CWLS
Kampung Haji

ANNUAL REPORT 2026

Strategic Intelligence for Cash Waqf Linked Sukuk, Hospitality Asset Development, and Sustainable Pilgrimage Investment

REAL ASSETS. ISLAMIC FINANCE. LASTING IMPACT.



Mohamad Handi Khalifah, Ph.D.

ADVANCE CWLS PRO

ANNUAL REPORT 2026

Institutionalising Islamic Social Finance through Sovereign Sukuk, Productive Waqf, Real Assets and Measurable Development Impact

Melembagakan keuangan sosial Islam melalui sukuk negara, wakaf produktif, aset riil, dan dampak pembangunan yang terukur

Real Assets. Islamic Finance. Lasting Impact.

Mohamad Handi Khalifah, Ph.D.

Penulis

DATA TERVALIDASI SAMPAI DENGAN 9 OKTOBER 2026

Independent institutional intelligence and analytical annual report
https://www.advancecwls.pro/


ADVANCE
CWLS PRO
REAL ASSETS • ISLAMIC FINANCE • LASTING IMPACT
SCAN TO EXPLORE
ADVANCE CWLS PRO
FROM CAPITAL TO REAL ASSETS.
FROM SUKUK TO LASTING IMPACT.
www.advancecwls.pro

Advance CWLS Pro — Annual Report 2026

Institutionalising Islamic Social Finance through Sovereign Sukuk, Productive Waqf, Real Assets and Measurable Development Impact

IDENTITAS PUBLIKASI

Judul	Advance CWLS Pro — Annual Report 2026: Sovereign Sukuk, Cash Waqf, Real Asset Investment & Sustainable Social Impact
Penulis	Mohamad Handi Khalifah, Ph.D.
Platform	Advance CWLS Pro, https://www.advancecwls.pro/
Edisi	Edisi pertama, 9 Oktober 2026
Batas data	9 Oktober 2026. Data tahun 2026 bersifat parsial dan tidak diperlakukan sebagai angka setahun penuh
Kedudukan	Laporan tahunan intelijen kelembagaan dan analitis yang independen (*independent institutional intelligence and analytical annual report*)
Bahasa	Bahasa Indonesia; ringkasan eksekutif dwibahasa (Indonesia dan Inggris)
Format	A4 (21,0 × 29,7 cm), 132 halaman termasuk sampul depan dan belakang; margin cermin (dalam 3,0 cm; luar 2,2 cm; atas dan bawah 2,5 cm), siap cetak dua sisi
Huruf	Calibri (isi, tabel, keterangan) dan Cambria (judul)
Daftar otomatis	Daftar isi, daftar gambar, daftar tabel, daftar persamaan, dan rujukan silang berupa *field* Word; tekan Ctrl+A lalu F9 untuk memutakhirkan setelah penyuntingan
Desain	Sampul, pembuka bab, tanda air, peta, dan seluruh grafik disusun khusus untuk laporan ini sebagai gambar vektor

HAK CIPTA

© 2026 Mohamad Handi Khalifah. Hak cipta dilindungi undang-undang. Isi laporan boleh dikutip untuk keperluan pendidikan, penelitian, dan perumusan kebijakan dengan menyebutkan sumber. Penggandaan untuk tujuan komersial memerlukan izin tertulis dari penulis. Nama lembaga, dokumen, dan merek yang disebut dalam laporan adalah milik pemiliknya masing-masing dan disebut semata-mata sebagai rujukan.

SITASI YANG DISARANKAN

Khalifah, M. H. (2026). *Advance CWLS Pro Annual Report 2026: Institutionalising Islamic social finance through sovereign sukuk, productive waqf, real assets and measurable development impact*. Advance CWLS Pro. https://www.advancecwls.pro/

VERIFIKASI DATA DAN REFERENSI

Setiap angka ditelusuri ke dokumen sumbernya dan diberi satu dari tujuh label status data: *Official*, *Observed*, *Calculated*, *Estimated*, *Scenario*, *Conceptual*, atau *Pending Verification*. Angka yang tampil pada situs Advance CWLS Pro diperiksa ulang terhadap publikasi primer; setiap selisih dijelaskan pada Lampiran C. Tidak ada angka yang diciptakan untuk mengisi kekosongan: bila data tidak diperoleh, kekosongannya dinyatakan.

Daftar referensi memuat hanya sumber yang benar-benar dirujuk dalam naskah. Metadata 89 artikel jurnal dicocokkan dengan registri DOI (Crossref) pada 8–9 Oktober 2026; karya klasik yang tidak sempat dicocokkan ulang diberi tanda ‡ dan tidak dihitung dalam jumlah itu. Status pengindeksan jurnal pada Scopus atau Web of Science dinyatakan menurut pengetahuan penulis dan sebaiknya diperiksa ulang pada laman pengindeks.

PAKET REPLIKASI

Laporan disertai buku kerja Excel yang memuat himpunan data, kamus variabel, jejak sumber, hasil olahan, dan model kelayakan dengan rumus hidup, sehingga setiap tabel dan grafik dapat dihitung ulang.

Catatan Editorial

Bahasa dan istilah. Laporan ditulis dalam bahasa Indonesia. Istilah Arab ditransliterasikan dengan tanda diakritik dan dicetak miring pada penyebutan teknis (*waqf*, *nāẓir*, *ijārah*), dan ditulis menurut ejaan Indonesia bila sudah diserap (wakaf, wakif, nazhir, sukuk, akad). Istilah asing bidang keuangan dicetak miring. Nama produk mengikuti penulisan penerbitnya: *Cash Waqf Linked Sukuk* (CWLS), Sukuk Wakaf (SW), Sukuk Wakaf Ritel (SWR), dan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN).

Angka dan satuan. Angka memakai tanda baca Indonesia: titik untuk ribuan dan koma untuk desimal. Rupiah dinyatakan dalam miliar (M) atau triliun (T); dolar Amerika Serikat dalam juta atau miliar; riyal Arab Saudi (SAR) dikonversi dengan kurs patokan SAR3,75 per USD. Konversi rupiah ke dolar memakai Rp17.500 per USD kecuali disebut lain. Persentase dibulatkan satu atau dua desimal; jumlah dapat berselisih karena pembulatan.

Periode. Sukuk global dicakup sejak 2001, SBSN sejak penerbitan perdana 2008, dan CWLS sejak 2020. Tahun 2026 hanya dicakup sampai 9 Oktober 2026. Hasil penjualan SWR007, yang masa penawarannya berakhir 21 Oktober 2026, belum tersedia dan tidak diperkirakan.

Rujukan. Sitasi memakai sistem penulis–tahun menurut gaya APA edisi ketujuh. Catatan kaki dipakai untuk penjelasan istilah, metode, dan konteks hukum. Rujukan ke gambar, tabel, dan persamaan adalah rujukan silang otomatis.

Pernyataan Independensi dan Penafian

Laporan ini adalah karya analitis independen penulis untuk platform Advance CWLS Pro. Laporan ini **bukan** laporan resmi dan **bukan** laporan keuangan auditan Kementerian Keuangan, Badan Wakaf Indonesia, Kementerian Agama, Bank Indonesia, Otoritas Jasa Keuangan, Badan Pengelola Keuangan Haji, Badan Pengelola Investasi Daya Anagata Nusantara, atau lembaga pemerintah mana pun, dan tidak mewakili pandangan, persetujuan, atau pengesahan lembaga-lembaga itu.

Laporan ini bukan prospektus, bukan penawaran efek, dan bukan nasihat investasi, hukum, pajak, atau syariah. Keputusan berwakaf atau berinvestasi harus didasarkan pada dokumen resmi penerbit dan nasihat profesional. Angka berlabel *Official* dikutip dari publikasi resmi yang disebutkan pada setiap tabel dan gambar; hitungan, estimasi, skenario, dan penilaian adalah tanggung jawab penulis.

Bagian tentang Kampung Haji adalah **kajian kelayakan konseptual**. Rencana kawasan, jumlah menara, nilai proyek, dan angka operasional yang tampil pada situs maupun dalam model laporan ini bukan proyek yang telah disetujui, dibiayai, atau direalisasikan. Tidak ada informasi yang menunjukkan bahwa dana CWLS dipakai atau akan dipakai untuk proyek tersebut.

Isi laporan tidak ditinjau atau disetujui lebih dahulu oleh penerbit, mitra distribusi, nazhir, atau pihak yang berkepentingan dengan proyek yang dibahas. Pengumpulan sumber, perhitungan, pembuatan grafik, dan penyusunan naskah dikerjakan dengan bantuan perangkat kecerdasan buatan di bawah arahan dan tanggung jawab penulis; seluruh angka dapat ditelusuri pada buku kerja pendamping.

Kata Pengantar Penulis

Ketika ʿUmar ibn al-Khaṭṭāb memperoleh sebidang tanah di Khaibar dan bertanya apa yang sebaiknya dilakukan dengannya, jawaban yang ia terima menjadi rumus wakaf sepanjang zaman: tahan pokoknya, alirkan hasilnya. Empat belas abad kemudian rumus itu bertemu dengan instrumen yang tidak dikenal para fukaha klasik, yaitu surat berharga negara. *Cash Waqf Linked Sukuk* menahan pokok dalam bentuk sukuk negara dan mengalirkan imbalannya ke program sosial. Gagasannya sederhana; pelembagaannya tidak.

Laporan ini lahir dari tiga kegelisahan. Pertama, angka-angka yang beredar tentang CWLS sering tidak sama dan jarang disertai sumber. Saya menemukan bahwa angka yang tampil pada platform kami sendiri hanya mencakup kurang dari separuh nilai yang pernah diterbitkan. Kedua, percakapan publik kerap mencampur enam hal yang berbeda: nilai wakaf, nilai penerbitan sukuk, dana investasi komersial, nilai aset proyek, manfaat sosial, dan laba investor. Ketiga, gagasan besar seperti Kampung Haji mudah dibicarakan dengan angka yang tampak pasti sebelum uji kelayakannya selesai.

Karena itu laporan ini memilih tiga disiplin. Setiap angka diberi label status dan jejak sumber. Setiap instrumen ditempatkan pada bukunya sendiri. Setiap gagasan diuji dengan patokan yang teramati di pasar, lalu hasilnya dilaporkan apa adanya, termasuk ketika hasil itu tidak menyenangkan. Pada patokan okupansi dan tarif hotel Makkah yang tercatat sepanjang 2026, model kelayakan kami belum mencapai imbal hasil yang diandaikan. Itu bukan alasan untuk menutup gagasan; itu alasan untuk mengerjakan kelayakannya dengan sungguh-sungguh sebelum sepeser pun dihimpun.

Saya menulis sebagai peneliti, bukan sebagai juru bicara lembaga mana pun. Kekeliruan yang tersisa adalah tanggung jawab saya, dan saya berterima kasih kepada pembaca yang bersedia menunjukkannya. Penghargaan saya sampaikan kepada lembaga-lembaga yang membuka datanya untuk publik: Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Badan Wakaf Indonesia, International Islamic Financial Market, Bank Dunia, dan otoritas statistik Arab Saudi. Tanpa keterbukaan itu, laporan semacam ini tidak mungkin ditulis.

Semoga laporan ini membantu wakif memahami apa yang sebenarnya terjadi pada wakafnya, membantu nazhir dan pembuat kebijakan melihat di mana pelembagaan masih rapuh, dan membantu siapa pun yang kelak memutuskan nasib proyek aset riil untuk bertanya dengan pertanyaan yang benar.

9 Oktober 2026

Mohamad Handi Khalifah, Ph.D.

Ringkasan Eksekutif

Laporan ini menjawab satu pertanyaan: sejauh mana *Cash Waqf Linked Sukuk* telah melembaga sebagai jembatan antara sukuk negara, wakaf uang, aset riil, dan manfaat sosial yang terukur, dan apa yang harus dibenahi pada 2027–2030. Jawabannya disusun dari sumber primer yang dapat diverifikasi sampai 9 Oktober 2026.

SUKUK GLOBAL BEREDAR, 2025
USD1,015 T
penerbitan 2025 USD262,9 miliar (+28,2%) · *Official*

SBSN BEREDAR, AGU 2026
Rp1.763 T
49,5% dari penerbitan kumulatif Rp3.560,5 T · *Official*

CWLS KUMULATIF, 2020–2025
Rp1.465,6 M
14 seri; 56,1% penempatan langsung · *Calculated*

CWLS BEREDAR, 9 OKT 2026
Rp824,9 M
0,047% dari SBSN beredar · *Estimated*

SEPULUH TEMUAN UTAMA

1. **Pasar sukuk global melewati satu triliun dolar.** Penerbitan 2025 mencapai USD262,9 miliar; pangsa internasional 37,6% adalah yang tertinggi sejak 2010, dan penerbit negara menyumbang 52,3%.
2. **Indonesia besar dalam nilai, dangkal dalam kedalaman.** Indonesia adalah penerbit kumulatif ketiga dunia (9,62%), tetapi penerbitannya hanya 1,2–2,0% PDB per tahun, sedangkan Malaysia 12–19%.
3. **SBSN menopang seperlima utang negara.** Beredar Rp1.763,02 triliun pada Agustus 2026, sekitar 19,7% dari SBN; SBSN proyek telah membiayai lebih dari 6.100 proyek senilai Rp242,7 triliun sampai Februari 2024.
4. **CWLS tumbuh cepat dari dasar yang sangat kecil.** Empat belas seri senilai Rp1.465,57 miliar terbit pada 2020–2025; seri ritel tumbuh 83,0% per tahun, tetapi seluruh CWLS beredar hanya 0,047% dari SBSN beredar.
5. **Angka situs perlu dikoreksi.** Situs mencatat Rp694,37 miliar; sumber primer menunjukkan Rp1.465,57 miliar. Selisih Rp771,20 miliar adalah tujuh seri penempatan langsung (SW002–SW008) yang belum dimuat.
6. **Pertumbuhan ritel digerakkan institusi.** Pada SWR006, 16 wakif institusi menyumbang 87,9% nilai; jumlah wakif individu bertahan pada 600–800 orang per seri, dan nilai wakaf individu tumbuh 24,2% per tahun.
7. **Wakif terpusat di Jakarta, kebutuhan tersebar di tempat lain.** Jakarta menyumbang 34,1% nilai wakaf individu SWR006 tetapi hanya 1,9% penduduk miskin; kawasan timur 0,8% berbanding 6,3%.
8. **Kampung Haji belum lolos uji kelayakan pada patokan pasar yang teramati.** Skenario dasar menghasilkan imbal atas biaya 5,87% dan DSCR minimum 1,10 kali; proksi 7,25% baru tercapai pada RevPAR sekitar SAR503, sedangkan triwulan II 2026 mencatat SAR292.
9. **CWLS bukan sumber modal proyek komersial.** Seluruh CWLS beredar setara 3,6% dari nilai rencana kawasan; hasil penerbitannya masuk ke pembiayaan APBN. Peran yang sah bagi CWLS adalah buku manfaat sosial yang terpisah.

10. **Kelembagaan, bukan siklus makro, yang menjelaskan kedalaman pasar.** Identitas negara menjelaskan 92,5% ragam penerbitan terhadap PDB; tiga variabel makro tidak signifikan. Bukti hasil dan dampak sosial CWLS belum tersedia, sehingga SROI tidak dihitung.

ARAH REKOMENDASI 2027–2030

Empat hal didahulukan. **Transparansi:** basis data seri yang terbuka dan laporan dampak tahunan yang terstandar. **Perluasan basis wakif:** memperbanyak wakif individu di luar Jakarta dan menurunkan ketergantungan pada beberapa institusi. **Pemisahan buku:** dana wakaf, dana komersial, dan manfaat sosial dicatat dan dilaporkan terpisah. **Kelayakan sebelum penghimpunan:** setiap proyek aset riil melewati gerbang hukum, syariah, dan keuangan sebelum instrumen apa pun ditawarkan.

ANGKA KUNCI DAN STATUSNYA

Besaran	Nilai	Posisi	Status	Bab
Penerbitan sukuk global	USD262,9 miliar	2025	*Official*	III
Pangsa Indonesia dalam penerbitan kumulatif global	9,62%	2001–2025	*Official*	III
SBSN: penerbitan kumulatif; beredar	Rp3.560,53 T; Rp1.763,02 T	Agustus 2026	*Official*	IV
Bagian penerbitan SBSN untuk pelunasan	71,4%	Feb 2024–Agu 2026	*Calculated*	IV
SBSN proyek kumulatif	Rp242,72 T; 6.104 proyek	Februari 2024	*Observed*	IV
CWLS kumulatif; ritel; penempatan langsung	Rp1.465,57 M; Rp643,52 M; Rp822,05 M	2020–2025	*Calculated*	V
CWLS beredar	Rp824,85 M	9 Oktober 2026	*Estimated*	V
Imbalan SWR007 (batas bawah)	6,70%	Penawaran s.d. 21 Okt 2026	*Official*	V
Provinsi prioritas A	12 dari 38	Maret 2026	*Calculated*	VI
Kampung Haji: nilai rencana; kamar	±USD1,3 miliar; ±6.025	Pernyataan 2025–2026	*Observed*	VII
Kampung Haji: imbal atas biaya; IRR; DSCR minimum	5,87%; 4,69%; 1,10×	Skenario dasar	*Scenario*	VII
RevPAR impas untuk imbal 7,25%; RevPAR teramati	SAR503; SAR292	Triwulan II 2026	*Scenario*; *Observed*	VII
Proyeksi penerbitan global 2026 (median; selang 80%)	USD292 miliar; 213–402	Skenario	*Scenario*	VIII

Dua batas perlu diingat. Laporan ini tidak membuat klaim sebab-akibat; bukti yang tersedia bersifat deskriptif dan asosiatif. Seluruh angka Kampung Haji adalah skenario atas asumsi yang dinyatakan, bukan prakiraan dan bukan angka proyek yang disetujui.

Executive Summary

This report asks how far Indonesia's Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS) has been institutionalised as a bridge between sovereign sukuk, cash waqf, real assets and measurable social benefit, and what must be fixed in 2027–2030. It is an independent analytical report, not an official or audited statement of any government body. All figures carry one of seven data-status labels and are validated up to 9 October 2026; 2026 data are partial.

TEN KEY FINDINGS

1. ***Global sukuk outstanding crossed one trillion dollars.*** *Issuance reached USD262.9 billion in 2025 (+28.2%); the international share (37.6%) is the highest since 2010 and sovereigns account for 52.3%.*
2. ***Indonesia is large in value but shallow in depth.*** *It is the world's third-largest cumulative issuer (9.62%), yet annual issuance equals only 1.2–2.0% of GDP, against 12–19% in Malaysia.*
3. ***Sovereign sukuk carry about one fifth of government securities.*** *SBSN outstanding stood at IDR1,763.02 trillion in August 2026; project sukuk had financed more than 6,100 projects worth IDR242.7 trillion by February 2024.*
4. ***CWLS is growing fast from a very small base.*** *Fourteen series worth IDR1,465.57 billion were issued in 2020–2025; retail series grew 83.0% a year, but all CWLS outstanding equal 0.047% of SBSN outstanding.*
5. ***The website figure needs correcting.*** *The platform shows IDR694.37 billion; primary sources show IDR1,465.57 billion. The IDR771.20 billion gap is seven private-placement series (SW002–SW008) not yet loaded.*
6. ***Retail growth is driven by institutions.*** *In SWR006, 16 institutional waqif contributed 87.9% of the value; individual waqif have stayed at 600–800 per series.*
7. ***Waqif are concentrated in Jakarta; need is elsewhere.*** *Jakarta provides 34.1% of individual waqf value in SWR006 but hosts 1.9% of the poor; the eastern region provides 0.8% against 6.3%.*
8. ***Kampung Haji does not yet pass feasibility at observed market benchmarks.*** *The base case yields 5.87% on cost with a minimum DSCR of 1.10x; the 7.25% proxy requires RevPAR near SAR503, whereas Q2 2026 recorded SAR292.*
9. ***CWLS is not a source of commercial project capital.*** *All CWLS outstanding equal 3.6% of the planned envelope and proceeds flow to the state budget. The legitimate role of CWLS is a ring-fenced social-benefit ledger.*
10. ***Institutions, not the macro cycle, explain market depth.*** *Country identity explains 92.5% of the variance in issuance-to-GDP; macro variables are insignificant. Outcome and impact evidence for CWLS is not yet available, so no SROI is computed.*

DIRECTION FOR 2027–2030

*Four priorities come first: **transparency** (an open series database and a standard annual impact report); **a broader waqif base** beyond Jakarta and beyond a handful of institutions; **ledger separation** between waqf funds, commercial funds and social benefit; and **feasibility before fundraising**, with legal, Sharia and*

financial gates for every real-asset project. The report makes no causal claims, and all Kampung Haji figures are scenarios under stated assumptions, not forecasts and not approved project figures.

Daftar Isi

Catatan Editorial iv
Kata Pengantar Penulis v
Ringkasan Eksekutif vi
Executive Summary viii
Daftar Gambar xii
Daftar Tabel xiii
Daftar Persamaan xiv
Daftar Singkatan xv
Glosarium xvi
Bab I Intelijen Eksekutif dan Temuan Utama 1
1.1 Pertanyaan, kedudukan, dan batas laporan 2
1.2 Dasbor eksekutif 2
1.3 Sepuluh temuan utama 3
1.4 Enam besaran yang tidak boleh dijumlahkan 4
1.5 Tujuh label status data 5
1.6 Konteks 2026: agenda ekonomi syariah dan lingkungan kebijakan 6
1.7 Seberapa yakin: tingkat keyakinan atas tiap temuan 6
1.8 Cara membaca bab-bab berikutnya 7
Bab II Arsitektur Kelembagaan, Regulasi, dan Syariah 8
2.1 Landasan fikih: dari tanah Khaibar ke wakaf uang 9
2.2 Lima instrumen yang kerap dipertukarkan 9
2.3 Arsitektur kelembagaan CWLS 11
2.4 Kerangka regulasi 11
2.5 Lembaga, mandat, dan dokumen yang dihasilkannya 13
2.6 Akad dan standar syariah 14
2.7 Empat lensa teori dan indikatornya 14
2.8 Titik lemah tata kelola menurut literatur 15
Bab III Intelijen Sukuk Global dan Pasar Modal Islam 16
3.1 Seperempat abad pasar sukuk 17
3.2 Pasar internasional dan pasar domestik 18
3.3 Siapa menerbitkan dan dengan akad apa 19
3.4 Peta negara dan konsentrasi 19
3.5 Kedalaman relatif: nilai besar belum berarti pasar dalam 21
3.6 Catatan mutu data: revisi antaredisi 23
3.7 Apa kata literatur terindeks 24
3.8 Implikasi bagi Indonesia 25
Bab IV Sukuk Negara Indonesia dan Pembiayaan Fiskal 26
4.1 Delapan belas tahun SBSN 27
4.2 Laju penerbitan dan arti rasio beredar 28
4.3 Keluarga instrumen SBSN dan tempat CWLS 31
4.4 SBSN proyek: dari Rp0,8 triliun ke Rp30 triliun per tahun 32
4.5 Dari daftar proyek sampai pelunasan: siklus SBSN proyek 34
4.6 Basis investor 35
4.7 Lingkungan makro dan SBSN proyek 36
4.8 Indonesia dalam pasar sukuk global 37
4.9 Pembiayaan 2026 sampai 9 Oktober 38
4.10 Implikasi 39
Bab V Perkembangan Pasar CWLS dan Wakaf Produktif 41
5.1 Enam tahun CWLS dalam satu pandangan 42
5.2 Basis data seri ritel 42
5.3 Seri penempatan langsung 44
5.4 Siapa wakifnya 44
5.5 Imbalan: dari tetap ke mengambang berbatas bawah 46
5.6 SWR007: seri yang sedang ditawarkan 47
5.7 Jatuh tempo dan nilai yang beredar 47
5.8 Rekonsiliasi dengan angka situs 48
5.9 Aliran dana dan manfaat 49
5.10 Dari mana wakif berasal 51
5.11 CWLS dalam ekosistem wakaf uang dan wakaf produktif 51
5.12 Apa kata literatur wakaf uang 52
Bab VI Peluang Regional dan Pembiayaan Proyek 54
6.1 Dari pasar nasional ke kebutuhan wilayah 55
6.2 Metode indeks kebutuhan 55

6.3 Indonesia Regional Opportunity Map 56
6.4 Kebutuhan, wakif, dan kesiapan: tiga peta yang belum bertemu 58
6.5 Ilustrasi alokasi: bila manfaat mengikuti kebutuhan 59
6.6 Metode seleksi proyek 60
6.7 Tipologi proyek dan instrumen yang sesuai 61
6.8 SBSN proyek sebagai kanal daerah yang sudah ada 61
Bab VII Intelijen Investasi Kampung Haji Makkah–Madinah 63
7.1 Kedudukan bab ini 64
7.2 Apa yang dinyatakan secara resmi 64
7.3 Rekonsiliasi dengan konsep pada situs 65
7.4 Uji hukum: kepemilikan properti di Makkah dan Madinah 65
7.5 Tiga buku dan empat instrumen yang tidak dapat dipertukarkan 66
7.6 Model kelayakan: struktur dan asumsi 68
7.7 Hasil tiga skenario 69
7.8 Kepekaan dan titik impas 71
7.9 Simulasi *Monte Carlo* 72
7.10 Permintaan: musim haji hanya mengisi seperdua belas 74
7.11 Peran yang sah bagi CWLS 75
Bab VIII Analitik Statistik, Ekonometrika, dan Prediktif 77
8.1 Alur kerja dan himpunan data 78
8.2 Eksplorasi data 78
8.3 Sifat deret waktu: tren dan stasioneritas 79
8.4 Pemilihan model dengan uji luar-sampel 80
8.5 Proyeksi 2026–2030 83
8.6 Model panel: apa yang menjelaskan kedalaman pasar 83
8.7 Uji ketahanan 86
8.8 Dekomposisi pertumbuhan CWLS ritel 87
8.9 Skenario pasar CWLS ritel 2026–2030 87
8.10 Catatan keputusan model 89
8.11 Batas inferensi 90
Bab IX Dampak Sosial, Keberlanjutan, dan Penilaian Risiko 91
9.1 Dari imbalan ke dampak: teori perubahan 92
9.2 Rantai nilai dampak dan ketersediaan data 93
9.3 Estimasi manfaat dan kesiapan SROI 94
9.4 Jalan menuju bukti: tiga tingkat dan rancangan evaluasinya 94
9.5 Pemetaan pada *maqāṣid* dan tujuan pembangunan berkelanjutan 95
9.6 Keberlanjutan dan dimensi lingkungan 96
9.7 Penilaian risiko 97
9.8 Implikasi 98
Bab X Peta Jalan Strategis 2027–2030 dan Rekomendasi 99
10.1 Empat prinsip 100
10.2 Tiga skenario 2030 100
10.3 Peta jalan 101
10.4 Ukuran kinerja dan pengelolanya 102
10.5 Rekomendasi menurut pemangku kepentingan 103
10.6 Gerbang keputusan Kampung Haji 103
10.7 Penutup 104
Referensi 105
Lampiran 114
Lampiran A. Catatan metodologi 114
Lampiran B. Catatan himpunan data dan kamus variabel 115
Lampiran C. Rekonsiliasi angka situs dengan sumber primer 116
Lampiran D. Keterbatasan 117
Lampiran E. Informasi replikasi 118
Lampiran F. Data pokok 119
Lampiran G. Daftar periksa penjaminan mutu 121
Biografi Penulis 122

Daftar Gambar

Gambar 1.1 Dasbor eksekutif: enam deret kunci, 2013–2026 3
Gambar 1.2 Skala delapan besaran yang sering dicampuradukkan, 2024–2026 4
Gambar 2.1 Peta posisi instrumen menurut motif dana dan letak risiko 10
Gambar 2.2 Arsitektur kelembagaan CWLS: aliran pokok, aliran imbalan, dan pengawasan 11
Gambar 2.3 Linimasa regulasi wakaf, SBSN, dan CWLS, 2002–2026 12
Gambar 3.1 Penerbitan sukuk global per tahun, 2001–2025 (USD miliar) 17
Gambar 3.2 Penerbitan sukuk internasional dan domestik, 2010–2025 18
Gambar 3.3 Penerbitan menurut status penerbit, 2024–2025, dan struktur akad, 2024 19
Gambar 3.4 Penerbitan sukuk kumulatif menurut negara, 2001–2024 20
Gambar 3.5 Pergeseran pangsa penerbitan kumulatif, akhir 2015 dan akhir 2024 21
Gambar 3.6 Penerbitan sukuk terhadap PDB menurut negara dan periode (%) 22
Gambar 3.7 Profil lima dimensi: Malaysia, Arab Saudi, dan Indonesia 22
Gambar 3.8 Matriks kelembagaan: pendapatan per kapita dan intensitas penerbitan, 2024 23
Gambar 4.1 SBSN: penerbitan kumulatif dan nilai beredar pada titik data yang tersedia, 2008–2026 28
Gambar 4.2 Rata-rata tambahan penerbitan SBSN per tahun menurut ruas waktu (Rp triliun per tahun) 29
Gambar 4.3 Penerbitan bruto SBSN per tahun, pelunasan tersirat, dan tambahan neto antara titik data 30
Gambar 4.4 Komposisi SBSN beredar menurut keluarga seri, akhir 2022, dan sukuk korporasi beredar,… 31
Gambar 4.5 SBSN proyek: alokasi per tahun anggaran dan nilai kumulatif, 2013–2024 32
Gambar 4.6 SBSN proyek menurut sektor, 2013–2023: nilai, pangsa, dan nilai rata-rata per proyek 33
Gambar 4.7 Kepemilikan surat berharga negara yang dapat diperdagangkan, 30 Desember 2024 35
Gambar 4.8 Indonesia: pertumbuhan, inflasi, dan nilai tukar, 2008–2025 36
Gambar 4.9 Indonesia: penerbitan sukuk per tahun dan pangsa kumulatif global, 2015–2025 37
Gambar 4.10 Realisasi pembiayaan APBN 2026 sampai akhir September 38
Gambar 5.1 Seri ritel CWLS: nilai penjualan dan jumlah wakif, SWR001–SWR006 43
Gambar 5.2 Nilai rata-rata per wakif dan komposisi nilai menurut jenis wakif 45
Gambar 5.3 Profil wakif pada tiga seri ritel: wakif baru, generasi milenial, dan pegawai swasta 45
Gambar 5.4 Imbalan CWLS ritel, suku bunga acuan, dan selisihnya, SWR001–SWR007 46
Gambar 5.5 Tangga jatuh tempo empat belas seri CWLS dan posisi per 9 Oktober 2026 48
Gambar 5.6 Rekonsiliasi: dari angka situs ke nilai kumulatif dan nilai beredar (Rp miliar) 49
Gambar 5.7 Aliran CWLS menurut sumber dana, jenis seri, dan status, 2020–9 Oktober 2026 (Rp miliar) 49
Gambar 5.8 Imbalan enam seri ritel selama umur seri (Rp miliar) 50
Gambar 5.9 Sebaran nilai wakaf individu menurut wilayah dibandingkan sebaran penduduk miskin 51
Gambar 5.10 Aset wakaf uang nasional: lintasan menuju sasaran RPJMN 2029 52
Gambar 6.1 Indonesia Regional Opportunity Map: indeks kebutuhan 38 provinsi, Maret 2026 56
Gambar 6.2 Jumlah penduduk miskin dan rasio Gini 38 provinsi, Maret 2026 56
Gambar 6.3 Skor kebutuhan 38 provinsi menurut kelompok prioritas 57
Gambar 6.4 Lima gerbang seleksi proyek 60
Gambar 7.1 Linimasa pernyataan dan ketentuan terkait Kampung Haji, Juli 2025–2029 64
Gambar 7.2 Pemisahan tiga buku: CWLS, SPV komersial, dan kontrak akomodasi jamaah 67
Gambar 7.3 Empat ukuran kelayakan pada empat himpunan asumsi 70
Gambar 7.4 Skenario dasar: belanja modal, arus kas tersedia, kewajiban sukuk proyek, dan DSCR, ... 71
Gambar 7.5 Imbal atas biaya dan DSCR minimum menurut okupansi dan tarif kamar 71
Gambar 7.6 Kepekaan IRR proyek terhadap delapan variabel 72
Gambar 7.7 Monte Carlo: sebaran IRR proyek dan DSCR minimum menurut kelompok RevPAR 73
Gambar 7.8 Kapasitas malam-kamar setahun dan bagian yang diisi musim haji 74
Gambar 7.9 Skala kebutuhan modal kawasan dibandingkan seluruh CWLS (USD juta) 75
Gambar 8.1 Sebaran penerbitan sukuk terhadap PDB menurut negara, 2016–2024 79
Gambar 8.2 Penerbitan sukuk global: tingkat pada skala logaritmik dengan tiga tren, dan pertumbuhan… 79
Gambar 8.3 Uji luar-sampel: realisasi dan prakiraan satu tahun ke depan, serta galat tiap model 81
Gambar 8.4 Diagnostik sisaan tren log-linear 2010–2025 82
Gambar 8.5 Proyeksi penerbitan sukuk global, 2026–2030: median dan selang ketidakpastian 83
Gambar 8.6 Koefisien tiga variabel makro pada empat spesifikasi, dengan selang kepercayaan 95% 85
Gambar 8.7 Efek negara: rata-rata antarperiode dan bagian ragam yang dijelaskan 86
Gambar 8.8 Skenario penjualan CWLS ritel, 2026–2030 88
Gambar 9.1 Teori perubahan CWLS: dari masukan ke dampak 92
Gambar 9.2 Rantai nilai dampak dan ketersediaan data publik pada tiap tahap 93
Gambar 9.3 Matriks risiko: dua belas risiko menurut kemungkinan dan dampak 97
Gambar 10.1 Tiga skenario CWLS ritel pada 2030 100
Gambar 10.2 Peta jalan 2027–2030: enam alur kerja dan tiga titik tinjau 101

Daftar Tabel

Tabel 1.1 Sepuluh temuan utama dan bukti pendukungnya ... 3
Tabel 1.2 Enam besaran, pemilik, dan penanggung risikonya ... 5
Tabel 1.3 Label status data dan cara membacanya ... 5
Tabel 1.4 Tingkat keyakinan atas sepuluh temuan dan hal yang dapat mengubahnya ... 6
Tabel 2.1 Pembeda lima instrumen: CWLS, SBSN, sukuk proyek, mushārakah strategis, dan wakaf produktif ... 10
Tabel 2.2 Matriks regulasi dan tingkat verifikasinya ... 12
Tabel 2.3 Lembaga, mandat, dan dokumen publik yang relevan ... 13
Tabel 2.4 Lensa teori, dugaan yang diturunkan, dan indikator dalam laporan ... 14
Tabel 3.1 Penerbitan sukuk global pada tahun-tahun kunci (USD miliar) ... 18
Tabel 3.2 Sepuluh negara pembanding: nilai, jumlah, dan kedalaman penerbitan sukuk ... 20
Tabel 3.3 Revisi nilai penerbitan global antaredisi IIFM (USD miliar) ... 23
Tabel 3.4 Peta literatur sukuk pada jurnal terindeks: enam tema ... 24
Tabel 4.1 SBSN: titik data penerbitan kumulatif dan nilai beredar, 2008–2026 (Rp triliun) ... 27
Tabel 4.2 SBSN beredar terhadap PDB pada titik data yang tersedia ... 29
Tabel 4.3 Penerbitan bruto, pelunasan tersirat, dan tambahan neto SBSN antara titik data (Rp triliun) ... 30
Tabel 4.4 Keluarga seri SBSN dan ciri pokoknya ... 31
Tabel 4.5 SBSN proyek per tahun anggaran, 2013–2024 (Rp triliun) ... 32
Tabel 4.6 SBSN proyek pada tiga sektor layanan keagamaan, 2013–2023 ... 33
Tabel 4.7 Siklus SBSN proyek dan padanannya bagi proyek wakaf produktif ... 34
Tabel 4.8 Data dasar analisis: SBSN proyek dan tiga variabel makro, 2013–2024 ... 36
Tabel 4.9 Korelasi Spearman antara SBSN proyek dan variabel makro, 2013–2024 ... 36
Tabel 4.10 Indikator fiskal dan moneter 2026 sampai 9 Oktober ... 38
Tabel 4.11 SBSN dalam struktur utang pemerintah, pertengahan 2026 ... 39
Tabel 5.1 Seri ritel CWLS: masa penawaran, nilai, dan wakif, 2020–2025 ... 42
Tabel 5.2 Seri ritel CWLS: imbalan, acuan, dan jatuh tempo ... 43
Tabel 5.3 Seri CWLS penempatan langsung, 2020–2024 ... 44
Tabel 5.4 Wakif individu dan institusi pada empat seri ritel ... 44
Tabel 5.5 SWR007: ketentuan pokok dan status per 9 Oktober 2026 ... 47
Tabel 5.6 Peta literatur wakaf uang pada jurnal terindeks: tiga tema ... 52
Tabel 6.1 Komponen indeks kebutuhan dan variabel yang belum dapat dimasukkan ... 55
Tabel 6.2 Indeks kebutuhan 38 provinsi, Maret 2026 ... 57
Tabel 6.3 Profil dua belas provinsi prioritas A ... 58
Tabel 6.4 Kebutuhan dan partisipasi wakif menurut zona ... 59
Tabel 6.5 Ilustrasi alokasi imbalan tahunan CWLS sebanding dengan jumlah penduduk miskin ... 59
Tabel 6.6 Kriteria seleksi proyek: pertanyaan, bukti, dan ambang ... 60
Tabel 6.7 Tipologi proyek, instrumen yang sesuai, dan ukuran kelayakan ... 61
Tabel 7.1 Kampung Haji: pokok pernyataan resmi sebagaimana diberitakan ... 64
Tabel 7.2 Angka konsep pada situs dan pernyataan resmi: perbandingan ... 65
Tabel 7.3 Daftar uji tuntas hukum dan perizinan sebelum kesimpulan kelayakan ... 66
Tabel 7.4 Empat instrumen bagi aset akomodasi jamaah: kegunaan dan batasnya ... 67
Tabel 7.5 Asumsi model dan dasar penetapannya ... 68
Tabel 7.6 Hasil model kelayakan pada empat himpunan asumsi ... 69
Tabel 7.7 Struktur pembiayaan alternatif pada skenario dasar ... 72
Tabel 7.8 Imbalan tahunan dari seri CWLS hipotetis yang ditujukan untuk program sosial jamaah ... 75
Tabel 8.1 Himpunan data, metode, dan batas tiap analisis empiris ... 78
Tabel 8.2 Statistik deskriptif panel negara–periode (N = 60) ... 78
Tabel 8.3 Penduga tren log-linear pada tiga jendela ... 80
Tabel 8.4 Uji akar unit dan stasioneritas pada logaritma penerbitan global ... 80
Tabel 8.5 Ketepatan lima model pada uji asal bergulir, prakiraan 2015–2025 ... 81
Tabel 8.6 Rincian uji asal bergulir: realisasi dan prakiraan satu tahun ke depan (USD miliar) ... 82
Tabel 8.7 Proyeksi penerbitan sukuk global, 2026–2030 (USD miliar) ... 83
Tabel 8.8 Data panel: penerbitan sukuk per negara dan periode (USD miliar per tahun) ... 84
Tabel 8.9 Hasil estimasi model panel (variabel terikat: penerbitan sukuk, % PDB) ... 84
Tabel 8.10 Diagnostik model panel ... 85
Tabel 8.11 Uji ketahanan: koefisien dan nilai-p pada tiga sampel ... 86
Tabel 8.12 Dekomposisi kenaikan nilai seri ritel menurut jenis wakif (Rp miliar) ... 87
Tabel 8.13 Skenario CWLS ritel: penjualan, kumulatif, dan imbalan (Rp miliar) ... 88
Tabel 8.14 Lintasan penjualan CWLS ritel per tahun pada tiga skenario (Rp miliar) ... 88
Tabel 8.15 Monte Carlo model kelayakan Kampung Haji: persentil empat ukuran hasil (10.000 tarikan) ... 89
Tabel 8.16 Model yang dipertimbangkan, keputusan, dan alasannya ... 89
Tabel 9.1 Kerangka indikator dampak CWLS yang diusulkan ... 93
Tabel 9.2 Kesiapan data untuk menghitung SROI CWLS ... 94
Tabel 9.3 Tiga tingkat bukti dan rancangan evaluasi yang sepadan ... 95
Tabel 9.4 Jenis program, tujuan syariat yang dijaga, dan indikator hasil yang sesuai ... 95
Tabel 9.5 Daftar risiko utama, mitigasi, dan pengelola yang diusulkan ... 97
Tabel 10.1 Tiga skenario 2027–2030: asumsi, hasil, dan prasyarat ... 100
Tabel 10.2 Dua belas bulan pertama: langkah yang tidak memerlukan peraturan baru ... 101
Tabel 10.3 Sepuluh ukuran kinerja 2027–2030 ... 102
Tabel 10.4 Rekomendasi dan dasar buktinya ... 103
Tabel 10.5 Delapan gerbang keputusan bagi keterkaitan instrumen wakaf dengan Kampung Haji ... 103

Daftar Persamaan

Persamaan 3.1 Laju pertumbuhan majemuk tahunan 17
Persamaan 3.2 Pangsa pasar dan indeks konsentrasi Herfindahl–Hirschman 20
Persamaan 4.1 Rata-rata tambahan penerbitan bruto per tahun antara dua titik data 28
Persamaan 4.2 Rasio nilai beredar terhadap penerbitan kumulatif 28
Persamaan 4.3 Pelunasan tersirat antara dua titik data 30
Persamaan 4.4 Koefisien korelasi peringkat Spearman 36
Persamaan 5.1 Imbalan mengambang berbatas bawah 46
Persamaan 5.2 Nilai CWLS beredar pada tanggal t 47
Persamaan 5.3 Imbalan bruto dan neto selama umur seri 50
Persamaan 5.4 Rasio realisasi wakaf uang terhadap potensi 51
Persamaan 6.1 Indeks kebutuhan wilayah 55
Persamaan 6.2 Skor seleksi proyek 60
Persamaan 7.1 Pendapatan per kamar tersedia dan pendapatan tahunan 68
Persamaan 7.2 Arus kas tersedia untuk kewajiban 68
Persamaan 7.3 Nilai kini bersih proyek 68
Persamaan 7.4 Tingkat imbal hasil internal proyek 68
Persamaan 7.5 Rasio cakupan kewajiban dan angsuran anuitas 68
Persamaan 7.6 Rasio manfaat–biaya dan imbal atas biaya 68
Persamaan 7.7 Simulasi Monte Carlo atas model kelayakan 72
Persamaan 8.1 Tren log-linear dan laju pertumbuhan tersirat 79
Persamaan 8.2 Jalan acak dengan drift pada logaritma 80
Persamaan 8.3 Ukuran galat prakiraan 80
Persamaan 8.4 Model panel kandidat 83
Persamaan 8.5 Statistik uji Hausman 85
Persamaan 8.6 Dekomposisi kenaikan nilai menurut jenis wakif 87
Persamaan 9.1 Biaya per penerima manfaat 94
Persamaan 9.2 Nisbah imbal hasil sosial atas investasi 94

Daftar Singkatan

Singkatan	Kepanjangan	Singkatan	Kepanjangan
AAOIFI	*Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions*	**IRR**	*Internal rate of return*
ADR	*Average daily rate*, tarif kamar rata-rata	**IWN**	Indeks Wakaf Nasional
APBN	Anggaran Pendapatan dan Belanja Negara	**KNEKS**	Komite Nasional Ekonomi dan Keuangan Syariah
BCR	*Benefit-cost ratio*	**LKS-PWU**	Lembaga keuangan syariah penerima wakaf uang
BMN	Barang Milik Negara	**MAE / RMSE**	*Mean absolute error* / *root mean squared error*
BPIH	Biaya Penyelenggaraan Ibadah Haji	**NPV**	*Net present value*
BPKH	Badan Pengelola Keuangan Haji	**PBS**	*Project based sukuk*, seri SBSN berbasis proyek
BWI	Badan Wakaf Indonesia	**PMA / PMK**	Peraturan Menteri Agama / Keuangan
CAGR	*Compound annual growth rate*	**RCMC**	*Royal Commission for Makkah City and Holy Sites*
CFADS	*Cash flow available for debt service*	**REGA**	*Real Estate General Authority*, Arab Saudi
CWLS	*Cash Waqf Linked Sukuk*	**RevPAR**	*Revenue per available room*
DJPPR	Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko	**RPJMN**	Rencana Pembangunan Jangka Menengah Nasional
DSCR	*Debt service coverage ratio*	**SAR**	Riyal Arab Saudi
DSN-MUI	Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia	**SBN / SBSN**	Surat Berharga Negara / Surat Berharga Syariah Negara
EBITDA	Laba sebelum bunga, pajak, depresiasi, dan amortisasi	**sMAPE**	*Symmetric mean absolute percentage error*
GASTAT	*General Authority for Statistics*, Arab Saudi	**SPV**	*Special purpose vehicle*
HHI	Indeks Herfindahl–Hirschman	**SROI**	*Social return on investment*
IFSB	*Islamic Financial Services Board*	**SW / SWR**	Sukuk Wakaf (penempatan langsung) / Sukuk Wakaf Ritel
IIFM	*International Islamic Financial Market*	**YoC**	*Yield on cost*, imbal atas biaya

Glosarium

Istilah	Pengertian yang dipakai dalam laporan ini
Cash Waqf Linked Sukuk	Penempatan wakaf uang oleh nazhir pada SBSN seri wakaf (SW atau SWR). Imbalan SBSN disalurkan untuk program sosial; pokok kembali kepada wakif (wakaf temporer) atau tetap pada nazhir (wakaf permanen).
SBSN (sukuk negara)	Surat berharga negara berdasarkan prinsip syariah sebagai bukti bagian penyertaan terhadap aset SBSN, diterbitkan pemerintah untuk membiayai APBN, termasuk membiayai proyek.
SBSN proyek (*Project Sukuk* negara)	SBSN yang hasil penerbitannya dipakai langsung untuk membiayai proyek kementerian/lembaga dalam APBN menurut PP 16/2023. Risiko pembayaran tetap pada negara, bukan pada arus kas proyek.
Sukuk proyek korporasi	Sukuk terbitan badan usaha atau SPV yang pelunasannya bergantung pada arus kas proyek; memerlukan uji DSCR dan struktur jaminan. Berbeda dari SBSN proyek.
***Mushārakah* strategis**	Penyertaan modal bersama pada suatu usaha atau aset dengan pembagian hasil menurut kesepakatan dan pembagian rugi menurut porsi modal.
Wakaf produktif	Pengelolaan harta wakaf sehingga menghasilkan surplus berkelanjutan untuk *mawqūf ʿalayh*, dengan pokok harta tetap terjaga.
Wakaf temporer (*muʾaqqat*)	Wakaf untuk jangka waktu tertentu; pokok dikembalikan kepada wakif pada akhir jangka waktu. Dasar: UU 41/2004 dan pendapat mazhab Mālikī.
***Nāẓir* (nazhir)**	Pihak yang menerima harta wakaf dari wakif untuk dikelola dan dikembangkan sesuai peruntukannya.
Mawqūf ʿalayh	Pihak yang ditunjuk untuk memperoleh manfaat dari peruntukan harta wakaf.
Imbalan mengambang berbatas bawah	*Floating with floor*: imbalan mengikuti suku bunga acuan ditambah selisih tetap, dengan batas terendah yang dijamin.
RevPAR	Pendapatan kamar per kamar tersedia: okupansi dikali tarif kamar rata-rata.
DSCR	Arus kas tersedia untuk kewajiban dibagi kewajiban pembiayaan (imbalan dan pokok) pada periode yang sama.
Pemisahan buku (*ring-fencing*)	Pencatatan, rekening, dan pelaporan yang terpisah sehingga dana wakaf tidak menanggung risiko komersial dan manfaat sosial tidak dihitung sebagai laba pemodal.

Pengertian di atas adalah definisi kerja laporan ini; untuk keperluan hukum yang berlaku adalah rumusan peraturan perundang-undangan dan fatwa yang bersangkutan.

BAB I

Intelijen Eksekutif dan Temuan Utama

Apa yang diketahui, apa yang dihitung, dan apa yang masih berupa skenario tentang sukuk negara, wakaf uang, dan aset riil sampai 9 Oktober 2026.



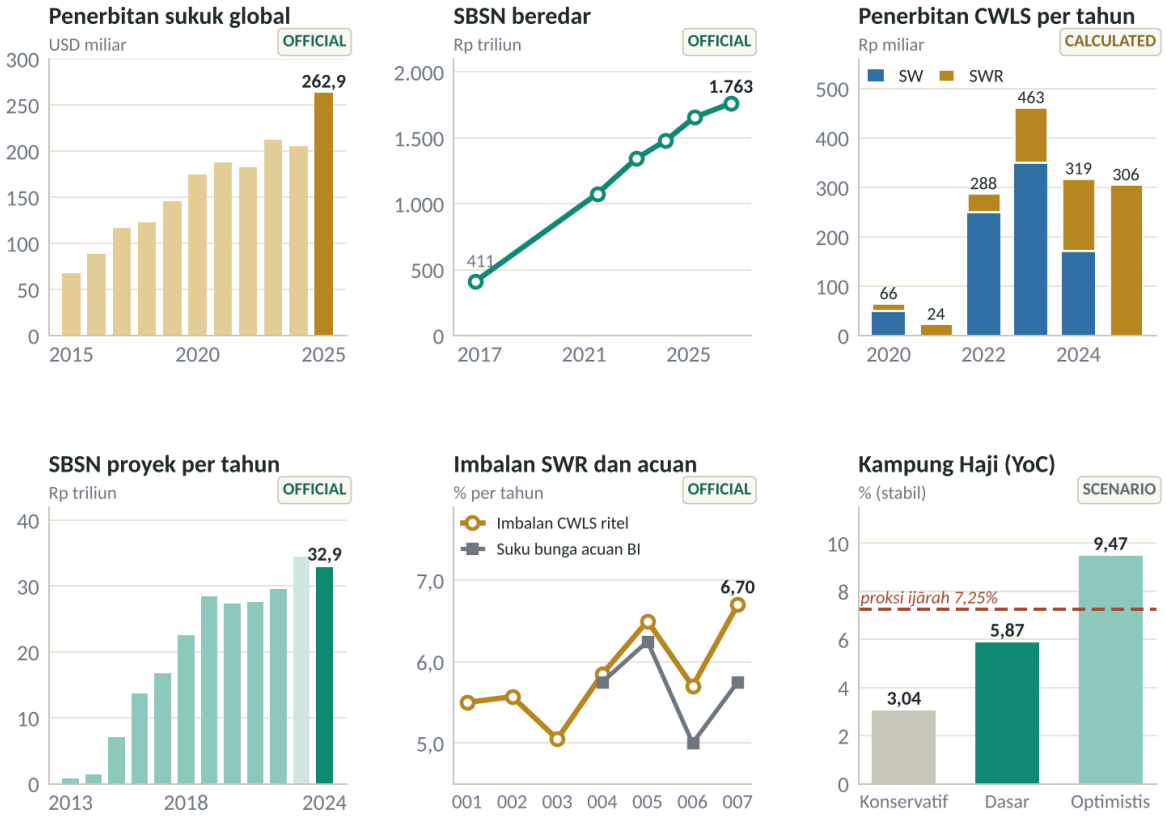
1.1 Pertanyaan, kedudukan, dan batas laporan

Cash Waqf Linked Sukuk (CWLS) diperkenalkan pada 2020 sebagai cara menempatkan wakaf uang pada Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) dan menyalurkan imbalannya ke program sosial. Enam tahun kemudian instrumen ini telah terbit dalam empat belas seri, tetapi pertanyaan dasarnya belum terjawab secara terbuka: berapa nilainya yang sesungguhnya, siapa wakifnya, ke mana manfaatnya mengalir, dan sejauh mana ia dapat dihubungkan dengan aset riil tanpa mengaburkan batas antara dana sosial dan dana komersial. Laporan ini mencoba menjawabnya dengan sumber primer yang dapat diperiksa.

Kedudukan laporan perlu ditegaskan sejak awal. Ini adalah laporan tahunan intelijen kelembagaan dan analitis yang independen dari platform Advance CWLS Pro. Ia bukan laporan resmi dan bukan laporan keuangan auditan Kementerian Keuangan, Badan Wakaf Indonesia, atau lembaga pemerintah mana pun. Tiga batas dijaga sepanjang naskah: data 2026 hanya sampai 9 Oktober 2026 dan tidak diperlakukan sebagai angka setahun penuh; tidak ada angka yang diciptakan untuk mengisi kekosongan; dan tidak ada klaim sebab-akibat yang melampaui bukti.

1.2 Dasbor eksekutif

Gambar 1.1 merangkum enam deret yang menjadi tulang punggung laporan. Tiga yang pertama menggambarkan skala: pasar sukuk global, SBSN yang beredar, dan penerbitan CWLS per tahun. Tiga berikutnya menggambarkan mutu: arah SBSN proyek, hubungan imbalan CWLS ritel dengan suku bunga acuan, dan hasil uji kelayakan konseptual Kampung Haji pada tiga skenario.



Gambar 1.1 **Dasbor eksekutif: enam deret kunci, 2013–2026**

Sumber: IIFM (2016–2026); DJPPR dan sumber resmi lain untuk SBSN (Tabel 4.1); DJPPR dan BWI untuk CWLS (Tabel 5.1 dan Tabel 5.2); hitungan dan model penulis (Bab VII). Label di kanan atas tiap panel menunjukkan status data. Panel CWLS tidak memuat 2026 karena hasil SWR007 belum diumumkan.

PANGSA INDONESIA, KUMULATIF GLOBAL

9,62%

USD237,93 miliar, 2001–2025; peringkat ketiga · *Official*

SBSN PROYEK, S.D. FEB 2024

Rp242,7 T

6.104 proyek; 81,5% pada tiga sektor infrastruktur · *Observed*

WAKIF RITEL, ENAM SERI

4.447

pemesanan, bukan orang unik; 85,7% wakif baru pada lima seri terakhir · *Calculated*

IRR KAMPUNG HAJI, SKENARIO DASAR

4,69%

median *Monte Carlo* 3,63%; proksi pembanding 7,25% · *Scenario*

1.3 Sepuluh temuan utama

Tabel 1.1 menyajikan sepuluh temuan beserta bukti, label status, dan bab tempat analisisnya diuraikan. Temuan diurutkan dari konteks pasar ke instrumen, lalu ke proyek dan bukti dampak.

