), 1. <https://doi.org/10.47312/aifer.v3i01.250>
- Hasan, R., Ahmad, A. U. F., & Parveen, T. (2019). Risks – a structured review of theoretical research. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 10(1), 35–49. <https://doi.org/10.1108/JIABR-06-2015-0026>
- Herzi, A. A. (2016). A comparative study of asset based and asset backed Sukuk from the Shariah compliance perspective. *The Journal of Muamalat and Islamic Finance Research*, 13(1), 25–34.
- Irwan Suriadi, Siti Sriningsih, & Hailuddin. (2020). Analisis peluang dan tantangan penerbitan Sukuk daerah sebagai sumber pembiayaan pembangunan di Nusa Tenggara Barat (NTB). *Journal of Economics and Business*, 6(2), 28–57. <https://doi.org/10.29303/ekonobis.v6i2.46>
- Islamic Financial Services Board (IFSB) & International Islamic Financial Market (IIFM). (2025). Sukuk report 2025: Global Sukuk market developments and outstanding issuance. IIFM. <https://www.iifm.net>
- Kementerian Keuangan Republik Indonesia, Direktorat Jenderal Pengelolaan

- Pembiayaan dan Risiko. (2023). Kerangka dan praktik penerbitan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN). Kemenkeu RI.
- Laila, N. (2019). Pengembangan Sukuk Negara Di Indonesia: Analisis Komprehensif Dalam Menggali Alternatif Solusi dan Strategi Pengembangan Sukuk Negara Indonesia. Nizamia Learning Center.
- Malikov, A. (2017). How do sovereign Sukuk impact on the economic growth of developing countries? An analysis of the infrastructure sector. In *Critical Issues and Challenges in Islamic Economics and Finance Development* (pp. 1–37). Springer International Publishing. https://doi.org/10.1007/978-3-319-45029-2_1
- Mawardi, I., Widiastuti, T., & Al Mustofa, M. U. (2022). Constraints and strategies for municipal Sukuk issuance in Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, 13(3), 464–485. <https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2021-0082>
- Mazllami, J. (2021). Fiscal decentralization and alternative financial sources for the local self-government in Republic of North Macedonia - Overview. *SEEU Review*, 16(1), 14–29. <https://doi.org/10.2478/seeur-2021-0006>
- Musgrave, R. A., & Musgrave, P. B. (1989). *Public Finance in Theory and Practice* (5th edition). McGraw-Hill Book Co.
- NEXT Indonesia Center. (2025). Analisis indeks kemandirian fiskal pemerintah daerah Indonesia periode 2023–2024. NEXT Indonesia Center. <https://www.nextindonesia.id>
- Oates, W. E. (1993). Fiscal decentralization and economic development. *National Tax Journal*, 46(2), 237–243. <https://doi.org/10.1086/NTJ41789013>
- Prabowo, A. (2017). Siaran pers: OJK terbitkan tiga peraturan obligasi daerah, green bonds, dan e-registration serta kebijakan lainnya (SP112/DHMS/OJK/IV/2017).
- Rahman, S. (2022). Pengaruh perubahan struktur ekonomi dan desentralisasi fiskal terhadap ketimpangan regional di Jawa Barat dengan pertumbuhan ekonomi sebagai variabel mediasi [Thesis]. UIN Sunan Gunung Djati Bandung.
- Saragih, J. P. (2003). *Desentralisasi Fiskal dan Keuangan Daerah dalam Otonomi*. Ghalia Indonesia.
- Selim, M. (2015). Effectiveness of Sukuk as a Tool of Monetary Policy. *Journal of Islamic Economics Banking and Finance*, 11(3), 47–60. <https://doi.org/10.12816/0024440>
- Sillah, B. M. S. (2018). Project-backed Sukuk: Can it be a model for resource

mobilization, risk sharing and capital market development in developing economies? *Journal of Islamic Banking & Finance*, 35(1).

Slamet, K., Riestianty, R., & Budiyo, B. (2023). Intention of muslim and non-muslim Indonesian investors in investing in retail sukuk. *Jurnal Pajak Dan Keuangan Negara (PKN)*, 4(2), 468–482. <https://doi.org/10.31092/jpkn.v4i2.1816>

Smaoui, H., & Nechi, S. (2017). Does Sukuk market development spur economic growth? *Research in International Business and Finance*, 41, 136–147. <https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.04.018>

Weingast, B. (1995). The economic role of political institutions: market-preserving federalism and economic development. *The Journal of Law, Economics, and Organization*. <https://doi.org/10.1093/oxfordjournals.jleo.a036861>

Zulhibri, M. (2015). A synthesis of theoretical and empirical research on Sukuk. *Borsa Istanbul Review*, 15(4), 237–248. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2015.10.001>