Tabel 1.1 **Sepuluh temuan utama dan bukti pendukungnya**

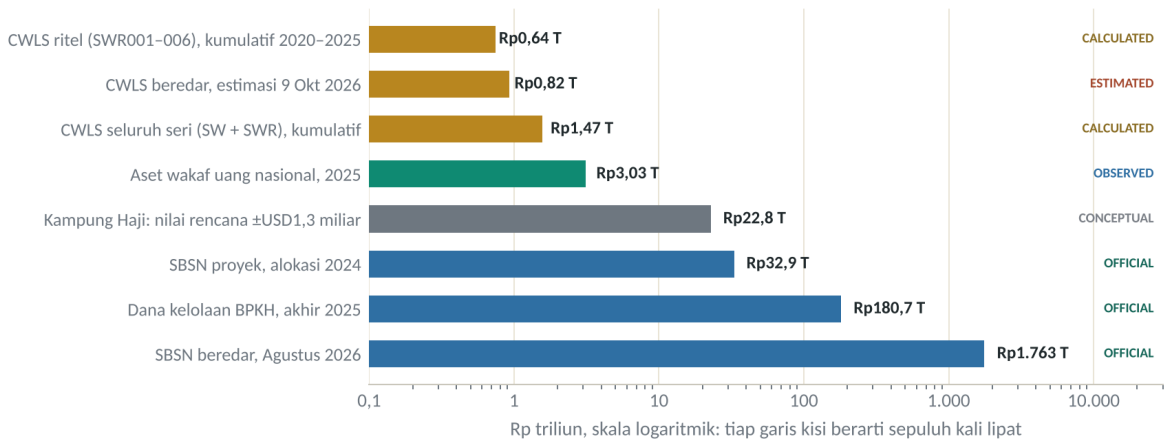
No.	Temuan	Bukti kunci	Status	Bab
1	**Sukuk global beredar melewati USD1 triliun**	Beredar USD1,015 triliun; penerbitan 2025 USD262,9 miliar (+28,2%); pangsa internasional 37,6%	*Official*	III
2	**Indonesia besar dalam nilai, dangkal dalam kedalaman**	Pangsa kumulatif 9,62%; penerbitan 1,2–2,0% PDB per tahun; Malaysia 12–19%	*Calculated*	III; VIII
3	**SBSN menopang sekitar seperlima SBN**	Beredar Rp1.763,02 T (Agu 2026); 49,5% dari kumulatif Rp3.560,53 T	*Official*; *Calculated*	IV

No.	Temuan	Bukti kunci	Status	Bab
4	**SBSN proyek besar tetapi melandai**	Rp242,7 T; 6.104 proyek; CAGR 2015–2024 18,5%, 2019–2024 hanya 3,0%	*Official*; *Calculated*	IV
5	**CWLS tumbuh cepat dari dasar kecil**	Rp1.465,57 M kumulatif; ritel tumbuh 83,0% per tahun; beredar 0,047% dari SBSN	*Calculated*; *Estimated*	V
6	**Angka situs kurang dari separuh nilai primer**	Situs Rp694,37 M; primer Rp1.465,57 M; selisih Rp771,20 M (SW002–SW008)	*Observed*; *Official*	V; Lamp. C
7	**Ritel digerakkan institusi dan terpusat di Jakarta**	SWR006: institusi 87,9% nilai; Jakarta 34,1% nilai individu, 1,9% penduduk miskin	*Official*; *Calculated*	V; VI
8	**Kampung Haji belum layak pada patokan teramati**	Dasar: imbal atas biaya 5,87%; DSCR minimum 1,10×; perlu RevPAR SAR503, teramati SAR292	*Scenario*	VII
9	**CWLS bukan modal proyek komersial**	CWLS beredar 3,6% dari nilai rencana; hasil penerbitan masuk APBN; hukum properti Saudi membatasi	*Calculated*; *Official*	II; VII
10	**Kelembagaan menjelaskan kedalaman; bukti dampak belum ada**	Identitas negara menjelaskan 92,5% ragam; makro tidak signifikan; SROI tidak dihitung	*Calculated*	VIII; IX

Sumber: sintesis penulis atas Bab II–IX. Angka dan sumbernya dirinci pada bab yang dirujuk.

1.4 Enam besaran yang tidak boleh dijumlahkan

Kekeliruan yang paling sering muncul dalam percakapan tentang CWLS adalah memperlakukan enam besaran yang berbeda seolah-olah satu indikator. Nilai wakaf adalah pokok yang diserahkan wakif. Nilai penerbitan sukuk adalah kewajiban negara. Dana investasi komersial adalah modal yang menuntut imbal hasil. Nilai aset proyek adalah harga perolehan atau taksiran suatu aset. Manfaat sosial adalah imbalan yang tersalur ke penerima. Laba investor adalah selisih arus kas bagi pemodal. Keenamnya berbeda pemilik, berbeda satuan waktu, dan berbeda penanggung risikonya; menjumlahkan atau membandingkannya tanpa keterangan menghasilkan angka yang tidak bermakna.



Gambar 1.2 **Skala delapan besaran yang sering dicampuradukkan, 2024–2026**

Sumber: DJPPR dan BWI (CWLS); KNEKS sebagaimana diberitakan (wakaf uang); pernyataan Danantara sebagaimana diberitakan (Kampung Haji; USD1,3 miliar pada Rp17.500 per USD); BPKH (2026); IIFM (2026). Sumbu logaritmik dipakai karena rentang nilainya lebih dari tiga ribu kali; batang bukan untuk dijumlahkan.

Gambar 1.2 memperlihatkan jaraknya. Seluruh CWLS yang pernah terbit, Rp1,47 triliun, kurang dari separuh aset wakaf uang nasional dan kurang dari satu per seribu SBSN beredar (0,83 per seribu). Nilai rencana Kampung Haji yang dinyatakan pejabat, sekitar USD1,3 miliar, setara lima belas kali seluruh CWLS yang pernah terbit. Perbandingan ini bukan untuk mengecilkan CWLS. Ia menunjukkan bahwa CWLS

adalah instrumen manfaat sosial berskala ratusan miliar rupiah, sedangkan proyek aset riil di Tanah Suci adalah keputusan investasi berskala puluhan triliun rupiah, dan keduanya memerlukan disiplin yang berbeda.

Tabel 1.2 Enam besaran, pemilik, dan penanggung risikonya

Besaran	Arti	Pemilik atau penerima	Penanggung risiko	Contoh angka
Nilai wakaf	Pokok wakaf uang yang diserahkan wakif	Wakif (temporer) atau nazhir (permanen)	Negara, selama ditempatkan pada SBSN	SWR006: Rp306,28 M
Nilai penerbitan sukuk	Nominal SBSN yang diterbitkan pemerintah	Pemegang sukuk	Negara	SBSN kumulatif Rp3.560,53 T
Dana investasi komersial	Ekuitas dan pembiayaan yang menuntut imbal hasil	Pemodal dan pemberi pembiayaan	Pemodal	Kampung Haji: USD1,25 miliar (model)
Nilai aset proyek	Harga perolehan atau taksiran aset	Pemilik aset	Pemilik aset	Hotel eksisting: di bawah USD500 juta
Manfaat sosial	Imbalan yang tersalur ke program dan penerima	*Mawqūf ʿalayh*	Nazhir (risiko penyaluran)	Enam seri ritel: Rp75,44 M bruto
Laba investor	Arus kas bersih bagi pemodal setelah kewajiban	Pemodal	Pemodal	IRR dasar 4,69% (skenario)

Sumber: penulis. Angka contoh berasal dari Bab IV, V, dan VII dan memuat status data yang berbeda-beda; lihat bab terkait.

1.5 Tujuh label status data

Setiap angka dalam laporan ini memuat satu label status. Label tidak menilai penting atau tidaknya sebuah angka; label menyatakan dari mana angka itu berasal dan seberapa jauh pembaca dapat bersandar padanya.[1]

Tabel 1.3 Label status data dan cara membacanya

Label	Arti	Contoh dalam laporan
Official	Dikutip dari publikasi resmi penerbit atau otoritas tanpa diubah	Hasil penjualan SWR006 Rp306,28 miliar (keterangan pers DJPPR)
Observed	Pernyataan pejabat atau lembaga yang dimuat pemberitaan atau situs; belum berupa dokumen resmi yang terbaca	Rencana 13 menara dan sekitar 6.025 kamar di Thakher
Calculated	Diturunkan penulis dari angka resmi dengan rumus yang dicantumkan	CWLS kumulatif Rp1.465,57 miliar; CAGR ritel 83,0%
Estimated	Perkiraan penulis atas dasar data parsial dan asumsi yang disebut	CWLS beredar Rp824,85 miliar per 9 Oktober 2026
Scenario	Hasil model di bawah asumsi; bukan prakiraan dan bukan angka resmi	Imbal atas biaya Kampung Haji 3,04–9,47%
Conceptual	Gagasan atau rancangan yang belum disetujui, dibiayai, atau direalisasikan	Pembagian menara Makkah–Madinah pada situs
Pending Verification	Angka yang beredar tetapi belum dapat dicocokkan dengan sumber primer	Imbalan SWR001 5,50%; rincian wakif SWR004

[1] Satu angka dapat memuat dua label bila tersusun dari bahan yang berbeda statusnya; misalnya nilai kumulatif CWLS dihitung (*Calculated*) dari nilai seri yang sebagian resmi (*Official*) dan sebagian teramati (*Observed*). Dalam hal demikian, status yang paling lemah menentukan cara membacanya.

1.6 Konteks 2026: agenda ekonomi syariah dan lingkungan kebijakan

Temuan-temuan itu harus dibaca dalam lingkungan 2026 yang tidak biasa. Di sisi makro, Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan 100 basis poin pada triwulan II dan menahannya pada 5,75% sampai September; rupiah bergerak pada kisaran Rp17.500–17.900 per dolar dan inflasi Agustus 3,19% (Antara, 2026b; Dewan Ekonomi Nasional, 2026). Suku bunga yang lebih tinggi menaikkan imbalan CWLS ritel, tetapi juga menaikkan biaya dana bagi setiap gagasan pembiayaan proyek.

Di sisi kelembagaan, empat perkembangan saling bertemu. Peraturan Menteri Agama Nomor 14 Tahun 2025 memperbarui tata cara wakaf uang, termasuk wakaf berjangka dan layanan digital. RPJMN 2025–2029 menetapkan sasaran aset wakaf uang Rp9,99 triliun pada 2029 (Fortune Indonesia, 2025), dan peta jalan ekonomi dan keuangan syariah 2025–2029 disiapkan untuk ditetapkan dengan peraturan presiden (Infobank, 2025). Penyelenggaraan haji ditata ulang di bawah kementerian tersendiri.[2] Dan di Arab Saudi, undang-undang kepemilikan properti oleh non-Saudi mulai berlaku pada 22 Januari 2026 (Saudi Press Agency, 2026). Musim haji 2026 diikuti sekitar 1,71 juta jamaah (Knight Frank, 2026); kuota Indonesia 221.000 jamaah, dengan biaya penyelenggaraan rata-rata Rp87,4 juta per jamaah (Antara, 2025), dan dana haji yang dikelola mencapai Rp180,72 triliun pada akhir 2025 (BPKH, 2026).

Satu tenggat lain kerap disebut bersamaan dan perlu ditempatkan pada proporsinya: kewajiban sertifikasi halal tahap berikutnya berlaku pada 18 Oktober 2026. Tenggat itu menyangkut pelaku usaha produk tertentu dan tidak berkaitan dengan penerbitan CWLS; kaitannya yang terbatas dibahas pada Bab IX.

1.7 Seberapa yakin: tingkat keyakinan atas tiap temuan

Tidak semua temuan bertumpu pada bukti yang sama kuat. Tabel 1.4 menilai tingkat keyakinan penulis atas sepuluh temuan dan menyebut apa yang dapat mengubahnya. Penilaian ini bersifat kualitatif dan dimaksudkan agar pembaca mengetahui di mana kehati-hatian paling diperlukan.

Tabel 1.4 Tingkat keyakinan atas sepuluh temuan dan hal yang dapat mengubahnya

Temuan	Keyakinan	Dasar penilaian	Yang dapat mengubah
1. Skala pasar global	Tinggi	Angka IIFM; konsisten antaredisi untuk tahun terakhir	Revisi edisi berikutnya
2. Kedalaman Indonesia rendah	Tinggi	Rasio stabil pada enam periode dan terhadap sembilan pembanding	Revisi PDB atau cakupan IIFM
3. Skala dan pangsa SBSN	Tinggi untuk nilai; sedang untuk pangsa	Nilai dikutip IIFM dari pemerintah; pangsa memakai dua bulan berbeda	Publikasi deret resmi DJPPR
4. SBSN proyek melandai	Sedang	Sebagian titik berupa pagu dan keterangan yang diberitakan	Realisasi 2025–2026
5. Skala dan laju CWLS	Tinggi untuk ritel; sedang untuk rincian SW	Dokumen primer untuk ritel; rincian SW003–SW006 dari paparan	Daftar resmi seluruh seri
6. Selisih angka situs	Tinggi	Penjumlahan seri cocok sampai dua desimal	Pemutakhiran situs

[2] Perubahan ketiga atas Undang-Undang Nomor 8 Tahun 2019 tentang Penyelenggaraan Ibadah Haji dan Umrah ditetapkan pada 2025. Penulis hanya membaca judul dan pokok perubahannya dari pemberitaan; rincian pasalnya tidak dipakai dalam laporan ini.

Temuan	Keyakinan	Dasar penilaian	Yang dapat mengubah
7. Dominasi institusi dan Jakarta	Tinggi untuk SWR005–006	Keterangan pers; dua seri tanpa rincian	Rincian SWR001, SWR004, dan SWR007
8. Kelayakan Kampung Haji	Sedang	Model atas asumsi; tanpa data pengelola	Data operasi hotel eksisting; kontrak jamaah
9. CWLS bukan modal proyek	Tinggi	Kedudukan hukum dana dan perbandingan skala	Perubahan peraturan
10. Kelembagaan dan bukti dampak	Sedang	Panel kecil; ketiadaan data hasil adalah temuan negatif	Data panel lebih panjang; laporan penyaluran

Sumber: penilaian penulis.

1.8 Cara membaca bab-bab berikutnya

Bab II memetakan kelembagaan, regulasi, dan landasan syariah, serta membedakan lima instrumen yang kerap dipertukarkan. Bab III dan IV menempatkan Indonesia dalam pasar sukuk global dan menelaah SBSN sebagai sumber pembiayaan fiskal. Bab V membangun basis data CWLS seri demi seri dan merekonsiliasinya dengan angka situs. Bab VI menurunkan indeks kebutuhan untuk 38 provinsi dan metode seleksi proyek. Bab VII menguji gagasan Kampung Haji dengan model arus kas, analisis sensitivitas, dan simulasi *Monte Carlo*. Bab VIII menyajikan alur kerja statistik selengkapnya, termasuk keputusan untuk tidak memaksakan model yang tidak didukung data. Bab IX membahas pengukuran dampak dan risiko, dan Bab X menutup dengan peta jalan 2027–2030.



BAB II

Arsitektur Kelembagaan, Regulasi, dan Syariah

Dari rupiah menahan pokok dan mengalirkan hasil sampai sukuk negara: siapa berbuat apa, atas dasar hukum apa, dan dengan akad apa.

2.1 Landasan fikih: dari tanah Khaibar ke wakaf uang

Dasar normatif wakaf adalah hadis tentang tanah ʿUmar ibn al-Khaṭṭāb di Khaibar: pokoknya ditahan, tidak dijual, tidak dihibahkan, dan tidak diwariskan, sedangkan hasilnya disedekahkan (al-Bukhārī, 2001; Muslim, 1991).[3] Dari rumus ini para fukaha menurunkan dua syarat yang menentukan nasib wakaf uang: benda wakaf harus dapat dimanfaatkan tanpa habis zatnya, dan wakaf pada asalnya bersifat selamanya (*taʾbīd*).

Uang menguji kedua syarat itu. Mayoritas ulama Syāfiʿiyyah dan Ḥanābilah menolak wakaf dirham dan dinar karena manfaatnya diperoleh dengan membelanjakannya; Ibn Qudāmah (1968) menyamakannya dengan makanan, dan al-Nawawī (1991) mencatat dua pendapat dengan yang lebih kuat tidak membolehkan. Jalan keluar datang dari mazhab Ḥanafī. Riwayat dari al-Anṣārī, murid Zufar, membolehkan wakaf dirham dengan cara diputar melalui *muḍārabah* dan labanya disedekahkan; Ibn ʿĀbidīn (1992) kemudian mencatat bahwa praktik itu telah menjadi kebiasaan yang diakui di wilayah ʿUthmānī. Perdebatan abad keenam belas antara Abū al-Suʿūd dan para penentangnya memperlihatkan bahwa persoalannya bukan hanya dalil, melainkan juga tata kelola: siapa memutar dana, dengan akad apa, dan siapa mengawasi (Mandaville, 1979; Çizakça, 1995). Catatan arsip Bursa menunjukkan wakaf uang bertahan berabad-abad, tetapi dengan modal yang umumnya kecil dan penyaluran yang lebih banyak mengalir ke pinjaman konsumsi daripada ke usaha (Çizakça, 1995; Çizakça, 2000); kajian mutakhir menelaah faktor penentu modal wakaf uang pada masa itu (Altay dan Bulut, 2025). Kuran (2001) mengingatkan sisi lain: kekakuan wakaf klasik membatasi kemampuannya menyediakan barang publik ketika kebutuhan berubah.

Syarat keabadian dilonggarkan oleh mazhab Mālikī yang membolehkan wakaf berjangka (*muʾaqqat*). Hukum positif Indonesia mengambil kedua kelonggaran itu: Undang-Undang Nomor 41 Tahun 2004 mengakui wakaf benda bergerak berupa uang dan wakaf "untuk jangka waktu tertentu" (UU 41/2004, 2004), setelah Majelis Ulama Indonesia memfatwakan kebolehan wakaf uang (MUI, 2002). CWLS berdiri di atas dua kaki ini. Wakaf uang ditahan dalam bentuk sukuk negara, sehingga pokoknya terjaga oleh kewajiban negara, dan wakaf temporer memungkinkan pokok kembali kepada wakif saat sukuk jatuh tempo.

Pada tataran tujuan, wakaf dibaca melalui *maqāṣid al-sharīʿah*. al-Ghazālī (1993) merumuskan lima hal yang dijaga syariat: agama, jiwa, akal, keturunan, dan harta; al-Shāṭibī (1997) menyusunnya dalam tingkatan kebutuhan primer, sekunder, dan pelengkap. Chapra (2008) menerjemahkannya ke dalam bahasa pembangunan. Bagi laporan ini kerangka itu mempunyai akibat praktis: keberhasilan CWLS tidak diukur dari nilai penerbitan, tetapi dari sejauh mana imbalannya menjaga jiwa (layanan kesehatan), akal (pendidikan), dan harta (pemberdayaan ekonomi) penerima manfaat, sebagaimana dioperasionalkan pada Bab IX.

2.2 Lima instrumen yang kerap dipertukarkan

Sebelum masuk ke kelembagaan, lima istilah perlu dipisahkan. Kelimanya sering muncul dalam satu kalimat, padahal berbeda sumber dana, penggunaan dana, sumber pembayaran, dan penanggung

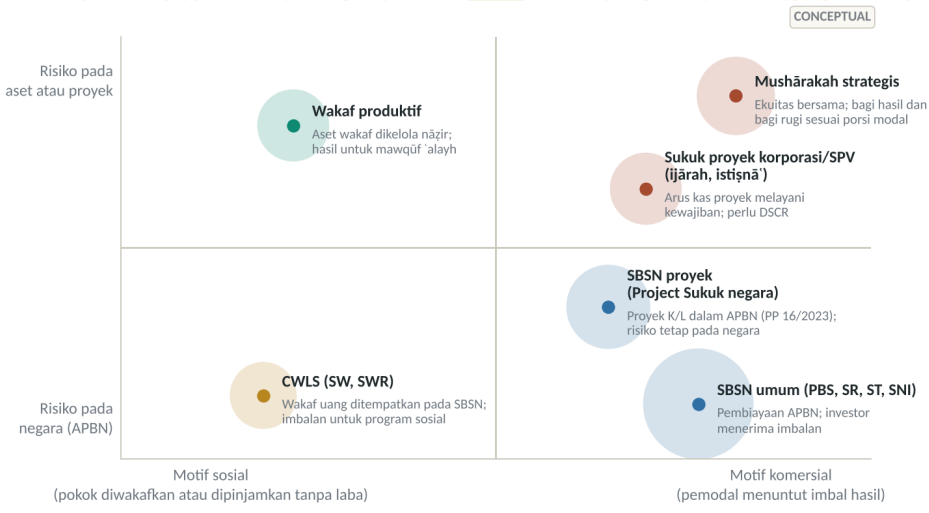
[3] Lafaz riwayat al-Bukhārī dan Muslim: *in shiʾta ḥabbasta aṣlahā wa taṣaddaqta bihā*. Rumusan *ḥabbis al-aṣl wa sabbil al-thamarah* terdapat pada riwayat lain. Hadis tentang amal yang tidak terputus, termasuk *ṣadaqah jāriyah*, diriwayatkan Muslim dalam *Kitāb al-Waṣiyyah*.

risikonya. Tabel 2.1 merangkum perbedaannya dan Gambar 2.1 menempatkannya pada dua sumbu: motif dana dan letak risiko.

Tabel 2.1 Pembeda lima instrumen: CWLS, SBSN, sukuk proyek, *mushārakah* strategis, dan wakaf produktif

Instrumen	Sumber dana	Penggunaan dana	Sumber pembayaran	Penanggung risiko	Ukuran keberhasilan
CWLS (SW, SWR)	Wakaf uang wakif melalui nazhir	Pembiayaan APBN oleh pemerintah	APBN (imbalan dan pokok SBSN)	Negara	Imbalan tersalur; penerima manfaat
SBSN umum	Investor pasar modal dan ritel	Pembiayaan APBN	APBN	Negara	Biaya dana; basis investor
SBSN proyek	Investor SBSN (seri PBS)	Proyek kementerian/lembaga dalam APBN	APBN, bukan arus kas proyek	Negara	Proyek selesai dan berfungsi
Sukuk proyek korporasi atau SPV	Investor sukuk	Membangun atau membeli aset proyek	Arus kas proyek (sewa, penjualan)	Pemegang sukuk dan sponsor	DSCR; ketepatan bayar
***Mushārakah* strategis**	Mitra penyerta modal	Ekuitas pada usaha atau aset bersama	Bagi hasil usaha	Para mitra menurut porsi modal	IRR; nilai ekuitas
Wakaf produktif	Harta wakaf (tanah, bangunan, uang)	Pengembangan aset wakaf oleh nazhir	Surplus pengelolaan aset	Nazhir; harta wakaf harus terjaga	Surplus untuk *mawqūf ʿalayh*

Sumber: penulis, berdasarkan UU 19/2008, PP 16/2023, UU 41/2004, dan fatwa DSN-MUI yang dirujuk pada Tabel 2.2.



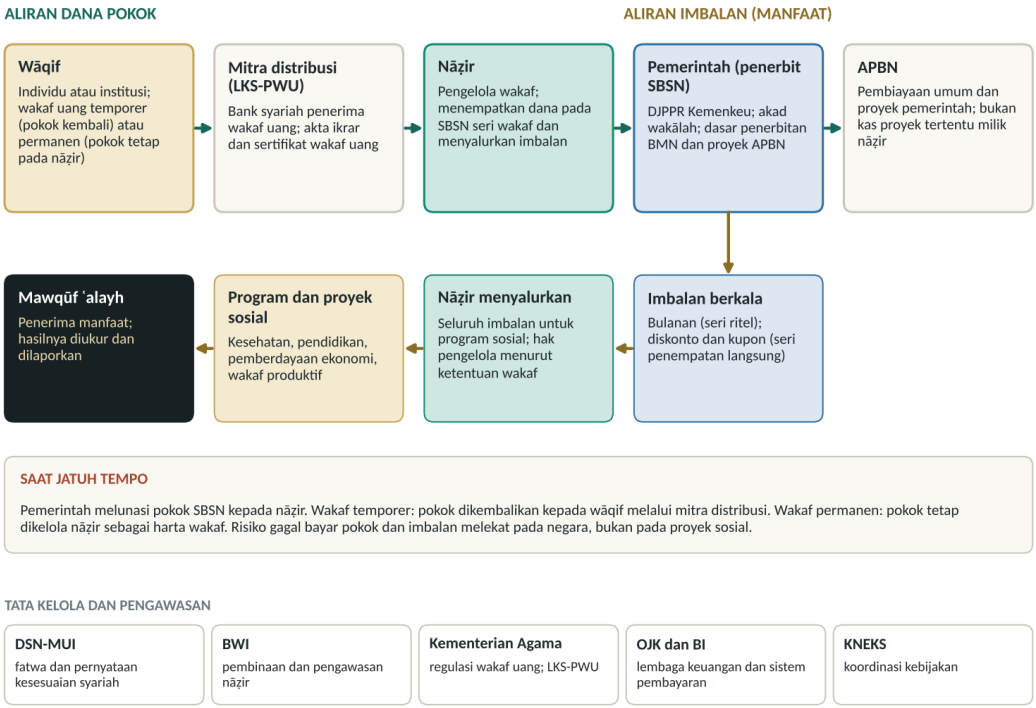
Gambar 2.1 Peta posisi instrumen menurut motif dana dan letak risiko

Sumber: penulis. Luas lingkaran menggambarkan skala relatif secara kasar dan bukan ukuran yang presisi. Status: *Conceptual*.

Dua pembeda paling sering terlewat. Pertama, **SBSN proyek bukan sukuk proyek dalam arti pembiayaan proyek**. Hasil penerbitannya memang dipakai untuk proyek tertentu, tetapi pembayarannya bersumber dari APBN, sehingga pemegang sukuk tidak menanggung risiko proyek. Sukuk proyek korporasi sebaliknya: tanpa arus kas proyek, tidak ada pembayaran. Kedua, **CWLS bukan wakaf produktif dalam arti aset wakaf yang dikelola nazhir**. Dalam CWLS, yang produktif adalah sukuk negaranya; nazhir menerima imbalan dan menyalurkannya. Proyek sosial yang dibiayai imbalan dapat berupa aset wakaf produktif, tetapi itu tahap berikutnya dan memerlukan kelayakan tersendiri.

2.3 Arsitektur kelembagaan CWLS

Gambar 2.2 menggambarkan dua aliran. Aliran pokok bergerak dari wakif ke mitra distribusi, yaitu bank syariah yang berstatus lembaga keuangan syariah penerima wakaf uang (LKS-PWU), lalu ke nazhir, dan dari nazhir ke pemerintah sebagai pembelian SBSN seri wakaf. Aliran imbalan bergerak sebaliknya dan berakhir pada *mawqūf ʿalayh*. Pada seri ritel, imbalan dibayar bulanan; pada seri penempatan langsung pertama (SW001), pemerintah membayar diskonto di muka dan kupon berkala, dan diskonto itu dipakai membangun pusat retina di sebuah rumah sakit wakaf (DJPPR, 2023).



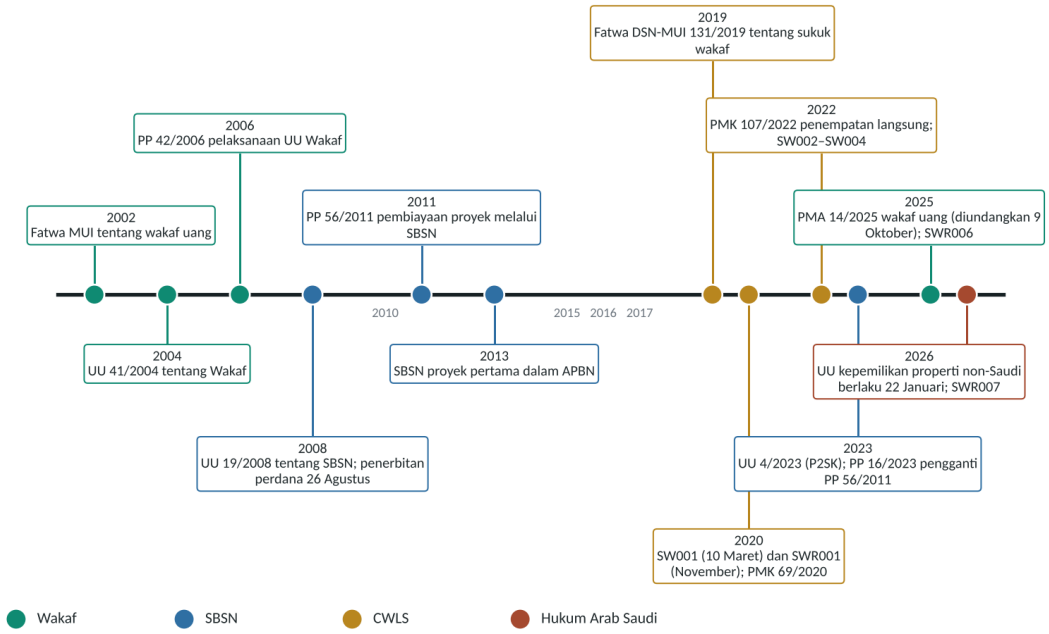
Gambar 2.2 Arsitektur kelembagaan CWLS: aliran pokok, aliran imbalan, dan pengawasan

Sumber: penulis, berdasarkan materi pemasaran SWR006 (DJPPR, 2025b), paparan Direktorat Pembiayaan Syariah (2022), dan UU 41/2004.

Tiga ciri kelembagaan menentukan cara membaca angka pada bab-bab berikutnya. **Pokok wakaf tidak pernah masuk ke proyek sosial.** Ia tercatat sebagai kewajiban negara dan dipakai dalam pembiayaan umum APBN; yang sampai ke program sosial hanyalah imbalan. **Risiko pokok dan imbalan adalah risiko negara**, sehingga CWLS aman bagi wakif tetapi tidak menguji kemampuan nazhir mengelola aset. **Rantai pelaporan terbagi**: pemerintah melaporkan hasil penjualan, nazhir melaporkan penyaluran kepada BWI, dan mitra distribusi melaporkan kepada Kementerian Agama dengan tembusan BWI dan OJK. Tidak ada satu dokumen publik yang memuat seluruh rantai dari wakif sampai penerima manfaat; kekosongan inilah yang paling membatasi Bab IX.

2.4 Kerangka regulasi

Dua rezim hukum bertemu dalam CWLS: hukum pembiayaan negara dan hukum wakaf. Gambar 2.3 menyusun tonggak-tonggaknya, dan Tabel 2.2 merinci pokok tiap peraturan serta, demi keterbukaan, tingkat verifikasi yang dapat dilakukan penulis sampai 9 Oktober 2026.



Gambar 2.3 Linimasa regulasi wakaf, SBSN, dan CWLS, 2002–2026

Sumber: disusun penulis dari peraturan dan dokumen yang dirujuk pada Tabel 2.2. Tonggak 2026 adalah pemberlakuan undang-undang kepemilikan properti oleh non-Saudi di Arab Saudi, yang relevan bagi Bab VII.

Tabel 2.2 Matriks regulasi dan tingkat verifikasinya

Peraturan atau fatwa	Pokok yang relevan	Kaitan dengan laporan	Verifikasi
UU 19/2008 tentang SBSN	SBSN sebagai bukti bagian penyertaan atas aset SBSN; diterbitkan untuk membiayai APBN, termasuk pembangunan proyek	Dasar hukum semua seri SW dan SWR	Dikenal dari naskah
PP 16/2023 (pengganti PP 56/2011)	Pembiayaan proyek kementerian/lembaga melalui SBSN; wajib masuk daftar prioritas proyek Bappenas; sesuai prinsip syariah	Kanal SBSN proyek (Bab IV, VI)	Ringkasan terbaca
PMK 69/PMK.08/2020	Penjualan SBSN dengan *bookbuilding* di pasar perdana domestik	Dasar penjualan seri ritel	Dirujuk dokumen DJPPR
PMK 107/PMK.08/2022	Penjualan SBSN dengan penempatan langsung	Dasar seri SW	Dirujuk dokumen DJPPR
UU 41/2004 tentang Wakaf	Wakaf uang melalui LKS yang ditunjuk Menteri; sertifikat wakaf uang; wakaf berjangka; nazhir; BWI	Dasar wakaf uang dan wakaf temporer	Dikenal dari naskah
PP 42/2006 jo. PP 25/2018	Pelaksanaan UU Wakaf; pengelolaan wakaf uang pada produk dan instrumen keuangan syariah	Dasar penempatan pada SBSN	Dikenal dari naskah
PMA 14/2025	Tata cara wakaf uang: penunjukan LKS-PWU; wakaf berjangka minimum satu tahun dan Rp1 juta; setoran dan sertifikat digital; pelaporan berkala	Aturan teknis terbaru; mencabut PMA 4/2009	Ringkasan sekunder
UU 4/2023 (P2SK)	Bank syariah dapat menjadi nazhir wakaf uang	Perluasan kelembagaan nazhir	Dari paparan BWI
Fatwa MUI 2002; DSN-MUI 69–72/2008, 95/2014, 131/2019	Kebolehan wakaf uang; SBSN dan akadnya; SBSN *wakālah*; sukuk wakaf	Dasar syariah instrumen	Nomor dari catatan penulis
Pernyataan kesesuaian syariah per seri	B-035/DSN-MUI/VI/2023 (SWR004); B-0544/DSN-MUI/VIII/2025 (SWR006)	Opini syariah tiap penerbitan	Terbaca pada dokumen DJPPR

Peraturan atau fatwa	Pokok yang relevan	Kaitan dengan laporan	Verifikasi
Dekret Kerajaan M/14 (Arab Saudi)	Kepemilikan properti oleh non-Saudi; pembatasan khusus di Makkah dan Madinah; berlaku 22 Januari 2026	Uji hukum Kampung Haji (Bab VII)	Terbaca (REGA; SPA)

Sumber: (UU 19/2008, 2008); (PP 16/2023, 2023); (PMK 69/2020, 2020); (PMK 107/2022, 2022); (UU 41/2004, 2004); (PP 42/2006, 2006); (PMA 14/2025, 2025); (UU 4/2023, 2023); (DSN-MUI, 2008); (DSN-MUI, 2014); (DSN-MUI, 2019); (DJPPR, 2023); (DJPPR, 2025b); (REGA, 2025); (Saudi Press Agency, 2026). "Dikenal dari naskah" berarti ketentuan dikutip dari pengetahuan penulis atas naskah peraturan dan tidak dibuka ulang pada 9 Oktober 2026 karena laman peraturan tidak dapat diakses.

Peraturan Menteri Agama Nomor 14 Tahun 2025 patut dicatat karena menutup beberapa celah operasional. Menurut ringkasan yang terbaca, peraturan ini menetapkan wakaf uang berjangka paling singkat satu tahun dengan nilai paling sedikit Rp1 juta, mewajibkan pengembalian pokok melalui LKS-PWU dalam tujuh hari kerja setelah jangka waktu berakhir, mengakui setoran melalui layanan digital serta akta ikrar dan sertifikat wakaf uang dalam bentuk digital, dan mengatur pelaporan nazhir kepada BWI setiap enam bulan (PMA 14/2025, 2025). Karena teks resminya tidak dapat dibuka pada tanggal batas data, rincian pasal itu berstatus *Observed* dan perlu dicocokkan sebelum dipakai untuk keperluan hukum.

2.5 Lembaga, mandat, dan dokumen yang dihasilkannya

Sedikitnya sepuluh lembaga terlibat dalam rantai CWLS dan dalam gagasan aset akomodasi jamaah. Tabel 2.3 memetakan mandat masing-masing dan dokumen publik yang dihasilkannya, karena dokumen itulah yang menjadi bahan baku laporan ini. Dua lembaga terakhir tidak mempunyai peran dalam CWLS; keduanya dicantumkan karena menjadi pelaku utama dalam gagasan Kampung Haji dan sering disebut bersamaan.

Tabel 2.3 Lembaga, mandat, dan dokumen publik yang relevan

Lembaga	Mandat dalam rantai ini	Dokumen publik yang dihasilkan	Yang belum tersedia
Kementerian Keuangan (DJPPR)	Menerbitkan dan melunasi SBSN; menetapkan imbalan; menunjuk mitra distribusi	Memorandum informasi; keterangan pers hasil penjualan; materi pemasaran	Daftar lengkap seri SW; deret tahunan penerbitan dan jatuh tempo
Badan Wakaf Indonesia	Membina dan mengawasi nazhir; bertindak sebagai nazhir pada sejumlah seri	Paparan; indeks wakaf nasional; berita	Ringkasan penyaluran imbalan per seri
Kementerian Agama	Mengatur wakaf uang; menunjuk LKS-PWU	Peraturan menteri; sistem informasi wakaf	Statistik wakaf uang per provinsi yang dapat diunduh
Nazhir	Menerima wakaf, membeli SBSN seri wakaf, menyalurkan imbalan	Laporan kepada BWI; laporan tahunan lembaga	Laporan penyaluran yang seragam dan terbuka
LKS-PWU (mitra distribusi)	Menerima setoran wakif; menerbitkan sertifikat wakaf uang	Laporan kepada Kementerian Agama, BWI, dan OJK	Sebaran wakif per provinsi
DSN-MUI	Fatwa dan pernyataan kesesuaian syariah tiap seri	Fatwa; nomor pernyataan pada dokumen penerbitan	–
KNEKS	Koordinasi kebijakan ekonomi dan keuangan syariah	Keterangan sasaran dan capaian wakaf uang	Metodologi sasaran RPJMN
OJK dan Bank Indonesia	Pengawasan lembaga keuangan; suku bunga acuan	Statistik sukuk korporasi; keputusan suku bunga	–
BPKH	Mengelola dana haji dan nilai manfaatnya	Siaran pers kinerja; laporan tahunan	Tidak berperan dalam CWLS
Pengelola investasi negara	Mengakuisisi dan mengembangkan aset komersial, termasuk di luar negeri	Keterangan pejabat sebagaimana diberitakan	Dokumen transaksi dan studi kelayakan

Sumber: penulis, berdasarkan dokumen pada Tabel 2.2, BPKH (2026), dan pemberitaan yang dirujuk pada Bab VII. Kolom terakhir mencatat apa yang tidak ditemukan penulis pada sumber terbuka sampai 9 Oktober 2026.

Pemetaan ini memperlihatkan pola yang berulang pada bab-bab berikutnya: lembaga penerbit menghasilkan dokumen yang rapi tentang penghimpunan, sedangkan dokumen tentang penyaluran tersebar pada nazhir dan tidak terhimpun. Dana haji yang dikelola BPKH, Rp180,72 triliun dengan nilai manfaat Rp12,09 triliun pada 2025 (BPKH, 2026), adalah buku keempat yang sama sekali terpisah dari CWLS; menyebut keduanya dalam satu napas, seperti kerap terjadi dalam percakapan tentang Kampung Haji, menambah kekaburan yang hendak dihindari laporan ini.[4]

2.6 Akad dan standar syariah

Seri CWLS diterbitkan dengan akad *wakālah*:[5] pemegang sukuk, dalam hal ini nazhir atas nama wakif, menguasakan pengelolaan dana kepada wakil yang ditunjuk untuk kegiatan yang menghasilkan imbalan. Dasar penerbitannya adalah barang milik negara dan proyek APBN (DJPPR, 2025b). Struktur ini sejalan dengan arah pasar global, di mana *wakālah* menjadi akad terbesar pada penerbitan internasional (Bab III). Bagi pembaca yang terbiasa dengan perdebatan struktur sukuk, dua hal perlu diingat. Pertama, CWLS adalah sukuk berbasis aset negara (*asset-based*), bukan sukuk yang memberi pemegangnya hak menjual aset (*asset-backed*); kedudukannya terhadap negara sama dengan SBSN lain. Kedua, standar internasional memisahkan ketentuan sukuk investasi dan ketentuan wakaf (AAOIFI, 2017); CWLS tunduk pada keduanya sekaligus, dan literatur tentang pilihan struktur serta peran penasihat syariah menunjukkan bahwa pasar memperhatikan perbedaan semacam itu (Godlewski dkk., 2016; Razak dkk., 2019).

2.7 Empat lensa teori dan indikatornya

Laporan ini memakai empat lensa teori di samping *maqāṣid*. Lensa itu bukan hiasan: masing-masing menurunkan dugaan yang diperiksa dengan data pada bab tertentu (Tabel 2.4).

Tabel 2.4 Lensa teori, dugaan yang diturunkan, dan indikator dalam laporan

Lensa	Gagasan inti	Dugaan untuk CWLS	Indikator dan bab
Maqāṣid al-sharīʿah	Syariat menjaga agama, jiwa, akal, keturunan, dan harta	Nilai CWLS terletak pada manfaat bagi penerima, bukan pada nilai penerbitan	Rantai nilai dampak; kesiapan SROI (IX)
Teori pemangku kepentingan	Organisasi bertanggung jawab kepada semua pihak yang terpengaruh, bukan hanya pemodal	Wakif, nazhir, penerima manfaat, dan negara mempunyai kepentingan yang berbeda dan harus dilaporkan terpisah	Pemisahan tiga buku (VII); matriks pemilik KPI (X)
Teori kelembagaan	Aturan, norma, dan legitimasi membentuk perilaku dan hasil	Kedalaman pasar lebih ditentukan kelembagaan daripada siklus makro	Dekomposisi ragam panel (VIII)
Teori sinyal	Pihak yang lebih tahu mengirim sinyal mahal untuk mengurangi asimetri informasi	Keterbukaan data dan asurans independen menaikkan partisipasi wakif	Pangsa wakif baru; rekonsiliasi data (V)

[4] Dana haji adalah setoran jamaah yang dikelola untuk kepentingan jamaah; dana wakaf adalah harta yang dilepaskan wakif untuk kepentingan *mawqūf ʿalayh*. Keduanya berbeda pemilik manfaat, dasar hukum, dan lembaga pengelolanya.
[5] Dalam fikih muamalah, *wakālah* adalah pemberian kuasa dari satu pihak kepada pihak lain untuk melakukan perbuatan hukum yang dapat diwakilkan. Pada SBSN *wakālah*, dana pemegang sukuk dikelola wakil dalam kegiatan dan aset yang sesuai syariah, dan imbalan berasal dari hasil pengelolaan itu.

Lensa	Gagasan inti	Dugaan untuk CWLS	Indikator dan bab
Keuangan berkelanjutan dan investasi bertanggung jawab	Keputusan pembiayaan memperhitungkan dampak sosial dan lingkungan serta tata kelola	Proyek aset riil harus lolos uji kelayakan dan uji dampak sekaligus	Gerbang keputusan (VII, X); matriks risiko (IX)

Sumber: penulis, berdasarkan Freeman (1984), Donaldson dan Preston (1995), DiMaggio dan Powell (1983), North (1990), Suchman (1995), Spence (1973), Connelly dkk. (2011), Jensen dan Meckling (1976), dan Harahap dkk. (2023).

Singkatnya: teori pemangku kepentingan menjelaskan mengapa satu angka tidak cukup; teori kelembagaan, mengapa negara berpendapatan serupa mempunyai pasar sukuk yang sangat berbeda; dan teori sinyal serta keagenan, mengapa wakif yang tidak dapat mengamati penyaluran membutuhkan laporan yang dapat diperiksa.

2.8 Titik lemah tata kelola menurut literatur

Literatur terindeks tentang wakaf uang hampir seragam dalam satu hal: persoalan utamanya adalah akuntabilitas, bukan kebolehan. Telaah kritis atas CWLS di Indonesia dilakukan Laila dkk. (2024). Sebelum itu, Siswantoro dkk. (2018) merekonstruksi akuntabilitas lembaga wakaf uang Indonesia dan Ihsan dan Mohamed Ibrahim (2011) menelaah akuntansi dan manajemen lembaga wakaf. Di Malaysia, Kamaruddin dan Hanefah (2021) meneliti praktik tata kelola wakaf dan Kamaruddin dkk. (2023) praktik audit syariah pada lembaga zakat dan wakaf; Ahmad (2019) mendokumentasikan tantangan serupa di Nigeria utara. Perbandingan lintas negara oleh Nofianti dkk. (2024) menyoroti isu tata kelola inovasi wakaf uang pada lembaga keuangan Islam di Indonesia, Malaysia, dan Türkiye, dan Nazar dan Sukmana (2026) membahas fondasi tata kelola ketika bank syariah bertindak sebagai nazhir, kemungkinan yang dibuka oleh UU 4/2023. Kajian yang lebih luas menempatkan wakaf sebagai instrumen redistribusi dan penanggulangan kemiskinan bersama zakat (Razak, 2019; Raimi dkk., 2014; Saiti dkk., 2021).

Kotak 2.1 Empat celah kelembagaan yang diperiksa laporan ini

Celah data. Tidak ada basis data publik yang memuat seluruh seri SW dan SWR dalam satu tempat; laporan ini menyusunnya pada Bab V dan buku kerja pendamping.

Celah pelaporan manfaat. Hasil penjualan diumumkan pemerintah, tetapi penyaluran imbalan per program dan per penerima tidak tersedia dalam bentuk yang dapat dibandingkan antarseri.

Celah pemisahan buku. Ketika CWLS dikaitkan dengan proyek aset riil, belum ada kerangka publik yang memisahkan dana wakaf, dana komersial, dan manfaat sosial.

Celah yurisdiksi. Aset di luar negeri tunduk pada hukum setempat; untuk Makkah dan Madinah, aturan kepemilikan properti berubah pada Januari 2026 dan menuntut uji tuntas tersendiri.

BAB III

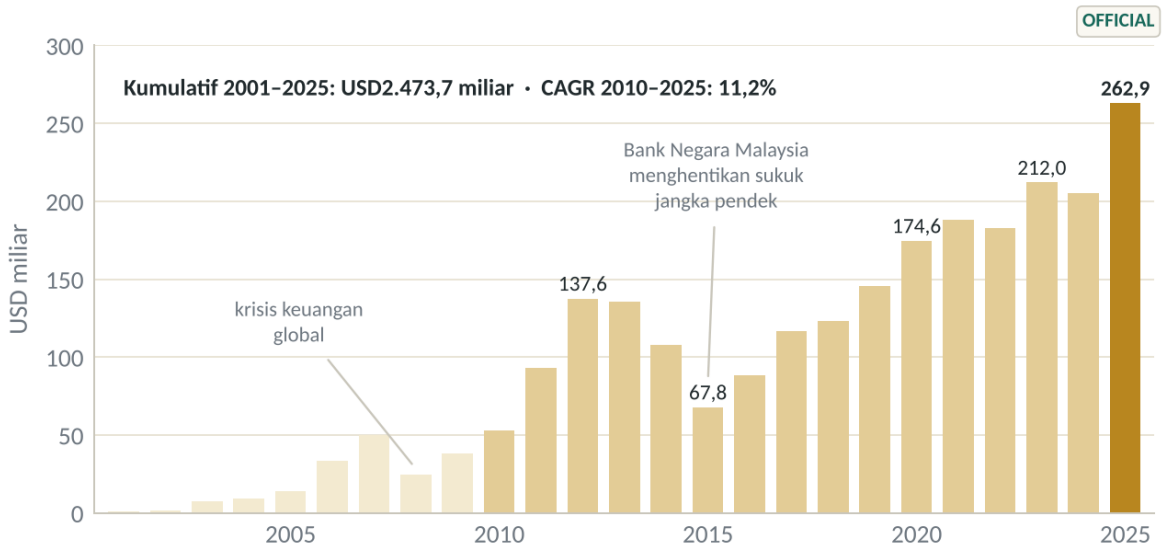
Intelijen Sukuk Global dan Pasar Modal Islam

Seperempat abad data penerbitan: siapa menerbitkan, di pasar mana, dengan akad apa, dan di mana Indonesia berdiri di antara sepuluh negara pembanding.



3.1 Seperempat abad pasar sukuk

Pasar sukuk modern berumur sekitar dua puluh lima tahun. Menurut seri International Islamic Financial Market (IIFM), penerbitan global tumbuh dari USD1,2 miliar pada 2001 menjadi USD262,9 miliar pada 2025, dengan nilai kumulatif USD2.473,7 miliar (IIFM, 2016; IIFM, 2019; IIFM, 2023; IIFM, 2025; IIFM, 2026). Pada 2025 nilai sukuk yang beredar untuk pertama kalinya melewati satu triliun dolar: USD1,015 triliun, terdiri atas USD280,58 miliar sukuk internasional dan USD734,93 miliar sukuk domestik (IIFM, 2026). Sebagai pembanding, Islamic Financial Services Board menaksir seluruh aset industri jasa keuangan Islam sekitar USD4,4 triliun pada 2025 (IFSB, 2026).



Gambar 3.1 **Penerbitan sukuk global per tahun, 2001–2025 (USD miliar)**

Sumber: IIFM Sukuk Report edisi ke-5, ke-8, ke-12, ke-14, dan ke-15. Deret disambung dari lima edisi; nilai 2007 dan 2009 memakai revisi edisi ke-8. Jumlah seluruh tahun sama dengan total kumulatif yang dilaporkan IIFM. Status: *Official*.

Lintasan itu tidak mulus (Gambar 3.1). Penerbitan turun separuh pada 2008, pulih, mencapai puncak sementara USD137,6 miliar pada 2012, lalu turun 50,7% menjadi USD67,8 miliar pada 2015, yang oleh IIFM dikaitkan terutama dengan keputusan bank sentral Malaysia menghentikan penerbitan sukuk jangka pendek. Sejak itu pasar tumbuh hampir tanpa jeda. Laju pertumbuhan bergantung pada jendela yang dipilih, dan karena itu laporan ini selalu menyebut jendelanya: 25,3% per tahun untuk 2001–2025, 11,2% untuk 2010–2025, dan 14,5% untuk 2015–2025, dihitung dengan **Persamaan 3.1**.

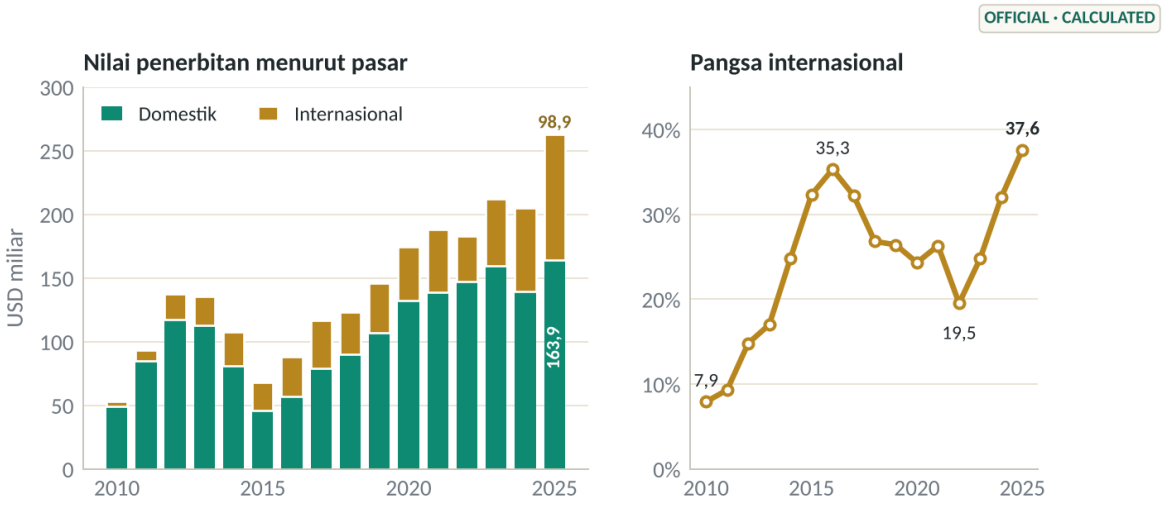
Persamaan 3.1 Laju pertumbuhan majemuk tahunan

$$CAGR = \left(\frac{V_T}{V_0}\right)^{\frac{1}{T}} - 1 \tag{3.1}$$

dengan V_0 nilai tahun awal, V_T nilai tahun akhir, dan T jumlah tahun di antara keduanya. Satuan: persen per tahun. CAGR hanya memakai dua titik ujung dan peka terhadap pilihan tahun awal; Bab VIII melengkapinya dengan tren log-linear yang memakai seluruh titik.

3.2 Pasar internasional dan pasar domestik

Sukuk domestik, yaitu yang diterbitkan dalam mata uang lokal untuk pasar setempat, selalu menjadi bagian terbesar.[6] Namun pangsa sukuk internasional naik dari 7,9% pada 2010 menjadi 37,6% pada 2025, tertinggi dalam enam belas tahun (Gambar 3.2). Pada 2025 penerbitan internasional tumbuh 50,8% menjadi USD98,9 miliar, jauh lebih cepat daripada domestik yang tumbuh 17,5% menjadi USD163,9 miliar (IIFM, 2026). Bagi penerbit negara seperti Indonesia, pergeseran ini berarti pasar valuta asing makin dalam, tetapi juga makin ramai oleh penerbit lain.



Gambar 3.2 Penerbitan sukuk internasional dan domestik, 2010–2025

Sumber: IIFM (2025; 2026); pangsa dihitung penulis. Jumlah internasional dan domestik dapat berselisih tipis dari total karena pembulatan sumber.

Tabel 3.1 Penerbitan sukuk global pada tahun-tahun kunci (USD miliar)

Tahun	Total	Internasional	Domestik	Pangsa internasional (%)	Pangsa jangka pendek (%)	Beredar akhir tahun
2010	53,1	4,2	48,9	7,9	66,4	–
2012	137,6	20,3	117,3	14,8	47,4	–
2015	67,8	21,9	45,9	32,3	23,7	321,0
2018	123,2	33,0	90,2	26,8	28,5	–
2020	174,6	42,4	132,2	24,3	32,5	–
2022	182,7	35,7	147,0	19,5	34,3	794,0
2023	212,0	52,7	159,4	24,8	34,3	–
2024	205,1	65,6	139,5	32,0	28,8	902,8
2025	**262,9**	**98,9**	**163,9**	**37,6**	**t.t.**	**1.015,5**

Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025; 2026); pangsa dihitung penulis. Jangka pendek: *tenor* sampai 12 bulan. t.t.: rincian *tenor* 2025 tidak terbaca pada sumber yang diakses. Tanda "–": nilai beredar tidak dikutip untuk tahun itu.

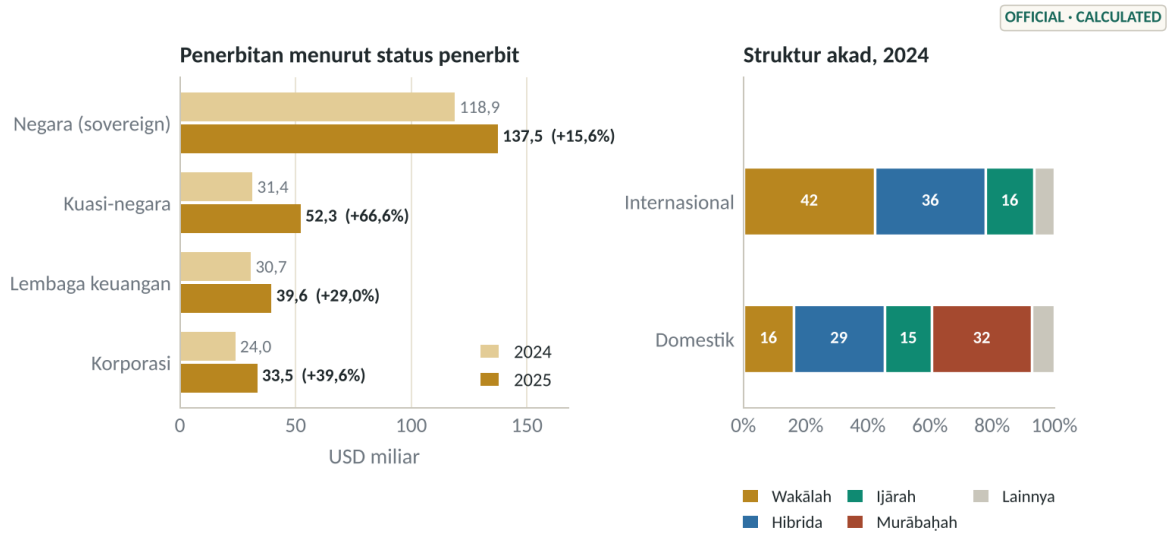
Sekitar 29% penerbitan 2024 bertenor sampai dua belas bulan. Angka ini penting untuk membaca statistik negara: sebagian besar nilai kumulatif Malaysia berasal dari sukuk jangka pendek yang digulirkan berulang

[6] IIFM menggolongkan sukuk sebagai internasional bila diterbitkan dalam mata uang keras dan ditawarkan lintas batas, dan sebagai domestik bila diterbitkan dalam mata uang lokal untuk pasar setempat. Sukuk jangka pendek adalah yang bertenor sampai dua belas bulan.

kali, sehingga nilai kumulatif melebih-lebihkan besarnya pasar dibandingkan nilai beredar. Rasio penerbitan 2025 terhadap nilai beredar akhir 2024 adalah 29,1%.

3.3 Siapa menerbitkan dan dengan akad apa

Penerbit negara tetap menjadi jangkar. Pada 2025 penerbitan sukuk negara mencapai USD137,5 miliar atau 52,3% dari total, disusul kuasi-negara USD52,3 miliar, lembaga keuangan USD39,6 miliar, dan korporasi USD33,5 miliar (Gambar 3.3). Pertumbuhan tercepat ada pada kuasi-negara (66,5%) dan korporasi (39,4%). International Islamic Liquidity Management menerbitkan USD22,9 miliar dalam 69 penerbitan jangka pendek sepanjang 2025, yang menunjukkan besarnya kebutuhan instrumen likuiditas bagi bank syariah (IIFM, 2026).



Gambar 3.3 Penerbitan menurut status penerbit, 2024–2025, dan struktur akad, 2024

Sumber: IIFM (2025; 2026); perubahan persentase dihitung penulis dan dapat berselisih tipis dari angka yang dilaporkan IIFM karena pembulatan nilai 2024. Struktur akad: persentase nilai penerbitan 2024.

Dari sisi akad, pasar internasional 2024 didominasi *wakālah* (42,3%) dan struktur hibrida (35,5%), dengan *ijārah* 15,6%. Di pasar domestik, *murābaḥah* (32,0%) dan hibrida (29,3%) memimpin (IIFM, 2025). Pada 2025 pangsa *ijārah* domestik naik menjadi 24,3% (IIFM, 2026). Pergeseran dari *ijārah* ke *wakālah* dan hibrida terutama mencerminkan keterbatasan aset dasar: struktur *wakālah* memungkinkan penerbit menggabungkan aset berwujud dengan piutang. CWLS, yang memakai *wakālah*, berada dalam arus utama ini.

3.4 Peta negara dan konsentrasi

Tabel 3.2 membandingkan sepuluh negara yang ditetapkan sebagai pembanding: Indonesia, Malaysia, Arab Saudi, Uni Emirat Arab, Bahrain, Qatar, Türkiye, Pakistan, Brunei Darussalam, dan Inggris. Nilai kumulatif memakai edisi IIFM yang memuat rincian lengkap per negara (sampai akhir 2024); untuk tiga penerbit terbesar, siaran pers edisi 2026 memberi pemutakhiran sampai 2025: Malaysia USD1.080,77 miliar (43,69%), Arab Saudi USD379,16 miliar (15,33%), dan Indonesia USD237,93 miliar (9,62%).

Tabel 3.2 **Sepuluh negara pembanding: nilai, jumlah, dan kedalaman penerbitan sukuk**

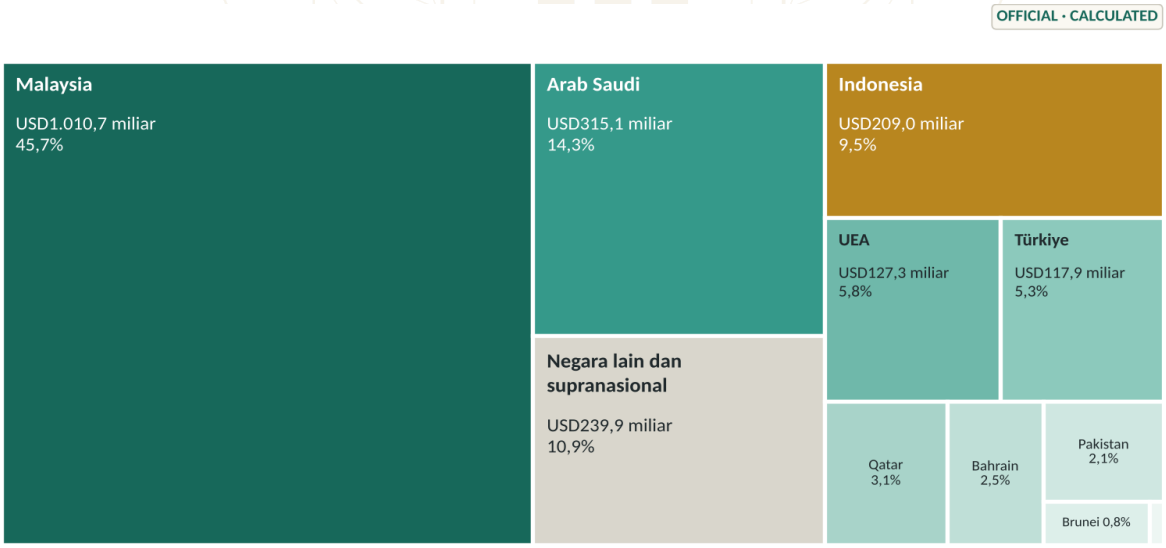
Negara	Kumulatif 2001–2024 (USD miliar)	Pangsa global (%)	Jumlah penerbitan	Rata-rata per penerbitan (USD juta)	Kumulatif / PDB 2024 (%)	Penerbitan 2024 / PDB (%)	Laju kumulatif 2015–2024 (% per tahun)
Malaysia	1.010,7	45,72	10.723	94	239,4	15,56	7,7
Arab Saudi	315,1	14,25	435	724	25,1	3,41	20,4
Indonesia	**209,0**	**9,45**	**976**	**214**	**15,0**	**1,24**	**24,8**
Uni Emirat Arab	127,3	5,76	226	563	23,1	2,00	8,3
Türkiye	117,9	5,33	1.629	72	8,7	0,82	29,9
Qatar	68,9	3,12	181	381	31,9	7,06	12,8
Bahrain	54,3	2,46	569	95	115,1	10,53	11,5
Pakistan	47,2	2,13	362	130	12,7	2,04	19,4
Brunei Darussalam	18,1	0,82	423	43	118,4	12,09	9,6
Inggris	2,5	0,11	12	204	0,1	0,00	10,1

Sumber: IIFM (2016; 2025) untuk nilai dan jumlah penerbitan; World Bank (2026) untuk PDB; rasio dihitung penulis. Kenaikan Türkiye antaredisi sebagian mencerminkan perluasan cakupan data IIFM, bukan hanya penerbitan baru.

Persamaan 3.2 Pangsa pasar dan indeks konsentrasi Herfindahl–Hirschman

$$s_i = \frac{K_i}{\sum_{j=1}^{n} K_j}, \quad HHI = 10.000 \times \sum_{i=1}^{n} s_i^2 \tag{3.2}$$

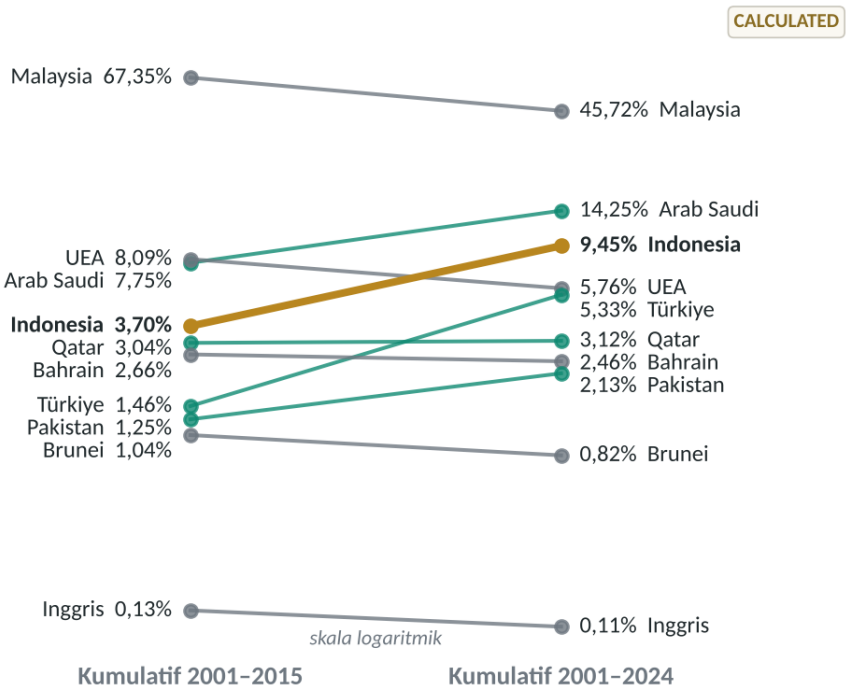
dengan K_i penerbitan kumulatif negara i, n jumlah negara, dan s_i pangsanya terhadap total global. HHI bernilai mendekati nol bila pasar tersebar merata dan 10.000 bila hanya ada satu penerbit.[7] Dihitung atas sepuluh negara pembanding terhadap total global, HHI turun dari 4.696 pada akhir 2015 menjadi 2.465 pada akhir 2024, dan pangsa tiga terbesar turun dari 83,2% menjadi 69,4%. Pasar masih terkonsentrasi, tetapi jauh berkurang.



Gambar 3.4 **Penerbitan sukuk kumulatif menurut negara, 2001–2024**

Sumber: IIFM (2025). Luas tiap kotak sebanding dengan nilai kumulatif; "negara lain dan supranasional" adalah selisih terhadap total global USD2.210,89 miliar.

[7] Otoritas persaingan usaha lazim menganggap pasar dengan HHI di atas 2.500 sebagai sangat terkonsentrasi. Ambang itu dirancang untuk pasar produk, bukan untuk pasar penerbitan antarnegara, dan disebut di sini hanya sebagai pembanding kasar.



Gambar 3.5 Pergeseran pangsa penerbitan kumulatif, akhir 2015 dan akhir 2024

Sumber: IIFM (2016; 2025); dihitung penulis. Sumbu tegak logaritmik agar negara berpangsa kecil tetap terbaca.

Gambar 3.5 memperlihatkan pergeseran yang paling relevan bagi Indonesia. Pangsa Malaysia turun dari 67,35% menjadi 45,72%, sementara pangsa Indonesia naik dari 3,70% menjadi 9,45%, kenaikan terbesar kedua setelah Arab Saudi dalam poin persentase. Nilai kumulatif Indonesia tumbuh 24,8% per tahun pada 2015–2024.

3.5 Kedalaman relatif: nilai besar belum berarti pasar dalam

Nilai absolut menyesatkan bila tidak dibandingkan dengan ukuran ekonomi. Gambar 3.6 menyajikan penerbitan sukuk sebagai persentase PDB untuk sepuluh negara pada enam periode. Malaysia konsisten di atas 12% PDB; Bahrain dan Brunei, dua ekonomi kecil dengan program sukuk bank sentral yang aktif, berada pada 5–12%. Indonesia bertahan pada 1,2–2,0% PDB, setingkat Uni Emirat Arab dan Pakistan, dan pada 2024 mencatat angka terendahnya dalam periode amatan.

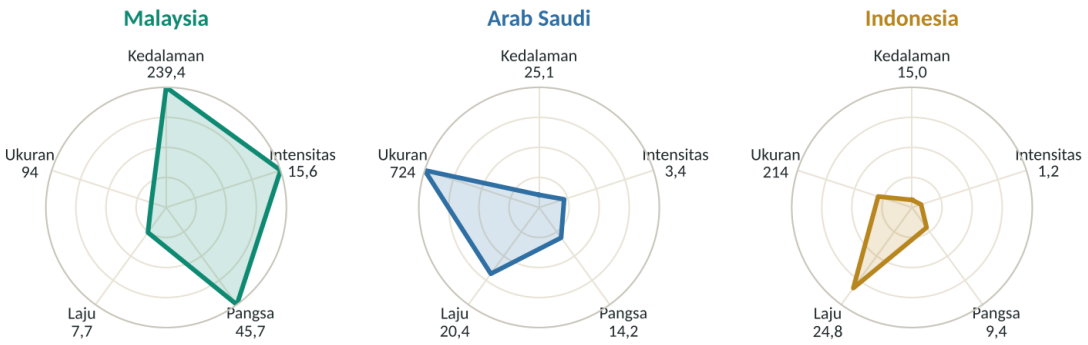
CALCULATED

	2016–2017	2018	2019–2021	2022	2023	2024
Malaysia	15,4	16,1	12,2	16,5	19,2	15,6
Bahrain	10,3	8,0	10,6	6,5	6,6	10,5
Brunei	6,9	5,0	7,7	9,2	9,4	12,1
Arab Saudi	2,5	2,5	2,5	3,4	3,9	3,4
Qatar	0,80	1,5	2,0	2,7	4,1	7,1
Indonesia	**1,8**	**1,6**	**2,0**	**1,6**	**1,6**	**1,2**
UEA	1,1	1,9	1,9	0,68	2,0	2,0
Pakistan	0,97	0,05	1,1	1,6	1,9	2,0
Türkiye	0,50	0,98	2,4	1,1	1,1	0,82
Inggris	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,00

Gambar 3.6 Penerbitan sukuk terhadap PDB menurut negara dan periode (%)

Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025); World Bank (2026); dihitung penulis. Sel 2016–2017 dan 2019–2021 adalah rata-rata tahunan yang diturunkan dari selisih nilai kumulatif antaredisi; sel 2023 diturunkan dari selisih kumulatif 2022–2024 dikurangi arus 2024. Cara penyusunan dijelaskan pada Bab VIII.

CALCULATED

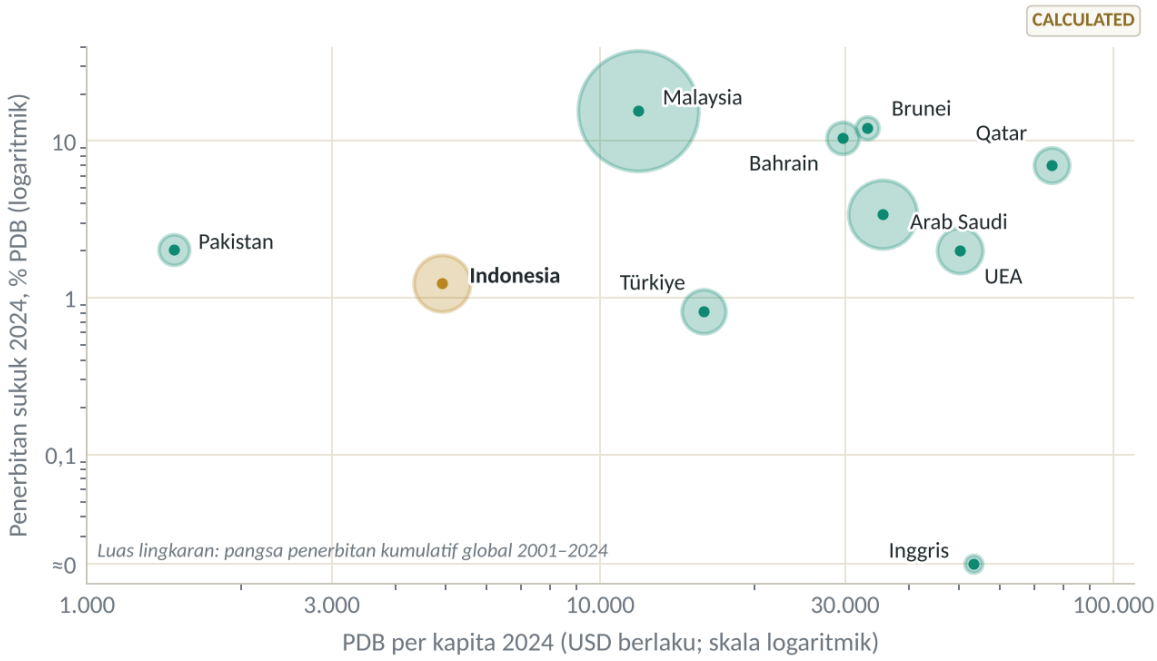


Kedalaman: penerbitan kumulatif 2001–2024, % PDB 2024. Intensitas: penerbitan 2024, % PDB. Pangsa: % kumulatif global. Laju: pertumbuhan kumulatif 2015–2024, % per tahun. Ukuran: nilai rata-rata per penerbitan, USD juta. Tiap sumbu dinormalkan terhadap nilai tertinggi di antara sepuluh negara pembanding (=100).

Gambar 3.7 Profil lima dimensi: Malaysia, Arab Saudi, dan Indonesia

Sumber: IIFM (2016; 2025); World Bank (2026); dihitung penulis. Status: *Calculated*.

Tiga profil pada Gambar 3.7 berbeda bentuk. Malaysia unggul dalam kedalaman dan pangsa tetapi dengan ukuran penerbitan kecil (rata-rata USD94 juta) dan laju yang melambat. Arab Saudi unggul dalam ukuran penerbitan (USD724 juta) dan laju. Indonesia menonjol hanya pada satu sumbu, yaitu laju pertumbuhan kumulatif; kedalamannya 15,0% PDB, kurang dari sepersepuluh Malaysia.



Gambar 3.8 Matriks kelembagaan: pendapatan per kapita dan intensitas penerbitan, 2024

Sumber: IIFM (2025); World Bank (2026); dihitung penulis. PDB per kapita Uni Emirat Arab memakai nilai 2024; intensitas Inggris mendekati nol.

Gambar 3.8 memberi petunjuk awal bagi Bab VIII. Bila kedalaman pasar sukuk terutama ditentukan tingkat pendapatan, titik-titik akan tersusun dari kiri bawah ke kanan atas. Yang tampak justru sebaliknya: Malaysia dengan pendapatan menengah berada jauh di atas Qatar dan Uni Emirat Arab yang berpendapatan tinggi, dan Inggris dengan pasar modal terdalam hampir tidak menerbitkan sukuk. Yang membedakan adalah pilihan kelembagaan: kerangka hukum, program penerbitan negara yang teratur, kebijakan bank sentral, dan basis investor domestik. Indikator pembangunan keuangan Islam 2025 menempatkan Malaysia, Arab Saudi, dan Uni Emirat Arab pada tiga peringkat teratas, dengan Indonesia tepat di belakangnya (ICD–LSEG, 2025).

3.6 Catatan mutu data: revisi antaredisi

Deret IIFM adalah sumber terlengkap yang tersedia untuk publik, tetapi bukan deret yang beku. Angka tahun-tahun lampau direvisi dari edisi ke edisi ketika penerbitan yang terlewat ditambahkan atau klasifikasi diperbaiki. Tabel 3.3 membandingkan enam tahun yang nilainya berbeda antara edisi kelima dan edisi-edisi sesudahnya.

Tabel 3.3 Revisi nilai penerbitan global antaredisi IIFM (USD miliar)

Tahun	Edisi ke-5 (2016)	Edisi sesudahnya	Selisih	Selisih (%)	Nilai yang dipakai
2007	50,041	50,184	+0,143	+0,3	50,184
2009	38,070	37,927	−0,143	−0,4	37,927
2011	93,573	93,173	−0,400	−0,4	93,173
2013	135,870	135,557	−0,313	−0,2	135,557
2014	106,960	107,833	+0,873	+0,8	107,833
2015	60,693	67,818	+7,125	+11,7	67,818

Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023). Nilai yang dipakai adalah nilai edisi paling akhir yang memuat tahun bersangkutan. Jumlah deret 2001–2025 yang dipakai sama dengan total kumulatif yang dilaporkan edisi ke-15.

Sebagian besar revisi di bawah satu persen. Pengecualiannya 2015, tahun terakhir pada edisi kelima, yang direvisi naik 11,7%: angka tahun terbaru cenderung paling tidak lengkap. Pelajaran ini berlaku bagi angka 2025 yang dipakai laporan ini, yang baru berasal dari siaran pers edisi kelima belas dan dapat berubah. Revisi pada tingkat negara lebih besar lagi; untuk Malaysia, pembagian antara sukuk internasional dan domestik berubah jauh antaredisi, dan cakupan data Türkiye meluas tajam. Karena itu analisis lintas negara pada bab ini dan Bab VIII hanya memakai nilai total per negara dan menguji ketahanan hasil tanpa Türkiye.[8]

3.7 Apa kata literatur terindeks

Empat puluh empat artikel jurnal tentang sukuk yang metadatanya diverifikasi untuk laporan ini dapat dikelompokkan ke dalam enam tema (Tabel 3.4). Dua telaah menyeluruh, Zulkhibri (2015) dan Paltrinieri dkk. (2023), menunjukkan bahwa literatur didominasi kajian pasar sekunder dan perbandingan dengan obligasi konvensional, sedangkan sukuk negara untuk tujuan sosial hampir tidak tersentuh. Survei yang lebih luas atas keuangan Islam sampai pada penilaian serupa (Narayan dan Phan, 2019; Ibrahim, 2015).

Tabel 3.4 Peta literatur sukuk pada jurnal terindeks: enam tema

Tema	Pertanyaan pokok	Kajian yang dirujuk
Telaah dan sintesis	Apa yang sudah dan belum diteliti; bagaimana akad, struktur, dan penentuan harga bekerja	Zulkhibri (2015); Ibrahim (2015); Razak dkk. (2019); Paltrinieri dkk. (2023)
Sukuk dan obligasi: reaksi pasar dan pilihan penerbit	Mengapa perusahaan memilih sukuk; bagaimana pasar bereaksi; apa peran asimetri informasi, keagenan, kepemilikan, dan penasihat syariah	Godlewski dkk. (2013); Mohamed dkk. (2015); Godlewski dkk. (2016); Warsame dan Ireri (2016); Abdul Halim dkk. (2017); Nagano (2017); Grassa dan Miniaoui (2018); Uddin dkk. (2020); Ashraf dkk. (2021); Almaskati (2022); Mseddi (2023)
Harga, selisih imbal hasil, peringkat, dan pengungkapan	Apa yang menentukan selisih imbal hasil dan peringkat; bagaimana mutu pengungkapan	Arundina dkk. (2015); Ayturk dkk. (2017); Qizam dan Fong (2019); Mohd Saad dkk. (2020); Saeed dkk. (2021)
Keterkaitan pasar dan diversifikasi	Seberapa erat sukuk bergerak bersama saham, obligasi, obligasi hijau, dan faktor risiko global	Aloui dkk. (2015); Naifar (2016); Naifar dan Hammoudeh (2016); Naifar dkk. (2016); Maghyereh dan Awartani (2016); Naifar dkk. (2017); Asutay dan Hakim (2018); Bhuiyan dkk. (2018); Hassan dkk. (2018); Ahmed dan Elsayed (2019); Bhuiyan dkk. (2019); Pirgaip dkk. (2021); Billah dkk. (2023a); Billah dkk. (2023b); Billah dkk. (2024); Rabbani dkk. (2025)
Sukuk, perbankan, dan pertumbuhan	Apakah pasar sukuk mendorong pertumbuhan; bagaimana hubungannya dengan bank dan stabilitas	Smaoui dan Nechi (2017); Smaoui dkk. (2017); Mimouni dkk. (2019); Smaoui dan Ghouma (2020); Boukhatem (2022); Le dkk. (2022); Ledhem (2022)
Inovasi	Tokenisasi dan infrastruktur digital sukuk	Khan dkk. (2022)

Sumber: penulis; metadata artikel dicocokkan dengan registri DOI pada 9 Oktober 2026. Pengelompokan didasarkan pada judul dan pokok kajian tiap artikel.

Tiga pelajaran relevan bagi CWLS. Pertama, kajian pilihan penerbit menunjukkan bahwa sukuk bukan pengganti sempurna obligasi; pasar membaca siapa penerbitnya, struktur apa yang dipakai, dan siapa penasihat syariahnya (Godlewski dkk., 2013; Godlewski dkk., 2016; Nagano, 2017; Ashraf dkk., 2021).

[8] Perbedaan definisi juga terdapat antarlembaga: untuk 2025, IIFM melaporkan penerbitan USD262,9 miliar, sementara sumber lain yang dikutip dalam ringkasan lembaga internasional menyebut angka yang berbeda karena perbedaan cakupan sukuk jangka pendek dan penerbit. Laporan ini memakai IIFM secara konsisten.

Kedua, kajian keterkaitan pasar menemukan bahwa sukuk makin terhubung dengan pasar global dan dengan obligasi hijau, sehingga klaim bahwa sukuk kebal terhadap guncangan global tidak dapat dipertahankan (Hassan dkk., 2018; Billah dkk., 2023a; Billah dkk., 2024). Ketiga, kajian makro menemukan hubungan positif antara perkembangan pasar sukuk dan pertumbuhan atau ketahanan perbankan, tetapi dengan hasil yang bergantung pada sampel dan metode (Smaoui dan Nechi, 2017; Smaoui dan Ghouma, 2020; Ledhem, 2022; Imam dan Kpodar, 2016). Tidak satu pun dari kelompok ini menguji sukuk negara yang dihubungkan dengan wakaf; celah itulah yang hendak diisi, secara deskriptif, oleh Bab V.

3.8 Implikasi bagi Indonesia

- **Skala bukan kelemahan Indonesia; kedalaman yang menjadi kelemahan.** Dengan pangsa kumulatif 9,62%, Indonesia sudah menjadi penerbit besar. Ruang tumbuhnya terletak pada basis investor dan ragam instrumen domestik, tempat CWLS berada.
- **Pasar internasional makin dalam tetapi makin ramai.** Kenaikan pangsa internasional ke 37,6% menguntungkan penerbit bereputasi, tetapi biaya dana tetap mengikuti suku bunga global (Bab IV).
- **Arus utama akad mendukung struktur CWLS.** *Wakālah* dan hibrida kini menjadi struktur dominan; CWLS tidak memerlukan inovasi akad, melainkan inovasi pelaporan.
- **Perbandingan kumulatif harus dibaca dengan *tenor*.** Karena sukuk jangka pendek digulirkan berulang, laporan ini lebih mengandalkan penerbitan terhadap PDB dan nilai beredar daripada nilai kumulatif.



BAB IV

Sukuk Negara Indonesia dan Pembiayaan Fiskal

Delapan belas tahun SBSN: dari penerbitan perdana Rp4,7 triliun sampai Rp1.763 triliun yang beredar, dan apa artinya bagi ruang tumbuh CWLS.

4.1 Delapan belas tahun SBSN

Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 memberi pemerintah wewenang menerbitkan surat berharga berdasarkan prinsip syariah untuk membiayai APBN, termasuk membiayai pembangunan proyek (UU 19/2008, 2008). Penerbitan perdana dilakukan pada 26 Agustus 2008 dengan dua seri senilai sekitar Rp4,7 triliun (Hariyanto, 2017). Delapan belas tahun kemudian, penerbitan kumulatif mencapai Rp3.560,53 triliun dan nilai yang beredar Rp1.763,02 triliun per Agustus 2026 (IIFM, 2026).

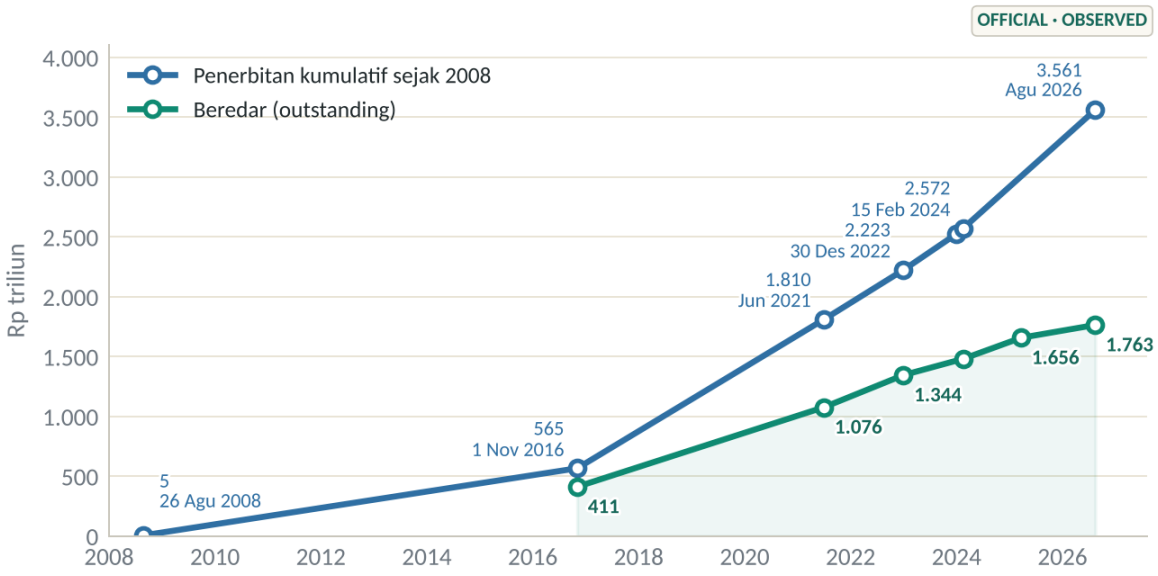
Satu keterbatasan data harus dinyatakan terus terang. Laman Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko tidak dapat dibaca secara otomatis pada tanggal batas data, dan penulis tidak memperoleh deret penerbitan bruto SBSN per tahun yang lengkap dan resmi. Yang tersedia adalah **titik-titik data** kumulatif dan beredar pada tanggal tertentu yang dikutip pejabat atau lembaga (Tabel 4.1).[9] Laporan ini tidak mengisi kekosongan di antaranya dengan angka perkiraan; analisis disusun atas titik-titik itu.

Tabel 4.1 SBSN: titik data penerbitan kumulatif dan nilai beredar, 2008–2026 (Rp triliun)

Tanggal	Kumulatif sejak 2008	Beredar	Beredar / kumulatif (%)	Sumber	Status
26 Agu 2008	4,70	4,70	100,0	Penerbitan perdana IFR001 dan IFR002 (Hariyanto, 2017)	*Official*
1 Nov 2016	565,42	411,03	72,7	Hariyanto (2017), data Direktorat Pembiayaan Syariah	*Official*
Jun–1 Jul 2021	1.810,02	1.075,83	59,4	Keterangan Menteri Keuangan (Antara, 2021)	*Observed*
30 Des 2022	2.223,01	1.344,35	60,5	Laporan perkembangan keuangan syariah 2022, dikutip sumber sekunder	*Observed*
Akhir 2023	2.524,20	–	–	OJK, dikutip sumber sekunder	*Observed*
15 Feb 2024	2.572,49	1.480,49	57,6	DJPPR (Bareksa, 2024)	*Observed*
20 Mar 2025	–	1.656,00	–	DJPPR (IDX Channel, 2025)	*Observed*
Agu 2026	**3.560,53**	**1.763,02**	**49,5**	**IIFM (2026), memuat data pemerintah**	***Official***

Sumber: (Hariyanto, 2017); (Antara, 2021); (Bareksa, 2024); (IDX Channel, 2025); (IIFM, 2026). Angka berstatus *Observed* dikutip dari pernyataan pejabat sebagaimana diberitakan dan belum dicocokkan dengan dokumen DJPPR. Rasio dihitung penulis.

[9] Titik data berstatus *Observed* berasal dari keterangan pejabat yang diberitakan. Penulis memeriksa konsistensinya satu sama lain: nilai kumulatif selalu naik, dan nilai beredar tidak pernah melebihi nilai kumulatif pada tanggal yang sama.



Gambar 4.1 **SBSN: penerbitan kumulatif dan nilai beredar pada titik data yang tersedia, 2008–2026**

Sumber: Tabel 4.1. Garis menghubungkan titik data dan bukan deret tahunan; kemiringan di antara dua titik adalah rata-rata, bukan lintasan sebenarnya.

4.2 Laju penerbitan dan arti rasio beredar

Dari titik-titik itu dapat diturunkan dua ukuran. Yang pertama adalah rata-rata tambahan penerbitan bruto per tahun di antara dua titik (**Persamaan 4.1**). Yang kedua adalah rasio nilai beredar terhadap penerbitan kumulatif (**Persamaan 4.2**), yang menunjukkan seberapa besar bagian penerbitan yang belum jatuh tempo.

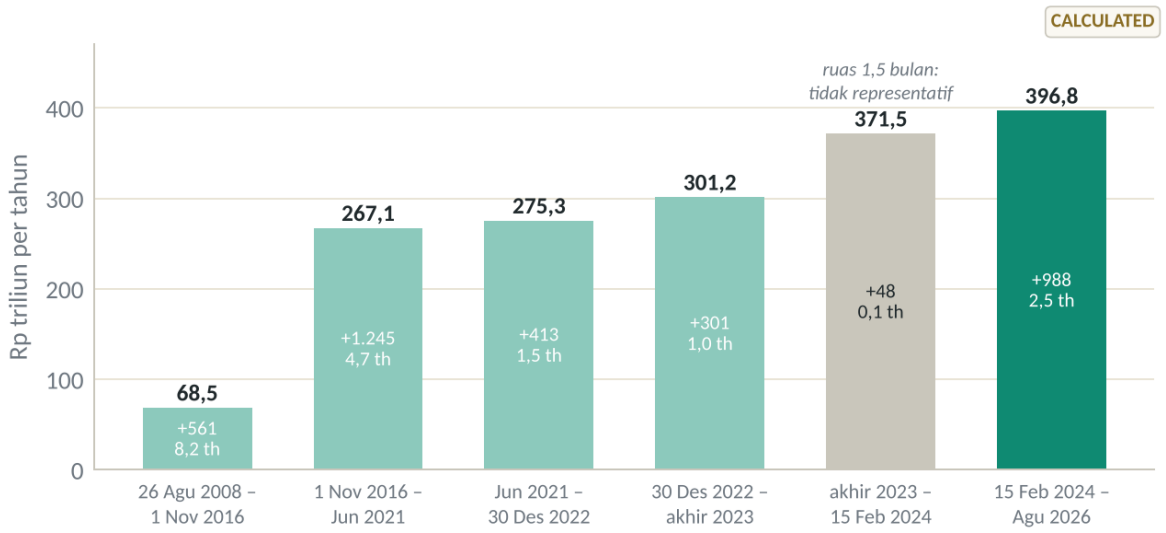
Persamaan 4.1 Rata-rata tambahan penerbitan bruto per tahun antara dua titik data

$$g_{a,b} = \frac{K_b - K_a}{t_b - t_a} \tag{4.1}$$

Persamaan 4.2 Rasio nilai beredar terhadap penerbitan kumulatif

$$\rho_t = \frac{O_t}{K_t} \times 100 \tag{4.2}$$

dengan *K* penerbitan kumulatif (Rp triliun), *O* nilai beredar (Rp triliun), dan *t* waktu dalam tahun. Asumsi: titik data mengukur konsep yang sama; karena sumbernya berbeda-beda, selisih kecil definisi tidak dapat dikesampingkan.



Gambar 4.2 **Rata-rata tambahan penerbitan SBSN per tahun menurut ruas waktu (Rp triliun per tahun)**

Sumber: Tabel 4.1; dihitung penulis dengan Persamaan 4.1. Angka dalam batang: tambahan penerbitan dan panjang ruas. Ruas akhir 2023–15 Februari 2024 terlalu pendek untuk ditafsirkan.

Laju penerbitan naik bertahap: sekitar Rp69 triliun per tahun pada delapan tahun pertama, Rp267–301 triliun per tahun pada 2016–2023, dan hampir Rp397 triliun per tahun pada Februari 2024–Agustus 2026 (Gambar 4.2). Angka terakhir memuat lonjakan kebutuhan pembiayaan dan penggantian utang jatuh tempo. Nilai beredar tumbuh 16,1% per tahun sejak November 2016, tetapi hanya 10,1% per tahun sejak pertengahan 2021.

Rasio beredar turun dari 72,7% (2016) menjadi 49,5% (2026). Artinya, dari Rp3.560,53 triliun yang pernah diterbitkan, Rp1.797,51 triliun sudah dilunasi. Penurunan rasio ini wajar bagi program yang menua dan memuat banyak instrumen jangka pendek, tetapi juga mengingatkan bahwa **penerbitan kumulatif bukan ukuran besarnya pasar**. Ukuran yang tepat adalah nilai beredar: sekitar USD100,7 miliar pada kurs Rp17.500, atau kira-kira 19,7% dari surat berharga negara yang beredar pada pertengahan 2026. Pangsa ini nyaris tidak berubah dari 19% pada 2021 dan 19,6% pada 2022: SBSN tumbuh secepat utang negara, tidak lebih cepat.

Tabel 4.2 **SBSN beredar terhadap PDB pada titik data yang tersedia**

Titik data	SBSN beredar (Rp triliun)	PDB nominal pembanding (Rp triliun)	Tahun PDB	Rasio (%)
1 Nov 2016	411,03	12.402	2016	3,31
1 Jul 2021	1.075,83	16.977	2021	6,34
30 Des 2022	1.344,35	19.589	2022	6,86
15 Feb 2024	1.480,49	20.893	2023	7,09
20 Mar 2025	1.656,00	22.139	2024	7,48
Agu 2026	1.763,02	24.948	2026 (tersirat)	7,07

Sumber: Tabel 4.1; World Bank (2026) (PDB dolar dikali kurs rata-rata tahunan); dihitung penulis. PDB 2026 diturunkan dari utang pemerintah Juni 2026 dan rasionya terhadap PDB sebagaimana diberitakan. Titik awal tahun dibandingkan dengan PDB tahun sebelumnya. Status: *Calculated*.

Dibandingkan dengan ukuran ekonomi, SBSN beredar naik dari 3,31% PDB pada 2016 menjadi 6,86% pada akhir 2022, lalu bertahan di sekitar 7% sampai 2026 (Tabel 4.2). Pendalaman pasar SBSN terjadi pada 2016–2022; sejak itu pasar tumbuh seiring perekonomian. Fakta ini penting bagi cara membaca CWLS: instrumen

turunan tidak dapat diharapkan tumbuh pesat hanya karena induknya tumbuh, sebab induknya sendiri sudah berada pada fase mapan.

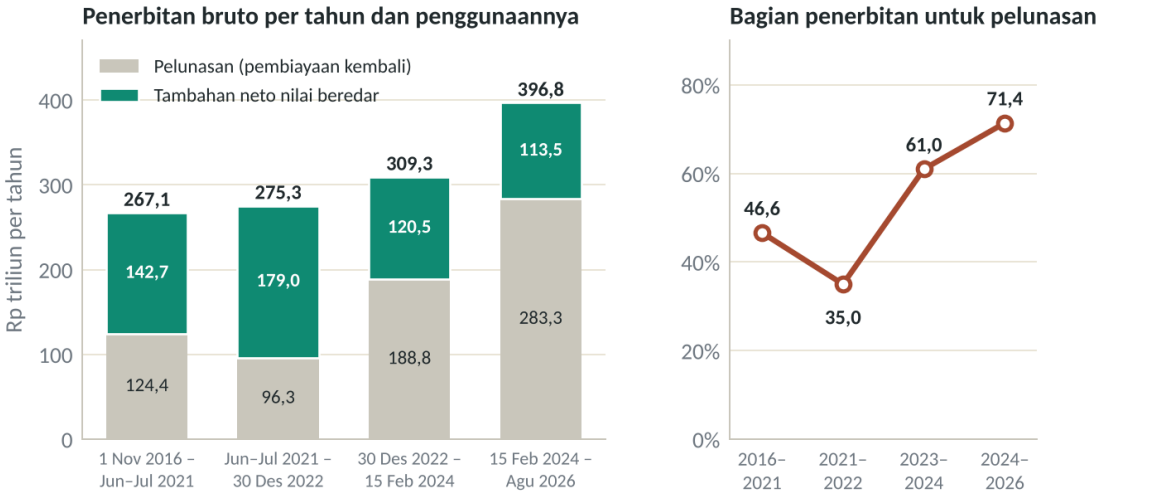
Berapa bagian penerbitan yang dipakai untuk melunasi sukuk lama

Persamaan 4.3 Pelunasan tersirat antara dua titik data

$$L_{a,b} = (K_b - K_a) - (O_b - O_a) \quad (4.3)$$

dengan L nilai SBSN yang jatuh tempo atau dilunasi di antara dua titik (Rp triliun). Persamaan ini adalah identitas: tambahan penerbitan kumulatif yang tidak menambah nilai beredar pasti dipakai untuk melunasi sukuk yang jatuh tempo. Hasilnya hanya dapat dihitung untuk pasangan titik yang memuat kedua besaran.

CALCULATED



Gambar 4.3 **Penerbitan bruto SBSN per tahun, pelunasan tersirat, dan tambahan neto antara titik data**

Sumber: Tabel 4.1; dihitung penulis dengan Persamaan 4.3. Nilai per tahun adalah rata-rata dalam tiap ruas. Status: *Calculated*.

Tabel 4.3 **Penerbitan bruto, pelunasan tersirat, dan tambahan neto SBSN antara titik data (Rp triliun)**

Ruas	Lama (tahun)	Penerbitan bruto	Tambahan neto beredar	Pelunasan tersirat	Pelunasan / bruto (%)	Neto per tahun
1 Nov 2016 – Jun–Jul 2021	4,66	1.244,60	664,80	579,80	46,6	142,7
Jun–Jul 2021 – 30 Des 2022	1,50	412,99	268,52	144,47	35,0	179,0
30 Des 2022 – 15 Feb 2024	1,13	349,48	136,14	213,34	61,0	120,5
15 Feb 2024 – Agu 2026	2,49	988,04	282,53	705,51	71,4	113,5

Sumber: Tabel 4.1; dihitung penulis.

Hasilnya memberi gambaran yang tidak terlihat dari angka kumulatif (Gambar 4.3, Tabel 4.3). Penerbitan bruto per tahun naik dari Rp267 triliun menjadi Rp397 triliun, tetapi tambahan neto per tahun justru turun dari Rp179 triliun pada 2021–2022 menjadi Rp114 triliun pada 2024–2026. Bagian penerbitan yang dipakai untuk melunasi sukuk lama naik dari 35% menjadi 71%. Program SBSN telah memasuki tahap ketika sebagian besar penerbitan adalah pembiayaan kembali. Bagi investor dan wakif, ini bukan tanda bahaya, melainkan ciri program yang matang; bagi analis, ini berarti angka penerbitan bruto yang besar tidak lagi mencerminkan tambahan pembiayaan bagi pembangunan.

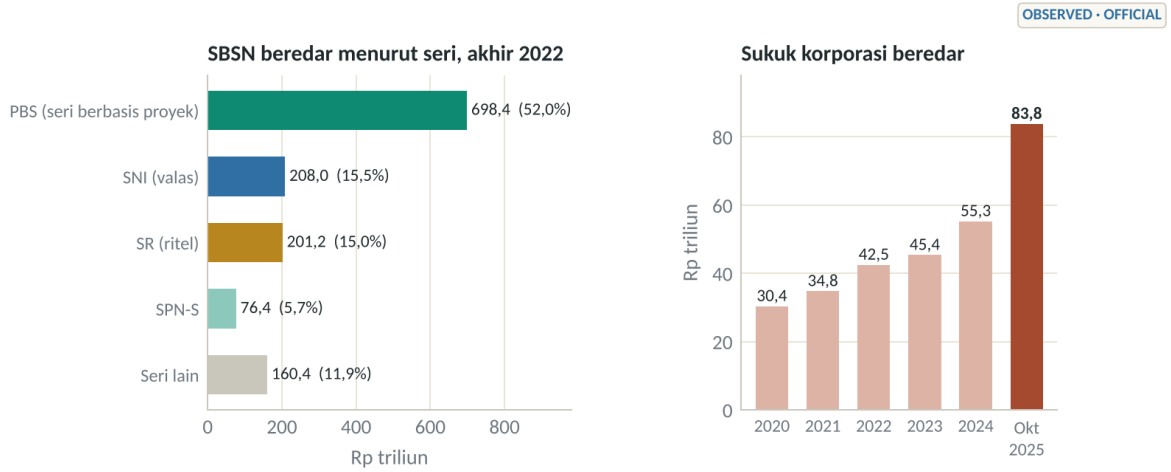
4.3 Keluarga instrumen SBSN dan tempat CWLS

SBSN bukan satu instrumen. Pemerintah menerbitkannya dalam beberapa keluarga seri untuk basis investor yang berbeda (Tabel 4.4). CWLS adalah keluarga terkecil dan satu-satunya yang pembelinya nazhir wakaf.

Tabel 4.4 Keluarga seri SBSN dan ciri pokoknya

Keluarga seri	Pembeli utama	Cara penjualan	Ciri	Beredar akhir 2022 (Rp triliun)
PBS (*project based sukuk*)	Bank, asuransi, dana pensiun, Bank Indonesia	Lelang	Dapat diperdagangkan; dasar penerbitan proyek APBN	698,39 (52,0%)
SNI (valuta asing)	Investor global	*Bookbuilding* internasional	Termasuk sukuk hijau global	207,97 (15,5%)
SR (sukuk ritel)	Individu	*Bookbuilding* melalui mitra distribusi	Dapat diperdagangkan setelah masa tertentu	201,25 (15,0%)
SPN-S	Bank dan pengelola kas	Lelang	Jangka pendek, diskonto	76,36 (5,7%)
ST (sukuk tabungan) dan seri lain	Individu; lembaga tertentu	Penawaran ritel; penempatan langsung	Tidak diperdagangkan; imbalan mengambang berbatas bawah	160,38 (11,9%)
SW dan SWR (CWLS)	Nazhir atas nama wakif	Penempatan langsung; *bookbuilding*	Tidak diperdagangkan; imbalan untuk program sosial	0,38 (0,03%)

Sumber: komposisi beredar akhir 2022 dari laporan perkembangan keuangan syariah 2022 sebagaimana dikutip sumber sekunder (status *Observed*); "ST dan seri lain" adalah sisa yang dihitung penulis; nilai CWLS adalah total tujuh seri sampai Oktober 2022 menurut Direktorat Pembiayaan Syariah (2022) dan termasuk di dalam sisa itu. Ciri instrumen dari pengetahuan penulis atas memorandum informasi SBSN.



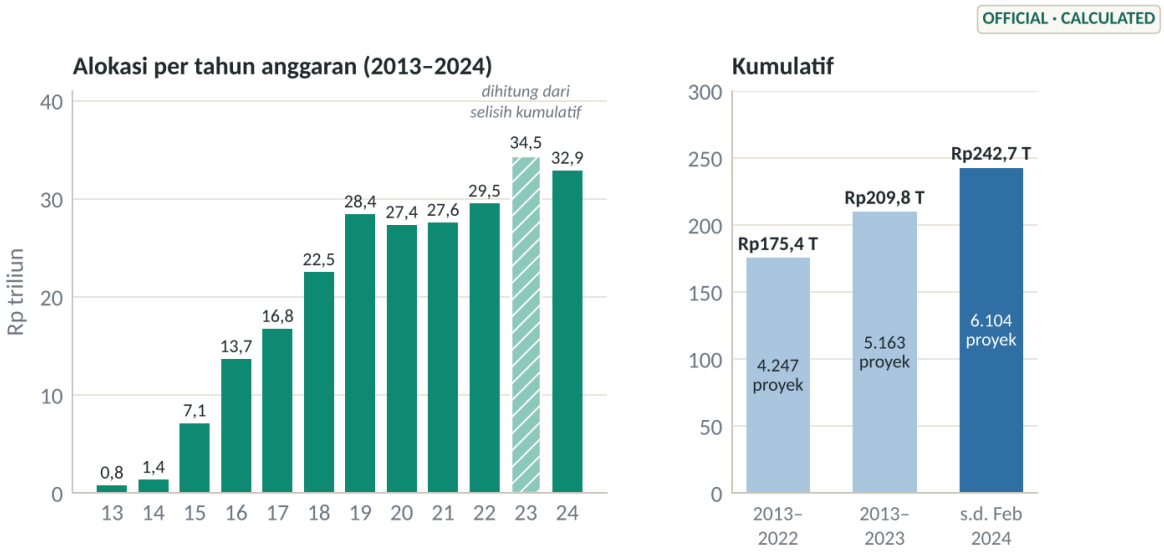
Gambar 4.4 Komposisi SBSN beredar menurut keluarga seri, akhir 2022, dan sukuk korporasi beredar, 2020–Oktober 2025

Sumber: laporan perkembangan keuangan syariah 2022 sebagaimana dikutip sumber sekunder; OJK (2025). Kedua panel memakai skala berbeda dan tidak untuk dibandingkan tingginya.

Dua pengamatan muncul dari Gambar 4.4. Separuh SBSN beredar adalah seri PBS, yang secara hukum terkait dengan proyek APBN; inilah jembatan menuju pembiayaan proyek pada Subbab 4.4. Kedua, pasar sukuk korporasi domestik sangat kecil dibandingkan sukuk negara: Rp83,77 triliun dalam 289 seri pada Oktober 2025, kurang dari 5% nilai SBSN beredar (OJK, 2025). Di Indonesia, pasar sukuk pada dasarnya adalah pasar sukuk negara. Akibatnya, setiap gagasan pembiayaan aset riil dengan sukuk proyek korporasi, termasuk untuk Kampung Haji, akan menguji pasar yang belum dalam.

4.4 SBSN proyek: dari Rp0,8 triliun ke Rp30 triliun per tahun

Sejak 2013 sebagian hasil SBSN dialokasikan langsung untuk proyek kementerian dan lembaga. Mekanismenya kini diatur Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2023: proyek harus masuk daftar prioritas proyek yang disusun Bappenas, dilaksanakan kementerian atau lembaga atau penerima penerusan, dan sesuai prinsip syariah (PP 16/2023, 2023). Bappenas menegaskan kembali pada persiapan tahun anggaran 2027 bahwa SBSN proyek diarahkan untuk layanan publik, infrastruktur publik, pemberdayaan industri dalam negeri, dan proyek strategis yang selaras dengan RPJMN 2025–2029 (Bappenas, 2025).



Gambar 4.5 SBSN proyek: alokasi per tahun anggaran dan nilai kumulatif, 2013–2024

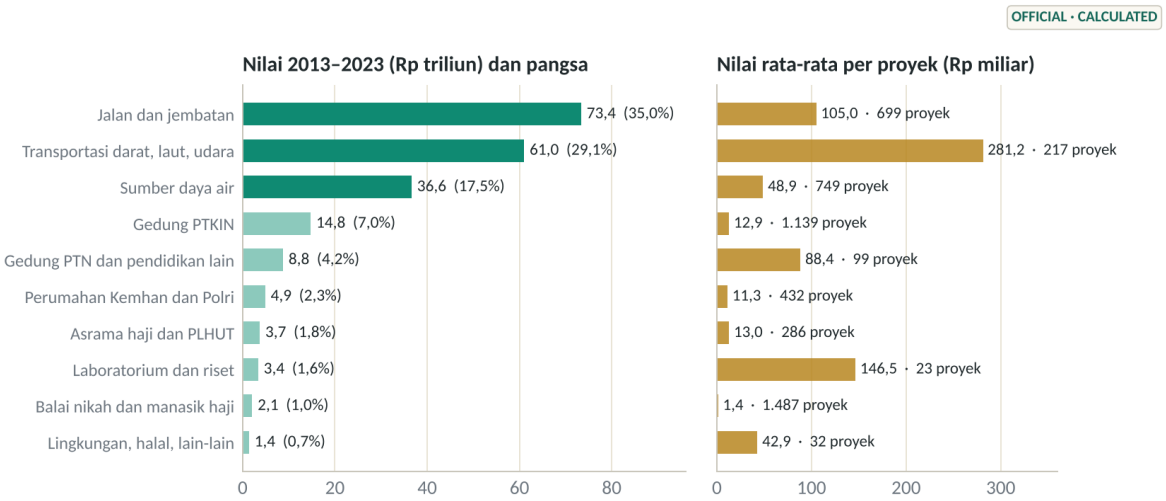
Sumber: Tabel 4.5. Batang berarsir: nilai 2023 dihitung dari selisih dua angka kumulatif resmi. Nilai 2017 dan 2024 adalah pagu. Jumlah proyek kumulatif memakai versi yang disebut pada sumber masing-masing; sumber lain menyebut 4.314–4.713 proyek untuk 2013–2022.

Tabel 4.5 SBSN proyek per tahun anggaran, 2013–2024 (Rp triliun)

Tahun	Alokasi	Perubahan (%)	Status	Sumber
2013	0,80	–	*Official*	Keterangan Menteri Keuangan
2014	1,37	71,4	*Official*	Hariyanto (2017)
2015	7,13	420,4	*Official*	Hariyanto (2017)
2016	13,68	91,7	*Official*	Hariyanto (2017)
2017	16,76	22,5	*Official*	Hariyanto (2017); pagu
2018	22,53	34,4	*Official*	Keterangan Menteri Keuangan
2019	28,43	26,2	*Official*	Keterangan Menteri Keuangan
2020	27,35	−3,8	*Official*	Pemberitaan Antara
2021	27,58	0,8	*Official*	Pemberitaan
2022	29,53	7,1	*Official*	CNN Indonesia (2022)
2023	34,45	16,7	*Calculated*	Selisih kumulatif 2013–2023 dan 2013–2022
2024	32,89	−4,5	*Official*	Usulan APBN 2024
2013–2024	**242,5**		***Calculated***	**Jumlah deret; kumulatif resmi s.d. Februari 2024 Rp242,72 T**

Sumber: (Hariyanto, 2017); (CNN Indonesia, 2022); (tvOne, 2023); (DJPPR, 2023); (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2022); (Bareksa, 2024). Alokasi 2025 dan 2026 tidak ditemukan pada sumber yang dapat dibaca sampai 9 Oktober 2026 dan tidak diperkirakan. Jumlah deret (Rp242,5 triliun) berselisih tipis dari kumulatif resmi karena sebagian titik adalah pagu, bukan realisasi.

Alokasi tumbuh dari Rp0,80 triliun (2013) menjadi Rp32,89 triliun (2024). Laju majemuk 18,5% per tahun pada 2015–2024 menyembunyikan dua fase: pertumbuhan pesat sampai 2019, lalu mendatar pada Rp27–34 triliun per tahun, dengan laju hanya 3,0% per tahun pada 2019–2024. Sampai Februari 2024 nilai kumulatifnya Rp242,72 triliun untuk 6.104 proyek (Bareksa, 2024); pejabat DJPPR menyebut sekitar 7.000 proyek pada Maret 2025 (IDX Channel, 2025).



Gambar 4.6 SBSN proyek menurut sektor, 2013–2023: nilai, pangsa, dan nilai rata-rata per proyek

Sumber: keterangan Wakil Menteri Keuangan, 3 Oktober 2023, sebagaimana diberitakan (tvOne, 2023); pangsa dan rata-rata dihitung penulis. Jumlah sektor tidak persis sama dengan total Rp209,82 triliun karena pembulatan dan pengelompokan sumber.

Tiga sektor infrastruktur, yaitu jalan dan jembatan, transportasi, dan sumber daya air, menyerap 81,5% nilai (Gambar 4.6). Sektor yang paling dekat dengan dunia wakaf dan haji justru kecil: gedung perguruan tinggi keagamaan Islam negeri, asrama haji dan pusat layanan haji dan umrah terpadu, serta balai nikah dan manasik haji bersama-sama menerima 9,8% nilai tetapi lebih dari separuh jumlah proyek. Rata-rata nilai proyek Rp40,6 miliar; proyek balai nikah dan manasik haji rata-rata hanya Rp1,4 miliar. SBSN proyek, dengan kata lain, sudah menjadi alat pembiayaan ribuan aset layanan keagamaan berskala kecil di daerah. Fakta ini menjadi pijakan Bab VI.

Tabel 4.6 SBSN proyek pada tiga sektor layanan keagamaan, 2013–2023

Sektor	Jumlah proyek	Nilai (Rp triliun)	Pangsa nilai (%)	Rata-rata per proyek (Rp miliar)
Gedung PTKIN	1.139	14,75	7,0	12,9
Asrama haji dan PLHUT	286	3,71	1,8	13,0
Balai nikah dan manasik haji	1.487	2,06	1,0	1,4
Tiga sektor	**2.912**	**20,52**	**9,8**	**7,0**

Sumber: keterangan Wakil Menteri Keuangan sebagaimana diberitakan (tvOne, 2023); dihitung penulis. PTKIN: perguruan tinggi keagamaan Islam negeri; PLHUT: pusat layanan haji dan umrah terpadu.

Tiga sektor pada Tabel 4.6 patut dicermati oleh pegiat wakaf. Dengan Rp20,52 triliun untuk 2.912 proyek dalam sebelas tahun, negara telah membiayai sendiri sebagian besar aset layanan keagamaan yang dahulu lazim dibangun dengan wakaf: gedung perguruan tinggi, asrama haji, dan balai nikah. Wakaf produktif yang efektif sebaiknya tidak mengulang peran itu, melainkan mengisi ruang yang tidak dijangkau APBN, misalnya layanan bagi kelompok yang tidak tercakup program pemerintah atau aset yang menghasilkan surplus bagi lembaga pendidikan dan kesehatan swasta nirlaba.

Kotak 4.1 Mengapa SBSN proyek tidak dapat disamakan dengan sukuk proyek

Pada SBSN proyek, hasil penerbitan dipakai untuk proyek tertentu, tetapi imbalan dan pokok dibayar dari APBN. Pemegang sukuk tidak bergantung pada arus kas proyek, dan proyek tidak perlu menghasilkan pendapatan.

Pada sukuk proyek korporasi atau SPV, imbalan dan pokok dibayar dari arus kas proyek. Karena itu diperlukan uji DSCR, cadangan, dan struktur jaminan (Bab VII).

Akibatnya, pengalaman SBSN proyek selama dua belas tahun adalah bukti kemampuan negara membangun aset, bukan bukti bahwa aset serupa layak dibiayai secara komersial.

4.5 Dari daftar proyek sampai pelunasan: siklus SBSN proyek

Siklus SBSN proyek melalui enam tahap, dan pada tiap tahap terdapat pihak yang berbeda. Kementerian atau lembaga mengusulkan proyek; Bappenas menilai kesiapan dan kesesuaiannya dengan rencana pembangunan lalu memasukkannya ke dalam daftar prioritas proyek; Kementerian Keuangan menetapkan batas maksimum pembiayaan dan mengalokasikannya dalam APBN; proyek dan barang milik negara yang memenuhi syarat ditetapkan sebagai dasar penerbitan dan memperoleh pernyataan kesesuaian syariah; sukuk diterbitkan melalui lelang seri PBS; dan setelah proyek selesai, aset dicatat sebagai barang milik negara (PP 16/2023, 2023; Hariyanto, 2017).[10] Tabel 4.7 merangkum tahap-tahap itu dan pelajaran yang dapat dipetik bagi proyek wakaf.

Tabel 4.7 Siklus SBSN proyek dan padanannya bagi proyek wakaf produktif

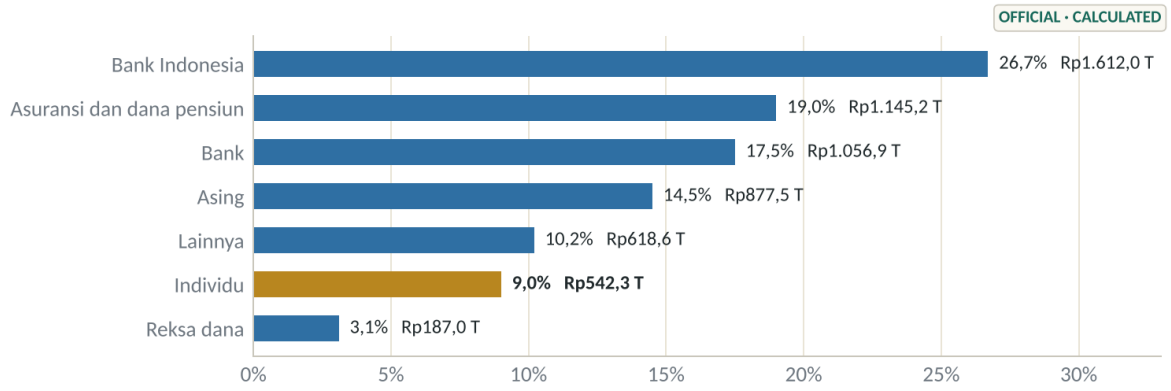
Tahap	Pada SBSN proyek	Pengendali	Padanan bagi proyek wakaf
1. Usulan	Kementerian atau lembaga mengajukan proyek dengan studi kelayakan	Pengusul	Nazhir mengajukan proyek dengan sasaran penerima manfaat
2. Penilaian	Kesiapan dan kesesuaian dengan rencana pembangunan; daftar prioritas proyek	Bappenas	Lima gerbang seleksi (Bab VI)
3. Penganggaran	Batas maksimum pembiayaan; alokasi dalam APBN	Kementerian Keuangan; DPR	Penetapan imbalan seri yang ditujukan untuk proyek
4. Kesesuaian syariah	Aset dasar dan akad memperoleh pernyataan DSN-MUI	DSN-MUI	Kesesuaian dengan ikrar wakaf dan fatwa
5. Penerbitan dan pelaksanaan	Lelang seri PBS; kontrak; pencairan menurut kemajuan fisik	DJPPR; pelaksana	Pencairan bertonggak
6. Pencatatan dan pelaporan	Aset menjadi barang milik negara; laporan per proyek dan provinsi	Pengguna barang; DJPPR	Aset wakaf tersertifikat; laporan hasil kepada wakif

Sumber: penulis, berdasarkan PP 16/2023 (2023) dan Hariyanto (2017). Kolom terakhir adalah analogi yang diusulkan, bukan ketentuan.

Dua belas tahun pelaksanaan menunjukkan bahwa kekuatan SBSN proyek terletak pada tahap kedua dan keenam: ada penyaring sebelum uang mengalir, dan ada pencatatan aset sesudahnya. Dua tahap itulah yang paling lemah pada rantai CWLS sekarang, sebagaimana ditunjukkan Bab IX.

[10] Akad yang lazim dipakai untuk seri berbasis proyek adalah *ijārah* atas aset yang akan diadakan (*ijārah asset to be leased*) dan *wakālah*. Uraian akad per seri terdapat pada memorandum informasi tiap penerbitan dan tidak dibaca ulang untuk laporan ini.

4.6 Basis investor



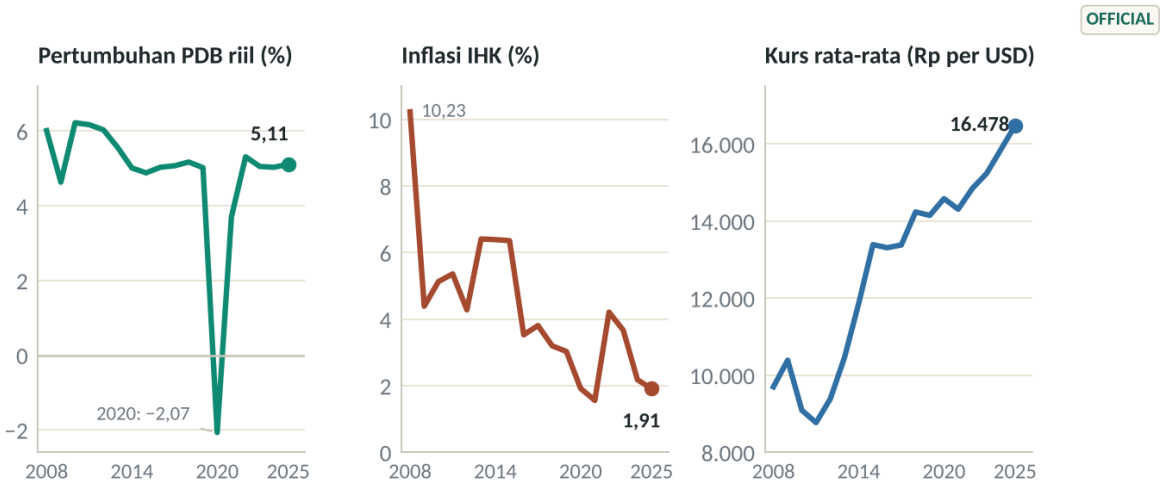
Gambar 4.7 Kepemilikan surat berharga negara yang dapat diperdagangkan, 30 Desember 2024

Sumber: PHEI (2024); pangsa dihitung penulis. Mencakup SBN konvensional dan syariah; rincian khusus SBSN tidak tersedia pada sumber yang dibaca.

Pada akhir 2024, individu memegang Rp542,27 triliun atau 9,0% surat berharga negara yang dapat diperdagangkan; Bank Indonesia, asuransi dan dana pensiun, serta bank memegang hampir dua pertiga (Gambar 4.7). Untuk SBSN saja, Menteri Keuangan menyebut kepemilikan individu Rp46,48 triliun pada Juni 2021 (Antara, 2021). Dua hal mengikuti dari sini. Basis ritel SBN sudah berukuran ratusan triliun rupiah, sehingga penjualan CWLS ritel sebesar Rp306 miliar pada 2025 adalah bagian yang sangat kecil dari kapasitas yang ada. Dan jalur distribusi ritel, yaitu bank dan platform mitra distribusi, sudah tersedia; yang membedakan CWLS adalah motifnya, bukan infrastrukturnya.

Kepemilikan asing sebesar 14,5% menambah satu pertimbangan. Ketika suku bunga global naik dan rupiah melemah, seperti pada 2026, pemodal asing cenderung mengurangi kepemilikan, dan imbal hasil domestik ikut naik. Basis investor ritel dan lembaga domestik berfungsi sebagai peredam. CWLS menambah satu lapis yang berbeda sifatnya: wakif tidak menjual ketika imbal hasil naik, karena instrumennya tidak diperdagangkan dan motifnya bukan imbal hasil. Dalam skala sekarang lapis itu terlalu tipis untuk berarti bagi stabilitas pasar, tetapi sifatnya yang sabar adalah alasan kebijakan yang sah untuk memperluasnya.

4.7 Lingkungan makro dan SBSN proyek



Gambar 4.8 **Indonesia: pertumbuhan, inflasi, dan nilai tukar, 2008–2025**

Sumber: World Bank (2026), indikator NY.GDP.MKTP.KD.ZG, FP.CPI.TOTL.ZG, dan PA.NUS.FCRF. Status: *Official*.

Tabel 4.8 **Data dasar analisis: SBSN proyek dan tiga variabel makro, 2013–2024**

Tahun	SBSN proyek (Rp triliun)	Pertumbuhan PDB riil (%)	Inflasi IHK (%)	Kurs rata-rata (Rp per USD)
2013	0,80	5,56	6,41	10.461
2014	1,37	5,01	6,39	11.865
2015	7,13	4,88	6,36	13.389
2016	13,68	5,03	3,53	13.308
2017	16,76	5,07	3,81	13.381
2018	22,53	5,17	3,20	14.237
2019	28,43	5,02	3,03	14.148
2020	27,35	−2,07	1,92	14.582
2021	27,58	3,70	1,56	14.308
2022	29,53	5,31	4,21	14.850
2023	34,45	5,05	3,67	15.237
2024	32,89	5,03	2,18	15.855

Sumber: Tabel 4.5; World Bank (2026). Dua belas pengamatan ini adalah seluruh data yang dipakai pada Tabel 4.9.

Apakah alokasi SBSN proyek bergerak bersama variabel makro? Deret yang tersedia hanya dua belas pengamatan tahunan (2013–2024), sehingga analisis dibatasi pada korelasi peringkat Spearman (**Persamaan 4.4**), baik pada tingkat maupun pada perubahan tahunan. Regresi tidak dipaksakan pada deret sependek ini.

Persamaan 4.4 Koefisien korelasi peringkat Spearman

$$r_s = 1 - \frac{6 \sum_{i=1}^{n} d_i^{\,2}}{n(n^2 - 1)} \tag{4.4}$$

dengan d_i selisih peringkat dua variabel pada pengamatan i dan n jumlah pengamatan. Koefisien berkisar dari −1 sampai 1 dan tidak mengandaikan hubungan linear.

Tabel 4.9 **Korelasi Spearman antara SBSN proyek dan variabel makro, 2013–2024**

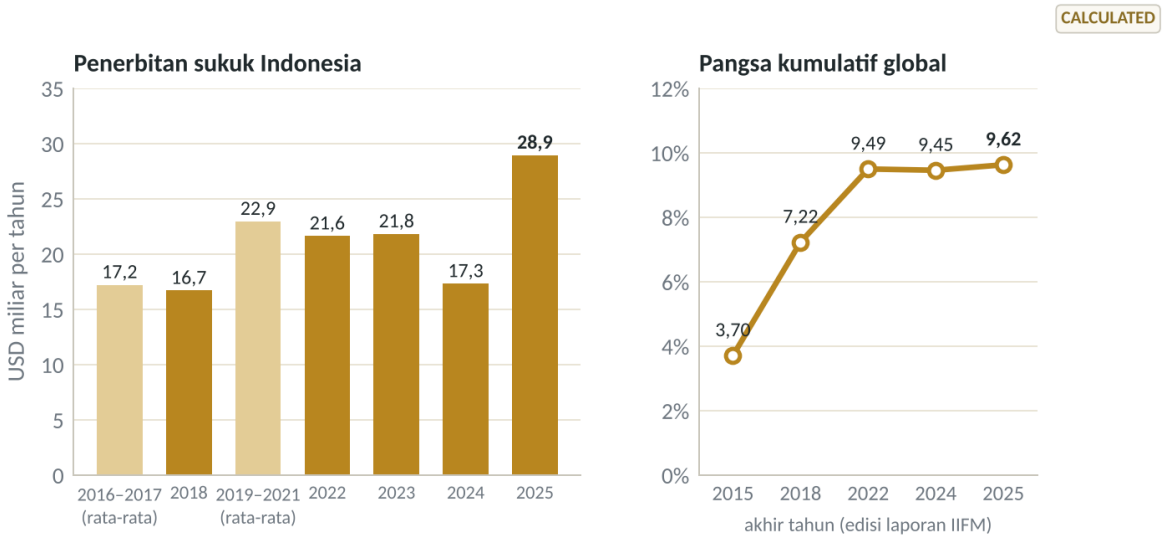
Variabel pertama	Variabel kedua	Koefisien	Nilai-p	n
Alokasi SBSN proyek (tingkat)	Nilai tukar rupiah per USD	0,92	<0,001	12

Variabel pertama	Variabel kedua	Koefisien	Nilai-p	n
Alokasi SBSN proyek (tingkat)	Pertumbuhan PDB riil	−0,01	0,974	12
Alokasi SBSN proyek (tingkat)	Inflasi	−0,59	0,045	12
Perubahan alokasi	Perubahan nilai tukar	0,26	0,433	11
Perubahan alokasi	Pertumbuhan PDB riil	0,05	0,884	11
Perubahan alokasi	Inflasi	0,64	0,035	11

Sumber: Tabel 4.5; World Bank (2026); dihitung penulis. Nilai-p dua sisi, tanpa koreksi untuk pengujian berganda.

Korelasi tingkat dengan nilai tukar sangat tinggi (0,92), tetapi itu hanya mencerminkan dua deret yang sama-sama naik sepanjang waktu. Pada perubahan tahunan, hubungan dengan nilai tukar dan pertumbuhan lenyap (0,26 dan 0,05). Satu koefisien, antara perubahan alokasi dan inflasi, bernilai 0,64 dengan nilai-p 0,035; dengan sebelas pengamatan dan enam pengujian, temuan tunggal seperti ini lebih mungkin kebetulan daripada pola. Kesimpulan yang dapat dipertanggungjawabkan: **alokasi SBSN proyek adalah keputusan anggaran, bukan fungsi siklus makro**, dan tidak ada dasar statistik untuk memproyeksikannya dari variabel makro.

4.8 Indonesia dalam pasar sukuk global



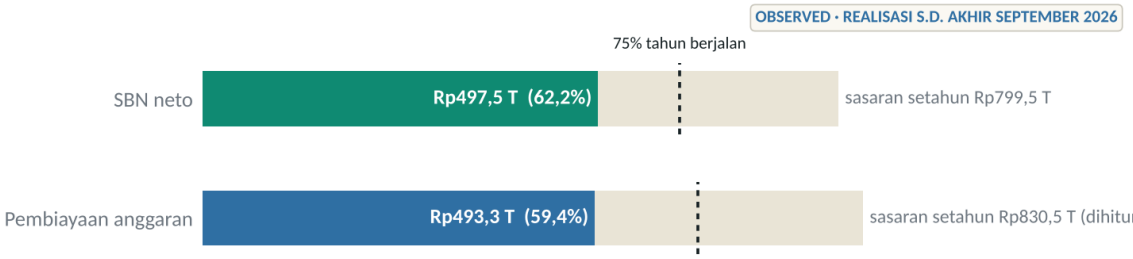
Gambar 4.9 Indonesia: penerbitan sukuk per tahun dan pangsa kumulatif global, 2015–2025

Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025; 2026); dihitung penulis. Nilai 2016–2017, 2019–2021, dan 2023 diturunkan dari selisih kumulatif antaredisi; nilai 2025 dari selisih kumulatif edisi ke-15 dan ke-14. Mencakup seluruh penerbit Indonesia, yang hampir seluruhnya pemerintah.

Dalam dolar, penerbitan sukuk Indonesia berkisar USD17–23 miliar per tahun sejak 2016 dan melonjak menjadi sekitar USD28,9 miliar pada 2025, setara 11,0% penerbitan global tahun itu (Gambar 4.9). Pada 2024 nilainya USD17,30 miliar dalam 112 penerbitan, terdiri atas USD12,20 miliar domestik dan USD5,10 miliar internasional (IIFM, 2025). Pangsa kumulatif Indonesia naik cepat sampai 2022 lalu mendatar di sekitar 9,5%: Indonesia telah mencapai kedudukan penerbit besar, dan pertumbuhan pangsa selanjutnya menuntut pasar domestik yang lebih dalam, bukan hanya penerbitan yang lebih sering.

4.9 Pembiayaan 2026 sampai 9 Oktober

Tahun 2026 ditandai pengetatan moneter. Bank Indonesia menaikkan suku bunga acuan 100 basis poin selama triwulan II dan menahannya pada 5,75% sampai Rapat Dewan Gubernur September (Antara, 2026b; Dewan Ekonomi Nasional, 2026).[11] Inflasi Agustus 3,19% dan rupiah melemah ke sekitar Rp17.500–17.900 per dolar. Di sisi fiskal, pembiayaan anggaran sampai akhir September mencapai Rp493,3 triliun, dan penerbitan SBN neto Rp497,5 triliun atau 62,2% dari sasaran setahun (InvestorTrust, 2026).



Gambar 4.10 Realisasi pembiayaan APBN 2026 sampai akhir September

Sumber: keterangan Kementerian Keuangan sebagaimana diberitakan (InvestorTrust, 2026). Sasaran pembiayaan anggaran setahun dihitung penulis dari realisasi dan persentasenya. Angka parsial; bukan angka setahun penuh.

Tabel 4.10 Indikator fiskal dan moneter 2026 sampai 9 Oktober

Indikator	Nilai	Posisi	Sumber	Status
Suku bunga acuan Bank Indonesia	5,75%	RDG 22–23 September 2026	Antara (2026b)	*Observed*
Kenaikan suku bunga acuan	100 bps	Triwulan II 2026	Dewan Ekonomi Nasional (2026)	*Observed*
Inflasi IHK tahunan	3,19%	Agustus 2026	Dewan Ekonomi Nasional (2026)	*Observed*
Nilai tukar	Rp17.872 per USD	22 September 2026	Dewan Ekonomi Nasional (2026)	*Observed*
Pembiayaan anggaran	Rp493,3 triliun (59,4%)	Akhir September 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
SBN neto	Rp497,5 triliun dari Rp799,5 triliun	Akhir September 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
SBN valuta asing	USD14,76 miliar, termasuk sukuk global USD2 miliar	Akhir September 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
Utang pemerintah	Rp10.293,69 triliun (41,26% PDB)	Juni 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
SBN dalam utang pemerintah	Rp8.966,79 triliun	Juni 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
Imbal hasil obligasi AS 10 tahun	5,28%	7 Oktober 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*
Selisih imbal hasil SBN 10 tahun	188 bps di atas obligasi AS	Awal Oktober 2026	InvestorTrust (2026)	*Observed*

Sumber: (Antara, 2026b); (Dewan Ekonomi Nasional, 2026); (InvestorTrust, 2026). Seluruh angka berstatus *Observed* karena dikutip dari pemberitaan atas keterangan resmi; dokumen APBN KiTa tidak dibaca langsung.

Lingkungan ini menentukan dua hal bagi CWLS. Pertama, imbalan seri ritel yang mengikuti suku bunga acuan naik dengan sendirinya: SWR007 ditawarkan dengan batas bawah 6,70%, tertinggi sepanjang

[11] Suku bunga acuan Bank Indonesia bernama BI 7-Day Reverse Repo Rate sampai akhir 2023 dan BI-Rate sesudahnya. Laporan ini memakai istilah "suku bunga acuan" untuk keduanya.

sejarah CWLS (Bab V). Kedua, biaya dana jangka panjang dalam dolar tinggi: dengan imbal hasil obligasi Amerika Serikat sepuluh tahun 5,28% dan selisih 188 basis poin, imbal hasil SBN sepuluh tahun berada di sekitar 7,2%. Proksi 7,25% yang dipakai situs untuk sukuk proyek Kampung Haji, karena itu, bukan angka yang konservatif; ia kira-kira setara biaya dana negara sendiri, sebelum premi risiko proyek.

Tabel 4.11 SBSN dalam struktur utang pemerintah, pertengahan 2026

Komponen	Nilai (Rp triliun)	Terhadap utang pemerintah (%)	Terhadap PDB (%)	Status
Utang pemerintah, Juni 2026	10.293,69	100,0	41,26	*Observed*
Surat berharga negara	8.966,79	87,1	35,94	*Observed*; *Calculated*
Pinjaman	1.326,90	12,9	5,32	*Observed*; *Calculated*
SBSN beredar, Agustus 2026	1.763,02	17,1	7,07	*Official*; *Calculated*
CWLS beredar, 9 Oktober 2026	0,82	0,008	0,003	*Estimated*

Sumber: (InvestorTrust, 2026); (IIFM, 2026); Bab V; dihitung penulis. Sekitar 70,2% utang pemerintah berdenominasi rupiah. SBSN dan utang diukur pada bulan yang berbeda; rasio bersifat perkiraan.

Tabel 4.11 menempatkan seluruh besaran pada satu skala. SBSN menyumbang sekitar 17,1% utang pemerintah. CWLS yang beredar setara delapan per seratus ribu utang pemerintah: secara fiskal tidak berarti, sehingga pertimbangan dalam merancang CWLS sepenuhnya adalah pertimbangan kelembagaan dan sosial, bukan pertimbangan pembiayaan anggaran. Itu juga berarti ruang untuk memberi imbalan yang murah hati kepada CWLS, seperti selisih 95 basis poin pada SWR007, nyaris tanpa biaya fiskal: tambahan satu poin persentase imbalan atas seluruh CWLS beredar hanya bernilai sekitar Rp8 miliar setahun.

Kotak 4.2 Empat peringatan dalam membaca angka SBSN

Kumulatif bukan beredar. Lebih dari separuh penerbitan sejak 2008 sudah dilunasi; angka kumulatif cocok untuk menggambarkan sejarah, tidak untuk menggambarkan pasar.

Bruto bukan neto. Pada 2024–2026 sekitar 71% penerbitan bruto dipakai untuk pembiayaan kembali; tambahan neto per tahun justru menurun.

Rupiah bukan dolar. Sekitar 15% SBSN beredar pada akhir 2022 berdenominasi valuta asing; pada kurs yang melemah, nilai rupiahnya naik tanpa penerbitan baru, dan perbandingan lintas tahun dalam dolar atau rupiah memberi gambaran berbeda.

Titik bukan deret. Angka pada bab ini berasal dari tanggal dan sumber yang berbeda; kemiringan di antara dua titik adalah rata-rata dan tidak boleh dibaca sebagai angka tahunan.

4.10 Implikasi

- **SBSN adalah pasar yang matang; CWLS adalah ceruk di dalamnya.** Dengan Rp1.763 triliun beredar dan pangsa stabil seperlima SBN, SBSN tidak lagi memerlukan pembuktian. CWLS, sebesar kurang dari satu per seribu SBSN beredar, masih pada tahap percontohan.
- **Ukur dengan nilai beredar, bukan kumulatif.** Rasio beredar terhadap kumulatif sudah di bawah 50%; angka kumulatif akan makin melebih-lebihkan skala.

- **SBSN proyek adalah kanal yang sudah teruji untuk aset layanan keagamaan di daerah**, tetapi ia membiayai proyek pemerintah dalam APBN dan tidak dapat dipakai untuk aset komersial di luar negeri.
- **Deret tahunan yang resmi dan terbuka masih menjadi kebutuhan.** Laporan ini bersandar pada titik data; publikasi deret penerbitan dan jatuh tempo per tahun oleh otoritas akan memperbaiki mutu semua analisis lanjutan.

Bab berikut berpindah dari instrumen induk ke turunannya. Seluruh ciri yang membuat SBSN kokoh, yaitu dasar hukum, aset dasar, kewajiban pembayaran oleh negara, dan pencatatan dalam APBN, diwarisi CWLS apa adanya. Yang berbeda hanya satu, tetapi menentukan: pemegang SBSN menerima imbalan untuk dirinya sendiri, sedangkan wakif CWLS menyerahkannya kepada nazhir untuk program sosial. Karena itu ukuran keberhasilan CWLS tidak dapat dipinjam dari SBSN. Nilai penerbitan dan nilai beredar menjawab pertanyaan pembiayaan negara; pertanyaan wakaf baru terjawab ketika imbalan dapat ditelusuri sampai ke penerima manfaat.



BAB V

Perkembangan Pasar CWLS dan Wakaf Produktif

Empat belas seri dalam enam tahun: basis data seri demi seri, profil wakif, imbalan, jatuh tempo, dan rekonsiliasi dengan angka yang beredar.

5.1 Enam tahun CWLS dalam satu pandangan

Sejak Maret 2020 pemerintah menerbitkan CWLS dalam dua bentuk. Seri **SW** dijual dengan penempatan langsung kepada nazhir, umumnya untuk wakaf lembaga dan perguruan tinggi bernilai puluhan sampai ratusan miliar rupiah. Seri **SWR** dijual kepada masyarakat melalui bank syariah mitra distribusi dengan pemesanan minimum Rp1 juta. Sampai akhir 2025 terbit delapan seri SW dan enam seri SWR dengan nilai keseluruhan Rp1.465,57 miliar; 56,1% di antaranya melalui penempatan langsung. Seri ketujuh ritel, SWR007, sedang ditawarkan pada tanggal batas data.

SERI RITEL SWR001–006
Rp643,5 M
4.447 pemesanan; tumbuh 83,0% per tahun · *Calculated*

SERI SW001–008
Rp822,0 M
penempatan langsung; *tenor* 2 dan 5 tahun · *Official*; *Observed*

BEREDAR, 9 OKT 2026
Rp824,9 M
enam entri seri yang belum jatuh tempo · *Estimated*

IMBALAN SWR007
6,70%
batas bawah; acuan + 95 bps; tertinggi sejak 2020 · *Official*

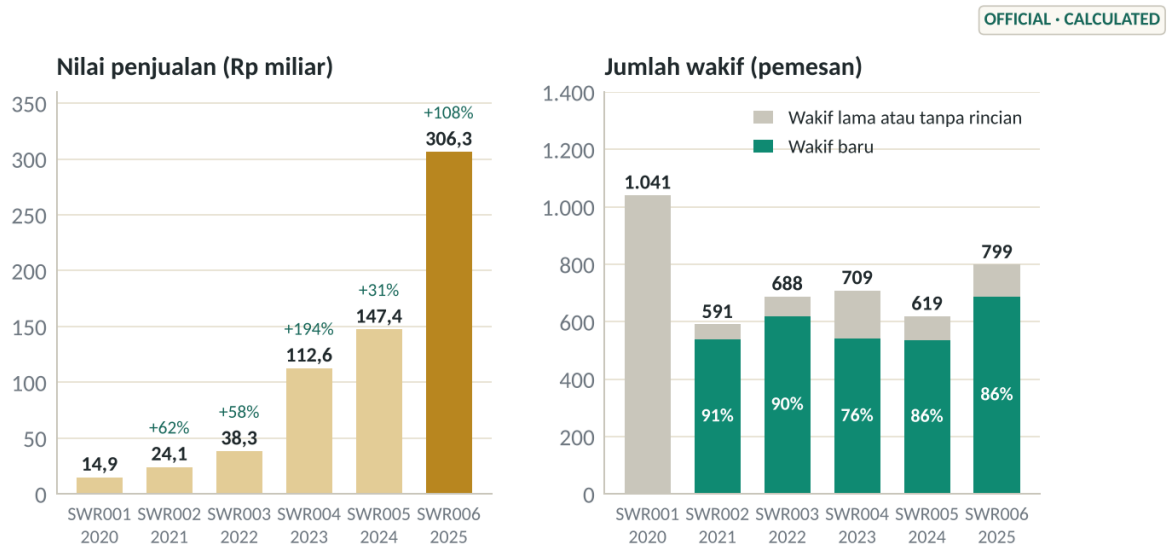
5.2 Basis data seri ritel

Tabel 5.1 dan Tabel 5.2 menyusun enam seri ritel dari keterangan pers hasil penjualan, materi pemasaran DJPPR, dan pemberitaan atas keterangan resmi. Seluruh angka nilai dan jumlah wakif cocok antara dokumen primer dan tabel riwayat pada materi pemasaran SWR006, dengan satu pengecualian yang dicatat di bawah tabel.

Tabel 5.1 Seri ritel CWLS: masa penawaran, nilai, dan wakif, 2020–2025

Seri	Tahun	Masa penawaran	Nilai (Rp miliar)	Perubahan (%)	Wakif	Wakif baru	Rata-rata per wakif (Rp juta)
SWR001	2020	9 Okt 2020 – 20 Nov 2020	14,912	–	1.041	t.t.	14,3
SWR002	2021	9 Apr 2021 – 3 Jun 2021	24,141	61,9	591	538 (91,0%)	40,8
SWR003	2022	11 Apr 2022 – 7 Jul 2022	38,253	58,5	688	619 (90,0%)	55,6
SWR004	2023	7 Jul 2023 – 31 Agu 2023	112,560	194,3	709	540 (76,2%)	158,8
SWR005	2024	9 Agu 2024 – 9 Okt 2024	147,373	30,9	619	535 (86,4%)	238,1
SWR006	2025	22 Agu 2025 – 15 Okt 2025	306,281	107,8	799	686 (85,9%)	383,3
Enam seri	**2020–2025**		**643,520**	**CAGR 83,0**	**4.447**	**2.918 (85,7%)**	**144,7**

Sumber: (Bareksa, 2020); (Republika, 2021); (DJPPR, 2022); (DJPPR, 2023); (DJPPR, 2024); (Antara, 2024); (DJPPR, 2025a); (DJPPR, 2025b). Jumlah wakif adalah jumlah pemesan per seri dan bukan orang unik lintas seri. Wakif baru SWR001 tidak berlaku (seri pertama); persentase wakif baru enam seri dihitung terhadap lima seri terakhir. Tabel riwayat pada materi pemasaran SWR006 memuat 719 wakif untuk SWR005; keterangan resmi hasil penjualan menyebut 619, dan angka terakhir yang dipakai.



Gambar 5.1 Seri ritel CWLS: nilai penjualan dan jumlah wakif, SWR001–SWR006

Sumber: Tabel 5.1. Persentase di atas batang kiri: pertumbuhan terhadap seri sebelumnya. Persentase dalam batang kanan: pangsa wakif baru.

Nilai penjualan naik pada setiap seri, dari Rp14,91 miliar menjadi Rp306,28 miliar, dengan dua lompatan: 194% pada SWR004 dan 108% pada SWR006 (Gambar 5.1). Jumlah wakif tidak mengikuti: setelah 1.041 pemesan pada seri perdana, jumlahnya bertahan pada 591–799 per seri.[12] Dua hal dapat dibaca dari sini. Pertumbuhan nilai tidak berasal dari perluasan jumlah wakif. Dan karena 76–91% pemesan setiap seri adalah wakif baru, sebagian besar wakif tidak kembali pada seri berikutnya; CWLS ritel sejauh ini lebih menyerupai kampanye tahunan daripada kebiasaan berwakaf yang berulang.

Tabel 5.2 Seri ritel CWLS: imbalan, acuan, dan jatuh tempo

Seri	Imbalan	Jenis	Acuan saat penetapan	Selisih (bps)	Setelmen	Jatuh tempo	Posisi 9 Okt 2026	Status imbalan
SWR001	5,50%	Tetap	–	–	26 Nov 2020	10 Nov 2022	Lunas	*Pending Verification*
SWR002	5,57%	Tetap	–	–	9 Jun 2021	Juni 2023 (diperkirakan)	Lunas	*Observed*
SWR003	5,05%	Tetap	–	–	13 Jul 2022	10 Jul 2024	Lunas	*Official*
SWR004	5,85%	Mengambang berbatas bawah	5,75%	10	6 Sep 2023	10 Sep 2025	Lunas	*Official*
SWR005	6,50%	Mengambang berbatas bawah	6,25%	25	16 Okt 2024	10 Okt 2026	Beredar	*Official*
SWR006	5,70%	Mengambang berbatas bawah	5,00%	70	22 Okt 2025	10 Okt 2027	Beredar	*Official*
SWR007	6,70%	Mengambang berbatas bawah	5,75%	95	28 Okt 2026 (rencana)	10 Okt 2028	Penawaran	*Official*

Sumber: sama dengan Tabel 5.1; (BWI, 2026a); (BWI, 2026b). Imbalan seri mengambang yang dicantumkan adalah batas bawah (*floor*). Acuan: BI 7-Day Reverse Repo Rate untuk SWR004 dan BI Rate sesudahnya. Imbalan SWR001 belum dapat dicocokkan dengan dokumen primer yang terbaca. Tanggal jatuh tempo SWR002 tidak ditemukan dan diperkirakan dari *tenor* dua tahun.

[12] "Wakif baru" dalam keterangan pers berarti pemesan yang belum pernah membeli seri CWLS ritel sebelumnya. Karena data identitas tidak dipublikasikan, jumlah orang unik lintas seri tidak dapat dihitung; penjumlahan 4.447 pemesanan memuat orang yang sama lebih dari sekali.

5.3 Seri penempatan langsung

Lebih dari separuh nilai CWLS berasal dari seri yang jarang diberitakan. Seri SW dimulai dengan SW001 pada 10 Maret 2020 senilai Rp50,85 miliar bertenor lima tahun, dengan kupon tetap 5% dan imbal hasil 6,15%; diskontonya dibayar di muka dan dipakai membangun pusat layanan retina di sebuah rumah sakit wakaf di Serang, sedangkan kuponnya membiayai operasi katarak gratis dengan sasaran 2.513 pasien dalam lima tahun (DJPPR, 2023). Seri-seri berikutnya melibatkan BWI dan perguruan tinggi sebagai pengelola dana abadi (Tabel 5.3).

Tabel 5.3 Seri CWLS penempatan langsung, 2020–2024

Seri	Terbit	Nilai (Rp miliar)	Tenor	Mitra	Posisi 9 Okt 2026	Status
SW001	10 Mar 2020	50,849	5 tahun	BWI	Lunas	*Official*
SW002	30 Jun 2022	50,000	5 tahun	BWI; ITS	Beredar	*Official*
SW003	6 Okt 2022	100,000	2 tahun	BWI; perguruan tinggi	Lunas	*Observed*
SW004	6 Okt 2022	100,000	5 tahun	BWI; perguruan tinggi	Beredar	*Observed*
SW005	13 Jan 2023	300,000	2 tahun	BWI; perguruan tinggi	Lunas	*Observed*
SW006	13 Jan 2023	50,000	5 tahun	BWI; perguruan tinggi	Beredar	*Observed*
SW007–SW008	2024	171,200	5 tahun	BWI; Universitas Terbuka; ITS	Beredar	*Official*
Tujuh entri (delapan seri)	**2020–2024**	**822,049**			**Beredar Rp371,2 M**	***Calculated***

Sumber: (DJPPR, 2023); (Direktorat Pembiayaan Syariah, 2022); (BWI, 2024); (DJPPR, 2025b). Materi pemasaran SWR006 menyajikan SW003–SW006 sebagai satu angka gabungan Rp550 miliar dan SW007–SW008 sebagai Rp171,20 miliar; rincian per seri SW003–SW006 berasal dari paparan BWI dan berstatus *Observed*. Tanggal terbit SW007–SW008 tidak terbaca; posisi beredar didasarkan pada *tenor* lima tahun.

Dua seri bernilai besar dan bertenor dua tahun, SW003 (Rp100 miliar) dan SW005 (Rp300 miliar), telah jatuh tempo. Ini menjelaskan mengapa nilai beredar jauh lebih kecil daripada nilai kumulatif, dan mengapa angka kumulatif CWLS, seperti angka kumulatif SBSN pada Bab IV, tidak boleh dibaca sebagai besarnya dana yang sedang bekerja.

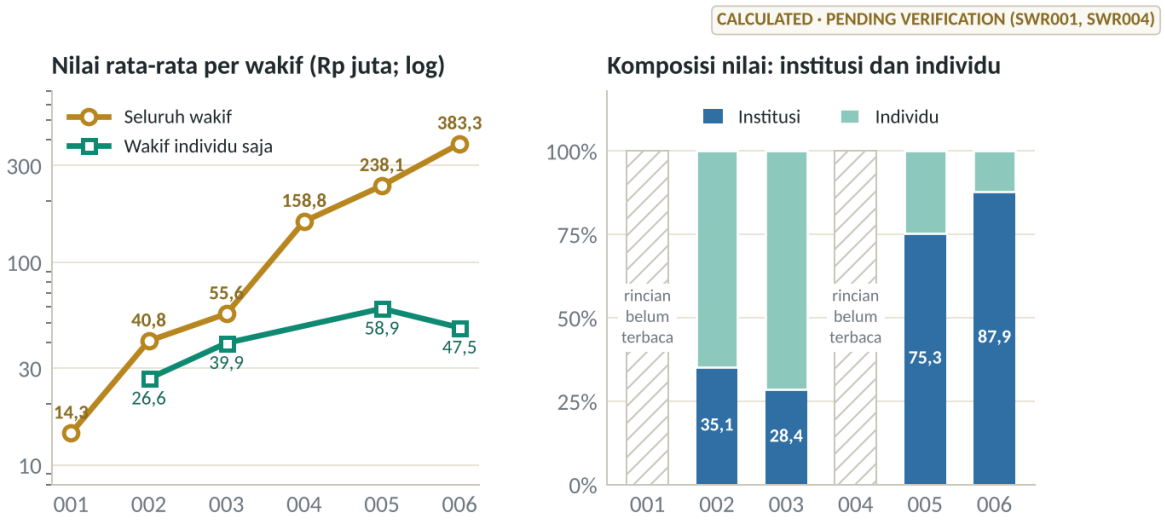
5.4 Siapa wakifnya

Keterangan pers hasil penjualan memerinci wakif individu dan institusi untuk empat dari enam seri ritel (Tabel 5.4). Rincian SWR001 hanya memuat jumlah (1.037 individu dan 4 institusi) tanpa nilai, dan rincian SWR004 belum ditemukan.

Tabel 5.4 Wakif individu dan institusi pada empat seri ritel

Seri	Individu (jumlah)	Nilai individu (Rp miliar)	Rata-rata individu (Rp juta)	Institusi (jumlah)	Nilai institusi (Rp miliar)	Rata-rata institusi (Rp miliar)	Pangsa institusi (%)
SWR002	588	15,66	26,6	3	8,48	2,83	35,1
SWR003	687	27,38	39,9	1	10,87	10,87	28,4
SWR005	617	36,37	58,9	2	110,99	55,49	75,3
SWR006	**783**	**37,21**	**47,5**	**16**	**269,07**	**16,82**	**87,9**

Sumber: (Republika, 2021); (DJPPR, 2022); (Antara, 2024); (DJPPR, 2025a); rata-rata dan pangsa dihitung penulis.

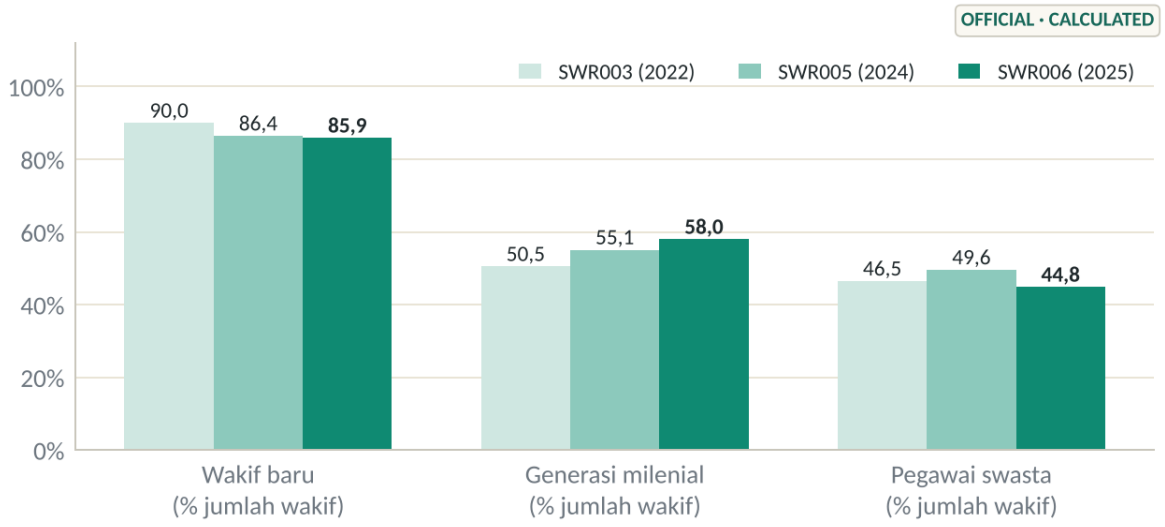


Gambar 5.2 Nilai rata-rata per wakif dan komposisi nilai menurut jenis wakif

Sumber: Tabel 5.1 dan Tabel 5.4; dihitung penulis. Panel kiri memakai skala logaritmik.

Gambar 5.2 memperlihatkan temuan terpenting bab ini. Nilai rata-rata per wakif naik dari Rp14,3 juta menjadi Rp383,3 juta, tetapi rata-rata wakaf individu hanya bergerak dari Rp26,6 juta ke Rp47,5 juta. Seluruh selisihnya adalah institusi. Pada SWR006, enam belas wakif institusi menyumbang Rp269,07 miliar atau 87,9% nilai; 783 wakif individu menyumbang Rp37,21 miliar. Nilai wakaf individu sendiri tumbuh 24,2% per tahun dari 2021 sampai 2025: sehat, tetapi jauh dari 83% yang ditunjukkan angka gabungan.

Ketergantungan pada institusi bukan kelemahan dengan sendirinya; wakaf lembaga adalah sumber yang sah dan stabil. Akan tetapi ia mengubah cara membaca instrumen. Seri “ritel” yang hampir sembilan persepuluh nilainya berasal dari enam belas lembaga lebih tepat dipahami sebagai saluran penempatan dana lembaga yang juga terbuka bagi individu. Risiko konsentrasinya nyata: keputusan beberapa lembaga untuk tidak ikut pada satu seri dapat memangkas nilai penjualan lebih dari separuh.



Gambar 5.3 Profil wakif pada tiga seri ritel: wakif baru, generasi milenial, dan pegawai swasta

Sumber: (DJPPR, 2022); (Antara, 2024); (DJPPR, 2025a); persentase pegawai swasta SWR003 dihitung penulis dari 320 terhadap 688 wakif.

Profil demografisnya konsisten (Gambar 5.3). Generasi milenial adalah kelompok terbesar menurut jumlah dan pangsanya naik dari 50,5% menjadi 58,0%; pegawai swasta adalah kelompok pekerjaan terbesar.

Menurut nilai, generasi X masih memimpin: pada SWR006 mereka menyumbang Rp18,88 miliar atau separuh nilai wakaf individu (DJPPR, 2025a). Pola ini sejalan dengan literatur perilaku wakaf uang yang menemukan pengetahuan, kepercayaan, dan kemudahan kanal digital sebagai penentu niat berwakaf generasi muda (Subbab 5.12).

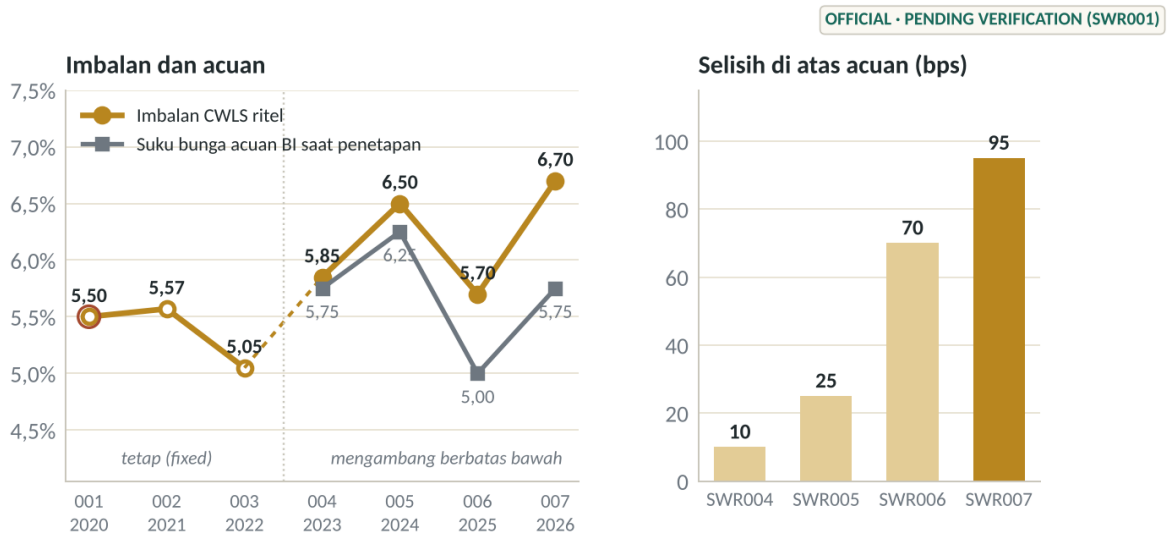
5.5 Imbalan: dari tetap ke mengambang berbatas bawah

Tiga seri pertama memberi imbalan tetap. Sejak SWR004 pemerintah memakai imbalan mengambang berbatas bawah (*floating with floor*): imbalan mengikuti suku bunga acuan ditambah selisih tetap dan disesuaikan tiap tiga bulan, tetapi tidak pernah turun di bawah tingkat saat penetapan (**Persamaan 5.1**).[13]

Persamaan 5.1 Imbalan mengambang berbatas bawah

$$c_t = maks\,(\,c_{min}\,,\quad r_t + s\,) \tag{5.1}$$

dengan c_t imbalan periode t (persen per tahun), r_t suku bunga acuan Bank Indonesia pada tanggal penyesuaian, s selisih tetap (poin persentase), dan c_{min} batas bawah, yaitu acuan saat penetapan ditambah s. Bagi nazhir, struktur ini berarti manfaat sosial tidak akan lebih kecil dari batas bawah dan dapat bertambah bila suku bunga naik.



Gambar 5.4 **Imbalan CWLS ritel, suku bunga acuan, dan selisihnya, SWR001–SWR007**

Sumber: Tabel 5.2. Lingkaran merah pada SWR001: imbalan berstatus *Pending Verification*. Garis putus-putus menandai pergantian dari imbalan tetap ke mengambang.

Selisih di atas acuan melebar pada setiap seri: 10, 25, 70, lalu 95 basis poin (Gambar 5.4). Pemerintah, dengan kata lain, makin murah hati dalam menetapkan imbalan CWLS. Karena imbalan seluruhnya menjadi manfaat sosial, pelebaran selisih adalah bentuk dukungan fiskal tidak langsung kepada program wakaf. Dengan batas bawah 6,70%, imbalan SWR007 berada dekat dengan imbal hasil pengelolaan dana haji 2025 sebesar 6,86% (BPKH, 2026) dan tidak jauh di bawah imbal hasil SBN sepuluh tahun yang sekitar 7,2% (Bab IV).

[13] Bagi wakif temporer, imbalan tidak diterima sendiri: seluruh imbalan disalurkan nazhir untuk program sosial, dan yang kembali kepada wakif pada saat jatuh tempo hanyalah pokok. Menurut ringkasan PMA 14/2025, pengembalian pokok wakaf berjangka dilakukan melalui LKS-PWU paling lambat tujuh hari kerja setelah jangka waktu berakhir.

5.6 SWR007: seri yang sedang ditawarkan

Tabel 5.5 **SWR007: ketentuan pokok dan status per 9 Oktober 2026**

Unsur	Ketentuan	Status
Masa penawaran	4 September 2026 pukul 09.00 sampai 21 Oktober 2026 pukul 12.00 WIB	*Official*
Imbalan	Mengambang berbatas bawah 6,70% per tahun (acuan + 0,95%); disesuaikan tiap tiga bulan; dibayar bulanan	*Official*
Tenor dan tanggal	Dua tahun; setelmen 28 Oktober 2026; imbalan pertama 10 November 2026; jatuh tempo 10 Oktober 2028	*Official*
Pemesanan	Minimum Rp1 juta; tanpa batas maksimum; tidak dapat diperdagangkan	*Official*
Akad dan jenis wakaf	*Wakālah*; wakaf temporer dan permanen	*Official*
Mitra distribusi	Enam bank syariah dan unit usaha syariah	*Official*
Program yang diumumkan	Kemaslahatan umum; pusat pembelajaran Al-Qur'an; klinik gratis; wakaf produktif pangan; asrama santri; panel surya pesantren, masjid, dan madrasah; kesejahteraan guru	*Official*
Hasil penjualan	Belum diumumkan; penawaran masih berjalan	Tidak tersedia

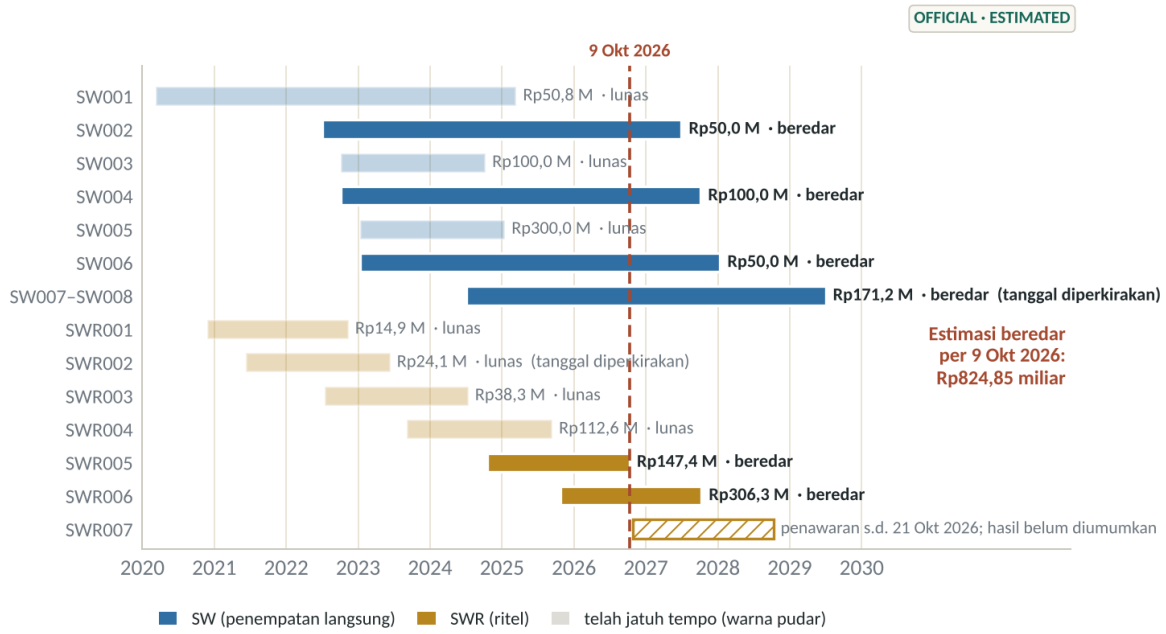
Sumber: (BWI, 2026a); (BWI, 2026b). Laporan ini tidak memperkirakan hasil penjualan SWR007; skenario 2026–2030 pada Bab VIII memakai SWR006 sebagai dasar.

5.7 Jatuh tempo dan nilai yang beredar

Persamaan 5.2 Nilai CWLS beredar pada tanggal t

$$O_t = \sum_{i=1}^{n} N_i \cdot 1\left[T_i > t\right] \tag{5.2}$$

dengan N_i nilai nominal seri *i*, *n* jumlah seri, T_i tanggal jatuh temponya, dan 1[·] bernilai satu bila seri belum jatuh tempo pada tanggal *t* dan nol bila sudah. Asumsi: tidak ada pelunasan lebih awal dan seluruh seri SW bertenor sesuai sumber.



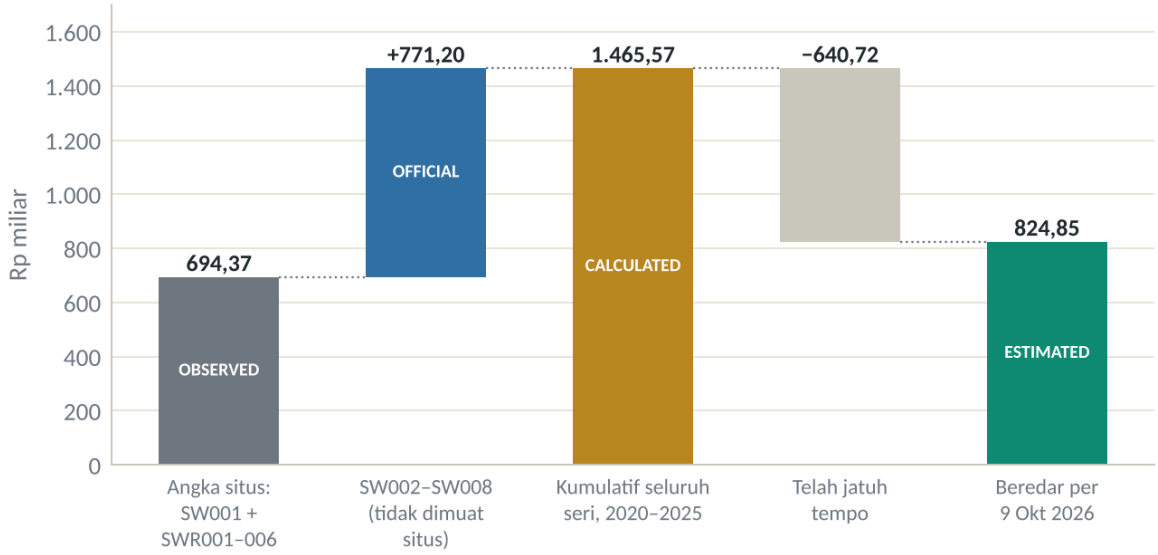
Gambar 5.5 **Tangga jatuh tempo empat belas seri CWLS dan posisi per 9 Oktober 2026**

Sumber: Tabel 5.2 dan Tabel 5.3; dihitung penulis dengan Persamaan 5.2. Tanggal SW007–SW008 dan jatuh tempo SWR002 diperkirakan dari *tenor*.

Pada 9 Oktober 2026 enam entri seri masih beredar dengan nilai Rp824,85 miliar: empat entri SW senilai Rp371,2 miliar serta SWR005 dan SWR006 (Gambar 5.5). Angka ini berstatus *Estimated* karena dua tanggal diperkirakan. SWR005 jatuh tempo pada 10 Oktober 2026, sehari setelah batas data; sesudah itu nilai beredar turun menjadi sekitar Rp677,48 miliar sampai setelmen SWR007. Dalam dolar, nilai beredar setara USD47,1 juta.

5.8 Rekonsiliasi dengan angka situs

Situs Advance CWLS Pro menampilkan “modal CWLS termobilisasi” sebesar Rp694,37 miliar. Pemeriksaan terhadap sumber primer menunjukkan bahwa angka itu adalah jumlah SW001 dan enam seri ritel; tujuh seri penempatan langsung berikutnya, SW002–SW008 senilai Rp771,20 miliar, belum dimuat (Gambar 5.6). Angka situs benar untuk seri yang dicakupnya, tetapi cakupannya kurang dari separuh.

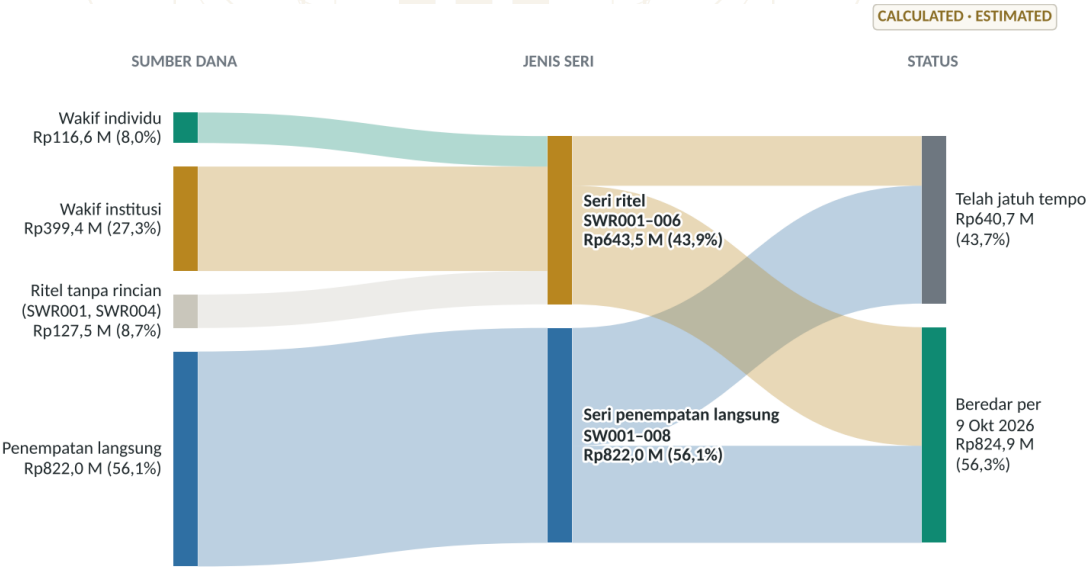


Gambar 5.6 Rekonsiliasi: dari angka situs ke nilai kumulatif dan nilai beredar (Rp miliar)

Sumber: (Advance CWLS Pro, 2026); Tabel 5.1 dan Tabel 5.3; dihitung penulis. Rincian tiap selisih antara situs dan sumber primer disajikan pada Lampiran C.

Situs juga menurunkan "proksi manfaat sosial" Rp46,52 miliar per tahun dengan mengalikan Rp694,37 miliar dengan 6,70%. Hitungan ini mengandung dua kekeliruan konsep: ia menerapkan imbalan SWR007 pada seri-seri lama yang imbalannya berbeda, dan memasukkan seri yang sudah lunas dan tidak lagi menghasilkan imbalan. Dengan seri yang benar-benar beredar dan imbalan masing-masing, imbalan tahunan seri ritel adalah Rp27,04 miliar; ditambah seri SW beredar dengan andaian imbalan 6%, jumlahnya sekitar Rp49,3 miliar per tahun (rentang Rp45,6–53,0 miliar untuk andaian 5–7%). Kedekatan angka akhir dengan angka situs adalah kebetulan aritmetika, bukan pembenaran metodenya.

5.9 Aliran dana dan manfaat



Gambar 5.7 Aliran CWLS menurut sumber dana, jenis seri, dan status, 2020–9 Oktober 2026 (Rp miliar)

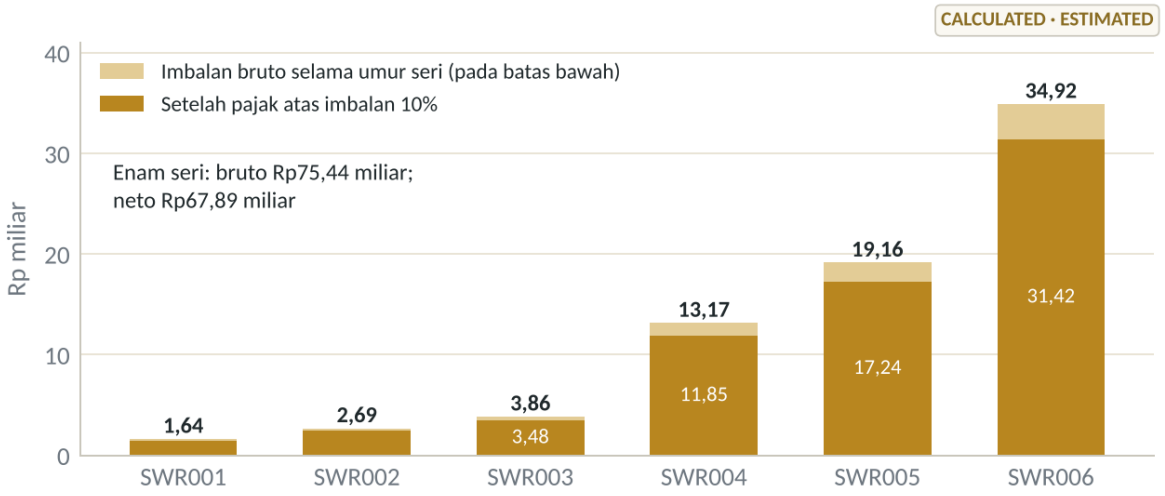
Sumber: Tabel 5.1, Tabel 5.3, dan Tabel 5.4; dihitung penulis. Lebar pita sebanding dengan nilai. "Ritel tanpa rincian" adalah SWR001 dan SWR004 yang pembagian individu–institusinya tidak tersedia.

Diagram alir pada Gambar 5.7 merangkum tiga fakta. Dari Rp1.465,6 miliar, hanya Rp116,6 miliar atau 8,0% yang dapat dipastikan berasal dari wakif individu. Sekurang-kurangnya 83% berasal dari lembaga, baik melalui penempatan langsung maupun melalui seri ritel. Dan 43,7% dari seluruh nilai sudah jatuh tempo.

Persamaan 5.3 Imbalan bruto dan neto selama umur seri

$$B_i = N_i \times c_i \times \tau_i\,, \quad B_i^{neto} = B_i \times (1 - p) \tag{5.3}$$

dengan N_i nilai nominal (Rp miliar), c_i imbalan per tahun, τ_i *tenor* dalam tahun, dan p tarif pajak atas imbalan (10% menurut materi pemasaran). Asumsi: imbalan seri mengambang dihitung pada batas bawah, sehingga hasilnya adalah batas bawah manfaat; biaya pengelolaan nazhir tidak dikurangkan karena datanya tidak tersedia.

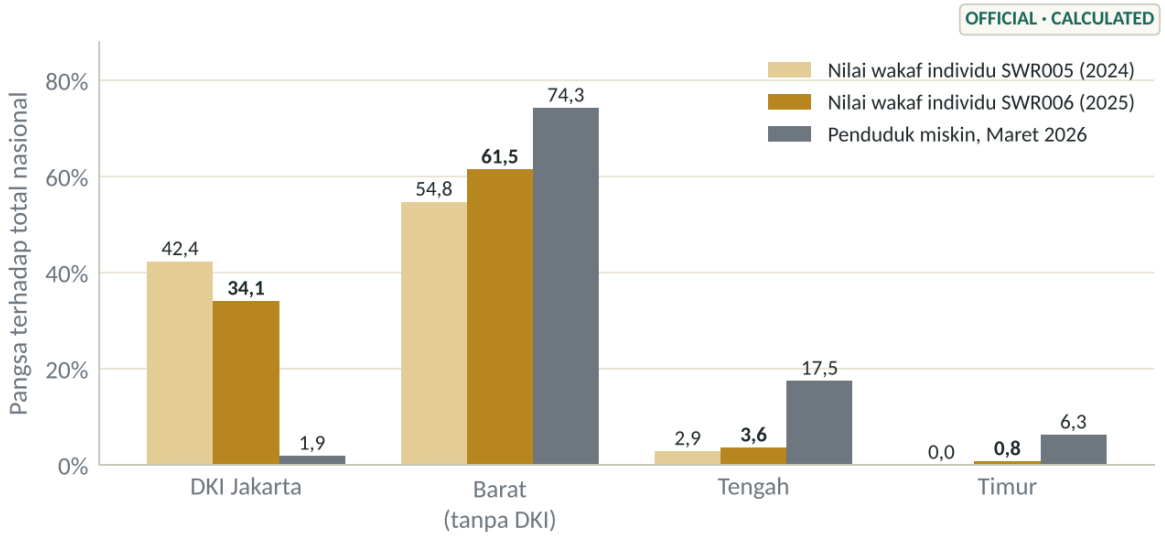


Gambar 5.8 Imbalan enam seri ritel selama umur seri (Rp miliar)

Sumber: Tabel 5.1 dan Tabel 5.2; dihitung penulis dengan Persamaan 5.3. Status: *Calculated* untuk seri berimbalan tetap; *Estimated* untuk seri mengambang (pada batas bawah) dan SWR001.

Enam seri ritel menghasilkan imbalan bruto sekitar Rp75,44 miliar selama umurnya, atau Rp67,89 miliar setelah pajak; hampir separuhnya berasal dari SWR006 (Gambar 5.8). Angka ini adalah **manfaat yang tersedia untuk disalurkan**, bukan manfaat yang terbukti sampai kepada penerima. Laporan penyaluran per program yang dapat dijumlahkan antarseri belum tersedia untuk publik; kekosongan itu dibahas pada Bab IX.

5.10 Dari mana wakif berasal



Gambar 5.9 **Sebaran nilai wakaf individu menurut wilayah dibandingkan sebaran penduduk miskin**

Sumber: (Antara, 2024); (DJPPR, 2025a); (BPS, 2026); pangsa penduduk miskin dihitung penulis menurut pembagian wilayah waktu Indonesia. Barat tidak termasuk DKI Jakarta.

Keterangan pers membagi nilai wakaf individu menurut wilayah. Pada SWR006, DKI Jakarta menyumbang 34,1% nilai dari 178 wakif, wilayah barat lainnya 61,5%, wilayah tengah 3,6%, dan wilayah timur 0,77% dari empat wakif (Gambar 5.9). Jakarta, yang dihuni 1,9% penduduk miskin Indonesia, menyumbang nilai wakaf 18 kali pangsa itu. Ini wajar: wakaf datang dari tempat kemampuan berada. Yang perlu diperhatikan adalah arah sebaliknya. Tanpa informasi publik tentang lokasi program, tidak dapat diperiksa apakah manfaat mengalir ke wilayah yang paling membutuhkan. Bab VI menyusun peta kebutuhan sebagai alat uji.

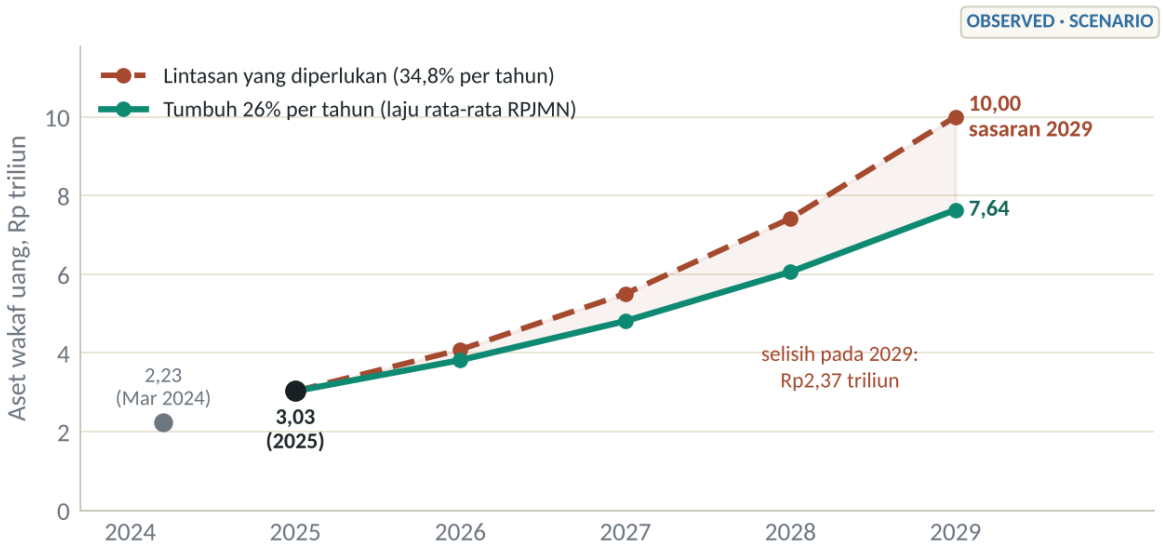
5.11 CWLS dalam ekosistem wakaf uang dan wakaf produktif

CWLS perlu ditempatkan dalam gambaran wakaf nasional. Menurut KNEKS, aset wakaf uang mencapai Rp3,03 triliun pada 2025 (Infobank, 2025), naik dari akumulasi Rp2,23 triliun yang dicatat BWI pada awal 2024 (BWI, 2024). RPJMN 2025–2029 menargetkan Rp9,99 triliun pada 2029 dengan pertumbuhan rata-rata 26% per tahun (Fortune Indonesia, 2025). Di sisi aset tetap, BWI mencatat sekitar 451.000 titik aset wakaf dengan kira-kira 37% tanah belum bersertifikat (Antara, 2026c); pada 2024 sebanyak 72% tanah wakaf dipakai untuk masjid dan musala dan hanya sebagian kecil dikelola secara produktif (BWI, 2024). Indeks Wakaf Nasional naik dari 0,123 (2020) menjadi 0,318 (2023), dan pada 2026 lima provinsi teratas adalah Jawa Tengah, Riau, Sumatera Barat, Kalimantan Barat, dan Aceh (BWI, 2024; Republika, 2026).

Persamaan 5.4 Rasio realisasi wakaf uang terhadap potensi

$$R_t = \frac{A_t}{A_{pot}} \times 100 \tag{5.4}$$

dengan A_t aset wakaf uang tercatat dan A_{pot} potensi wakaf uang per tahun yang lazim dikutip pemerintah, sekitar Rp180 triliun (DJPPR, 2023). Dengan Rp3,03 triliun, rasio realisasi hanya 1,7%. Angka potensi itu sendiri adalah taksiran yang metodenya tidak dipublikasikan bersama angkanya; rasio ini karena itu berstatus *Estimated* dan dipakai hanya untuk menunjukkan orde besaran.



Gambar 5.10 **Aset wakaf uang nasional: lintasan menuju sasaran RPJMN 2029**

Sumber: (BWI, 2024); (Infobank, 2025); (Fortune Indonesia, 2025); lintasan dihitung penulis. Status titik 2024–2025: *Observed*; lintasan: *Scenario*.

Aritmetika sasaran patut diperiksa (Gambar 5.10). Dari Rp3,03 triliun pada 2025, pertumbuhan 26% per tahun menghasilkan Rp7,64 triliun pada 2029, bukan Rp9,99 triliun; untuk mencapai sasaran diperlukan 34,8% per tahun. Selisih ini kemungkinan bersumber dari tahun dasar atau definisi yang berbeda, dan memerlukan klarifikasi dari penyusun sasaran. Seluruh CWLS yang pernah terbit setara 48,4% dari aset wakaf uang 2025, tetapi perbandingan ini harus dibaca hati-hati: sebagian CWLS adalah wakaf temporer yang pokoknya kembali kepada wakif, sehingga tidak menambah aset wakaf secara permanen.

Hubungan CWLS dengan wakaf produktif bersifat dua tahap. Tahap pertama sudah berjalan: imbalan membiayai layanan, misalnya operasi katarak atau beasiswa. Tahap kedua masih jarang: imbalan atau pokok wakaf permanen dipakai membangun aset yang menghasilkan surplus sendiri, seperti klinik, lahan pangan, atau panel surya pesantren yang tercantum dalam program SWR007. Tahap kedua inilah yang mengubah aliran imbalan dua tahunan menjadi manfaat yang berkelanjutan, dan di sinilah kelayakan proyek menjadi penting.

5.12 Apa kata literatur wakaf uang

Tabel 5.6 **Peta literatur wakaf uang pada jurnal terindeks: tiga tema**

Tema	Pertanyaan pokok	Kajian yang dirujuk
Model dan pembiayaan	Bagaimana wakaf uang dirancang untuk membiayai usaha mikro, perumahan, lahan wakaf, takaful, dan lembaga keuangan mikro; bagaimana wakaf temporer dan *istibdāl* bekerja	Mohsin (2013); Mohd Thas Thaker dkk. (2016); Mohd Thas Thaker (2018); Mohd Thas Thaker dan Allah Pitchay (2018); Zabri dan Mohammed (2018); Saiti dkk. (2021); Ascarya dan Masrifah (2022); Ascarya dkk. (2022); Ab Rahman dkk. (2023); Al-Daihani dkk. (2023); Asni dkk. (2023); Muneeza dkk. (2024); Altay dan Bulut (2025)
Tata kelola dan akuntabilitas	Bagaimana lembaga wakaf melaporkan dan diaudit; apa tantangan CWLS dan bank sebagai nazhir	Ihsan dan Mohamed Ibrahim (2011); Siswantoro dkk. (2018); Kamaruddin dan Hanefah (2021); Laila dkk. (2024); Nofianti dkk. (2024); Nazar dan Sukmana (2026)

Tema	Pertanyaan pokok	Kajian yang dirujuk
Perilaku dan niat berwakaf	Apa yang mendorong orang berwakaf uang: pengetahuan, kepercayaan, religiositas, generasi, kelas pendapatan, dan kanal digital	Rizal dan Amin (2017); Khan dkk. (2020); Kasri dan Chaerunnisa (2021); Allah Pitchay dkk. (2022); Jatmiko dkk. (2023); Maulina dkk. (2023a); Maulina dkk. (2023b); Alimusa dkk. (2024); Asyari dkk. (2024); Maulina dkk. (2024a); Maulina dkk. (2024b); Widiastuti dkk. (2024); Amin dkk. (2025); Mukhibad dkk. (2025); Sanusi dkk. (2025)

Sumber: penulis; metadata artikel dicocokkan dengan registri DOI pada 9 Oktober 2026. Pengelompokan didasarkan pada judul dan pokok kajian tiap artikel.

Tiga puluh empat artikel wakaf uang yang diverifikasi untuk laporan ini terbagi dalam tiga tema (Tabel 5.6). Kelompok terbesar adalah kajian perilaku. Hampir semuanya memakai survei niat, dan variabel yang berulang kali muncul sebagai penentu adalah pengetahuan tentang wakaf uang, kepercayaan kepada lembaga, dan kemudahan kanal daring, terutama pada generasi milenial (Kasri dan Chaerunnisa, 2021; Asyari dkk., 2024; Widiastuti dkk., 2024; Mukhibad dkk., 2025). Kajian atas muslim kelas menengah atas di Indonesia mengingatkan bahwa satu strategi tidak cocok untuk semua kelompok (Maulina dkk., 2023b; Maulina dkk., 2024b). Temuan itu cocok dengan data Subbab 5.4: wakif CWLS didominasi milenial dan pegawai swasta di kota besar, kelompok yang paling terjangkau kanal digital bank syariah.

Dua keterbatasan literatur relevan bagi pembaca. Kajian perilaku mengukur niat, bukan tindakan; data transaksi CWLS pada bab ini menunjukkan bahwa jumlah wakif individu tidak bertambah meskipun niat yang dilaporkan survei tinggi. Dan kajian model wakaf uang, dari pembiayaan usaha mikro sampai *crowdfunding* lahan wakaf (Mohd Thas Thaker dkk., 2016; Mohd Thas Thaker dan Allah Pitchay, 2018; Ascarya dkk., 2022), sebagian besar bersifat usulan konseptual yang belum diuji dengan data kinerja. Satu-satunya telaah khusus CWLS, Laila dkk. (2024), bersifat kualitatif. Basis data seri pada bab ini dan buku kerja pendampingnya dimaksudkan sebagai bahan bagi kajian kuantitatif berikutnya.

BAB VI

Peluang Regional dan Pembiayaan Proyek

Dari mana wakaf datang dan ke mana manfaat semestinya pergi: indeks kebutuhan 38 provinsi dan cara menyaring proyek sebelum dibiayai.



6.1 Dari pasar nasional ke kebutuhan wilayah

Bab V menunjukkan bahwa wakif CWLS terpusat di Jakarta dan Jawa. Itu sendiri bukan masalah: dalam logika wakaf, harta bergerak dari yang mampu ke yang membutuhkan, dan keduanya jarang berada di tempat yang sama. Masalahnya terletak pada ketiadaan alat untuk memeriksa arah aliran manfaat. Situs Advance CWLS Pro menyediakan ruang untuk peta proyek Indonesia, tetapi pada tanggal akses tidak memuat data proyek per provinsi; keterangan pers pemerintah menyebut nama program tanpa nilai dan lokasi yang dapat dijumlahkan. Bab ini karena itu tidak memetakan proyek yang ada. Ia menyusun dua alat yang dapat dipakai begitu data proyek tersedia: **indeks kebutuhan wilayah** untuk 38 provinsi dan **metode seleksi proyek** berjenjang.

Satu penegasan diperlukan. Peta pada bab ini adalah peta kebutuhan, bukan peta peluang investasi. Istilah "peluang" dipakai dalam arti peluang menghadirkan manfaat sosial, dan skor yang tinggi tidak berarti suatu provinsi siap menerima proyek. Kesiapan bergantung pada nazhir, aset wakaf, dan kelembagaan setempat, yang datanya belum dapat diperoleh (Subbab 6.3).

6.2 Metode indeks kebutuhan

Persamaan 6.1 Indeks kebutuhan wilayah

$$S_p = 0{,}7 \times P_p(miskin) + 0{,}3 \times P_p(Gini) \tag{6.1}$$

dengan S_p skor provinsi p pada skala 0–100, P_p(miskin) peringkat persentil jumlah penduduk miskin provinsi itu di antara 38 provinsi, dan P_p(Gini) peringkat persentil rasio Gini. Persentil dipakai agar dua variabel dengan satuan berbeda dapat digabung tanpa didominasi pencilan.[14] Bobot 0,7 dan 0,3 adalah pilihan penulis: jumlah penduduk miskin diberi bobot lebih besar karena manfaat wakaf pada akhirnya menjangkau orang, bukan persentase. Provinsi dikelompokkan ke dalam prioritas A (skor di atas 65), B (40–65), dan C (40 atau kurang).

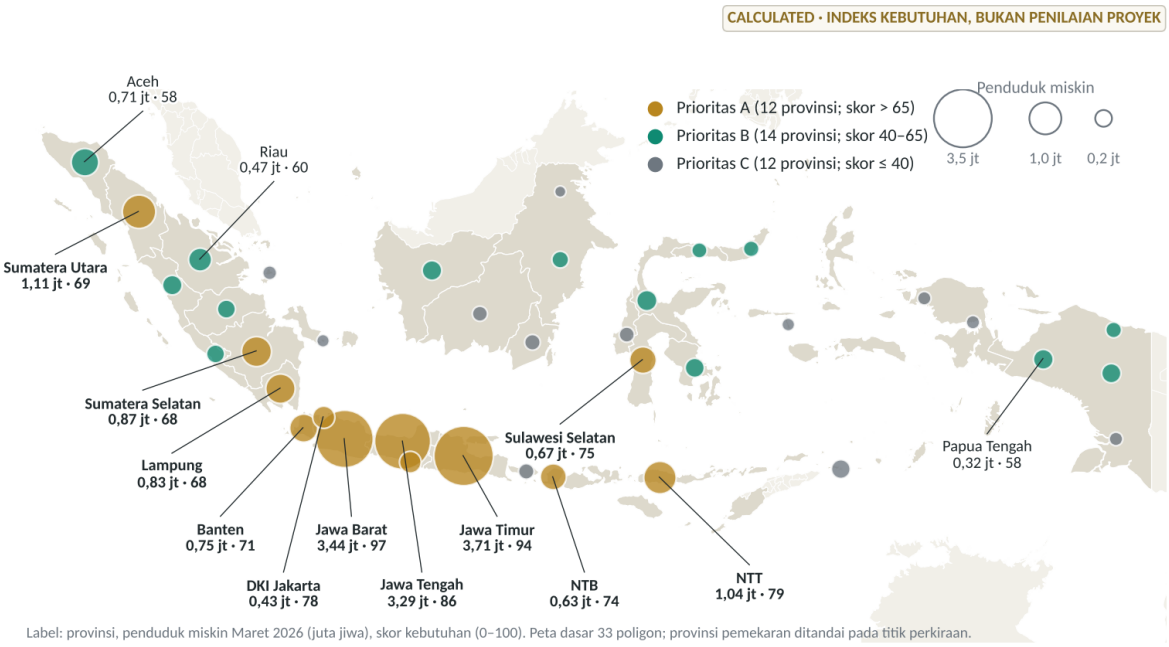
Tabel 6.1 Komponen indeks kebutuhan dan variabel yang belum dapat dimasukkan

Komponen	Variabel	Periode	Sumber	Bobot	Status
Besaran kebutuhan	Jumlah penduduk miskin	Maret 2026	BPS (2026)	0,7	*Official*
Ketimpangan	Rasio Gini	Maret 2026	BPS (2026)	0,3	*Official*
Kapasitas ekonomi	PDRB per kapita	–	Tabel dinamis BPS tidak terambil	–	Tidak tersedia
Aset wakaf	Luas dan jumlah tanah wakaf per provinsi	–	Sistem informasi wakaf tidak dapat diakses	–	Tidak tersedia
Kesiapan kelembagaan	Indeks Wakaf Nasional per provinsi; jumlah nazhir bersertifikat	2026	Hanya lima provinsi teratas yang diberitakan	–	Parsial
Arus CWLS	Nilai wakaf dan lokasi program per provinsi	–	Hanya rincian per zona waktu	–	Parsial

[14] Peringkat persentil dihitung sebagai peringkat provinsi dibagi 38 lalu dikali 100; provinsi dengan nilai tertinggi memperoleh 100. Cara ini membuang informasi jarak antarprovinsi, tetapi membuat indeks tahan terhadap nilai ekstrem seperti jumlah penduduk miskin tiga provinsi besar di Jawa.

Sumber: penulis. Angka kemiskinan dan rasio Gini 38 provinsi berasal dari BPS (2026) sebagaimana dikutip pemberitaan 6 Agustus 2026. Empat komponen terakhir tidak dimasukkan ke dalam skor dan tidak diperkirakan.

6.3 Indonesia Regional Opportunity Map

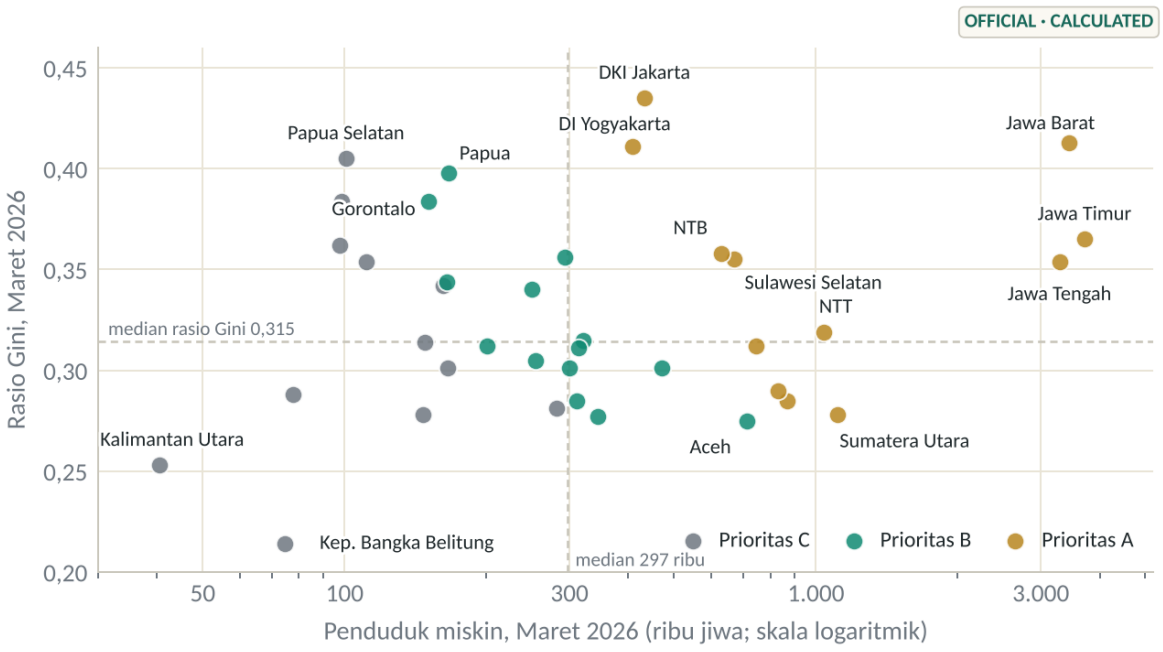


Label: provinsi, penduduk miskin Maret 2026 (juta jiwa), skor kebutuhan (0–100). Peta dasar 33 poligon; provinsi pemekaran ditandai pada titik perkiraan.

Gambar 6.1 Indonesia Regional Opportunity Map: indeks kebutuhan 38 provinsi, Maret 2026

Sumber: BPS (2026); skor dihitung penulis dengan Persamaan 6.1. Luas lingkaran sebanding dengan jumlah penduduk miskin; warna menunjukkan kelompok prioritas. Status: *Calculated*.

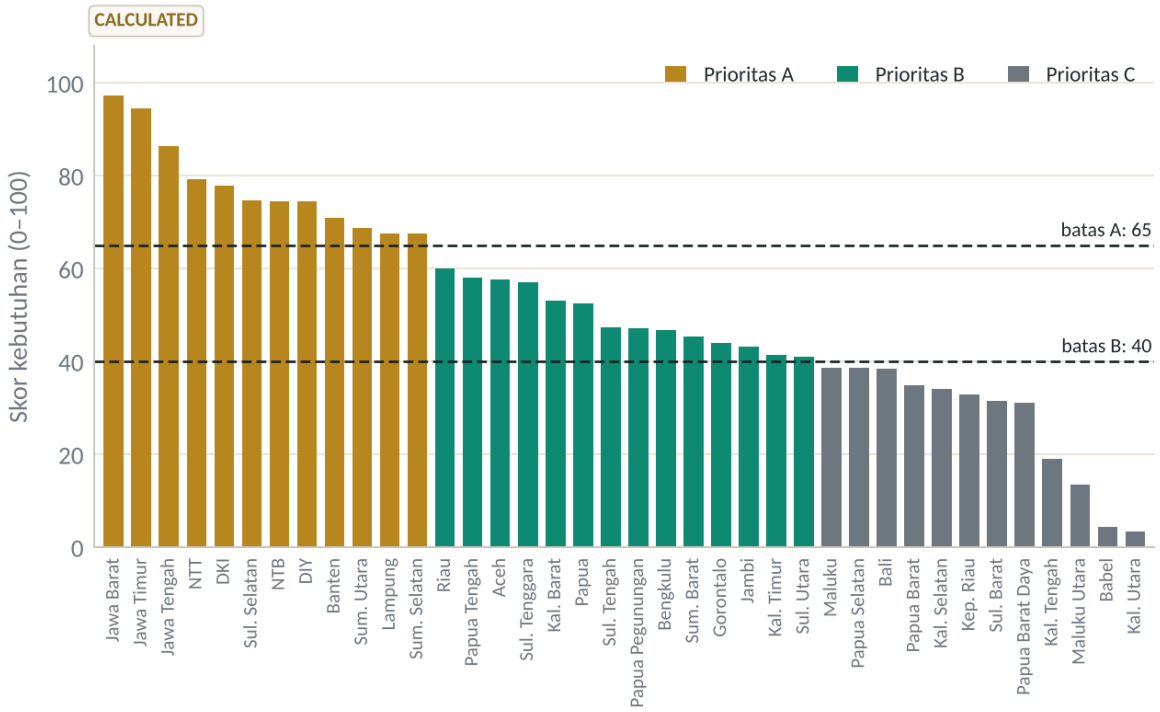
Dari 22,93 juta penduduk miskin pada Maret 2026, lima provinsi menampung 54,9% dan sepuluh provinsi 71,6% (Gambar 6.1). Tiga provinsi di Jawa, yaitu Jawa Timur, Jawa Barat, dan Jawa Tengah, sendiri menampung 45,5%. Dua belas provinsi masuk prioritas A: enam di Jawa, tiga di Sumatera, dua di Nusa Tenggara, dan Sulawesi Selatan. Empat belas provinsi masuk prioritas B dan dua belas prioritas C.



Gambar 6.2 Jumlah penduduk miskin dan rasio Gini 38 provinsi, Maret 2026

Sumber: BPS (2026); pengelompokan dihitung penulis. Garis putus-putus: median kedua variabel. Sumbu mendatar logaritmik.

Gambar 6.2 membantu membaca apa yang diukur indeks. Kuadran kanan atas, yaitu banyak penduduk miskin dan ketimpangan tinggi, dihuni Jawa Barat, Jawa Timur, Jawa Tengah, DI Yogyakarta, dan DKI Jakarta. Jakarta masuk prioritas A bukan terutama karena jumlah penduduk miskinnya, yang jauh di bawah provinsi besar lain di Jawa, melainkan karena rasio Gininya tertinggi di Indonesia. Kuadran kanan bawah berisi provinsi dengan banyak penduduk miskin tetapi ketimpangan lebih rendah, seperti Sumatera Utara dan Aceh. Kuadran kiri atas berisi provinsi kecil dengan ketimpangan tinggi, seperti Papua Selatan dan Gorontalo; skor mereka rendah karena bobot jumlah, padahal tingkat kemiskinannya dapat sangat tinggi. Inilah batas indeks berbasis jumlah, dan alasan mengapa Papua dan Maluku memerlukan perlakuan tersendiri dalam seleksi proyek.



Gambar 6.3 Skor kebutuhan 38 provinsi menurut kelompok prioritas

Sumber: BPS (2026); dihitung penulis dengan Persamaan 6.1. Garis putus-putus: batas kelompok.

Sebaran skor pada Gambar 6.3 tidak mempunyai patahan alami di sekitar batas 65 dan 40; batas itu adalah kesepakatan, bukan sifat data. Karena itu kepekaan terhadap bobot perlu diperiksa. Bila bobot jumlah penduduk miskin dinaikkan menjadi 0,85 atau 1,0, kelompok A bertambah dua provinsi, yaitu Aceh dan Riau, dan tidak ada yang keluar. Bila bobot disamakan dengan rasio Gini (0,5 dan 0,5), kelompok A menyusut menjadi delapan provinsi: Banten, Lampung, Sumatera Selatan, dan Sumatera Utara keluar karena ketimpangannya relatif rendah. Korelasi peringkat antara skor dasar dan ketiga alternatif itu 0,88–0,97. Delapan provinsi, yaitu tiga provinsi besar di Jawa, DKI Jakarta, DI Yogyakarta, Nusa Tenggara Timur, Nusa Tenggara Barat, dan Sulawesi Selatan, masuk kelompok A pada semua pembobotan dan dapat dianggap prioritas yang kokoh.

Tabel 6.2 Indeks kebutuhan 38 provinsi, Maret 2026

No.	Provinsi	Miskin (ribu)	Gini	Skor	Prio.	No.	Provinsi	Miskin (ribu)	Gini	Skor	Prio.
1	**Jawa Barat**	3.436,5	0,413	97,4	A	20	**Papua Pegunungan**	300,1	0,301	47,1	B
2	**Jawa Timur**	3.712,2	0,365	94,5	A	21	**Bengkulu**	250,1	0,340	46,8	B
3	**Jawa Tengah**	3.285,4	0,354	86,4	A	22	**Sumatera Barat**	311,1	0,285	45,4	B

No.	Provinsi	Miskin (ribu)	Gini	Skor	Prio.	No.	Provinsi	Miskin (ribu)	Gini	Skor	Prio.
4	**NTT**	1.037,6	0,319	79,2	A	23	**Gorontalo**	150,6	0,384	44,1	B
5	**DKI Jakarta**	432,6	0,435	77,9	A	24	**Jambi**	253,7	0,305	43,2	B
6	**Sulawesi Selatan**	669,6	0,355	74,7	A	25	**Kalimantan Timur**	200,6	0,312	41,4	B
7	**DI Yogyakarta**	408,9	0,411	74,5	A	26	**Sulawesi Utara**	164,8	0,344	41,1	B
8	**NTB**	628,5	0,358	74,5	A	27	**Maluku**	281,5	0,281	38,7	C
9	**Banten**	746,7	0,312	70,9	A	28	**Papua Selatan**	100,6	0,405	38,7	C
10	**Sumatera Utara**	1.110,4	0,278	68,8	A	29	**Bali**	162,0	0,342	38,4	C
11	**Lampung**	831,9	0,290	67,6	A	30	**Papua Barat**	98,5	0,384	34,9	C
12	**Sumatera Selatan**	870,0	0,285	67,5	A	31	**Kalimantan Selatan**	165,4	0,301	34,2	C
13	**Riau**	470,8	0,301	60,0	B	32	**Kep. Riau**	111,2	0,354	33,0	C
14	**Papua Tengah**	321,3	0,315	58,2	B	33	**Sulawesi Barat**	148,1	0,314	31,6	C
15	**Aceh**	713,8	0,275	57,6	B	34	**Papua Barat Daya**	97,5	0,362	31,1	C
16	**Sulawesi Tenggara**	293,5	0,356	57,1	B	35	**Kalimantan Tengah**	146,7	0,278	19,1	C
17	**Kalimantan Barat**	313,4	0,311	53,2	B	36	**Maluku Utara**	77,8	0,288	13,4	C
18	**Papua**	166,0	0,398	52,6	B	37	**Kep. Bangka Belitung**	74,6	0,214	4,5	C
19	**Sulawesi Tengah**	345,1	0,277	47,4	B	38	**Kalimantan Utara**	40,5	0,253	3,4	C

Sumber: BPS (2026), sebagaimana dikutip pemberitaan 6 Agustus 2026; skor dan prioritas dihitung penulis. Diurutkan menurut skor. Data lengkap, termasuk persentil tiap komponen dan zona waktu, tersedia pada buku kerja pendamping.

Tabel 6.3 **Profil dua belas provinsi prioritas A**

Provinsi	Zona	Penduduk miskin (ribu)	Pangsa nasional (%)	Persentil jumlah	Rasio Gini	Persentil Gini	Skor
Jawa Barat	Barat	3.436,5	14,99	97,4	0,413	97,4	97,4
Jawa Timur	Barat	3.712,2	16,19	100,0	0,365	81,6	94,5
Jawa Tengah	Barat	3.285,4	14,33	94,7	0,354	67,1	86,4
Nusa Tenggara Timur	Tengah	1.037,6	4,53	89,5	0,319	55,3	79,2
DKI Jakarta	DKI Jakarta	432,6	1,89	68,4	0,435	100,0	77,9
Sulawesi Selatan	Tengah	669,6	2,92	76,3	0,355	71,1	74,7
DI Yogyakarta	Barat	408,9	1,78	65,8	0,411	94,7	74,5
Nusa Tenggara Barat	Tengah	628,5	2,74	73,7	0,358	76,3	74,5
Banten	Barat	746,7	3,26	81,6	0,312	46,1	70,9
Sumatera Utara	Barat	1.110,4	4,84	92,1	0,278	14,5	68,8
Lampung	Barat	831,9	3,63	84,2	0,290	28,9	67,6
Sumatera Selatan	Barat	870,0	3,79	86,8	0,285	22,4	67,5

Sumber: BPS (2026); dihitung penulis. Persentil: kedudukan provinsi di antara 38 provinsi (100 = tertinggi).

6.4 Kebutuhan, wakif, dan kesiapan: tiga peta yang belum bertemu

Bila sebaran wakif (Bab V) diletakkan di atas peta kebutuhan, ketidakcocokan terlihat pada tingkat zona. Wilayah tengah, yang mencakup Nusa Tenggara, Sulawesi, dan sebagian Kalimantan, menampung 17,5% penduduk miskin tetapi menyumbang 3,6% nilai wakaf individu SWR006. Wilayah timur menampung 6,3% dan menyumbang 0,8%. Dua provinsi prioritas A di Nusa Tenggara berada di zona dengan partisipasi wakif paling rendah.

Peta ketiga, yaitu kesiapan kelembagaan, hanya terlihat sebagian. Lima provinsi dengan Indeks Wakaf Nasional tertinggi pada 2026 adalah Jawa Tengah (0,588), Riau (0,549), Sumatera Barat (0,512),

Kalimantan Barat (0,497), dan Aceh (0,476) (Republika, 2026). Hanya Jawa Tengah yang sekaligus masuk prioritas A; empat lainnya prioritas B. Secara nasional, sekitar 37% tanah wakaf belum bersertifikat (Antara, 2026c), dan pada awal 2024 hanya sekitar satu persen dari lebih 400.000 nazhir yang bersertifikat kompetensi (BWI, 2024). Pengamatan ini menyarankan urutan kerja yang praktis: mulai dari provinsi yang kebutuhannya tinggi dan kelembagaannya relatif siap, sambil membangun kapasitas nazhir di provinsi prioritas A lain.

Program yang diumumkan untuk SWR007 memberi satu petunjuk lagi. Dari program yang lokasinya disebut, pusat pembelajaran Al-Qur'an berada di Yogyakarta dan asrama santri di Sukabumi, Jawa Barat (BWI, 2026a). Keduanya berada di provinsi prioritas A, tetapi keduanya juga di Jawa. Tanpa daftar lengkap, tidak dapat disimpulkan bahwa manfaat terpusat di Jawa; yang dapat disimpulkan hanyalah bahwa informasi publik belum memungkinkan pengujian.

Tabel 6.4 Kebutuhan dan partisipasi wakif menurut zona

Zona	Jumlah provinsi	Penduduk miskin (ribu)	Pangsa penduduk miskin (%)	Wakif individu SWR006	Pangsa nilai wakaf individu SWR006 (%)	Nisbah pangsa wakaf terhadap pangsa miskin
DKI Jakarta	1	432,6	1,9	178	34,12	17,96
Barat (tanpa DKI)	17	17.047,4	74,3	542	61,49	0,83
Tengah	12	4.006,3	17,5	59	3,62	0,21
Timur	8	1.443,3	6,3	4	0,77	0,12

Sumber: BPS (2026); DJPPR (2025a); dihitung penulis. Pembagian zona mengikuti wilayah waktu sebagaimana dipakai keterangan pers; DKI Jakarta dipisahkan dari zona barat. Nisbah di atas satu berarti zona menyumbang wakaf lebih besar daripada bagiannya dalam kemiskinan.

6.5 Ilustrasi alokasi: bila manfaat mengikuti kebutuhan

Sebagai ilustrasi, andaikan imbalan tahunan seri yang beredar, sekitar Rp49,3 miliar (Bab V), dialokasikan sebanding dengan jumlah penduduk miskin. Tabel 6.5 menunjukkan hasilnya menurut kelompok prioritas. Hitungan ini bukan usulan pembagian; ia hanya menunjukkan orde besaran dan batas kemampuan instrumen.

Tabel 6.5 Ilustrasi alokasi imbalan tahunan CWLS sebanding dengan jumlah penduduk miskin

Kelompok	Jumlah provinsi	Penduduk miskin (ribu)	Pangsa (%)	Alokasi (Rp miliar per tahun)	Rata-rata per provinsi (Rp miliar)	Per penduduk miskin (Rp per tahun)
Prioritas A	12	17.170,3	74,9	36,9	3,08	2.150
Prioritas B	14	4.254,9	18,6	9,2	0,65	2.150
Prioritas C	12	1.504,4	6,6	3,2	0,27	2.150
Indonesia	**38**	**22.929,7**	**100,0**	**49,3**	**1,30**	**2.150**

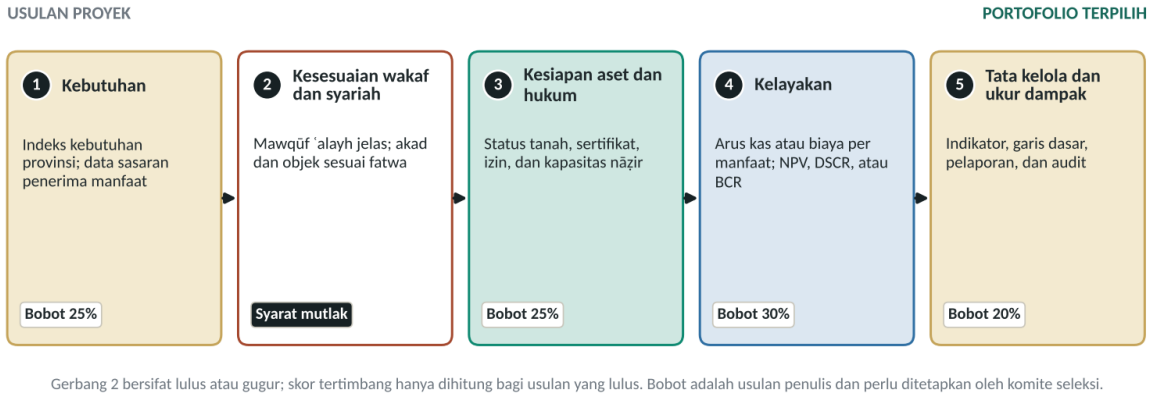
Sumber: Tabel 6.2; Bab V; dihitung penulis. Status: *Scenario*. Imbalan tahunan memakai andaian 6% untuk seri penempatan langsung.

Dua hal terbaca dari Tabel 6.5. Bila manfaat mengikuti kebutuhan, lebih dari tiga perempat mengalir ke dua belas provinsi prioritas A. Dan bila dibagi rata kepada seluruh penduduk miskin, nilainya hanya sekitar Rp2.150 per orang per tahun. Angka kedua ini bukan kritik terhadap CWLS; ia menegaskan bahwa instrumen sebesar ini tidak dirancang untuk transfer menyeluruh. Nilainya terletak pada program yang

terpusat dan terukur, misalnya layanan kesehatan khusus atau aset produktif bagi beberapa ribu penerima, dan justru karena itu pemilihan lokasi dan program menentukan segalanya.

Provinsi di Papua dan Maluku memerlukan catatan tersendiri. Enam provinsi di Tanah Papua dan dua di Maluku seluruhnya berada pada prioritas B atau C karena jumlah penduduk miskinnya kecil dalam ukuran nasional, padahal persentase penduduk miskinnya termasuk yang tertinggi dan biaya penyediaan layanan per orang jauh lebih besar. Indeks berbasis jumlah sengaja tidak mengoreksi hal ini agar tetap sederhana; komite seleksi dapat menambahkan kuota afirmasi atau bobot tingkat kemiskinan, dan buku kerja pendamping menyediakan kolom untuk itu.[15]

6.6 Metode seleksi proyek



Gambar 6.4 **Lima gerbang seleksi proyek**

Sumber: penulis. Status: *Conceptual*.

Gambar 6.4 mengusulkan lima gerbang. Gerbang kedua, kesesuaian wakaf dan syariah, bersifat mutlak: usulan yang tidak mempunyai *mawqūf ʿalayh* yang jelas atau akadnya tidak sesuai fatwa tidak dilanjutkan, berapa pun skornya pada kriteria lain. Empat gerbang lain dinilai dengan skala 0–100 dan digabung menurut **Persamaan 6.2**.

Persamaan 6.2 Skor seleksi proyek

$$Q_k = 1\,[\,L_k\,] \times (\,0{,}25\,N_k + 0{,}25\,A_k + 0{,}30\,F_k + 0{,}20\,G_k\,) \tag{6.2}$$

dengan Q_k skor proyek k; $1[L_k]$ bernilai satu bila proyek lulus uji kesesuaian wakaf dan syariah dan nol bila tidak; N kebutuhan (indeks provinsi dan data sasaran); A kesiapan aset dan hukum; F kelayakan; dan G tata kelola dan pengukuran dampak. Bobot adalah usulan penulis sebagai titik awal pembahasan dan harus ditetapkan oleh komite seleksi yang berwenang; uji kepekaan terhadap bobot sebaiknya menyertai setiap pemeringkatan.

Tabel 6.6 **Kriteria seleksi proyek: pertanyaan, bukti, dan ambang**

Gerbang	Pertanyaan uji	Bukti minimum	Ambang yang diusulkan
1. Kebutuhan	Siapa penerima manfaat dan berapa jumlahnya? Apakah lokasi berada di provinsi prioritas?	Data sasaran; skor indeks provinsi	Sasaran terdefinisi dan terhitung

[15] Persentase penduduk miskin per provinsi tidak dimasukkan karena jumlah penduduk 38 provinsi yang mutakhir dan resmi tidak diperoleh secara lengkap; yang tersedia hanya sepuluh provinsi terbesar menurut data kependudukan semester II 2025. Memasukkan persentase hanya untuk sebagian provinsi akan membuat indeks tidak sebanding.

Gerbang	Pertanyaan uji	Bukti minimum	Ambang yang diusulkan
2. Kesesuaian wakaf dan syariah	Apakah peruntukan sesuai ikrar wakaf? Apakah akad dan objek sesuai fatwa?	Akta ikrar; opini syariah	Lulus atau gugur
3. Kesiapan aset dan hukum	Apakah tanah bersertifikat dan bebas sengketa? Apakah izin tersedia? Apakah nazhir berkompeten?	Sertifikat; izin; rekam jejak nazhir	Tidak ada cacat hukum yang terbuka
4. Kelayakan	Untuk aset berpendapatan: apakah arus kas menutup biaya? Untuk layanan: berapa biaya per penerima manfaat?	Model arus kas atau anggaran; NPV, DSCR, atau BCR	Layanan: biaya per manfaat wajar; aset: surplus positif
5. Tata kelola dan dampak	Apakah ada indikator, garis dasar, jadwal pelaporan, dan audit?	Kerangka indikator; rencana pelaporan	Indikator keluaran dan hasil ditetapkan sebelum pencairan

Sumber: penulis.

6.7 Tipologi proyek dan instrumen yang sesuai

Tidak semua proyek cocok dibiayai dengan instrumen yang sama. Tabel 6.7 memasangkan lima tipe proyek dengan instrumen, sumber pembayaran, dan ukuran kelayakannya. Pemasangan ini adalah penerapan langsung pembeda instrumen pada Bab II.

Tabel 6.7 Tipologi proyek, instrumen yang sesuai, dan ukuran kelayakan

Tipe proyek	Contoh	Instrumen yang sesuai	Ukuran kelayakan	Peran CWLS
Layanan sosial tanpa pendapatan	Klinik gratis; beasiswa; kesejahteraan guru	Imbalan CWLS; zakat dan infak	Biaya per penerima manfaat; mutu layanan	Sumber utama
Aset wakaf produktif skala kecil	Lahan pangan; panel surya pesantren; unit usaha	Imbalan CWLS; pokok wakaf permanen; wakaf melalui uang	Surplus tahunan; masa pengembalian; BCR	Sumber utama atau pendamping
Aset layanan keagamaan milik negara	Balai nikah; asrama haji; gedung perguruan tinggi keagamaan	SBSN proyek melalui kementerian/lembaga	Proyek selesai dan berfungsi	Tidak langsung: bagian dari SBSN
Aset komersial berarus kas di dalam negeri	Rumah sakit berbayar; properti sewa; hotel	Sukuk proyek (*ijārah*, *istiṣnāʿ*); *mushārakah*	DSCR; IRR; NPV	Bukan sumber modal; dapat membiayai layanan sosial yang melekat
Aset komersial di luar negeri	Akomodasi jamaah di Makkah	Ekuitas lembaga investasi negara; pembiayaan proyek setempat	Sama, ditambah uji hukum dan nilai tukar	Buku manfaat sosial yang terpisah (Bab VII)

Sumber: penulis, berdasarkan Tabel 2.1, PP 16/2023, dan program SWR007 yang diumumkan (BWI, 2026a).

6.8 SBSN proyek sebagai kanal daerah yang sudah ada

Sebelum merancang kanal baru, patut diingat bahwa satu kanal sudah bekerja. Pada 2013–2023, SBSN proyek membiayai 1.487 balai nikah dan manasik haji, 286 asrama haji dan pusat layanan haji dan umrah, serta 1.139 gedung perguruan tinggi keagamaan Islam negeri (Bab IV). Pada tahun anggaran 2022 saja terdapat 880 proyek pada sebelas kementerian dan lembaga di 34 provinsi (CNN Indonesia, 2022). Kanal ini membawa tiga pelajaran bagi wakaf produktif: proyek kecil dan tersebar dapat dikelola bila ada daftar prioritas dan pelaksana yang jelas; aset layanan keagamaan di daerah sudah mempunyai sumber pembiayaan negara, sehingga wakaf sebaiknya mengisi kebutuhan yang tidak dijangkau APBN; dan

pelaporan per proyek serta per provinsi, yang tersedia untuk SBSN proyek, dapat menjadi patokan bagi pelaporan program CWLS.

Dengan demikian pembagian kerja yang masuk akal dapat dirumuskan. Aset layanan keagamaan milik negara dibiayai SBSN proyek melalui kementerian. Layanan sosial dan aset wakaf produktif berskala kecil dibiayai imbalan CWLS dan wakaf lain melalui nazhir. Aset komersial dibiayai modal komersial. Indeks kebutuhan dan lima gerbang seleksi pada bab ini berlaku bagi kelompok kedua, dan dapat dipinjam oleh kelompok pertama sebagai pemeriksaan silang atas sebaran proyeknya.

Kotak 6.1 Yang dapat dan tidak dapat disimpulkan dari bab ini

Dapat: kebutuhan sosial, diukur dengan jumlah penduduk miskin dan ketimpangan, terpusat pada dua belas provinsi; sebaran wakif individu tidak mengikuti sebaran itu; alat seleksi berjenjang dapat disusun dari data yang ada.

Tidak dapat: menyatakan provinsi mana yang sudah menerima manfaat CWLS dan berapa nilainya; menilai kesiapan nazhir dan aset wakaf per provinsi; memeringkat proyek tertentu. Ketiganya menunggu data yang belum terbuka.

BAB VII

Intelijen Investasi Kampung Haji Makkah–Madinah

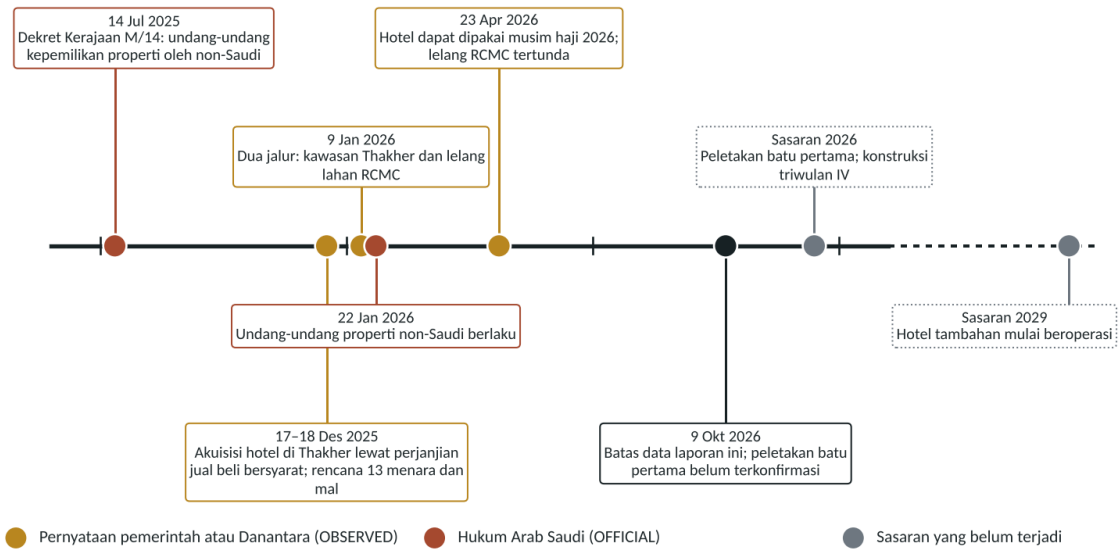
Uji kelayakan konseptual atas gagasan aset akomodasi jamaah: apa yang dinyatakan, apa yang diandaikan, dan apa yang dihasilkan model pada patokan pasar yang teramati.



7.1 Kedudukan bab ini

Bab ini adalah kajian kelayakan konseptual. Ia tidak menilai proyek yang sudah berjalan dan tidak memakai data keuangan pengelola. Sumbernya ada tiga: pernyataan pejabat pemerintah dan Danantara sebagaimana diberitakan, patokan pasar perhotelan Makkah dan Madinah dari otoritas statistik Arab Saudi dan konsultan properti, serta asumsi yang ditampilkan situs Advance CWLS Pro. Seluruh angka hasil model berstatus *Scenario*. Tidak satu pun boleh dibaca sebagai nilai proyek yang telah disetujui, dibiayai, atau direalisasikan.

7.2 Apa yang dinyatakan secara resmi



Gambar 7.1 Linimasa pernyataan dan ketentuan terkait Kampung Haji, Juli 2025–2029

Sumber: (NU Online, 2025); (fin.co.id, 2026); (Antara, 2026a); (REGA, 2025); (Saudi Press Agency, 2026). Kotak bergaris titik-titik: sasaran yang dinyatakan pejabat dan belum terjadi pada 9 Oktober 2026.

Tabel 7.1 Kampung Haji: pokok pernyataan resmi sebagaimana diberitakan

Butir	Pernyataan	Tanggal dan sumber	Status
Aset eksisting	Hotel di kawasan Thakher, Makkah, sekitar 1.461 kamar dalam tiga menara, dibeli melalui perjanjian jual beli bersyarat; nilai di bawah USD500 juta	17–18 Des 2025 (NU Online, 2025); 23 Apr 2026 (Antara, 2026a)	*Observed*
Lahan pengembangan	Sekitar 4,4–5 hektare di dekat hotel	Des 2025; Apr 2026	*Observed*
Rencana pembangunan	Tiga belas menara dan satu mal; nilai tentatif USD700–800 juta	17–18 Des 2025	*Observed*
Kapasitas sasaran	Sekitar 6.000–6.025 kamar; 22.000–23.000 jamaah, kira-kira sepersepuluh jamaah haji Indonesia per tahun	Des 2025; Jan dan Apr 2026	*Observed*
Nilai keseluruhan	Sekitar USD1,3 miliar untuk kawasan Thakher	17–18 Des 2025	*Observed*
Jarak	Sekitar 2–3 km dari Masjidil Haram; rencana penghubung ke kawasan Al-Hujun	Des 2025; Apr 2026	*Observed*
Jalur kedua	Lelang lahan Royal Commission for Makkah City seluas sekitar 4,4 hektare, taksiran USD750 juta; hasil lelang tertunda	Des 2025; 23 Apr 2026	*Observed*

Butir	Pernyataan	Tanggal dan sumber	Status
Jadwal	Hotel eksisting dapat dipakai musim haji 2026; peletakan batu pertama disasar 2026; hotel tambahan beroperasi mulai 2029	23 Apr 2026	*Observed*

Sumber: (NU Online, 2025); (fin.co.id, 2026); (CNN Indonesia, 2026); (Antara, 2026a). Satu pemberitaan menyebut hotel dengan 4.641 kamar (CNN Indonesia, 2026); angka itu tidak konsisten dengan tiga sumber lain dan tidak dipakai. Dokumen transaksi, studi kelayakan, dan rencana induk tidak tersedia untuk publik.

Tiga hal patut digarisbawahi dari Tabel 7.1. Semua pernyataan menempatkan hotel dan ketiga belas menara di kawasan Thakher, Makkah. Pelakunya adalah lembaga pengelola investasi negara, bukan nazhir wakaf dan bukan Kementerian Keuangan sebagai penerbit sukuk. Dan tidak ada pernyataan resmi yang ditemukan penulis yang menghubungkan pembiayaan kawasan ini dengan CWLS.

7.3 Rekonsiliasi dengan konsep pada situs

Tabel 7.2 Angka konsep pada situs dan pernyataan resmi: perbandingan

Butir	Situs Advance CWLS Pro	Pernyataan resmi	Penilaian
Nilai akuisisi	Rp8,87 triliun	Di bawah USD500 juta (sekitar Rp8,75 triliun)	Konsisten; kurs tersirat situs sekitar Rp17.740 per USD
Tiga belas menara dan mal	Rp12,42–14,20 triliun; “nilai proyek” Rp12,86 triliun	USD700–800 juta (sekitar Rp12,25–14,00 triliun), tentatif	Konsisten dalam besaran
Nilai keseluruhan	Rp21,29–23,07 triliun	Sekitar USD1,3 miliar (sekitar Rp22,75 triliun)	Konsisten
Jumlah kamar	1.461 + 4.564 = 6.025	Sekitar 6.000–6.025	Konsisten
Lokasi menara	Tujuh menara di Makkah (2.620 kamar; Rp7,46 triliun) dan enam di Madinah (1.944 kamar; Rp5,40 triliun)	Tiga belas menara seluruhnya di Thakher, Makkah; tidak ada pernyataan tentang Madinah	**Tidak didukung**; pembagian Makkah–Madinah berstatus *Conceptual*
Skenario operasi dasar	Okupansi 65%; tarif Rp3,67 juta; EBITDA Rp1,86 triliun	Tidak ada	Asumsi situs; di atas patokan triwulan II 2026 (Subbab 7.6)
Tenaga kerja	Sekitar 14.050 (konstruksi dan operasi)	Sampai 7.500 pekerja Indonesia	Definisi berbeda; tidak dapat dicocokkan
Pembiayaan	“Modal CWLS termobilisasi” Rp694,37 miliar ditampilkan berdampingan	Tidak ada kaitan yang dinyatakan	**Dua buku berbeda**; lihat Subbab 7.5 dan 7.10

Sumber: (Advance CWLS Pro, 2026); Tabel 7.1. Konversi rupiah pernyataan resmi memakai Rp17.500 per USD. Situs sendiri mencantumkan bahwa angkanya konseptual dan bahwa lokasi serta kelayakan komponen Madinah belum terverifikasi.

Rekonsiliasi ini menghasilkan dua koreksi bagi platform. Pembagian tujuh menara di Makkah dan enam di Madinah perlu diberi label konseptual secara tegas atau diselaraskan dengan pernyataan resmi. Dan angka CWLS tidak semestinya ditampilkan sebagai “modal” di samping nilai proyek, karena pembaca akan menyimpulkan hubungan pembiayaan yang tidak ada.

7.4 Uji hukum: kepemilikan properti di Makkah dan Madinah

Arab Saudi memperbarui hukum kepemilikan properti oleh non-Saudi melalui Dekret Kerajaan Nomor M/14 tertanggal 14 Juli 2025, yang mulai berlaku pada 22 Januari 2026 dan menggantikan ketentuan tahun 2000 (REGA, 2025; Saudi Press Agency, 2026). Undang-undang ini membuka kepemilikan dan hak kebendaan lain bagi non-Saudi di zona geografis yang ditetapkan, dengan ketentuan khusus untuk dua

kota suci: kepemilikan di Makkah dan Madinah dibatasi bagi perusahaan Saudi dan individu Muslim.[16] Pendaftaran pada register properti wajib; biaya yang dikenakan kepada non-Saudi dapat mencapai 10% dari nilai transaksi, terdiri atas pajak pengalihan properti dan biaya tambahan; pelanggaran dapat dikenai denda sampai 5% dari nilai hak dengan batas SAR10 juta (REGA, 2025).

Tabel 7.3 Daftar uji tuntas hukum dan perizinan sebelum kesimpulan kelayakan

Pokok uji	Pertanyaan yang harus dijawab	Keadaan informasi publik per 9 Okt 2026
Subjek hukum	Siapa pemegang hak: perusahaan Saudi, cabang, atau entitas asing? Bagaimana susunan pemegang sahamnya?	Tidak diumumkan
Bentuk hak	Kepemilikan penuh, hak pakai hasil, atau sewa jangka panjang? Berapa jangka waktunya?	Disebut “pembelian” dengan perjanjian bersyarat; bentuk hak tidak dirinci
Zona geografis	Apakah lokasi berada di dalam zona yang dibuka bagi non-Saudi di Makkah?	Dokumen zona diumumkan triwulan I 2026; kesesuaian lokasi tidak diumumkan
Syarat bersyarat	Apa syarat tangguh dalam perjanjian jual beli dan apakah sudah terpenuhi?	Tidak diumumkan
Perizinan usaha	Izin penanaman modal, klasifikasi hotel, dan izin akomodasi jamaah	Tidak diumumkan
Biaya dan pajak	Pajak pengalihan, biaya tambahan non-Saudi, zakat atau pajak badan, pemotongan atas repatriasi	Kerangka umum tersedia; penerapan pada transaksi tidak diketahui
Aturan haji Indonesia	Kesesuaian dengan ketentuan akomodasi jamaah, kontrak pemondokan, dan kelembagaan haji yang baru	Jarak 2–3 km berada dalam batas 4,5 km; ketentuan lain belum diuji
Wakaf lintas yurisdiksi	Dapatkah aset di Arab Saudi berstatus wakaf menurut hukum setempat dan diakui hukum Indonesia?	Tidak ada informasi; memerlukan pendapat hukum dua negara

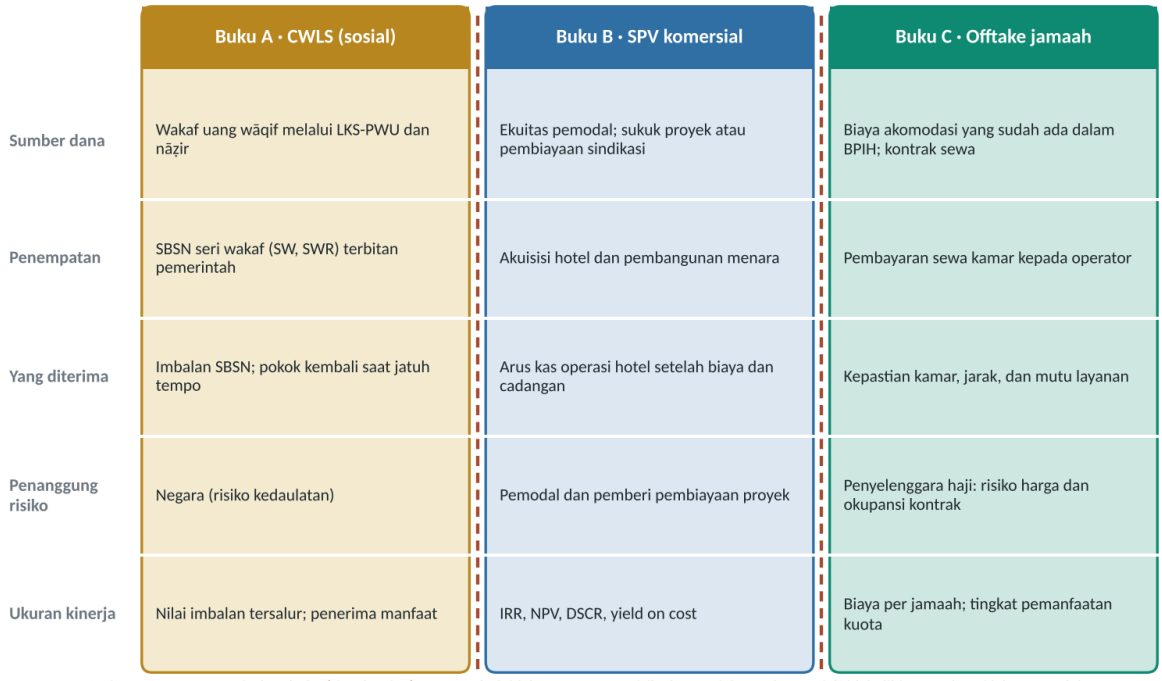
Sumber: penulis, berdasarkan REGA (2025), Saudi Press Agency (2026), dan Tabel 7.1. Batas jarak akomodasi 4,5 km untuk Makkah dikutip dari ketentuan biaya haji 2026 sebagaimana diberitakan (Antara, 2025).

Delapan pokok uji pada Tabel 7.3 belum dapat dijawab dari informasi publik. Kesimpulan kelayakan apa pun, termasuk hasil model pada bab ini, bersyarat pada jawaban-jawaban itu. Urutan logisnya tidak dapat dibalik: uji hukum mendahului model keuangan, dan model keuangan mendahului penghimpunan dana.

7.5 Tiga buku dan empat instrumen yang tidak dapat dipertukarkan

Gagasan Kampung Haji melibatkan tiga jenis uang yang hak dan risikonya berlainan, sehingga harus dicatat pada tiga buku (Gambar 7.2). Pada buku wakaf, pokok ditempatkan pada sukuk negara dan kembali utuh kepada wakif pada wakaf temporer atau tetap pada nazhir pada wakaf permanen; yang disalurkan hanyalah imbalannya, dan wakif tidak memperoleh hak apa pun atas hotel. Pada buku komersial, pemodal dan pemegang sukuk proyek menanggung risiko aset: pengembalian pokok dan bagi hasil mereka bergantung pada arus kas hotel, dan kepemilikan aset berada pada badan pemilik menurut hukum Arab Saudi. Buku ketiga mencatat kontrak akomodasi jamaah, yaitu sewa kamar yang dibayar penyelenggara haji kepada operator. Dana dari satu buku tidak boleh menutup kekurangan buku yang lain.

[16] Penjelasan Real Estate General Authority menyebut bahwa perusahaan Saudi dengan pemegang saham non-Saudi dapat memiliki properti di kedua kota dalam batas zona yang ditetapkan. Rumusan persis syarat itu, termasuk batas kepemilikan asing dalam perusahaan, harus dibaca pada naskah undang-undang, peraturan pelaksana, dan dokumen zona geografis; laporan ini tidak memberi pendapat hukum.



Gambar 7.2 Pemisahan tiga buku: CWLS, SPV komersial, dan kontrak akomodasi jamaah

Sumber: penulis, mengembangkan pembagian tiga buku yang ditampilkan situs Advance CWLS Pro. Status: *Conceptual*.

Tabel 7.4 Empat instrumen bagi aset akomodasi jamaah: kegunaan dan batasnya

Instrumen	Yang dibiayai	Sumber pembayaran	Syarat pokok	Kesesuaian
CWLS	Pembiayaan APBN; bukan aset proyek	APBN	Wakaf uang melalui nazhir; imbalan untuk program sosial	Tidak untuk modal proyek; hanya buku manfaat sosial
SBSN proyek	Proyek kementerian/lembaga dalam APBN	APBN	Masuk daftar prioritas proyek; PP 16/2023	Tidak sesuai untuk aset komersial milik lembaga investasi di luar negeri
Sukuk proyek *ijārah* (SPV)	Pembelian atau pembangunan aset yang disewakan	Sewa dari operator atau penyelenggara haji	Hak atas aset sah dan dapat dialihkan; DSCR memadai; kontrak sewa jangka panjang	Mungkin setelah operasi stabil dan hak atas aset jelas
***Mushārakah* strategis**	Ekuitas bersama pada perusahaan pemilik aset	Bagi hasil dan kenaikan nilai	Perjanjian pemegang saham; pembagian risiko menurut porsi	Paling sesuai pada tahap akuisisi dan konstruksi

Sumber: penulis, berdasarkan Tabel 2.1 dan PP 16/2023.

Keempat instrumen pada Tabel 7.4 bukan pilihan yang setara. CWLS dan SBSN proyek dibayar dari APBN dan tidak dirancang untuk aset komersial milik lembaga investasi di luar negeri. Sukuk proyek *ijārah* memerlukan arus sewa yang cukup dan hak atas aset yang jelas menurut hukum setempat. *Mushārakah* membagi risiko tetapi menuntut imbal hasil ekuitas. Model pada subbab berikut mengandaikan gabungan dua yang terakhir: ekuitas untuk akuisisi dan separuh biaya pembangunan, dan sukuk proyek *ijārah* untuk separuh lainnya.

7.6 Model kelayakan: struktur dan asumsi

Model disusun sederhana agar dapat diperiksa dan dihitung ulang pada buku kerja pendamping. Arus kas dinyatakan dalam dolar pada harga konstan, dari 2026 sampai 2050.[17] Arus komersial dan arus manfaat CWLS dipisahkan sepenuhnya: tidak ada rupiah wakaf dalam model ini. Tujuh persamaan mendefinisikannya.

Persamaan 7.1 Pendapatan per kamar tersedia dan pendapatan tahunan

$$RevPAR = o_t \times ADR_t\,, \quad R_t = 365 \times k_t \times RevPAR \times (1 + a) \div e \tag{7.1}$$

Persamaan 7.2 Arus kas tersedia untuk kewajiban

$$CFADS_t = R_t \times (m - f) \tag{7.2}$$

Persamaan 7.3 Nilai kini bersih proyek

$$NPV = \sum_{t=0}^{T} \frac{CFADS_t - I_t}{(1 + d)^t} + \frac{\kappa \times EBITDA_T}{(1 + d)^T} \tag{7.3}$$

Persamaan 7.4 Tingkat imbal hasil internal proyek

$$\sum_{t=0}^{T} \frac{CFADS_t - I_t}{(1 + IRR)^t} + \frac{\kappa \times EBITDA_T}{(1 + IRR)^T} = 0 \tag{7.4}$$

Persamaan 7.5 Rasio cakupan kewajiban dan angsuran anuitas

$$DSCR_t = \frac{CFADS_t}{DS_t}\,, \quad DS = \frac{D \times i}{1 - (1 + i)^{-n}} \tag{7.5}$$

Persamaan 7.6 Rasio manfaat–biaya dan imbal atas biaya

$$BCR = \frac{PV(CFADS) + PV(nilai\ akhir)}{PV(I)}\,, \quad YoC = \frac{CFADS_{stabil}}{\sum_{t=0}^{T} I_t} \times 100 \tag{7.6}$$

Lambang: *o* okupansi tahunan; ADR tarif kamar rata-rata (SAR); *k* jumlah kamar beroperasi; *a* pendapatan lain sebagai bagian pendapatan kamar; *e* kurs SAR3,75 per USD; *m* margin EBITDA; *f* cadangan penggantian perabot dan peralatan (4% pendapatan); *I* belanja modal; *d* tingkat diskonto (8%); *κ* kelipatan nilai akhir terhadap EBITDA tahun terakhir (10 kali); *D* pokok sukuk proyek; *i* imbalan (7,25%); *n tenor* angsuran; *T* tahun terakhir model (2050, dengan *t* = 0 pada 2026). Seluruh nilai uang dalam USD juta.

Tabel 7.5 Asumsi model dan dasar penetapannya

Parameter	Konservatif	Dasar	Optimistis	Dasar penetapan
Okupansi tahunan	50%	60%	70%	Hotel Makkah triwulan II 2026: 50%; Madinah 65,3% (GASTAT)
Tarif kamar rata-rata	SAR585	SAR680	SAR775	Makkah triwulan II 2026: SAR585; Januari–April 2026: SAR775

[17] Riyal Arab Saudi dipatok pada SAR3,75 per dolar Amerika Serikat, sehingga pendapatan dalam riyal dapat dinyatakan dalam dolar tanpa risiko kurs yang berarti. Risiko kurs yang sesungguhnya terletak antara dolar dan rupiah, bila pemodal atau kewajiban pembiayaannya berdenominasi rupiah.

Parameter	Konservatif	Dasar	Optimistis	Dasar penetapan
Pendapatan lain	15%	18%	20%	Asumsi situs 15–22%
Margin EBITDA	25%	30%	35%	Asumsi situs 25–35%
Pembengkakan biaya; keterlambatan	15%; 1 tahun	0%; 0	0%; 0	Penilaian penulis
Akuisisi (2026)	USD500 juta	USD500 juta	USD500 juta	Batas atas pernyataan resmi
Pembangunan (2027–2029)	USD862,5 juta	USD750 juta	USD750 juta	Titik tengah USD700–800 juta; pencairan 30%, 40%, 30%
Pembukaan kamar baru	Mulai 2030	30% pada 2029; 70% pada 2030; penuh 2031	Sama dengan dasar	Pernyataan operasi mulai 2029; masa pengisian dua tahun
Sukuk proyek	50% biaya pembangunan; 7,25%; tenggang 3 tahun; angsuran 12 tahun	Sama	Sama	Proksi imbalan situs; struktur asumsi penulis

Sumber: (Argaam, 2026) untuk statistik GASTAT; (Knight Frank, 2026); (Advance CWLS Pro, 2026); Tabel 7.1. Skenario situs memakai okupansi 55%, 65%, dan 75% dengan tarif setara kira-kira SAR650, SAR775, dan SAR900; skenario dasar situs lebih tinggi daripada skenario dasar laporan ini pada kedua parameter.

Perbedaan terpenting antara model ini dan skenario situs terletak pada patokan. Statistik resmi Arab Saudi untuk triwulan II 2026 mencatat okupansi hotel di Makkah 50% dengan tarif rata-rata SAR585, pada saat okupansi dan tarif hotel secara nasional turun dari tahun sebelumnya; laporan konsultan mencatat tarif SAR775 untuk Januari–April 2026, periode yang memuat Ramadan (Argaam, 2026; Knight Frank, 2026). Skenario konservatif laporan ini memakai angka triwulan II apa adanya.[18] Skenario dasar mengandaikan aset yang terikat kontrak jamaah Indonesia dapat berkinerja di atas rata-rata pasar. Skenario optimistis memakai tarif musim puncak sepanjang tahun.

7.7 Hasil tiga skenario

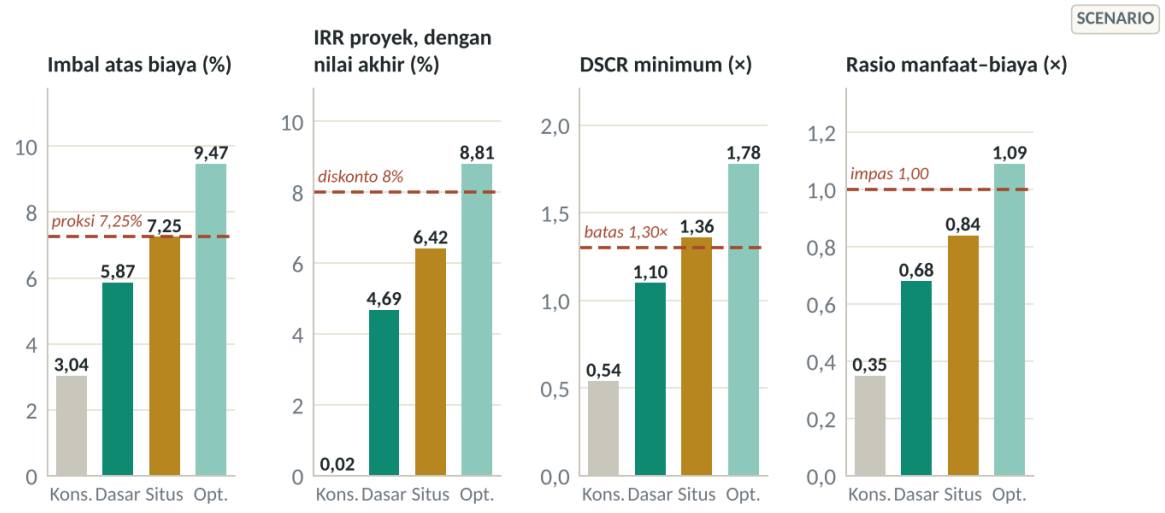
Tabel 7.6 Hasil model kelayakan pada empat himpunan asumsi

Ukuran	Konservatif	Dasar	Asumsi mirip situs	Optimistis
Okupansi tahunan (%)	50	60	65	70
Tarif kamar rata-rata (SAR)	585	680	775	775
RevPAR (SAR)	292	408	504	542
Pendapatan lain (% pendapatan kamar)	15	18	18	20
Margin EBITDA (%)	25	30	30	35
Pembengkakan biaya; keterlambatan	15%; 1 tahun	0%; 0 tahun	0%; 0 tahun	0%; 0 tahun
Investasi total (USD juta)	1.362,5	1.250,0	1.250,0	1.250,0
Pendapatan stabil (USD juta per tahun)	197,3	282,3	348,6	381,8
EBITDA stabil (USD juta)	49,3	84,7	104,6	133,6
CFADS stabil (USD juta)	41,4	73,4	90,6	118,3
Imbal atas biaya (%)	**3,04**	**5,87**	**7,25**	**9,47**
IRR proyek tanpa nilai akhir (%)	−3,47	2,13	4,09	6,86
IRR proyek dengan nilai akhir (%)	**0,02**	**4,69**	**6,42**	**8,81**

[18] Triwulan II 2026 memuat sebagian musim haji tetapi tidak memuat Ramadan, sehingga bukan triwulan terlemah dalam setahun. Statistik triwulanan otoritas statistik Arab Saudi dikutip melalui ringkasan media keuangan; publikasi aslinya tidak dibuka langsung.

Ukuran	Konservatif	Dasar	Asumsi mirip situs	Optimistis
NPV pada 8%, dengan nilai akhir (USD juta)	−768,6	−368,4	−186,3	101,9
DSCR minimum (×)	**0,54**	**1,10**	**1,36**	**1,78**
DSCR rata-rata masa angsuran (×)	0,74	1,50	1,85	2,42
Rasio manfaat–biaya (×)	0,35	0,68	0,84	1,09
Tahun balik modal kumulatif	tidak tercapai s.d. 2050	2046	2042	2039

Sumber: model penulis (buku kerja pendamping, lembar Model_KH). Status: *Scenario*. Nilai stabil adalah tahun 2032 atau sesudahnya. "Asumsi mirip situs": okupansi 65% dan tarif SAR775 dengan parameter lain seperti skenario dasar; EBITDA USD104,6 juta setara kira-kira Rp1,86 triliun pada kurs situs, sama dengan angka situs.



Kons.: konservatif (okupansi 50%, ADR SAR585). Dasar: 60%, SAR680. Situs: asumsi mirip situs (65%, SAR775). Opt.: optimistis (70%, SAR775).

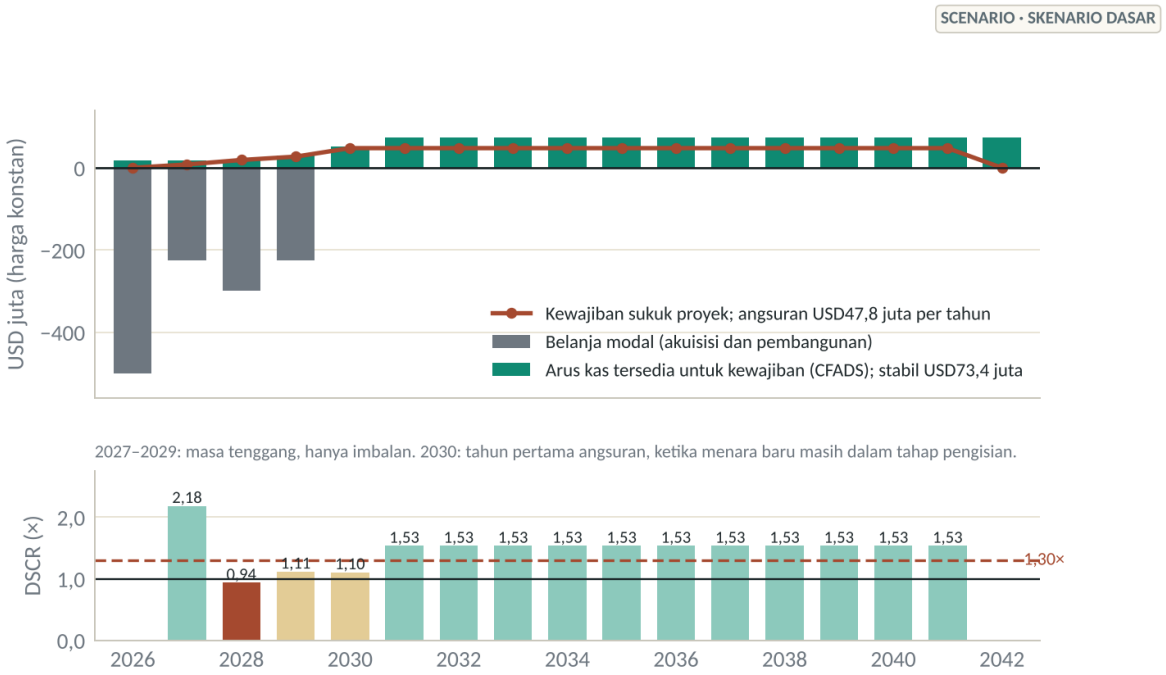
Gambar 7.3 Empat ukuran kelayakan pada empat himpunan asumsi

Sumber: Tabel 7.6. Garis putus-putus: pembanding (proksi imbalan 7,25%; tingkat diskonto 8%; DSCR 1,30 kali; rasio manfaat–biaya 1,00).

Skenario dasar menghasilkan imbal atas biaya 5,87%, IRR proyek 4,69% dengan nilai akhir, dan DSCR minimum 1,10 kali (Tabel 7.6, Gambar 7.3). Ketiganya berada di bawah pembanding: imbal atas biaya di bawah proksi imbalan 7,25%, IRR di bawah tingkat diskonto 8%, dan DSCR di bawah 1,30 kali yang lazim diminta pembiayaan proyek.[19] Nilai kini bersih negatif USD368 juta. Pada skenario konservatif, yang memakai patokan triwulan II 2026, arus kas tidak cukup untuk membayar kewajiban sukuk (DSCR 0,54 kali). Hanya skenario optimistis yang melewati semua pembanding, dan itu pun dengan nilai kini bersih yang tipis.

Dengan asumsi yang mirip skenario dasar situs, model ini menghasilkan EBITDA yang sama dengan angka situs. Hasil itu memastikan bahwa perbedaan kesimpulan bukan berasal dari kesalahan hitung, melainkan dari tiga hal yang tidak ditampilkan situs: cadangan penggantian aset, jadwal pembangunan dan pengisian kamar, serta kewajiban pembiayaan. Setelah ketiganya dimasukkan, asumsi situs menghasilkan imbal atas biaya 7,25%, persis sama dengan proksi imbalannya, sehingga tidak tersisa margin bagi pemodal ekuitas.

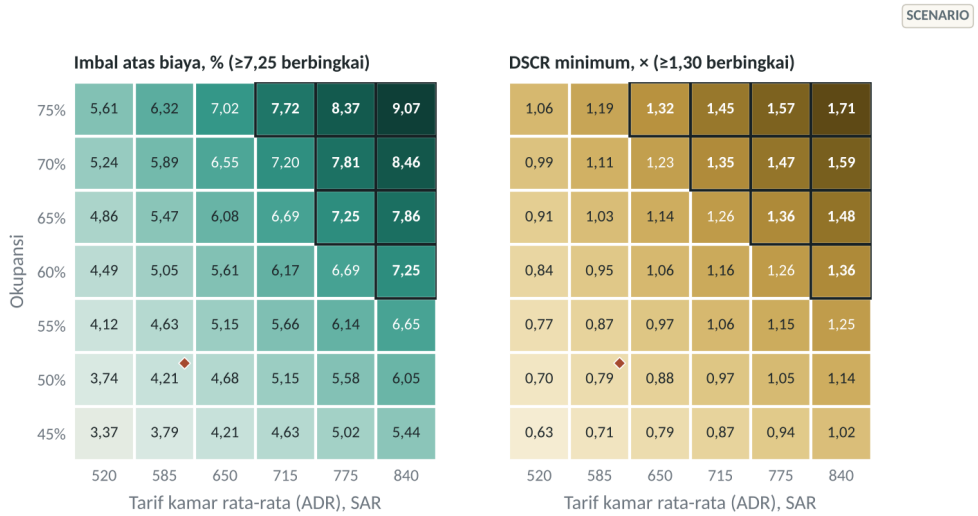
[19] Ambang DSCR 1,30 kali adalah patokan kerja penulis yang sejalan dengan praktik umum pembiayaan proyek berpendapatan tidak pasti; pemberi pembiayaan dapat meminta lebih tinggi untuk aset perhotelan. Tingkat diskonto 8% kira-kira setara imbal hasil SBN sepuluh tahun pada Oktober 2026 ditambah premi kecil.



Gambar 7.4 Skenario dasar: belanja modal, arus kas tersedia, kewajiban sukuk proyek, dan DSCR, 2026–2042

Sumber: model penulis. Selama masa tenggang 2027–2029 kewajiban imbalan dibayar dari arus kas hotel eksisting; pada 2028 arus itu tidak mencukupi (DSCR 0,94 kali), sehingga diperlukan cadangan atau kapitalisasi imbalan.

7.8 Kepekaan dan titik impas

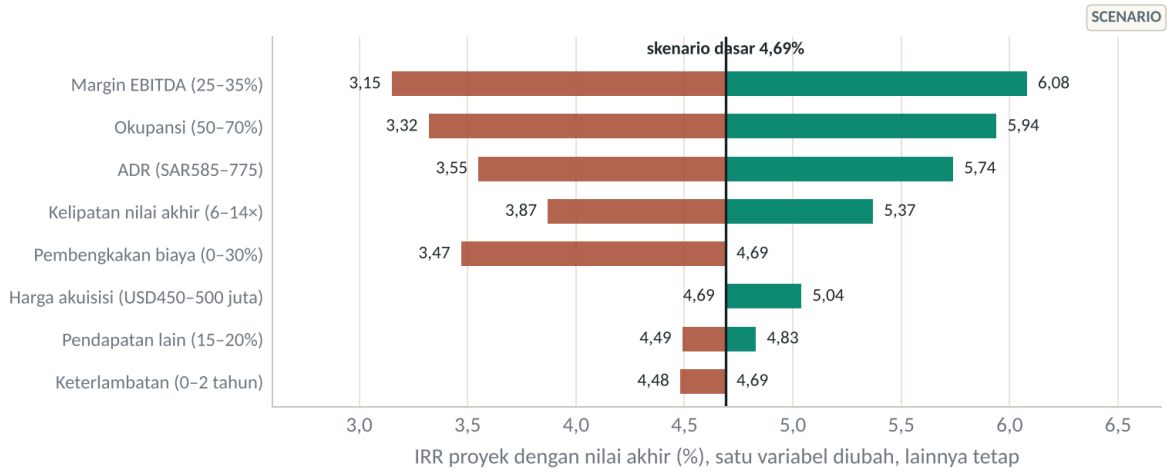


Belah ketupat merah: kombinasi yang teramati untuk hotel di Makkah pada triwulan II 2026 (okupansi 50%; ADR SAR585). Pendapatan lain 18%, margin EBITDA 30%, tanpa pembengkakan biaya.

Gambar 7.5 Imbal atas biaya dan DSCR minimum menurut okupansi dan tarif kamar

Sumber: model penulis. Parameter lain seperti skenario dasar. Sel berbingkai memenuhi pembanding.

Gambar 7.5 memetakan dua ukuran pada 42 kombinasi okupansi dan tarif. Wilayah yang memenuhi pembanding hanya sudut kanan atas: okupansi 60% memerlukan tarif SAR840, dan tarif SAR715 memerlukan okupansi 75%. Dinyatakan sebagai satu angka, proksi 7,25% tercapai pada RevPAR sekitar SAR503, DSCR 1,30 kali pada SAR478, dan IRR 8% pada SAR601. RevPAR yang teramati untuk hotel di Makkah pada triwulan II 2026 adalah SAR292. Hotel eksisting sendiri, pada asumsi dasar, memberi imbal 3,56% atas harga akuisisi USD500 juta.



Gambar 7.6 **Kepekaan IRR proyek terhadap delapan variabel**

Sumber: model penulis. Tiap batang menunjukkan IRR bila satu variabel diubah pada rentang yang tertulis dan variabel lain tetap pada skenario dasar.

Urutan kepekaan pada Gambar 7.6 memberi petunjuk pengelolaan. Tiga variabel operasi, yaitu margin, okupansi, dan tarif, masing-masing menggeser IRR lebih dari dua poin persentase; pembengkakan biaya 30% menurunkannya 1,2 poin; harga akuisisi dan keterlambatan berpengaruh kecil. Kelayakan aset ini, dengan kata lain, ditentukan terutama oleh kemampuan mengisi kamar di luar musim haji dan mengendalikan biaya operasi, bukan oleh harga beli.

Tabel 7.7 **Struktur pembiayaan alternatif pada skenario dasar**

Porsi sukuk dari biaya pembangunan	Pokok (USD juta)	Tenggang + angsuran (tahun)	Angsuran (USD juta per tahun)	DSCR minimum (×)	Memenuhi 1,30×
50%	375	3 + 12	47,8	1,10	Tidak
50%	375	4 + 15	41,8	1,76	Ya
40%	300	4 + 15	33,5	2,19	Ya
30%	225	4 + 15	25,1	2,93	Ya
30%	225	5 + 20	21,7	3,39	Ya
20%	150	4 + 15	16,7	4,39	Ya

Sumber: model penulis. Tenggang lebih panjang menggeser angsuran pertama melewati masa pengisian kamar; porsi lebih kecil berarti ekuitas lebih besar dan imbal ekuitas lebih rendah. Imbalan 7,25% pada semua baris.

Tabel 7.7 menunjukkan bahwa persoalan DSCR pada skenario dasar sebagian adalah persoalan penjadwalan. Dengan tenggang empat tahun dan angsuran lima belas tahun, DSCR minimum naik menjadi 1,76 kali karena angsuran pertama jatuh setelah kamar baru terisi. Perbaikan struktur tidak mengubah IRR proyek, yang ditentukan arus kas operasi; ia hanya memindahkan risiko dari pemegang sukuk ke pemodal ekuitas.

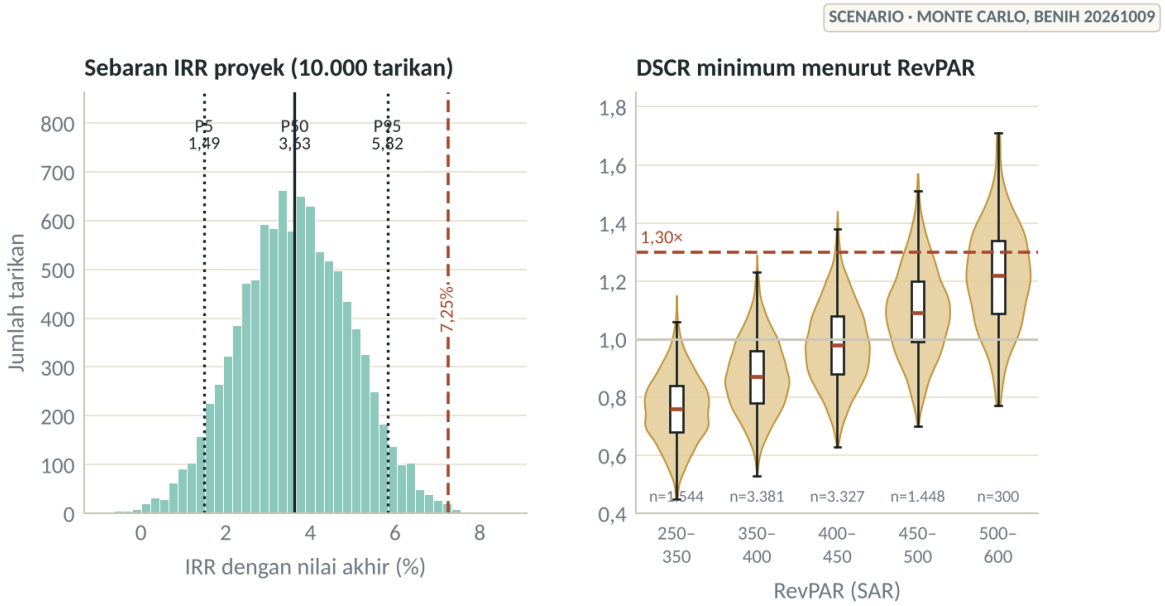
7.9 Simulasi *Monte Carlo*

Persamaan 7.7 Simulasi *Monte Carlo* atas model kelayakan

$$\theta^{(j)} \sim F(\theta), \quad y^{(j)} = g\left(\theta^{(j)}\right), \quad j = 1, \ldots, 10.000 \tag{7.7}$$

dengan ϑ vektor enam parameter yang ditarik dari sebaran yang ditetapkan, g model arus kas pada Subbab 7.6, dan y ukuran hasil. Sebaran: okupansi segitiga (45%; 60%; 72%); tarif segitiga (SAR540; 680; 820);

pendapatan lain seragam 12–22%; margin segitiga (22%; 30%; 36%); pembengkakan biaya segitiga (−5%; 10%; 35%); keterlambatan 0, 1, atau 2 tahun dengan peluang 0,50; 0,35; dan 0,15. Parameter ditarik saling bebas; benih bilangan acak 20261009. Sebaran mencerminkan penilaian penulis, bukan frekuensi historis, sehingga peluang yang dihasilkan adalah peluang bersyarat pada penilaian itu.

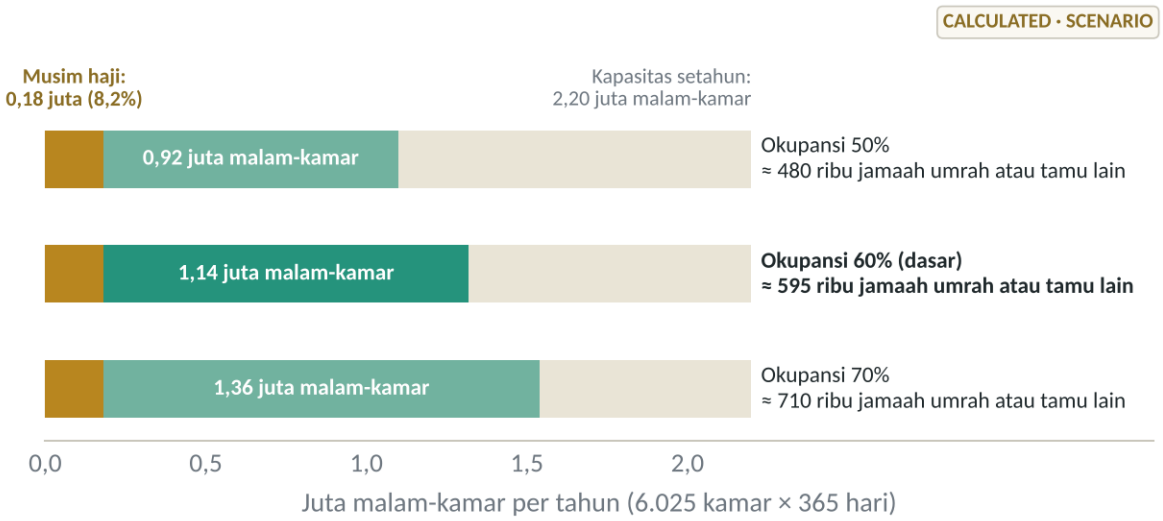


Gambar 7.7 ***Monte Carlo*: sebaran IRR proyek dan DSCR minimum menurut kelompok RevPAR**

Sumber: model penulis; 10.000 tarikan. Panel kanan: bentuk biola menunjukkan sebaran, kotak menunjukkan kuartil, garis merah median.

Median IRR proyek 3,63%, dengan rentang persentil ke-5 sampai ke-95 sebesar 1,49–5,82% (Gambar 7.7). Median lebih rendah daripada skenario dasar karena simulasi memasukkan kemungkinan pembengkakan biaya dan keterlambatan. IRR melampaui 7,25% pada 0,2% tarikan. DSCR minimum berada di bawah 1,00 kali pada 65,8% tarikan dan mencapai 1,30 kali hanya pada 2,9%. Kelompok RevPAR menunjukkan ambangnya: di bawah SAR400 hampir tidak ada tarikan yang mencapai DSCR 1,20 kali; pada SAR500–600 lebih dari separuh mencapainya. Korelasi peringkat dengan IRR terbesar pada margin (0,62), okupansi (0,51), dan tarif (0,47).

7.10 Permintaan: musim haji hanya mengisi seperdua belas



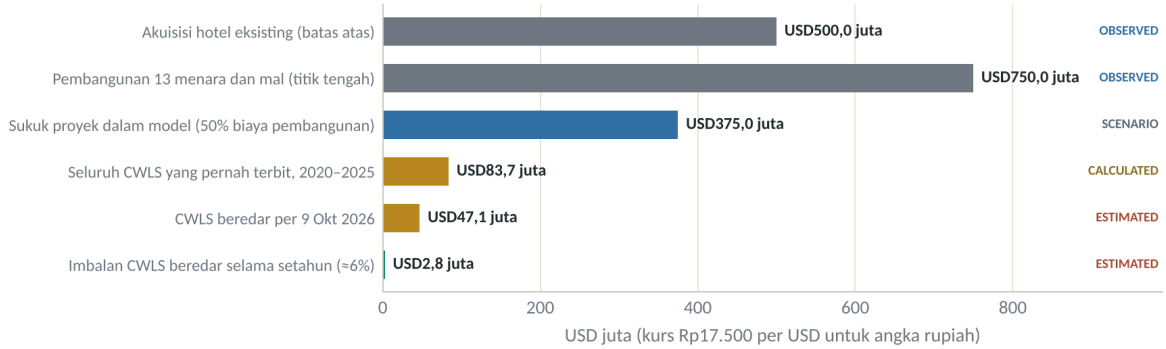
Gambar 7.8 Kapasitas malam-kamar setahun dan bagian yang diisi musim haji

Sumber: Tabel 7.1; (Argaam, 2026) untuk lama tinggal rata-rata di Makkah; dihitung penulis. Asumsi: 23.000 jamaah haji menempati 6.025 kamar selama 30 malam; tamu lain 3,8 orang per kamar dan 7,3 malam per kunjungan. Status: *Calculated*; *Scenario*.

Aset berkapasitas 6.025 kamar menyediakan 2,20 juta malam-kamar setahun. Bila seluruh kamar terisi jamaah haji Indonesia selama tiga puluh malam, musim haji hanya menyerap 8,2% kapasitas itu (Gambar 7.8). Untuk mencapai okupansi 60%, sisa 1,14 juta malam-kamar harus diisi tamu lain, setara kira-kira 595 ribu jamaah umrah per tahun dengan lama tinggal rata-rata 7,3 malam. Kuota haji Indonesia 2026 adalah 221.000 jamaah (Antara, 2025); kawasan ini menampung sekitar 10,4% di antaranya.

Implikasinya jelas. Kampung Haji, secara keuangan, adalah aset umrah yang juga melayani haji. Kelayakannya bergantung pada kontrak penempatan jamaah umrah Indonesia dalam jumlah ratusan ribu orang per tahun, pada persaingan dengan pasokan baru yang besar, dan pada tarif di luar musim puncak. Konsultan properti mencatat lebih dari 218.000 kamar dalam rencana proyek besar di Makkah dan Madinah, termasuk kawasan Thakher sendiri, dan sasaran pemerintah Arab Saudi sebesar 30 juta jamaah haji dan umrah per tahun pada 2030 (Knight Frank, 2026). Permintaan dan pasokan sama-sama tumbuh; statistik triwulan II 2026 menunjukkan bahwa untuk sementara pasokan lebih cepat. Jumlah jamaah umrah Indonesia per tahun tidak diverifikasi dalam laporan ini dan harus menjadi masukan pertama studi kelayakan yang sesungguhnya.

7.11 Peran yang sah bagi CWLS



Gambar 7.9 Skala kebutuhan modal kawasan dibandingkan seluruh CWLS (USD juta)

Sumber: Tabel 7.1; Bab V; dihitung penulis. Angka CWLS dikonversi pada Rp17.500 per USD.

Seluruh CWLS yang beredar pada 9 Oktober 2026, sekitar USD47,1 juta, setara 3,6% dari nilai rencana kawasan (Gambar 7.9). Bahkan bila seluruhnya dialihkan, yang secara hukum tidak mungkin karena dana itu sudah menjadi kewajiban negara dalam APBN, jumlahnya tidak berarti bagi kebutuhan modal. CWLS bukan dan tidak dapat menjadi sumber modal Kampung Haji. Peran yang sah berada pada buku manfaat: imbalan dari seri CWLS tertentu dapat ditujukan untuk program sosial yang berkaitan dengan jamaah, dicatat terpisah, dan diukur dengan indikator sosial.

Tabel 7.8 Imbalan tahunan dari seri CWLS hipotetis yang ditujukan untuk program sosial jamaah

Nilai seri	Setara (USD juta)	Imbalan bruto per tahun (Rp miliar)	Imbalan setelah pajak (Rp miliar)	Nilai seri terhadap biaya rencana (%)
Rp100 miliar	5,7	6,70	6,03	0,46
Rp250 miliar	14,3	16,75	15,08	1,14
Rp500 miliar	28,6	33,50	30,15	2,29
Rp1.000 miliar	57,1	67,00	60,30	4,57

Sumber: dihitung penulis pada imbalan 6,70% (batas bawah SWR007) dan pajak 10%. Status: *Scenario*. Kolom terakhir hanya menunjukkan skala; pokok seri tidak masuk ke proyek. “Paket dampak sosial” Rp25 miliar per tahun pada situs memerlukan seri sekitar Rp415 miliar.

Program yang dapat dibiayai dari buku manfaat harus memenuhi uji seleksi pada Bab VI. Contoh yang layak dikaji, sebagai gagasan dan bukan rekomendasi yang sudah diuji, adalah bantuan akomodasi bagi jamaah lanjut usia atau berisiko tinggi, pelatihan dan sertifikasi tenaga kerja perhotelan Indonesia, serta layanan kesehatan jamaah. Ketiganya mempunyai penerima manfaat yang dapat dihitung dan tidak bergantung pada laba hotel.

Kotak 7.1 Kesimpulan kelayakan dan tiga aturan berhenti

Kesimpulan. Pada patokan pasar yang teramati sepanjang 2026, gagasan ini belum memenuhi pembanding kelayakan yang wajar. Ia menjadi layak pada RevPAR sekitar SAR500 atau lebih, yang memerlukan okupansi di atas 65% dengan tarif musim puncak, atau pada struktur pembiayaan dengan porsi ekuitas yang jauh lebih besar dan imbal ekuitas yang lebih rendah. Kesimpulan ini bersyarat pada asumsi yang dinyatakan dan dapat berubah bila data pengelola tersedia.

Aturan berhenti pertama. Tidak ada penghimpunan dana melalui instrumen apa pun sebelum studi kelayakan independen dan jalur hukum serta syariah selesai.

Aturan berhenti kedua. Tidak ada pencairan belanja modal tanpa tonggak yang disertifikasi pihak independen.

Aturan berhenti ketiga. Tidak ada perluasan seri CWLS yang dikaitkan dengan kawasan ini sebelum penyaluran manfaatnya diperiksa pihak independen. Ketiga aturan ini sejalan dengan gerbang keputusan yang ditampilkan situs dan dirinci pada Bab X.

BAB VIII

Analitik Statistik, Ekonometrika, dan Prediktif

Alur kerja lengkap dari eksplorasi sampai uji ketahanan, termasuk keputusan untuk tidak memakai model yang tidak didukung data.



8.1 Alur kerja dan himpunan data

Analisis kuantitatif dalam laporan ini mengikuti lima langkah yang sama untuk setiap himpunan data: eksplorasi, pemeriksaan sifat deret atau sebaran, pemilihan model yang paling sederhana yang didukung data, diagnostik, dan uji ketahanan. Prinsip yang dipegang adalah bahwa model tidak dipilih karena kecanggihannya. Bila data hanya mendukung statistik deskriptif, hanya statistik deskriptif yang dilaporkan. Tabel 8.1 mendaftar enam himpunan data beserta ukuran, periode, satuan, metode, dan batasnya.

Tabel 8.1 Himpunan data, metode, dan batas tiap analisis empiris

Himpunan data	N; periode; satuan	Sumber	Metode	Pengujian	Batas utama
A. Penerbitan sukuk global	25; 2001–2025; USD miliar per tahun	IIFM, lima edisi	Tren log-linear; jalan acak dengan *drift*; proyeksi	ADF; KPSS; Durbin–Watson; uji asal bergulir	Deret pendek; revisi antaredisi
B. Panel negara–periode	60; 10 negara × 6 periode, 2016–2024; % PDB	IIFM; World Bank	Pooled OLS; efek acak; efek tetap	Uji F; Hausman; VIF; Breusch–Pagan; CD Pesaran	Sel periode tidak seragam; T kecil
C. SBSN proyek	12; 2013–2024; Rp triliun	DJPPR dan keterangan resmi	Korelasi Spearman (Bab IV)	Nilai-p dua sisi	Sebagian titik berupa pagu
D. Seri CWLS	14 seri; 2020–2025; Rp miliar	DJPPR; BWI	Deskriptif; skenario	–	Terlalu sedikit untuk inferensi
E. Provinsi	38; Maret 2026; ribu jiwa; indeks	BPS	Indeks komposit persentil (Bab VI)	–	Dua variabel saja
F. Model Kampung Haji	10.000 tarikan; 2026–2050; USD juta	Asumsi penulis; GASTAT; Knight Frank	Arus kas terdiskonto; *Monte Carlo* (Bab VII)	Analisis kepekaan	Sebaran masukan bersifat penilaian

Sumber: penulis. Seluruh himpunan data, kamus variabel, dan jejak sumber tersedia pada buku kerja pendamping; skrip analisis disebut pada Lampiran E.

8.2 Eksplorasi data

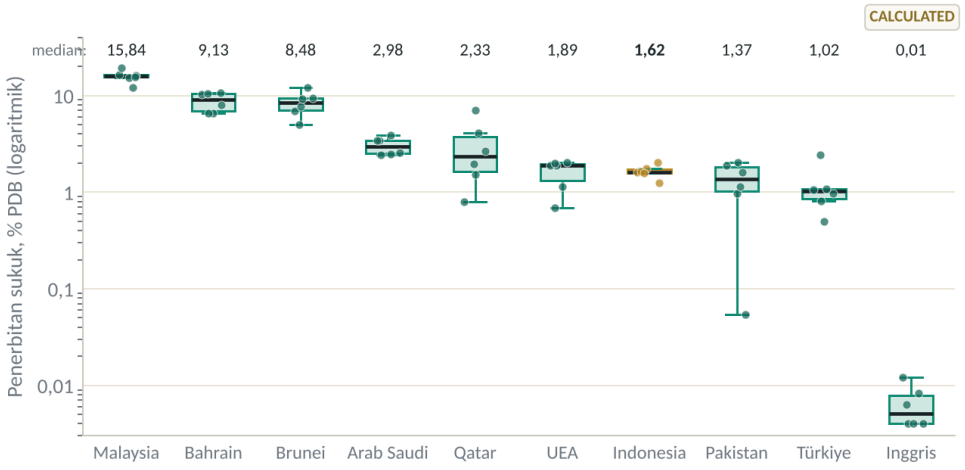
Panel negara–periode disusun dari lima edisi laporan IIFM. Karena IIFM tidak menerbitkan deret tahunan per negara dalam satu tabel, nilai tahunan diturunkan dari selisih nilai kumulatif antaredisi: arus 2018, 2022, dan 2024 dikutip langsung; rata-rata 2016–2017 dan 2019–2021 dihitung dari selisih kumulatif dikurangi arus tahun yang diketahui; arus 2023 dari selisih kumulatif 2022–2024 dikurangi arus 2024.[20] Variabel terikat adalah penerbitan sebagai persentase PDB; variabel penjelas adalah logaritma PDB per kapita, pertumbuhan PDB riil, dan inflasi, masing-masing dirata-ratakan pada periode yang sama.

Tabel 8.2 Statistik deskriptif panel negara–periode (N = 60)

Variabel	Satuan	Rata-rata	Median	Simpangan baku	Minimum	Maksimum
Penerbitan sukuk terhadap PDB	%	4,47	2,03	4,96	0,00	19,23
ln PDB per kapita	ln USD	9,80	10,27	1,17	7,22	11,39
Pertumbuhan PDB riil	% per tahun	3,17	3,17	2,56	−1,63	12,00
Inflasi	% per tahun	6,84	2,47	13,88	−1,28	72,31

Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025); World Bank (2026); dihitung penulis. Inflasi maksimum 72,31% adalah Türkiye pada 2022.

[20] Hanya nilai total (internasional ditambah domestik) yang dipakai, karena klasifikasi internasional dan domestik untuk Malaysia direvisi besar antaredisi. Satu sel bernilai negatif kecil (Inggris, 2023: −USD0,01 miliar), akibat revisi nilai kumulatif, dan dibiarkan apa adanya.



Kotak: kuartil; garis tebal: median; titik: enam sel periode per negara, 2016–2024 (N = 60). Nilai Inggris yang mendekati nol dipotong pada 0,004 agar tampak pada skala logaritmik.

Gambar 8.1 **Sebaran penerbitan sukuk terhadap PDB menurut negara, 2016–2024**

Sumber: panel B; dihitung penulis.

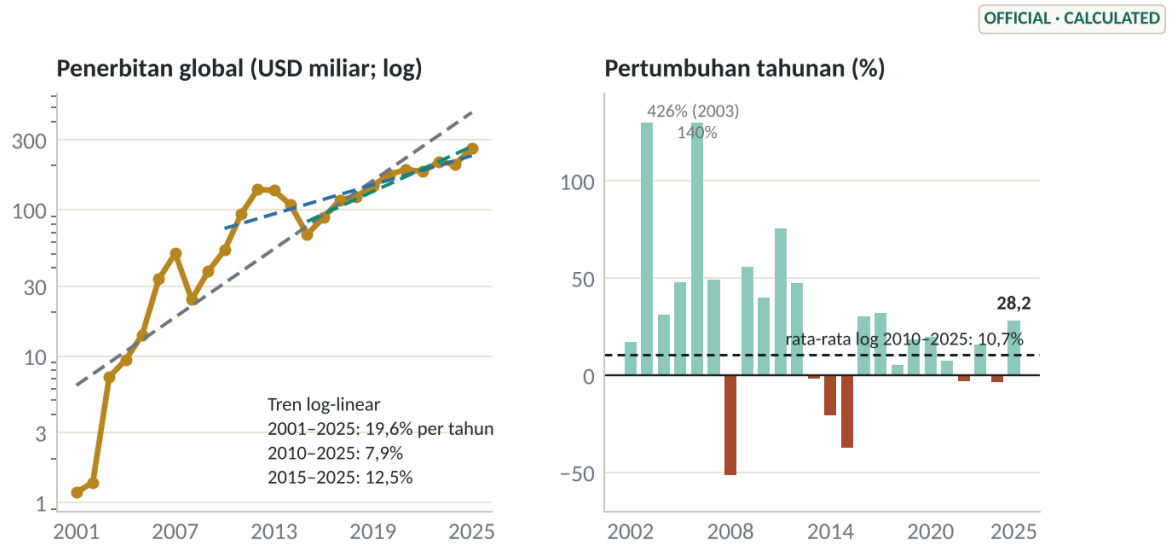
Dua ciri tampak pada eksplorasi (Tabel 8.2, Gambar 8.1). Sebaran variabel terikat sangat menceng: rata-rata 4,47% PDB tetapi median 2,03%, karena Malaysia, Bahrain, dan Brunei berada jauh di atas yang lain. Dan ragam antarnegara jauh lebih besar daripada ragam antarwaktu: kotak tiap negara sempit dan hampir tidak tumpang-tindih dengan negara pada tingkat yang berbeda. Türkiye adalah pencilan pada inflasi. Kedua ciri ini menentukan pilihan model pada Subbab 8.6.

8.3 Sifat deret waktu: tren dan stasioneritas

Persamaan 8.1 Tren log-linear dan laju pertumbuhan tersirat

$$\ln y_t = \alpha + \beta\, t + \varepsilon_t\,, \quad g = e^{\beta} - 1 \tag{8.1}$$

dengan y_t penerbitan global pada tahun t (USD miliar), β kemiringan tren, dan g laju pertumbuhan per tahun yang tersirat. Berbeda dari CAGR, penduga ini memakai seluruh pengamatan.



Gambar 8.2 **Penerbitan sukuk global: tingkat pada skala logaritmik dengan tiga tren, dan pertumbuhan tahunan**

Sumber: deret A; dihitung penulis. Panel kanan: dua batang awal dipotong pada 130%; nilai sebenarnya tertulis.

Tren log-linear memberi 19,6% per tahun untuk 2001–2025 (selang kepercayaan 95%: 12,1–27,5%), 7,9% untuk 2010–2025 (5,1–10,8%), dan 12,5% untuk 2015–2025 (9,8–15,3%). Ketiga angka berbeda jauh dan selangnya hampir tidak tumpang-tindih: pasar ini tidak mempunyai satu laju tren yang stabil. Statistik Durbin–Watson yang rendah (0,38; 1,03; 0,96) menandakan sisaan berautokorelasi, sehingga galat baku tren terlalu kecil dan tren deterministik bukan gambaran yang memadai.

Tabel 8.3 **Penduga tren log-linear pada tiga jendela**

Jendela	n	Kemiringan β	Galat baku	Laju tersirat (% per tahun)	Selang 95% (%)	R^2	Durbin–Watson
2001–2025	25	0,1788	0,0328	19,6	12,1–27,5	0,774	0,38
2010–2025	16	0,0763	0,0136	7,9	5,1–10,8	0,699	1,03
2015–2025	11	0,1180	0,0124	12,5	9,8–15,3	0,923	0,96

Sumber: dihitung penulis dengan kuadrat terkecil biasa. Galat baku tidak dikoreksi untuk autokorelasi; karena statistik Durbin–Watson jauh di bawah dua, selang yang sebenarnya lebih lebar daripada yang tercantum.

Tabel 8.4 **Uji akar unit dan stasioneritas pada logaritma penerbitan global**

Uji	Deret	Spesifikasi	Statistik	Nilai kritis 5%	Nilai-p	Kesimpulan pada 5%
ADF	Tingkat, 2001–2025	Konstanta dan tren	−2,697	−3,612	0,237	Akar unit tidak ditolak
ADF	Diferens pertama	Konstanta	−4,217	−2,998	<0,001	Akar unit ditolak
KPSS	Tingkat, 2001–2025	Konstanta dan tren	0,171	0,146	0,029	Stasioner-tren ditolak
KPSS	Diferens pertama	Konstanta	0,423	0,463	0,067	Stasioner tidak ditolak
ADF	Tingkat, 2010–2025	Konstanta dan tren	−3,310	−3,787	0,065	Akar unit tidak ditolak
ADF	Diferens pertama, 2010–2025	Konstanta	−3,128	−3,155	0,025	Tipis; tidak ditolak pada nilai kritis sampel kecil

Sumber: dihitung penulis. ADF: Dickey dan Fuller (1979), kelambanan maksimum dua, dipilih dengan kriteria AIC. KPSS: Kwiatkowski dkk. (1992); nilai-p di luar rentang tabel dibatasi perangkat lunak. Dengan 12–25 pengamatan, daya kedua uji rendah.

Uji ADF (Dickey dan Fuller, 1979) dan KPSS (Kwiatkowski dkk., 1992) saling menguatkan untuk deret penuh: logaritma penerbitan berakar unit pada tingkat dan stasioner pada diferens pertama (Tabel 8.4). Untuk subsampel 2010–2025 hasilnya kurang tegas karena pengamatannya hanya belasan. Kesimpulan kerja: deret diperlakukan sebagai terintegrasi berorde satu dalam logaritma, dan prakiraan disusun pada pertumbuhan, bukan pada tingkat. Pendekatan kointegrasi seperti uji batas (Pesaran dkk., 2001) tidak dipakai karena tidak ada deret penjelas tahunan yang cukup panjang dan sepadan.

8.4 Pemilihan model dengan uji luar-sampel

Persamaan 8.2 Jalan acak dengan *drift* pada logaritma

$$\ln y_{t+1} = \ln y_t + \mu + \varepsilon_{t+1}, \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma^2) \tag{8.2}$$

Persamaan 8.3 Ukuran galat prakiraan

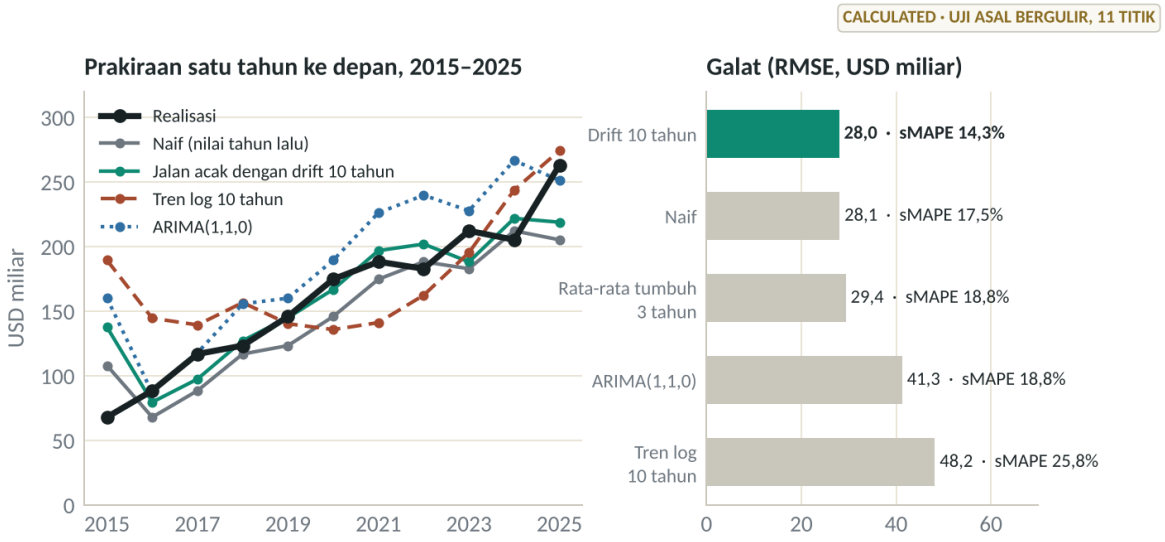
$$MAE = \frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} |\, e_t \,|, \quad RMSE = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{t=1}^{n} e_t^{\,2}}, \quad sMAPE = \frac{100}{n}\sum_{t=1}^{n} \frac{2\,|\, e_t \,|}{|\, y_t \,| + |\, \hat{y}_t \,|} \tag{8.3}$$

dengan μ rata-rata pertumbuhan logaritmik (*drift*), σ simpangan bakunya, e_t selisih realisasi dan prakiraan, dan n jumlah prakiraan. Lima model dibandingkan dengan uji asal bergulir (Tashman, 2000): pada setiap tahun asal dari 2014 sampai 2024, model diduga hanya dengan data sampai tahun itu dan dipakai memprakirakan satu tahun ke depan, sehingga diperoleh sebelas prakiraan yang benar-benar di luar sampel. Tiga ukuran galat dipakai karena masing-masing mempunyai kelemahan (Hyndman dan Koehler, 2006).[21]

Tabel 8.5 Ketepatan lima model pada uji asal bergulir, prakiraan 2015–2025

Model	MAE (USD miliar)	RMSE (USD miliar)	sMAPE (%)	Bias (USD miliar)
Jalan acak dengan *drift* (jendela 10 tahun)	**20,3**	**28,0**	**14,3**	**1,1**
Naif (nilai tahun lalu)	23,6	28,1	17,5	−14,1
Rata-rata pertumbuhan 3 tahun	23,9	29,4	18,8	−1,0
ARIMA(1,1,0) dengan tren	30,9	41,3	18,8	28,4
Tren log-linear 10 tahun	37,5	48,2	25,8	14,0

Sumber: dihitung penulis; sebelas prakiraan satu tahun ke depan dengan jendela membesar. Bias positif berarti prakiraan rata-rata terlalu tinggi.



Gambar 8.3 Uji luar-sampel: realisasi dan prakiraan satu tahun ke depan, serta galat tiap model

Sumber: Tabel 8.5. Rata-rata pertumbuhan tiga tahun tidak digambar pada panel kiri agar garis terbaca.

Jalan acak dengan *drift* sepuluh tahun memberi galat terkecil pada ketiga ukuran, tetapi selisihnya dari model naif sangat tipis pada RMSE (28,0 berbanding 28,1). Dua model yang lebih rumit, ARIMA(1,1,0) dan tren log-linear, jelas lebih buruk dan cenderung terlalu tinggi (Gambar 8.3). Galat absolut rata-rata model terbaik masih sekitar USD20 miliar, kira-kira 14% dari nilai yang diprakirakan. Kesimpulannya sederhana dan penting: **data tidak mendukung model yang lebih canggih daripada jalan acak dengan *drift***, dan prakiraan apa pun untuk pasar ini mempunyai ketidakpastian yang besar.

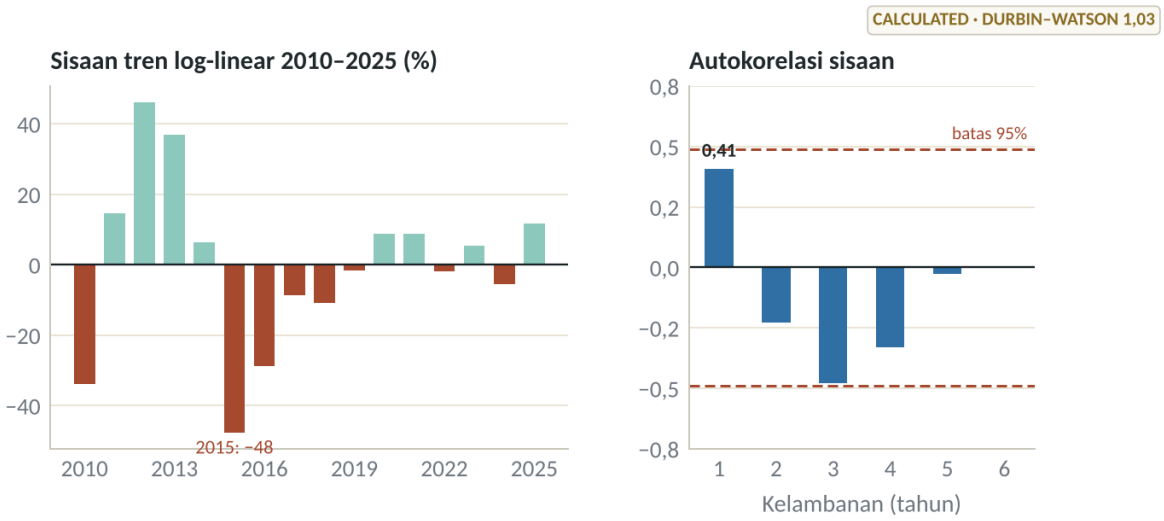
[21] MAE dan RMSE bergantung pada skala dan didominasi tahun-tahun bernilai besar; sMAPE bebas skala tetapi tidak simetris sepenuhnya terhadap prakiraan terlalu tinggi dan terlalu rendah. Bias adalah rata-rata galat bertanda.

Tabel 8.6 Rincian uji asal bergulir: realisasi dan prakiraan satu tahun ke depan (USD miliar)

Tahun sasaran	Realisasi	Naif	Drift 10 tahun	Rata-rata 3 tahun	ARIMA(1,1,0)	Tren log 10 tahun	Galat *drift* (%)
2015	67,8	107,8	137,5	117,1	159,9	189,3	102,8
2016	88,3	67,8	79,4	54,5	86,7	144,4	−10,1
2017	116,7	88,3	97,3	80,3	117,6	139,2	−16,6
2018	123,2	116,7	127,0	126,6	155,5	156,5	3,1
2019	145,7	123,2	144,8	151,0	159,9	140,1	−0,6
2020	174,6	145,7	166,7	172,9	189,3	135,6	−4,5
2021	188,1	174,6	196,7	200,1	226,0	141,0	4,6
2022	182,7	188,1	201,8	216,9	239,6	162,2	10,5
2023	212,0	182,7	188,0	197,8	227,6	195,2	−11,3
2024	205,1	212,0	221,7	226,8	266,5	243,6	8,1
2025	262,9	205,1	218,7	211,9	251,0	274,1	−16,8

Sumber: dihitung penulis. Tiap baris memakai data sampai tahun sebelumnya saja. Galat *drift*: (prakiraan − realisasi) ÷ realisasi.

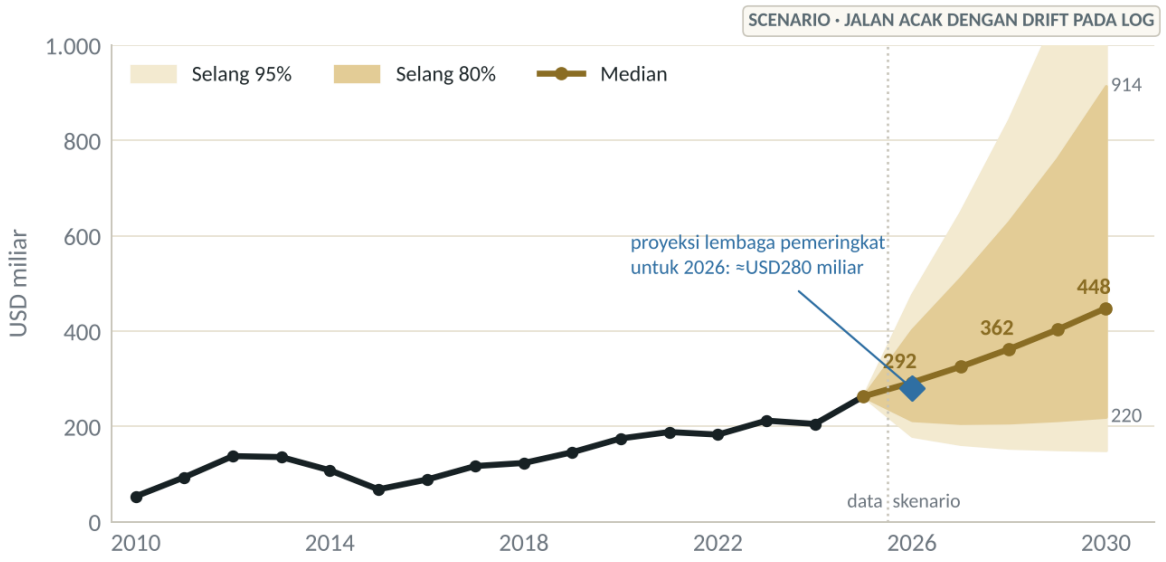
Rincian per tahun pada Tabel 8.6 menunjukkan kapan model gagal. Semua model meleset jauh pada 2015, ketika penerbitan anjlok karena satu keputusan kebijakan di satu negara, dan pada 2025, ketika penerbitan internasional melonjak. Dua galat terbesar, dengan kata lain, berasal dari peristiwa yang tidak dapat diturunkan dari sejarah deret. Itulah sebabnya selang proyeksi pada subbab berikut dibuat lebar dan tidak dipersempit dengan model yang lebih rumit.



Gambar 8.4 Diagnostik sisaan tren log-linear 2010–2025

Sumber: dihitung penulis. Sisaan besar pada 2012–2013 dan 2015–2016 serta autokorelasi kelambanan pertama yang tinggi menunjukkan bahwa tren deterministik tidak menangkap dinamika deret.

8.5 Proyeksi 2026–2030



Gambar 8.5 **Proyeksi penerbitan sukuk global, 2026–2030: median dan selang ketidakpastian**

Sumber: dihitung penulis dengan Persamaan 8.2; *drift* dan simpangan baku diduga dari 2010–2025. Tanda belah ketupat: proyeksi sebuah lembaga pemeringkat untuk 2026 sebagaimana diberitakan. Status: *Scenario*.

Tabel 8.7 **Proyeksi penerbitan sukuk global, 2026–2030 (USD miliar)**

Tahun	Median	Selang 80%	Selang 95%	Batas atas ÷ batas bawah (80%)
2026	292	213–402	180–476	1,9
2027	325	207–511	163–649	2,5
2028	362	208–629	155–843	3,0
2029	403	213–762	152–1.068	3,6
2030	448	220–914	150–1.334	4,2

Sumber: dihitung penulis. Drift 10,66% dan simpangan baku 24,89% per tahun dalam logaritma. Selang mengandaikan galat normal dan saling bebas; ketidakpastian parameter tidak dimasukkan, sehingga selang sebenarnya lebih lebar.

Median proyeksi 2026 adalah USD292 miliar, dengan selang 80% USD213–402 miliar (Gambar 8.5, Tabel 8.7). Proyeksi sebuah lembaga pemeringkat sekitar USD280 miliar berada dekat median. Pada 2030 selang 80% sudah mencakup rentang empat kali lipat. Angka-angka ini harus dibaca sebagai gambaran ketidakpastian, bukan sebagai ramalan: realisasi 2026 belum tersedia pada tanggal batas data, dan laporan ini tidak memperlakukan angka parsial sebagai angka setahun.

Seberapa peka proyeksi terhadap jendela pendugaan? Bila *drift* diduga dari 2015–2025 saja, nilainya 13,5% per tahun dan median 2030 menjadi sekitar USD518 miliar, bukan USD448 miliar. Selisih itu masih berada jauh di dalam selang 80%, yang menegaskan bahwa ketidakpastian utama bukan terletak pada pilihan jendela, melainkan pada besarnya guncangan tahunan.

8.6 Model panel: apa yang menjelaskan kedalaman pasar

Persamaan 8.4 Model panel kandidat

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 X_{1,it} + \beta_2 X_{2,it} + \beta_3 X_{3,it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (8.4)$$

dengan Y_{it} penerbitan sukuk negara *i* pada periode *t* sebagai persentase PDB; X_1 logaritma PDB per kapita; X_2 pertumbuhan PDB riil; X_3 inflasi; μ_i efek negara; λ_t efek periode; dan ε_{it} galat. Model ini adalah kandidat, bukan kesimpulan: ia diuji dalam empat bentuk, yaitu tanpa efek (*pooled*), dengan efek acak, dengan efek tetap negara, dan dengan efek tetap dua arah. Galat baku dikluster pada negara.[22] Dengan sepuluh negara dan enam periode, model dinamis seperti penduga momen umum (Arellano dan Bond, 1991) tidak layak dipakai dan tidak dicoba.

Tabel 8.8 Data panel: penerbitan sukuk per negara dan periode (USD miliar per tahun)

Negara	2018	2022	2023	2024	2016–2017	2019–2021
Malaysia	57,82	67,26	76,91	65,69	47,83	43,58
Arab Saudi	22,60	42,64	47,23	42,75	17,88	21,54
Indonesia	**16,68**	**21,61**	**21,80**	**17,30**	**17,20**	**22,93**
Uni Emirat Arab	8,33	3,50	10,57	11,05	4,49	7,61
Türkiye	7,69	10,01	12,09	11,09	4,31	19,07
Qatar	2,81	6,32	8,81	15,28	1,25	3,29
Bahrain	3,16	3,02	3,05	4,97	3,65	4,13
Pakistan	0,19	6,03	6,40	7,60	3,18	3,67
Brunei Darussalam	0,68	1,54	1,42	1,85	0,81	1,01
Inggris	0,35	0,00	−0,01	0,00	0,17	0,25

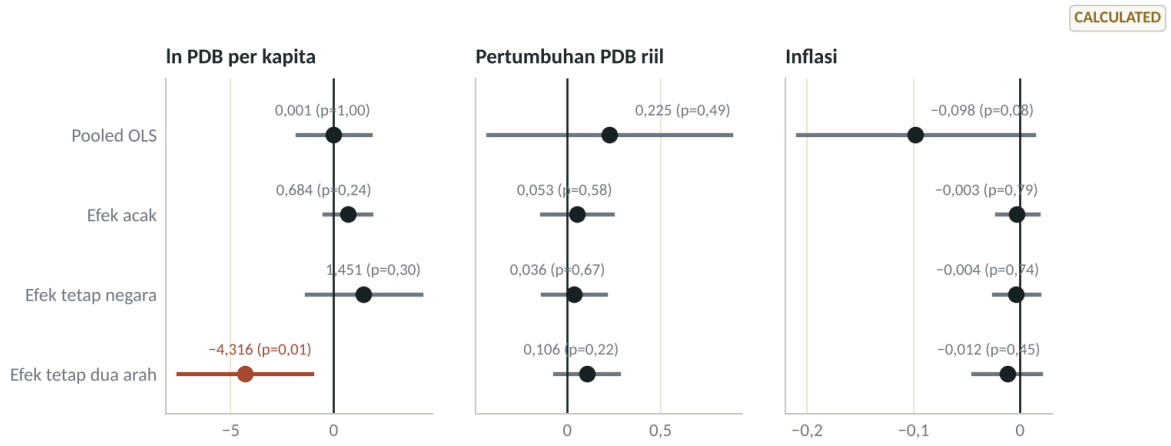
Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025); dihitung penulis. Kolom 2016–2017 dan 2019–2021 adalah rata-rata tahunan. Nilai 2018, 2022, dan 2024 dikutip langsung; nilai lain diturunkan dari selisih kumulatif antaredisi.

Tabel 8.9 Hasil estimasi model panel (variabel terikat: penerbitan sukuk, % PDB)

Variabel	Pooled OLS	Efek acak	Efek tetap negara	Efek tetap dua arah
ln PDB per kapita	0,001 (0,887)	0,684 (0,574)	1,451 (1,382)	−4,316 (1,607)
Pertumbuhan PDB riil (%)	0,225 (0,325)	0,053 (0,094)	0,036 (0,083)	0,106 (0,085)
Inflasi (%)	−0,098 (0,055)	−0,003 (0,010)	−0,004 (0,011)	−0,012 (0,016)
Efek negara	Tidak	Acak	Tetap	Tetap
Efek periode	Tidak	Tidak	Tidak	Tetap
R^2 (pooled, RE: keseluruhan; FE: dalam-negara)	0,078	0,015	0,022	−0,211
Jumlah pengamatan	60	60	60	60

Sumber: dihitung penulis. Galat baku terkluster negara dalam kurung. ***p<0,01;*** *p<0,05;* p<0,10. R^2 dalam-negara pada efek tetap dua arah bernilai negatif, tanda bahwa variabel penjelas tidak menambah daya jelas setelah efek periode dimasukkan.

[22] Dengan hanya sepuluh kluster, galat baku terkluster cenderung terlalu kecil dan nilai-p terlalu optimistis. Hal ini memperkuat, bukan melemahkan, kesimpulan bahwa koefisien yang dilaporkan tidak signifikan; satu-satunya koefisien yang tampak signifikan harus dibaca dengan kehati-hatian ganda.



Titik: koefisien; garis: selang kepercayaan 95% (galat baku terkluster negara). Variabel terikat: penerbitan sukuk, % PDB. N = 60 (10 negara × 6 periode).

Gambar 8.6 **Koefisien tiga variabel makro pada empat spesifikasi, dengan selang kepercayaan 95%**

Sumber: Tabel 8.9. Merah: berbeda dari nol pada taraf 5%.

Hasilnya konsisten dalam satu hal dan tidak konsisten dalam hal lain (Tabel 8.9, Gambar 8.6). Pertumbuhan dan inflasi tidak signifikan pada spesifikasi mana pun. Koefisien pendapatan per kapita berubah tanda: positif tetapi tidak signifikan pada tiga spesifikasi, lalu negatif dan signifikan (−4,32; p = 0,01) ketika efek periode ditambahkan. Koefisien yang berbalik tanda bila spesifikasi diubah bukan temuan; ia adalah tanda bahwa data tidak mengidentifikasi hubungan itu. Daya jelas ketiga variabel hampir nol: R^2 dalam-negara 0,022.

Tabel 8.10 **Diagnostik model panel**

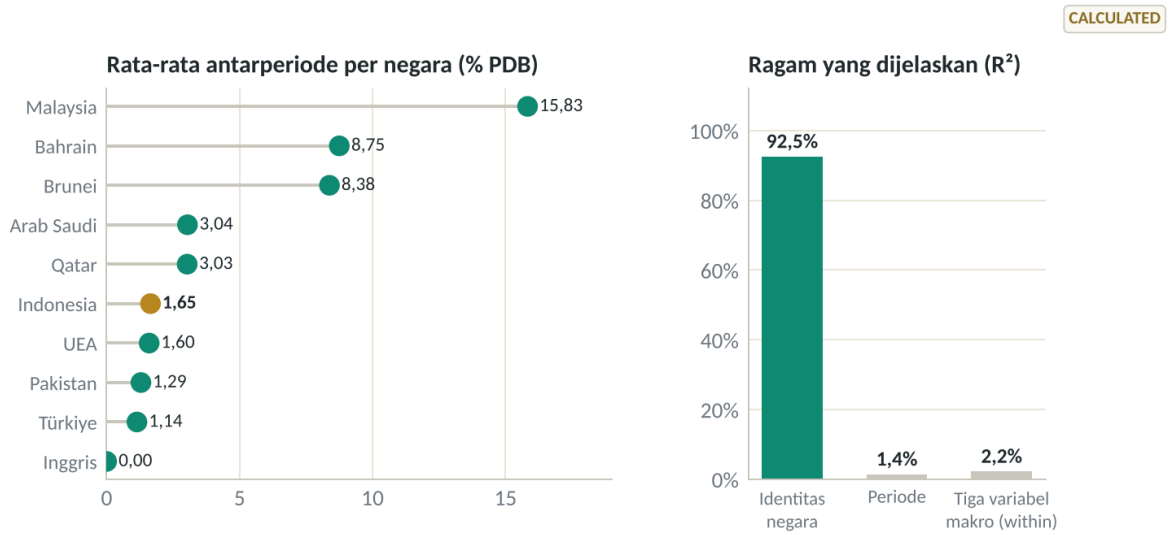
Pengujian	Hipotesis nol	Statistik	Nilai-p	Tafsir
Uji F efek negara	Semua efek negara sama (model *pooled* memadai)	60,11	<0,001	Ditolak: efek negara sangat kuat
Hausman	Efek acak konsisten	0,65 (db 3)	0,886	Tidak ditolak: efek acak dapat dipakai
Faktor inflasi ragam (VIF)	–	1,09–1,15	–	Tidak ada multikolinearitas
Breusch–Pagan	Ragam galat homogen	6,01	0,111	Tidak ditolak pada 5%; galat baku terkluster tetap dipakai
CD Pesaran pada sisaan efek tetap	Tidak ada ketergantungan antarnegara	0,14	0,892	Tidak ditolak; korelasi rata-rata 0,008
Korelasi Spearman antar-rata-rata negara	Kedalaman tidak berkaitan dengan pendapatan per kapita	−0,05	0,881	Tidak ditolak (n = 10)

Sumber: dihitung penulis. Hausman (1978) dihitung dengan matriks kovarians klasik; Breusch dan Pagan (1979) pada model *pooled*. Parameter efek acak θ = 0,888, dekat dengan satu, sehingga penduga efek acak hampir sama dengan efek tetap.

Persamaan 8.5 Statistik uji Hausman

$$H = (\beta_{FE} - \beta_{RE})' \left[V(\beta_{FE}) - V(\beta_{RE})\right]^{-1} (\beta_{FE} - \beta_{RE}) \sim \chi^2_k \tag{8.5}$$

dengan $\hat{\beta}$ vektor koefisien dari penduga efek tetap (FE) dan efek acak (RE), V matriks kovariansnya, dan k jumlah koefisien yang dibandingkan (tiga). Nilai H yang kecil berarti kedua penduga tidak berbeda secara sistematis, sehingga penduga efek acak yang lebih efisien dapat dipakai. Pada data ini, kesimpulan itu hampir tidak berpengaruh secara praktis: parameter θ yang dekat dengan satu membuat kedua penduga nyaris sama.



Gambar 8.7 **Efek negara: rata-rata antarperiode dan bagian ragam yang dijelaskan**

Sumber: panel B; dihitung penulis. R^2 identitas negara dan periode berasal dari regresi atas variabel boneka saja.

Diagnostik pada Tabel 8.10 menjelaskan mengapa. Uji F menolak kesamaan efek negara dengan sangat kuat (Hausman, 1978; Breusch dan Pagan, 1979). Bila penerbitan terhadap PDB diregresikan hanya pada identitas negara, R^2 mencapai 92,5%; identitas periode menjelaskan 1,4% (Gambar 8.7). Hampir seluruh ragam terletak antarnegara dan bersifat tetap sepanjang waktu. Di antara sepuluh negara, rata-rata kedalaman tidak berkorelasi dengan pendapatan per kapita (koefisien Spearman −0,05). Tafsir yang sejalan dengan teori kelembagaan pada Bab II adalah bahwa kedalaman pasar sukuk ditentukan oleh ciri negara yang berubah lambat, seperti kerangka hukum, program penerbitan pemerintah, dan basis investor, bukan oleh naik turunnya pertumbuhan atau inflasi. Model ini tidak mengukur ciri-ciri itu secara langsung; ia hanya menunjukkan di mana ragam berada.

8.7 Uji ketahanan

Tabel 8.11 **Uji ketahanan: koefisien dan nilai-p pada tiga sampel**

Sampel	N	ln PDB per kapita, efek tetap	ln PDB per kapita, efek acak	ln PDB per kapita, dua arah	Pertumbuhan, efek tetap	Inflasi, efek tetap	Hausman
Sepuluh negara	60	1,45 (0,299)	0,68 (0,238)	−4,32 (0,010)	0,04 (0,668)	0,00 (0,745)	0,65 (0,886)
Tanpa Türkiye	54	2,39 (0,072)	0,81 (0,218)	−3,19 (0,459)	0,02 (0,820)	0,04 (0,178)	4,51 (0,211)
Tanpa Türkiye dan Inggris	48	2,67 (0,056)	1,19 (0,043)	−2,55 (0,627)	0,02 (0,865)	0,04 (0,144)	0,69 (0,876)

Sumber: dihitung penulis. Sel: koefisien (nilai-p). Türkiye dikeluarkan karena lonjakan cakupan data antaredisi dan inflasi ekstrem; Inggris karena penerbitannya mendekati nol. Regresi median atas data gabungan memberi koefisien ln PDB per kapita 0,18 (p = 0,77) dan tidak ada koefisien yang signifikan.

Tiga pemeriksaan dilakukan (Tabel 8.11). Mengeluarkan Türkiye, lalu juga Inggris, tidak mengubah kesimpulan tentang pertumbuhan dan inflasi. Untuk pendapatan per kapita, subsampel delapan negara memberi koefisien positif yang berada di batas signifikansi pada efek acak (1,19; p = 0,04) dan efek tetap (p = 0,06), sedangkan koefisien negatif pada efek tetap dua arah lenyap. Regresi kuantil pada median (Koenker dan Bassett, 1978), yang tahan terhadap pencilan, tidak menemukan koefisien yang signifikan. Kesimpulan yang bertahan pada semua pemeriksaan hanya dua: efek negara dominan, dan tidak ada hubungan yang kokoh antara variabel makro dan kedalaman pasar pada data ini. Indikasi lemah bahwa

kenaikan pendapatan per kapita di dalam suatu negara diikuti kenaikan penerbitan dicatat sebagai dugaan untuk data yang lebih panjang, bukan sebagai temuan.

8.8 Dekomposisi pertumbuhan CWLS ritel

Persamaan 8.6 Dekomposisi kenaikan nilai menurut jenis wakif

$$\Delta N = \Delta N_{ind} + \Delta N_{inst}, \quad k_j = \frac{\Delta N_j}{\Delta N} \times 100 \tag{8.6}$$

dengan N nilai penjualan satu seri, dan k_j sumbangan jenis wakif j (individu atau institusi) terhadap kenaikan nilai antara dua seri. Dekomposisi hanya dapat dihitung untuk seri yang rinciannya tersedia: SWR002, SWR003, SWR005, dan SWR006.

Tabel 8.12 Dekomposisi kenaikan nilai seri ritel menurut jenis wakif (Rp miliar)

Dari – ke	Kenaikan total	Dari individu	Dari institusi	Sumbangan individu (%)	Sumbangan institusi (%)
SWR002 – SWR003	14,11	11,72	2,39	83,0	16,9
SWR003 – SWR005	109,12	8,99	100,12	8,2	91,8
SWR005 – SWR006	158,91	0,84	158,08	0,5	99,5
SWR002 – SWR006	**282,14**	**21,55**	**260,59**	**7,6**	**92,4**

Sumber: Tabel 5.4; dihitung penulis. Perbandingan SWR003–SWR005 melompati SWR004 yang rinciannya tidak tersedia.

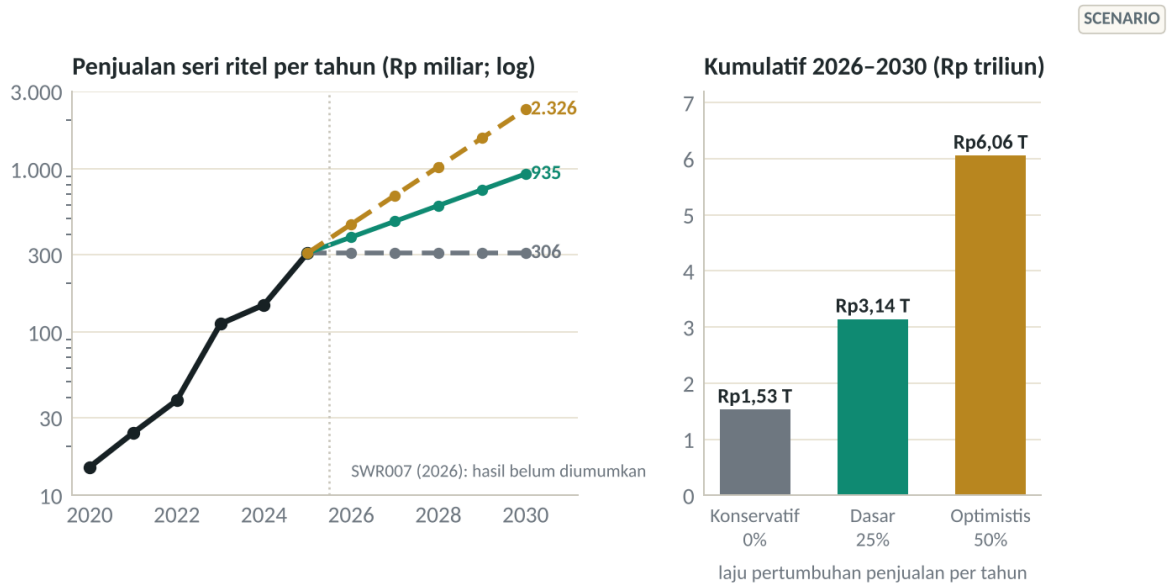
Dari kenaikan Rp282,14 miliar antara SWR002 dan SWR006, wakif individu menyumbang 7,6% dan institusi 92,4% (Tabel 8.12). Dekomposisi ini mengukuhkan temuan Bab V dengan angka: pertumbuhan seri "ritel" selama empat tahun hampir seluruhnya adalah pertumbuhan wakaf lembaga. Bagi skenario pada subbab berikut, ini berarti laju historis nilai gabungan tidak dapat dipakai sebagai dasar proyeksi basis ritel yang sesungguhnya.

Konsentrasi saluran distribusi

Satu ukuran konsentrasi lain dapat dihitung dari data yang ada, yaitu bagian penjualan yang berasal dari satu mitra distribusi terbesar. Pada SWR001 satu bank menjual 72,6% nilai; pada SWR003 61,3%; pada SWR004 75,3%, dan bank terbesarnya berganti dari seri ke seri (Bareksa, 2020; DJPPR, 2022; Bisnis Indonesia, 2023). Dengan enam mitra distribusi, pola ini berarti penjualan tiap seri bergantung pada satu saluran yang kebetulan mempunyai nasabah lembaga besar pada tahun itu. Konsentrasi wakif dan konsentrasi saluran adalah dua sisi dari gejala yang sama, dan keduanya membuat nilai penjualan seri berikutnya sulit diprakirakan.

8.9 Skenario pasar CWLS ritel 2026–2030

Dengan enam pengamatan seri, tidak ada model statistik yang layak diduga untuk CWLS ritel. Laporan ini menyusun tiga skenario pertumbuhan penjualan per tahun dari dasar SWR006: 0%, 25%, dan 50%. Laju 25% kira-kira sama dengan pertumbuhan nilai wakaf individu pada 2021–2025 dan dengan laju rata-rata wakaf uang dalam RPJMN; laju 50% masih jauh di bawah laju majemuk nilai gabungan 2020–2025, yang terutama digerakkan institusi dan tidak dapat diandaikan berlanjut.



Gambar 8.8 Skenario penjualan CWLS ritel, 2026–2030

Sumber: Tabel 5.1; skenario penulis. Hasil SWR007 (2026) belum diumumkan; titik 2026 pada tiap lintasan adalah nilai skenario, bukan perkiraan hasil SWR007. Status: *Scenario*.

Tabel 8.13 Skenario CWLS ritel: penjualan, kumulatif, dan imbalan (Rp miliar)

Skenario	Laju per tahun	2026	2028	2030	Kumulatif 2026–2030	Imbalan tahunan seri beredar, 2030
Konservatif	0%	306	306	306	1.532	33,1
Dasar	25%	383	598	935	3.142	90,9
Optimistis	50%	459	1.034	2.326	6.059	209,3

Sumber: dihitung penulis. Imbalan 2030: dua seri beredar (2029 dan 2030) pada imbalan 6% setelah pajak 10%. Seri penempatan langsung tidak diskenariokan karena bergantung pada keputusan segelintir lembaga.

Tabel 8.14 Lintasan penjualan CWLS ritel per tahun pada tiga skenario (Rp miliar)

Tahun	Konservatif (0%)	Dasar (25%)	Optimistis (50%)
2025	306,3	306,3	306,3
2026	306,3	382,9	459,4
2027	306,3	478,6	689,1
2028	306,3	598,2	1.033,7
2029	306,3	747,8	1.550,5
2030	306,3	934,7	2.325,8

Sumber: dihitung penulis. Baris 2025 adalah realisasi SWR006; baris berikutnya skenario.

Pada skenario dasar, penjualan ritel mencapai sekitar Rp935 miliar pada 2030 dan kumulatif lima tahun Rp3,14 triliun; imbalan tahunan yang tersedia untuk program sosial sekitar Rp91 miliar (Tabel 8.13). Bahkan pada skenario optimistis, CWLS ritel tetap berskala beberapa triliun rupiah dalam lima tahun: instrumen manfaat sosial yang berarti, bukan sumber pembiayaan proyek berskala puluhan triliun.

Ringkasan simulasi model kelayakan

Tabel 8.15 ***Monte Carlo*** **model kelayakan Kampung Haji: persentil empat ukuran hasil (10.000 tarikan)**

Ukuran	P5	P25	Median	P75	P95	Pembanding	Tarikan yang memenuhi (%)
IRR proyek dengan nilai akhir (%)	1,49	2,73	3,63	4,57	5,82	> 7,25%	0,2
Imbal atas biaya (%)	3,77	–	5,14	–	6,80	–	–
DSCR minimum (×)	0,67	–	0,92	–	1,24	≥ 1,30×	2,9
NPV pada 8%, dengan nilai akhir (USD juta)	−690	–	−485	–	−254	> 0	0,1
RevPAR yang ditarik (SAR)	322	–	401	–	486	–	–

Sumber: model penulis (Bab VII); benih 20261009. Status: *Scenario*. Tanda "–": persentil tidak dihitung. Korelasi peringkat dengan IRR: margin 0,62; okupansi 0,51; tarif 0,47; pembengkakan biaya −0,25; keterlambatan −0,05.

Tabel 8.15 merangkum simulasi yang diuraikan pada Bab VII dalam bentuk yang dapat dibandingkan dengan analisis lain pada bab ini. Dua hal membedakannya dari proyeksi deret waktu. Sebarannya tidak diduga dari data, melainkan ditetapkan; dan parameternya ditarik saling bebas, padahal okupansi dan tarif pada kenyataannya cenderung bergerak bersama. Bila keduanya berkorelasi positif, ekor sebaran akan lebih tebal pada kedua sisi: skenario buruk lebih buruk dan skenario baik lebih baik daripada yang tergambar. Karena itu angka pada kolom terakhir sebaiknya dibaca sebagai urutan besaran, bukan sebagai peluang yang presisi.

8.10 Catatan keputusan model

Agar pembaca dapat menilai bukan hanya model yang dipakai tetapi juga model yang tidak dipakai, Tabel 8.16 mencatat setiap keputusan beserta alasannya.

Tabel 8.16 Model yang dipertimbangkan, keputusan, dan alasannya

Model atau metode	Himpunan data	Keputusan	Alasan
Tren log-linear	A	Dilaporkan; tidak dipakai untuk proyeksi	Sisaan berautokorelasi; laju tidak stabil antarjendela
Jalan acak dengan *drift*	A	Dipakai untuk proyeksi	Galat luar-sampel terkecil; sesuai dengan hasil uji akar unit
ARIMA(1,1,0)	A	Ditolak	Galat luar-sampel lebih besar dan bias ke atas
Kointegrasi atau ARDL	A	Tidak dicoba	Tidak ada deret penjelas tahunan yang sepadan; n kecil
Pooled OLS, efek acak, efek tetap	B	Dilaporkan sebagai kandidat	Koefisien makro tidak kokoh; efek negara dominan
Efek tetap dua arah	B	Dilaporkan; tidak ditafsirkan	Tanda berbalik; R^2 dalam-negara negatif; tidak tahan pada subsampel
Panel dinamis (GMM)	B	Tidak layak	Sepuluh negara dan enam periode
Regresi median	B	Dipakai sebagai uji ketahanan	Sebaran sangat menceng
Regresi deret waktu	C	Tidak dicoba	Dua belas pengamatan; sebagian berupa pagu
Model statistik penjualan	D	Tidak ada	Enam pengamatan; digerakkan keputusan segelintir lembaga
Arus kas terdiskonto dan *Monte Carlo*	F	Dipakai sebagai skenario	Tidak ada data operasi; sebaran masukan adalah penilaian

Sumber: penulis. Huruf himpunan data mengacu pada Tabel 8.1.

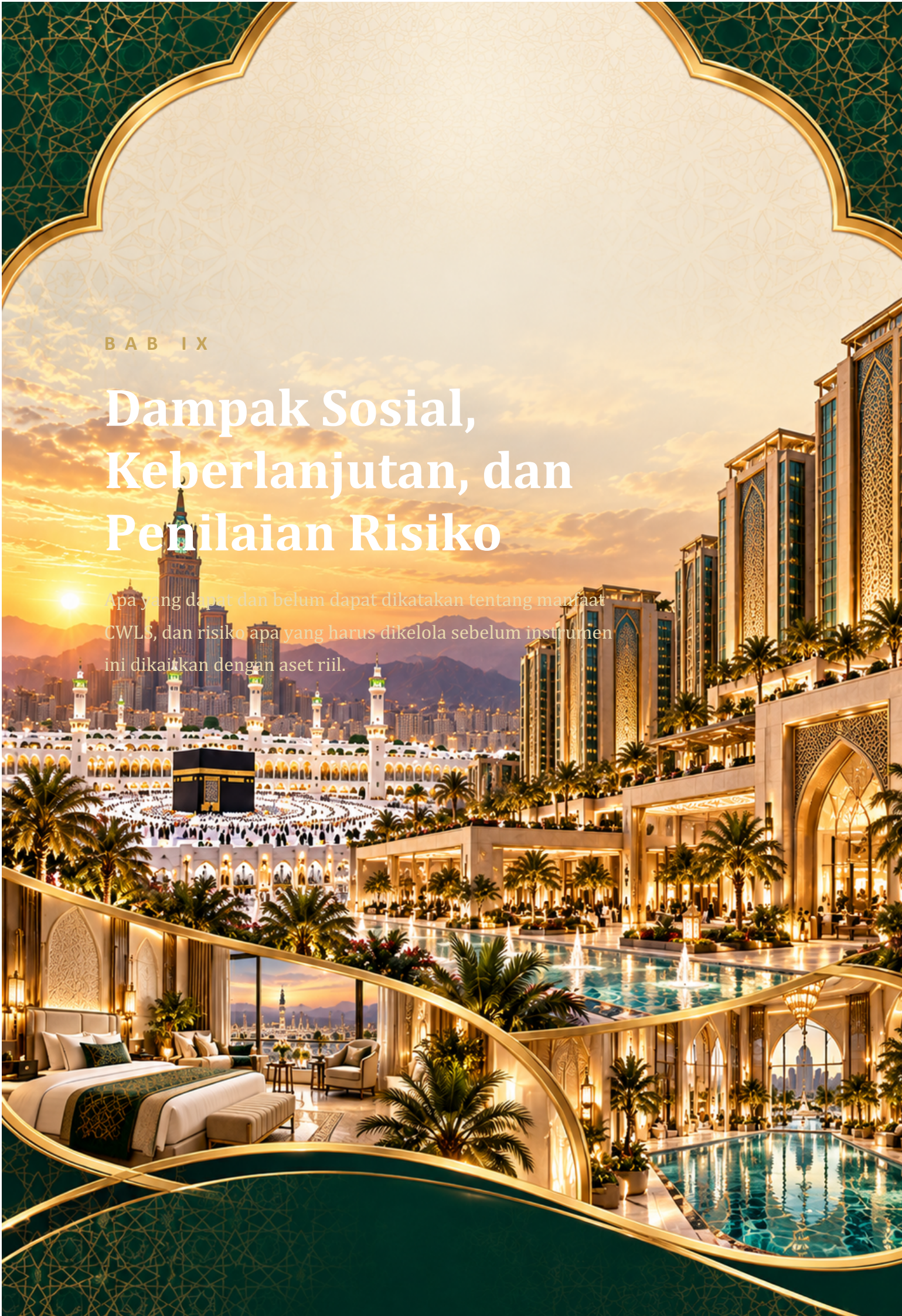
8.11 Batas inferensi

- **Tidak ada klaim sebab-akibat.** Seluruh hubungan yang dilaporkan bersifat deskriptif atau asosiatif. Panel tidak mempunyai variasi yang dapat mengidentifikasi pengaruh kebijakan.
- **Sampel kecil.** Deret global 25 titik, panel 60 sel, SBSN proyek 12 titik, CWLS ritel 6 seri. Daya uji rendah; ketiadaan signifikansi bukan bukti ketiadaan hubungan.
- **Data turunan.** Sel panel diturunkan dari selisih nilai kumulatif antaredisi dan memuat revisi; sebagian titik SBSN berasal dari pemberitaan atas keterangan resmi.
- **Skenario bukan prakiraan.** Proyeksi global, skenario CWLS, dan model Kampung Haji bersyarat pada asumsi yang dinyatakan; peluang *Monte Carlo* bersyarat pada sebaran masukan yang ditetapkan penulis.
- **Tahun 2026 parsial.** Tidak ada angka 2026 yang diperlakukan sebagai angka setahun penuh atau dimasukkan ke dalam pendugaan model.

BAB IX

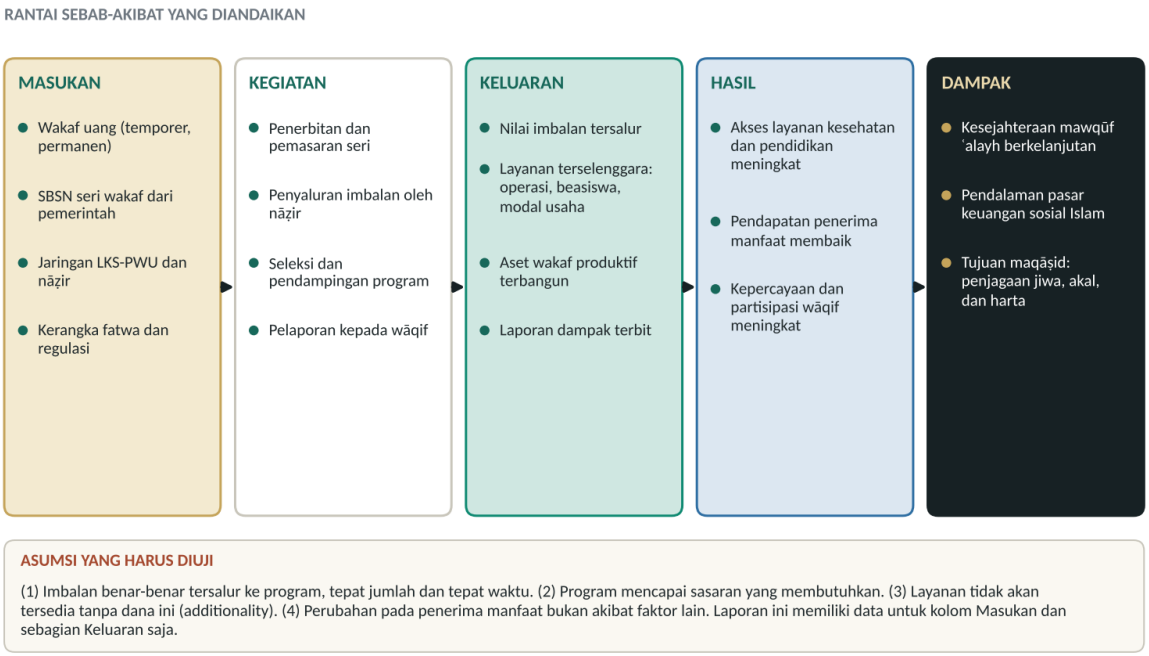
Dampak Sosial, Keberlanjutan, dan Penilaian Risiko

Apa yang dapat dan belum dapat dikatakan tentang manfaat CWLS, dan risiko apa yang harus dikelola sebelum instrumen ini dikaitkan dengan aset riil.



9.1 Dari imbalan ke dampak: teori perubahan

Bab V menghitung imbalan yang tersedia untuk disalurkan. Imbalan bukan dampak. Di antara keduanya terdapat rantai sebab-akibat yang setiap mata rantainya harus dibuktikan: dana benar-benar tersalur, program menjangkau orang yang membutuhkan, layanan mengubah keadaan mereka, dan perubahan itu tidak akan terjadi tanpa program. Gambar 9.1 menyusun rantai itu sebagai teori perubahan, beserta empat asumsi yang menopangnya.



Gambar 9.1 Teori perubahan CWLS: dari masukan ke dampak

Sumber: penulis. Status: *Conceptual*. Rantai ini adalah hipotesis kerja yang harus diuji dengan data, bukan gambaran hasil yang sudah terbukti.

Teori perubahan ini sengaja ditulis sebagai rantai yang “diandaikan”. Tidak satu pun panah dari kolom Keluaran ke kolom Hasil dan Dampak yang dapat diverifikasi penulis dari sumber publik sampai 9 Oktober 2026. Keadaan ini bukan kekhasan CWLS; kajian tata kelola wakaf dan zakat di berbagai negara mencatat hal serupa (Siswantoro dkk., 2018; Kamaruddin dan Hanefah, 2021; Ahmad, 2019). Akan tetapi bagi instrumen yang memakai nama negara dan menjanjikan manfaat sosial, pembuktian rantai ini adalah bagian dari amanah, sejalan dengan teori sinyal: laporan yang dapat diperiksa adalah sinyal paling mahal dan karena itu paling dipercaya.

9.2 Rantai nilai dampak dan ketersediaan data



Gambar 9.2 Rantai nilai dampak dan ketersediaan data publik pada tiap tahap

Sumber: penilaian penulis atas dokumen yang terbaca sampai 9 Oktober 2026.

Tabel 9.1 Kerangka indikator dampak CWLS yang diusulkan

Tahap	Indikator	Satuan	Sumber yang semestinya	Frekuensi	Keadaan data publik
Masukan	Nilai wakaf per seri menurut jenis wakif dan jenis wakaf	Rp miliar	Keterangan pers DJPPR	Tiap seri	Tersedia (empat dari enam seri ritel)
Masukan	Imbalan yang dibayarkan pemerintah kepada nazhir	Rp miliar	DJPPR; nazhir	Bulanan	Dapat dihitung; realisasi tidak diumumkan
Kegiatan	Imbalan yang disalurkan per program dan per nazhir	Rp miliar	Laporan nazhir kepada BWI	Enam bulanan	Tidak tersedia secara terbuka
Keluaran	Unit layanan: operasi, beasiswa, penerima modal, luas lahan	Unit	Nazhir; mitra pelaksana	Tahunan	Sebagian: sasaran diumumkan, realisasi tidak
Keluaran	Penerima manfaat menurut provinsi, jenis kelamin, kelompok pendapatan	Orang	Nazhir	Tahunan	Tidak tersedia
Hasil	Perubahan pada penerima terhadap garis dasar (pendapatan, status kesehatan, kelulusan)	Sesuai program	Survei; data administrasi	T0, T1, T2	Tidak tersedia
Dampak	Perubahan bersih terhadap kelompok pembanding	Sesuai program	Evaluasi independen	Per program	Tidak tersedia
Tata kelola	Seri yang laporan penyalurannya diperiksa pihak independen	% seri	Auditor; BWI	Tahunan	Tidak tersedia

Sumber: penulis. Kolom terakhir menggambarkan apa yang dapat ditemukan penulis pada sumber terbuka, bukan apa yang dimiliki lembaga secara internal.

Tabel 9.1 menunjukkan letak persoalannya. Data masukan tersedia dan bermutu baik. Data kegiatan dan keluaran ada pada nazhir dan BWI, tetapi tidak diterbitkan dalam bentuk yang dapat dijumlahkan antarseri. Data hasil dan dampak, sejauh yang dapat ditemukan, belum dikumpulkan. Contoh terbaik yang tersedia adalah SW001: sasaran 2.513 operasi katarak gratis dalam lima tahun diumumkan sejak awal (DJPPR, 2023); realisasinya tidak ditemukan pada sumber terbuka, padahal seri itu telah jatuh tempo pada Maret 2025.

9.3 Estimasi manfaat dan kesiapan SROI

Persamaan 9.1 Biaya per penerima manfaat

$$C_m = \frac{B_{neto} - A_{nazhir}}{n_m} \tag{9.1}$$

Persamaan 9.2 Nisbah imbal hasil sosial atas investasi

$$SROI = \frac{\sum_{t=1}^{T} \frac{V_t \times (1 - w_d) \times (1 - w_a)}{(1 + r)^t}}{PV(masukan)} \tag{9.2}$$

dengan B^{neto} imbalan setelah pajak (**Persamaan 5.3**); A_{nazhir} biaya pengelolaan nazhir; n_m jumlah penerima manfaat; V_t nilai uang dari hasil sosial pada tahun t; w_d bagian hasil yang akan terjadi tanpa program (*deadweight*); w_a bagian hasil yang disebabkan pihak lain (atribusi); r tingkat diskonto sosial; dan T cakrawala penilaian.[23] Untuk CWLS, masukan dalam SROI bukan pokok wakaf, yang kembali kepada wakif atau tetap pada nazhir, melainkan imbalan yang dibelanjakan ditambah biaya pengelolaan.

Tabel 9.2 Kesiapan data untuk menghitung SROI CWLS

Komponen	Data yang diperlukan	Tersedia?	Akibat
Masukan	Imbalan yang dibelanjakan per program; biaya nazhir	Sebagian (imbalan dapat dihitung; biaya tidak diketahui)	Penyebut hanya dapat diperkirakan
Keluaran	Jumlah penerima dan unit layanan terealisasi	Tidak	Biaya per penerima tidak dapat dihitung
Hasil	Perubahan terukur pada penerima	Tidak	Pembilang tidak dapat disusun
Nilai uang	Proksi keuangan yang disepakati untuk tiap hasil	Tidak	Tidak ada dasar penilaian
***Deadweight* dan atribusi**	Kelompok pembanding atau taksiran yang dapat dipertanggungjawabkan	Tidak	Klaim dampak bersih tidak mungkin

Sumber: penilaian penulis per 9 Oktober 2026.

Empat dari lima komponen tidak tersedia (Tabel 9.2). Karena itu **laporan ini tidak menghitung SROI** dan tidak menyajikan angka “dampak” dalam rupiah. Yang dapat dinyatakan dengan jujur adalah batas atas sumber daya: enam seri ritel menyediakan sekitar Rp67,9 miliar imbalan setelah pajak selama umurnya, dan seri yang beredar menghasilkan kira-kira Rp49 miliar per tahun. Mengubah angka itu menjadi jumlah penerima manfaat memerlukan biaya satuan tiap program, yang tidak diketahui; menebaknya berarti menciptakan data. Situs Advance CWLS Pro sendiri mencantumkan penerima manfaat sebagai “tidak tersedia”, dan sikap itu tepat.

9.4 Jalan menuju bukti: tiga tingkat dan rancangan evaluasinya

Ketiadaan SROI bukan alasan untuk berhenti mengukur. Yang diperlukan adalah tangga bukti yang realistis: setiap program menetapkan tingkat bukti yang hendak dicapai dan rancangan yang sepadan dengan biayanya (Tabel 9.3). Untuk sebagian besar program CWLS, tingkat C yang dikerjakan dengan tertib

[23] Tanpa kelompok pembanding, *deadweight* dan atribusi hanya dapat ditaksir dengan penilaian, dan nisbah SROI yang dihasilkan lebih mencerminkan penilaian itu daripada kenyataan. Inilah alasan utama laporan ini menahan diri.

sudah merupakan kemajuan besar; tingkat A hanya layak untuk program percontohan yang akan diperluas.

Tabel 9.3 Tiga tingkat bukti dan rancangan evaluasi yang sepadan

Tingkat	Pernyataan yang boleh dibuat	Rancangan minimum	Data yang diperlukan	Cocok untuk
C. Keluaran terverifikasi	"Dana sebesar ini membiayai layanan sebanyak ini bagi penerima ini."	Pencatatan administratif; verifikasi sampel oleh pihak independen	Daftar penerima; unit layanan; biaya	Semua program
B. Perubahan terukur	"Keadaan penerima berubah sebesar ini sesudah program."	Pengukuran sebelum dan sesudah pada indikator yang ditetapkan	Garis dasar; pengukuran ulang 6–24 bulan	Program berulang bernilai menengah
A. Dampak bersih	"Perubahan sebesar ini disebabkan program."	Kelompok pembanding: penerima bertahap, pencocokan, atau acak	Data penerima dan pembanding pada dua titik waktu	Percontohan sebelum diperluas

Sumber: penulis. Penerimaan bertahap memanfaatkan kenyataan bahwa program tidak dapat menjangkau semua calon penerima sekaligus; mereka yang menunggu giliran menjadi pembanding yang wajar.

Rancangan tingkat A tidak harus mahal. Program operasi katarak, misalnya, mempunyai daftar tunggu; membandingkan pasien yang dioperasi lebih dahulu dengan yang menunggu pada indikator penglihatan dan pendapatan memberi taksiran dampak tanpa menolak layanan kepada siapa pun. Yang tidak dapat diterima adalah menyajikan keluaran sebagai dampak, atau menyajikan sasaran sebagai realisasi.[24]

9.5 Pemetaan pada *maqāṣid* dan tujuan pembangunan berkelanjutan

Tabel 9.4 Jenis program, tujuan syariat yang dijaga, dan indikator hasil yang sesuai

Jenis program	*Maqṣad* utama	Tujuan pembangunan berkelanjutan	Indikator hasil yang diusulkan
Layanan kesehatan (operasi katarak, klinik gratis)	*Ḥifẓ al-nafs*	Tujuan 3: kesehatan	Pasien pulih penglihatan; kunjungan pasien tidak mampu
Pendidikan (beasiswa, asrama santri, pusat pembelajaran Al-Qur'an)	*Ḥifẓ al-ʿaql*; *ḥifẓ al-dīn*	Tujuan 4: pendidikan	Angka kelulusan; lama bersekolah penerima
Pemberdayaan ekonomi dan wakaf produktif pangan	*Ḥifẓ al-māl*	Tujuan 1, 2, dan 8	Kenaikan pendapatan; produksi; usaha bertahan dua tahun
Energi surya pesantren, masjid, dan madrasah	*Ḥifẓ al-māl*; menjaga lingkungan	Tujuan 7 dan 13	Penghematan biaya listrik; emisi terhindarkan
Kesejahteraan guru	*Ḥifẓ al-nasl*; *ḥifẓ al-ʿaql*	Tujuan 4 dan 8	Retensi guru; pendapatan guru

Sumber: penulis; jenis program dari DJPPR (2023) dan BWI (2026a); kerangka *maqāṣid* dari al-Ghazālī (1993) dan al-Shāṭibī (1997). Pemetaan menunjukkan arah tujuan, bukan capaian.

Pemetaan pada Tabel 9.4 sengaja berhenti pada indikator hasil, bukan pada klaim kontribusi. Mengatakan suatu program "mendukung" tujuan tertentu hanya menyatakan arah; yang bernilai bagi wakif dan pembuat kebijakan adalah ukuran hasilnya. Literatur tentang keuangan Islam dan tujuan pembangunan

[24] Istilah *impact washing* dipakai untuk klaim dampak yang tidak didukung pengukuran. Risiko ini dicatat sebagai risiko nomor 8 pada Gambar 9.3 karena kepercayaan wakif, sekali hilang, sulit dipulihkan.

berkelanjutan mengingatkan bahwa keselarasan konseptual jauh lebih mudah ditunjukkan daripada kontribusi yang terukur (Harahap dkk., 2023).

9.6 Keberlanjutan dan dimensi lingkungan

Dua perkembangan menghubungkan CWLS dengan agenda keberlanjutan. Di pasar global, sukuk berlabel lingkungan, sosial, dan tata kelola telah melampaui USD50 miliar nilai beredar (ICD–LSEG, 2025), dan kajian empiris menemukan keterkaitan yang makin erat antara sukuk dan obligasi hijau (Billah dkk., 2023a; Billah dkk., 2023b; Rabbani dkk., 2025). Di dalam negeri, program SWR007 memuat panel surya untuk pesantren, masjid, dan madrasah, jenis proyek yang menghasilkan penghematan terukur dan karena itu cocok bagi wakaf produktif skala kecil. Otoritas stabilitas keuangan Islam juga mengingatkan munculnya risiko hibrida yang memadukan risiko keuangan, operasional, dan teknologi (IFSB, 2026).

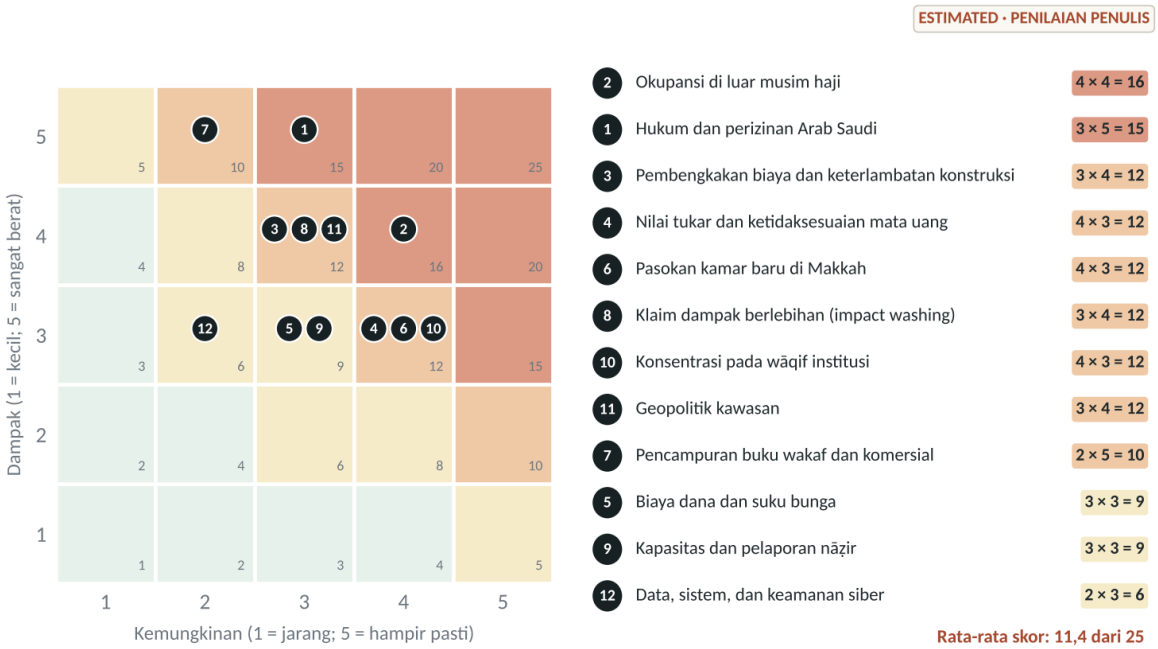
Bagi aset akomodasi di Makkah, dimensi lingkungan dan sosial bukan pelengkap. Konsumsi energi dan air, kondisi kerja tenaga perhotelan, dan keselamatan jamaah lanjut usia adalah bagian dari kelayakan. Lensa investasi bertanggung jawab pada Bab II menuntut agar uji kelayakan keuangan pada Bab VII dilengkapi uji dampak sebelum keputusan investasi, bukan sesudahnya.

Kotak 9.1 Wajib halal 18 Oktober 2026: kaitan yang proporsional

Kewajiban sertifikasi halal tahap berikutnya mulai berlaku pada 18 Oktober 2026 dan menurut keterangan pemerintah menyangkut sekitar 4,4 juta sertifikat (Periskop, 2026). Tenggat ini adalah tenggat kepatuhan pelaku usaha produk tertentu. **Tenggat ini bukan tenggat penerbitan CWLS dan tidak mempunyai hubungan hukum dengan SWR007**, yang masa penawarannya kebetulan berakhir pada 21 Oktober 2026.

Kaitannya dengan laporan ini terbatas pada dua hal: wakaf produktif di bidang pangan, yang tercantum dalam program SWR007, harus memenuhi ketentuan halal bila menghasilkan produk yang diwajibkan; dan layanan makanan pada aset akomodasi jamaah tunduk pada ketentuan negara tempat aset berada.

9.7 Penilaian risiko



Gambar 9.3 Matriks risiko: dua belas risiko menurut kemungkinan dan dampak

Sumber: penilaian penulis pada skala 1–5 untuk kemungkinan dan dampak. Status: *Estimated*. Risiko 1–6 dan 11 terutama menyangkut gagasan aset riil; risiko 7–10 dan 12 menyangkut CWLS sebagai instrumen.

Dua belas risiko dinilai pada Gambar 9.3. Rata-rata skornya 11,4 dari 25, dekat dengan skor 12 yang ditampilkan situs, tetapi rata-rata menyembunyikan sebaran: dua risiko berada pada wilayah merah. Okupansi di luar musim haji (skor 16) adalah risiko terbesar, sejalan dengan temuan Bab VII bahwa musim haji hanya mengisi 8,2% kapasitas. Risiko hukum dan perizinan di Arab Saudi (skor 15) berdampak paling berat karena dapat menggugurkan seluruh rancangan. Tabel 9.5 merinci delapan risiko teratas beserta mitigasi dan pihak yang semestinya mengelolanya.

Tabel 9.5 Daftar risiko utama, mitigasi, dan pengelola yang diusulkan

No.	Risiko	Skor	Mitigasi	Pengelola yang diusulkan
2	**Okupansi di luar musim haji**	16	Kontrak penempatan jamaah umrah jangka panjang; operator berpengalaman; pentahapan pembangunan menurut okupansi nyata	Pemilik aset; penyelenggara haji dan umrah
1	**Hukum dan perizinan Arab Saudi**	15	Pendapat hukum dua negara; struktur badan hukum setempat; pemenuhan syarat tangguh sebelum pencairan	Pemilik aset; penasihat hukum
3	**Pembengkakan biaya dan keterlambatan**	12	Kontrak harga tetap; cadangan kontinjensi; pencairan bertonggak yang disertifikasi	Pemilik aset; pengawas independen
4	**Nilai tukar dan ketidaksesuaian mata uang**	12	Pembiayaan dalam mata uang pendapatan (SAR atau USD); lindung nilai syariah untuk kewajiban rupiah	Bendahara proyek
6	**Pasokan kamar baru di Makkah**	12	Diferensiasi layanan bagi jamaah Indonesia; pemantauan statistik perhotelan triwulanan	Operator; platform intelijen
8	**Klaim dampak berlebihan**	12	Kerangka indikator Tabel 9.1; asurans independen; larangan memakai angka konseptual dalam pemasaran	Nazhir; BWI; platform

No.	Risiko	Skor	Mitigasi	Pengelola yang diusulkan
10	**Konsentrasi pada wakif institusi**	12	Perluasan basis individu; batas porsi per wakif pada seri ritel; kanal digital	DJPPR; mitra distribusi
11	**Geopolitik kawasan**	12	Pentahapan komitmen; klausul keadaan kahar; asuransi risiko politik bila tersedia	Pemilik aset
7	**Pencampuran buku wakaf dan komersial**	10	Rekening, pembukuan, dan pelaporan terpisah; larangan jaminan silang; pengawasan syariah	Nazhir; pengawas syariah

Sumber: penulis. Skor adalah hasil kali kemungkinan dan dampak pada Gambar 9.3. "Pengelola yang diusulkan" adalah usulan penulis dan bukan penetapan lembaga mana pun.

9.8 Implikasi

- **Mulai dari keluaran, bukan dari SROI.** Satu tabel tahunan per seri yang memuat imbalan diterima, imbalan disalurkan per program, dan unit layanan terealisasi akan mengisi dua dari lima kolom rantai nilai dan dapat disusun dari data yang sudah ada pada nazhir.
- **Tetapkan garis dasar sebelum pencairan.** Hasil tidak dapat diukur surut; indikator dan garis dasar harus menjadi syarat pencairan program baru.
- **Pisahkan risiko instrumen dari risiko proyek.** CWLS sebagai sukuk negara berisiko rendah; gagasan aset riil yang dikaitkan dengannya berisiko tinggi. Mencampur keduanya dalam komunikasi publik adalah risiko reputasi tersendiri.

BAB X

Peta Jalan Strategis 2027–2030 dan Rekomendasi

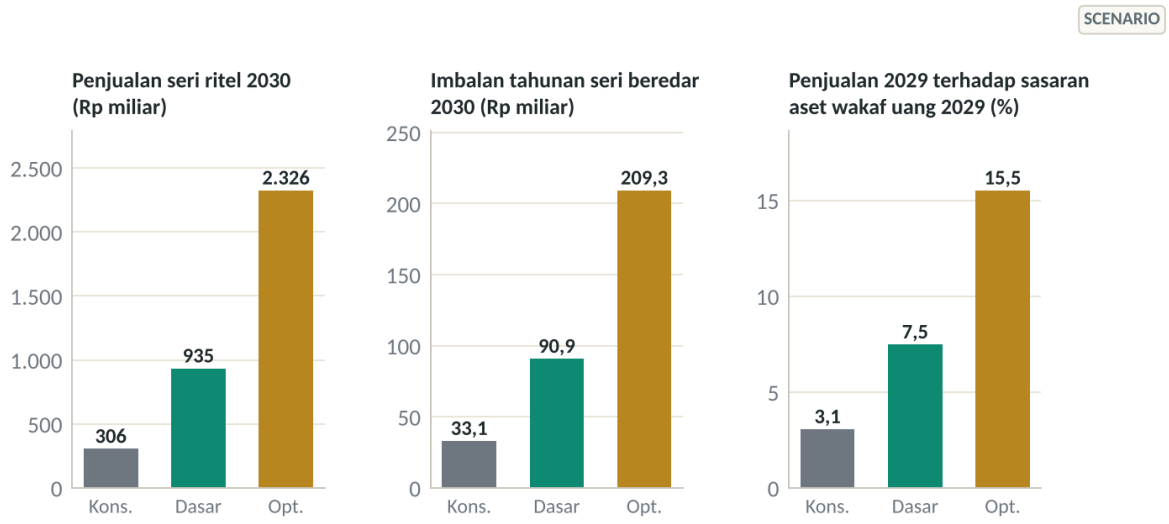
Empat tahun untuk beralih dari percontohan ke kelembagaan: skenario, tonggak, ukuran kinerja, dan pembagian peran.



10.1 Empat prinsip

Peta jalan ini disusun dari temuan Bab II–IX dan berpegang pada empat prinsip. **Bukti mendahului skala:** perluasan seri dan proyek mengikuti tersedianya data penyaluran dan hasil, bukan sebaliknya. **Satu buku untuk satu jenis dana:** dana wakaf, dana komersial, dan manfaat sosial tidak pernah dilaporkan sebagai satu angka. **Kelayakan mendahului penghimpunan:** tidak ada instrumen yang ditawarkan untuk proyek aset riil sebelum uji hukum, syariah, dan keuangan selesai. **Keterbukaan sebagai sinyal:** basis data seri, laporan dampak, dan rekonsiliasi angka diterbitkan secara rutin. Seluruh sasaran pada bab ini adalah usulan penulis; penetapannya berada pada lembaga yang berwenang.[25]

10.2 Tiga skenario 2030



Gambar 10.1 Tiga skenario CWLS ritel pada 2030

Sumber: Tabel 8.13; dihitung penulis. Panel kanan membandingkan penjualan ritel setahun (arus) dengan sasaran aset wakaf uang RPJMN (posisi); perbandingan hanya menunjukkan orde besaran. Status: *Scenario*.

Tabel 10.1 Tiga skenario 2027–2030: asumsi, hasil, dan prasyarat

Unsur	Konservatif	Dasar	Optimistis
Laju penjualan ritel per tahun	0%	25%	50%
Penjualan ritel 2030 (Rp miliar)	306	935	2.326
Kumulatif ritel 2026–2030 (Rp triliun)	1,53	3,14	6,06
Imbalan tahunan seri beredar 2030 (Rp miliar)	33,1	90,9	209,3
Basis wakif	Tetap 600–800 individu per seri; institusi dominan	Wakif individu naik tiga kali; wakif berulang mulai terukur	Kanal digital massal; wakaf rutin melalui pemotongan gaji dan aplikasi
Pelaporan	Seperti sekarang	Laporan dampak tahunan terstandar; basis data terbuka	Asurans independen; dasbor publik per program
Aset riil	Tidak ada proyek baru	Tiga sampai lima percontohan wakaf produktif lolos lima gerbang	Portofolio wakaf produktif; keputusan Kampung Haji berdasarkan studi independen

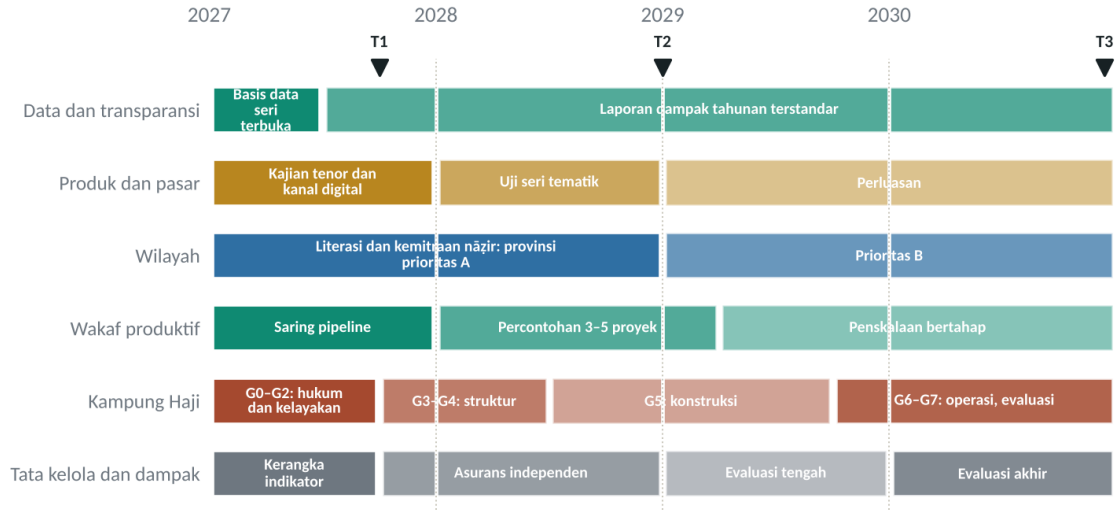
[25] Sasaran dirumuskan pada skenario dasar dan memakai garis dasar SWR006 karena hasil SWR007 belum tersedia. Bila hasil SWR007 jauh berbeda dari SWR006, garis dasar dan sasaran perlu ditinjau.

Unsur	Konservatif	Dasar	Optimistis
Prasyarat utama	–	Koordinasi DJPPR, BWI, dan Kementerian Agama atas data	Insentif dan infrastruktur digital; kapasitas nazhir di daerah

Sumber: Tabel 8.13; skenario penulis. Tiga baris terakhir bersifat kualitatif.

Perbedaan antarskenario bukan terutama pada angka penjualan, melainkan pada apa yang terjadi di baliknya. Skenario konservatif adalah kelanjutan keadaan sekarang: seri tahunan yang dijual kepada beberapa ratus individu dan belasan lembaga, dengan pelaporan yang terpencar. Skenario dasar mengandaikan dua perbaikan yang sepenuhnya berada dalam kendali lembaga yang ada, yaitu keterbukaan data dan perluasan basis wakif individu. Skenario optimistis memerlukan perubahan perilaku berwakaf yang lebih luas dan tidak dapat diandaikan.

10.3 Peta jalan



T1: keputusan lanjut atau berhenti atas kelayakan Kampung Haji. T2: tinjauan tengah periode. T3: evaluasi akhir dan penyusunan peta jalan 2031–2035.

Gambar 10.2 Peta jalan 2027–2030: enam alur kerja dan tiga titik tinjau

Sumber: penulis. Status: *Conceptual*. Urutan dan lamanya tiap kegiatan adalah usulan; alur Kampung Haji bergantung pada keputusan pemilik aset dan hasil uji pada titik tinjau pertama.

Enam alur kerja pada Gambar 10.2 berjalan sejajar tetapi tidak setara urgensinya. Alur data dan tata kelola harus dimulai pada 2027 karena menjadi syarat bagi yang lain: tanpa basis data seri dan kerangka indikator, perluasan produk dan wilayah tidak dapat dievaluasi. Alur wakaf produktif dimulai dengan penyaringan, bukan dengan pembangunan. Alur Kampung Haji memuat titik tinjau pertama pada akhir 2027: keputusan melanjutkan atau menghentikan keterkaitan dengan instrumen wakaf diambil setelah uji hukum dan studi kelayakan independen, bukan sebelumnya.

Tabel 10.2 Dua belas bulan pertama: langkah yang tidak memerlukan peraturan baru

Waktu	Langkah	Hasil yang dapat diperiksa	Pelaku yang diusulkan
Triwulan IV 2026	Mengumumkan hasil SWR007 dengan rincian individu–institusi dan sebaran wilayah	Keterangan pers hasil penjualan	DJPPR
Triwulan IV 2026	Memutakhirkan situs: seluruh seri SW, nilai beredar, label konseptual	Halaman data yang cocok dengan Lampiran C	Advance CWLS Pro

Waktu	Langkah	Hasil yang dapat diperiksa	Pelaku yang diusulkan
Triwulan I 2027	Menyusun satu tabel penyaluran untuk seri yang sudah jatuh tempo, mulai dari SW001	Tabel imbalan diterima, disalurkan, dan unit layanan	Nazhir; BWI
Triwulan II 2027	Menetapkan format laporan dampak tahunan dan indikator minimum	Format baku yang diterbitkan	BWI; Kementerian Agama
Triwulan II 2027	Menyaring usulan wakaf produktif dengan lima gerbang	Daftar pendek tiga sampai lima proyek	Komite seleksi
Triwulan III 2027	Menerbitkan daftar lengkap seri CWLS dan deret tahunan SBSN	Berkas data terbuka	DJPPR
Triwulan IV 2027	Titik tinjau pertama: uji hukum dan studi kelayakan independen Kampung Haji	Keputusan lanjut atau berhenti yang terdokumentasi	Pemilik aset; otoritas haji

Sumber: penulis. Seluruh langkah berada dalam kewenangan yang sudah ada pada tiap lembaga; urutannya adalah usulan.

Tujuh langkah pada Tabel 10.2 dipilih karena murah, cepat, dan dapat diperiksa. Tidak satu pun memerlukan undang-undang atau anggaran baru. Bila ketujuhnya terlaksana, edisi berikut laporan ini dapat beralih dari menyusun data yang tercecer ke menganalisis data yang sudah terhimpun, dan pertanyaan tentang dampak dapat mulai dijawab.

10.4 Ukuran kinerja dan pengelolanya

Tabel 10.3 Sepuluh ukuran kinerja 2027–2030

No.	Ukuran kinerja	Garis dasar	Sasaran 2030 (skenario dasar)	Pengelola yang diusulkan
1	**Basis data seri SW dan SWR yang terbuka dan dimutakhirkan**	Tidak ada; disusun laporan ini	Terbit dan dimutakhirkan tiap seri	DJPPR; BWI
2	**Seri dengan laporan dampak tahunan terstandar**	Tidak ditemukan	Seluruh seri beredar	Nazhir; BWI
3	**Wakif individu per seri ritel**	783 (SWR006)	2.500 atau lebih	Mitra distribusi; DJPPR
4	**Pangsa nilai wakaf individu dalam seri ritel**	12,1% (SWR006)	25% atau lebih	DJPPR; mitra distribusi
5	**Pangsa nilai wakaf individu dari wilayah tengah dan timur**	4,4% (SWR006)	10% atau lebih	Mitra distribusi; BWI perwakilan
6	**Wakif berulang (ikut dua seri atau lebih)**	Tidak diukur; wakif baru 85,9%	30% atau lebih	Mitra distribusi
7	**Penjualan seri ritel per tahun**	Rp306,3 miliar (2025)	Sekitar Rp935 miliar	DJPPR
8	**Proyek wakaf produktif yang lolos lima gerbang seleksi**	Tidak terdokumentasi	Tiga sampai lima percontohan pada 2028; evaluasi 2030	Nazhir; BWI; komite seleksi
9	**Seri yang penyalurannya diperiksa pihak independen**	Tidak ditemukan	Seluruh seri sejak 2028	BWI; auditor
10	**Keputusan terdokumentasi atas kelayakan Kampung Haji**	Belum ada studi publik	Keputusan lanjut atau berhenti pada akhir 2027	Pemilik aset; otoritas haji

Sumber: penulis; garis dasar dari Bab V dan VI. Sasaran adalah usulan untuk dibahas, bukan komitmen lembaga mana pun.

10.5 Rekomendasi menurut pemangku kepentingan

Tabel 10.4 Rekomendasi dan dasar buktinya

Pemangku kepentingan	Rekomendasi	Dasar bukti
Kementerian Keuangan (DJPPR)	Menerbitkan deret tahunan penerbitan, jatuh tempo, dan nilai beredar SBSN serta daftar lengkap seri SW dan SWR; melaporkan rincian individu–institusi pada setiap seri; mengkaji *tenor* ritel tiga sampai lima tahun	Tabel 4.1; Tabel 5.3; Tabel 5.4
Badan Wakaf Indonesia dan Kementerian Agama	Menetapkan format laporan penyaluran per seri dan per program; menerbitkan ringkasannya; mempercepat sertifikasi nazhir dan tanah wakaf di provinsi prioritas A	Tabel 9.1; Bab VI
Nazhir	Menetapkan indikator dan garis dasar sebelum pencairan; melaporkan realisasi unit layanan; memisahkan pembukuan tiap seri	Tabel 9.2; Gambar 9.2
Mitra distribusi	Memperluas pemasaran di luar Jakarta; membangun fitur wakaf berulang; melaporkan sebaran wakif per provinsi	Gambar 5.9; Tabel 5.1
KNEKS	Mengklarifikasi tahun dasar sasaran wakaf uang RPJMN; mengoordinasikan satu data wakaf uang	Gambar 5.10
Pemilik dan pengelola aset Kampung Haji	Menyelesaikan uji hukum dua negara dan studi kelayakan independen dengan data operasi hotel eksisting; mengamankan kontrak jamaah umrah sebelum pembangunan; mengumumkan struktur pembiayaan	Tabel 7.3; Tabel 7.6; Gambar 7.8
Platform Advance CWLS Pro	Memuat seluruh seri SW; mengganti “modal termobilisasi” dengan nilai kumulatif dan nilai beredar; memberi label konseptual pada komponen Madinah; menghitung proksi manfaat dari seri beredar	Gambar 5.6; Tabel 7.2; Lampiran C
Peneliti	Memakai basis data seri untuk kajian kuantitatif; merancang evaluasi dampak dengan kelompok pembanding pada program percontohan	Tabel 5.6; Bab IX

Sumber: penulis.

10.6 Gerbang keputusan Kampung Haji

Tabel 10.5 Delapan gerbang keputusan bagi keterkaitan instrumen wakaf dengan Kampung Haji

Gerbang	Pokok keputusan	Bukti yang harus ada	Bila tidak terpenuhi
G0	Mandat dan pemisahan peran	Penetapan pemilik aset, nazhir, dan pengawas; pernyataan pemisahan tiga buku	Berhenti
G1	Kepastian hukum di Arab Saudi	Pendapat hukum atas subjek, bentuk hak, dan zona; pemenuhan syarat tangguh	Berhenti
G2	Kelayakan independen	Studi kelayakan dengan data operasi; RevPAR dan DSCR pada tiga skenario	Berhenti atau rancang ulang
G3	Struktur dan kesesuaian syariah	Opini syariah atas tiap instrumen; tidak ada jaminan silang dengan dana wakaf	Rancang ulang
G4	Komitmen pendanaan komersial	Ekuitas dan pembiayaan proyek terikat; kontrak jamaah jangka panjang	Tunda
G5	Konstruksi bertonggak	Sertifikasi tonggak oleh pengawas independen sebelum tiap pencairan	Tahan pencairan
G6	Operasi dan layanan jamaah	Okupansi dan biaya nyata; indikator layanan jamaah	Tinjau ulang pentahapan
G7	Evaluasi dan asurans	Laporan manfaat sosial yang diperiksa pihak independen	Tidak ada perluasan seri terkait

Sumber: disusun penulis, mengikuti penomoran gerbang G0–G7 dan tiga aturan berhenti yang ditampilkan situs Advance CWLS Pro. Isi tiap gerbang adalah rumusan penulis.

Gerbang G0 sampai G2 tidak memerlukan dana wakaf sepeser pun; ketiganya adalah pekerjaan hukum dan analisis. Baru setelah G3 terlampaui pertanyaan tentang peran seri CWLS tertentu sebagai buku manfaat sosial layak diajukan, dan itu pun dalam skala yang sepadan dengan program sosialnya, bukan dengan nilai aset.

10.7 Penutup

CWLS mempertemukan dua lembaga tua, wakaf dan utang negara, dalam bentuk yang baru. Enam tahun pertama membuktikan bahwa bentuk itu dapat bekerja: empat belas seri terbit, imbalan dibayar, pokok kembali. Empat tahun berikutnya akan menentukan apakah ia melembaga. Ukurannya bukan besarnya angka penerbitan, melainkan tiga hal yang lebih sederhana dan lebih sulit: apakah setiap wakif dapat mengetahui ke mana manfaat wakafnya mengalir, apakah setiap rupiah dicatat pada buku yang benar, dan apakah setiap gagasan besar diuji sebelum dijanjikan.

> *Tahan pokoknya, alirkan hasilnya: rumus itu menuntut dua pembukuan, satu untuk yang ditahan dan satu untuk yang dialirkan. Pelembagaan dimulai ketika keduanya dapat diperiksa siapa saja.*
>
> Simpulan laporan

Referensi

A. Artikel jurnal ilmiah

Ab Rahman, M. F., Abdullah Thaidi, H. '., Mohamad Suhaimi, F., & Ab Rahim, S. F. (2023). Proposed temporary waqf model for family waqf implementation in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *15*(1), 56–78. https://doi.org/10.1108/JIABR-04-2022-0098

Abdul Halim, Z., How, J., & Verhoeven, P. (2017). Agency costs and corporate sukuk issuance. *Pacific-Basin Finance Journal*, *42*, 83–95. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.014

Ahmad, M. (2019). An empirical study of the challenges facing zakat and waqf institutions in Northern Nigeria. *ISRA International Journal of Islamic Finance*, *11*(2), 338–356. https://doi.org/10.1108/IJIF-04-2018-0044

Ahmed, H., & Elsayed, A. H. (2019). Are Islamic and conventional capital markets decoupled? Evidence from stock and bonds/sukuk markets in Malaysia. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *74*, 56–66. https://doi.org/10.1016/j.qref.2018.04.005

Al-Daihani, M., Dirie, K. A., Alam, M. M., & Abdullah, A. S. (2023). Business process model for "crowdfunding cash waqf model". *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *16*(1), 147–169. https://doi.org/10.1108/JIABR-02-2023-0046

Alimusa, L. O., Sukmana, R., Ratnasari, R. T., Machfud, S., & Latif, S. D. H. (2024). Determinants of online cash waqf behavioural intentions for micro enterprises financing: The case of Indonesian Muslim youth. *Journal of Islamic Marketing*, *16*(6), 1623–1649. https://doi.org/10.1108/JIMA-06-2023-0166

Allah Pitchay, A., Sukmana, R., Ratnasari, R. T., & Abd Jalil, M. I. (2022). A study of cash waqf contribution between millennials of Malaysia and Indonesia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *16*(4), 802–818. https://doi.org/10.1108/IMEFM-01-2022-0034

Almaskati, N. (2022). Sukuk versus bonds: New evidence from the primary market. *Borsa Istanbul Review*, *22*(5), 1033–1038. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.06.005

Aloui, C., Hammoudeh, S., & Hamida, H. B. (2015). Co-movement between sharia stocks and sukuk in the GCC markets: A time-frequency analysis. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *34*, 69–79. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2014.11.003

Altay, B., & Bulut, M. (2025). Determinants of cash waqf finance capital in the Ottoman Empire: An empirical investigation. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *18*(5), 1198–1218. https://doi.org/10.1108/IMEFM-05-2024-0241

Amin, H., Jam, N. S., & Ring, P. J. (2025). Examining cash waqf giving decisions in Malaysia. *International Journal of Social Economics*, *52*(11), 1584–1597. https://doi.org/10.1108/IJSE-12-2023-0964

Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *The Review of Economic Studies*, *58*(2), 277–297. https://doi.org/10.2307/2297968

Arundina, T., Omar, M. A., & Kartiwi, M. (2015). The predictive accuracy of Sukuk ratings; Multinomial Logistic and Neural Network inferences. *Pacific-Basin Finance Journal*, *34*, 273–292. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.03.002

Ascarya, A., & Masrifah, A. R. (2022). Strategies implementing cash waqf system for Baitul Maal wat Tamwil to improve its commercial and social activities. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *16*(1), 130–153. https://doi.org/10.1108/IMEFM-10-2020-0504

Ascarya, A., Sukmana, R., Rahmawati, S., & Masrifah, A. R. (2022). Developing cash waqf models for Baitul Maal wat Tamwil as integrated Islamic social and commercial microfinance. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *14*(5), 699–717. https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2020-0267

Ashraf, D., Rizwan, M. S., & Azmat, S. (2021). Not one but three decisions in sukuk issuance: Understanding the role of ownership and governance. *Pacific-Basin Finance Journal*, *69*, 101423. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2020.101423

Asni, F., Noor, A. M., & Hasbulah, M. H. (2023). Management of cash waqf fund generation through the implementation of istibdal in Kedah. *Qualitative Research in Financial Markets*, *16*(1), 60–86. https://doi.org/10.1108/QRFM-03-2022-0048

Asutay, M., & Hakim, A. (2018). Exploring international economic integration through sukuk market connectivity: A network perspective. *Research in International Business and Finance*, *46*, 77–94. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.10.003

Asyari, A., Hoque, M. E., Susanto, P., Begum, H., Awaluddin, A., Marwan, M., & Mamun, A. A. (2024). Online cash waqf behavioral intention: The role of knowledge of cash waqf and trust. *Journal of Islamic Marketing*, *15*(11), 2864–2890. https://doi.org/10.1108/JIMA-07-2023-0224

Ayturk, Y., Asutay, M., & Aksak, E. (2017). What explains corporate sukuk primary market spreads? *Research in International Business and Finance*, *40*, 141–149. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.01.002

Bhuiyan, R. A., Rahman, M. P., Saiti, B., & Bin Mat Ghani, G. (2019). Does the Malaysian Sovereign sukuk market offer portfolio diversification opportunities for global fixed-income investors? Evidence from wavelet coherence and multivariate-GARCH analyses. *The North American Journal of Economics and Finance*, *47*, 675–687. https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.07.008

Bhuiyan, R. A., Rahman, M. P., Saiti, B., & Mat Ghani, G. (2018). Financial integration between sukuk and bond indices of emerging markets: Insights from wavelet coherence and multivariate-GARCH analysis. *Borsa Istanbul Review*, *18*(3), 218–230. https://doi.org/10.1016/j.bir.2017.11.006

Billah, M., Ben Amar, A., & Balli, F. (2023b). The extreme return connectedness between Sukuk and green bonds and their determinants and consequences for investors. *Pacific-Basin Finance Journal*, *77*, 101936. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.101936

Billah, M., Elsayed, A. H., & Hadhri, S. (2023a). Asymmetric relationship between green bonds and Sukuk markets: The role of global risk factors. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *83*, 101728. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101728

Billah, S. M., Kapar, B., Hassan, M. K., Pezzo, L., & Rabbani, M. R. (2024). Tail-risk connectedness between sukuk and conventional bond markets and their determinants: Evidence from a country-level analysis. *Borsa Istanbul Review*, *24*(1), 137–163. https://doi.org/10.1016/j.bir.2023.11.005

Boukhatem, J. (2022). How does financial risk affect sukuk market development? Empirical evidence from ARDL approach. *Heliyon*, *8*(5), e09453. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09453

Breusch, T. S., & Pagan, A. R. (1979). A simple test for heteroscedasticity and random coefficient variation. *Econometrica*, *47*(5), 1287–1294. ‡

Çizakça, M. (1995). Cash waqfs of Bursa, 1555–1823. *Journal of the Economic and Social History of the Orient*, *38*(3), 313–354. ‡

Connelly, B. L., Certo, S. T., Ireland, R. D., & Reutzel, C. R. (2011). Signaling theory: A review and assessment. *Journal of Management*, *37*(1), 39–67. ‡

Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the estimators for autoregressive time series with a unit root. *Journal of the American Statistical Association*, *74*(366), 427–431. ‡

DiMaggio, P. J., & Powell, W. W. (1983). The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields. *American Sociological Review*, *48*(2), 147–160. ‡

Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995). The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of Management Review*, *20*(1), 65–91. ‡

Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2013). Sukuk vs. conventional bonds: A stock market perspective. *Journal of Comparative Economics*, *41*(3), 745–761. https://doi.org/10.1016/j.jce.2013.02.006

Godlewski, C. J., Turk-Ariss, R., & Weill, L. (2016). Do the type of sukuk and choice of shari'a scholar matter? *Journal of Economic Behavior & Organization*, *132*, 63–76. https://doi.org/10.1016/j.jebo.2016.04.020

Grassa, R., & Miniaoui, H. (2018). Corporate choice between conventional bond and Sukuk issuance evidence from GCC countries. *Research in International Business and Finance*, *45*, 454–466. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2017.07.179

Harahap, B., Risfandy, T., & Futri, I. N. (2023). Islamic law, Islamic finance, and Sustainable Development Goals: A systematic literature review. *Sustainability*, *15*(8), 6626. https://doi.org/10.3390/su15086626

Hassan, M. K., Paltrinieri, A., Dreassi, A., Miani, S., & Sclip, A. (2018). The determinants of co-movement dynamics between sukuk and conventional bonds. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, *68*, 73–84. https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.09.003

Hausman, J. A. (1978). Specification tests in econometrics. *Econometrica*, *46*(6), 1251–1271. ‡

Hyndman, R. J., & Koehler, A. B. (2006). Another look at measures of forecast accuracy. *International Journal of Forecasting*, *22*(4), 679–688.

Ibrahim, M. H. (2015). Issues in Islamic banking and finance: Islamic banks, Shari'ah-compliant investment and sukuk. *Pacific-Basin Finance Journal*, *34*, 185–191. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.06.002

Ihsan, H., & Mohamed Ibrahim, S. H. H. (2011). WAQF accounting and management in Indonesian WAQF institutions. *Humanomics*, *27*(4), 252–269. https://doi.org/10.1108/08288661111181305

Imam, P., & Kpodar, K. (2016). Islamic banking: Good for growth? *Economic Modelling*, *59*, 387–401. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2016.08.004

Jatmiko, W., Haidlir, B. M., Azizon, A., Laksmono, B. S., & Kasri, R. (2023). Intergenerational analysis of cash waqf behavior: Lessons learned from Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *15*(4), 590–618. https://doi.org/10.1108/JIABR-03-2022-0086

Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, *3*(4), 305–360. ‡

Kamaruddin, M. I. H., & Hanefah, M. M. (2021). An empirical investigation on waqf governance practices in waqf institutions in Malaysia. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, *19*(3), 455–473. https://doi.org/10.1108/JFRA-03-2020-0055

Kamaruddin, M. I. H., Shafii, Z., Hanefah, M. M., Salleh, S., & Zakaria, N. (2023). Exploring Shariah audit practices in zakat and waqf institutions in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *15*(3), 402–421. https://doi.org/10.1108/JIABR-07-2022-0190

Kasri, R. A., & Chaerunnisa, S. R. (2021). The role of knowledge, trust, and religiosity in explaining the online cash waqf amongst Muslim millennials. *Journal of Islamic Marketing*, *13*(6), 1334–1350. https://doi.org/10.1108/JIMA-04-2020-0101

Khan, A., Mohd. Shafiai, M. H., Shaique, M., & Khan, S. (2020). Demographic determinants of charity donors and its implication for cash waqf institutions in Malaysia. *Journal of Islamic Marketing*, *13*(2), 508–525. https://doi.org/10.1108/JIMA-10-2019-0211

Khan, N., Kchouri, B., Yatoo, N. A., Kräussl, Z., Patel, A., & State, R. (2022). Tokenization of sukuk: Ethereum case study. *Global Finance Journal*, *51*, 100539. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100539

Koenker, R., & Bassett, G. (1978). Regression quantiles. *Econometrica*, *46*(1), 33–50. ‡

Kuran, T. (2001). The provision of public goods under Islamic law: Origins, impact, and limitations of the waqf system. *Law & Society Review*, *35*(4), 841–898. ‡

Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P., & Shin, Y. (1992). Testing the null hypothesis of stationarity against the alternative of a unit root. *Journal of Econometrics*, *54*(1–3), 159–178. ‡

Laila, N., Sukmana, R., Hadiningdyah, D. I., & Rahmawati, I. (2024). Critical assessment on cash waqf-linked sukuk in Indonesia. *Qualitative Research in Financial Markets*, *17*(4), 849–879. https://doi.org/10.1108/QRFM-11-2023-0291

Le, T. D. Q., Ho, T. H., Nguyen, D. T., & Ngo, T. (2022). A cross-country analysis on diversification, Sukuk investment, and the performance of Islamic banking systems under the COVID-19 pandemic. *Heliyon*, *8*(3), e09106. https://doi.org/10.1016/j.heliyon.2022.e09106

Ledhem, M. A. (2022). The financial stability of Islamic banks and sukuk market development: Is the effect complementary or competitive? *Borsa Istanbul Review*, *22*(S1), S79–S91. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.09.009

Maghyereh, A. I., & Awartani, B. (2016). Dynamic transmissions between Sukuk and bond markets. *Research in International Business and Finance*, *38*, 246–261. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.04.016

Mandaville, J. E. (1979). Usurious piety: The cash waqf controversy in the Ottoman Empire. *International Journal of Middle East Studies*, *10*(3), 289–308. ‡

Maulina, R., Dhewanto, W., & Faturohman, T. (2023a). Behaviour determinants of two Muslims classes towards cash waqf for productive purposes: Explanation from Indonesia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *16*(5), 990–1013. https://doi.org/10.1108/JIABR-04-2023-0139

Maulina, R., Dhewanto, W., & Faturohman, T. (2023b). Upper-middle-class Muslim characteristics on cash waqf (Islamic endowment) participation for productive purposes: Does one-fits-all strategy still works? *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *16*(4), 722–747. https://doi.org/10.1108/JIABR-04-2023-0134

Maulina, R., Dhewanto, W., & Faturohman, T. (2024b). How to attract wealthy Muslims to contribute to cash waqf (Islamic endowment) held by the Islamic banks? Case in Indonesia. *Journal of Islamic Marketing*, *15*(12), 3323–3356. https://doi.org/10.1108/JIMA-11-2022-0312

Maulina, R., Dhewanto, W., Faturohman, T., & Azis, I. N. (2024a). Empowering waqf (Islamic endowment) entrepreneurs: A study of the key motivational factors underlying waqf-based entrepreneurship in Indonesia. *European Business Review*, *37*(2), 338–370. https://doi.org/10.1108/EBR-11-2023-0342

Mimouni, K., Smaoui, H., Temimi, A., & Al-Azzam, M. (2019). The impact of Sukuk on the performance of conventional and Islamic banks. *Pacific-Basin Finance Journal*, *54*, 42–54. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.01.007

Mohamed, H. H., Masih, M., & Bacha, O. I. (2015). Why do issuers issue Sukuk or conventional bond? Evidence from Malaysian listed firms using partial adjustment models. *Pacific-Basin Finance Journal*, *34*, 233–252. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2015.02.004

Mohd Saad, N., Haniff, M. N., & Ali, N. (2020). Corporate governance mechanisms with conventional bonds and Sukuk' yield spreads. *Pacific-Basin Finance Journal*, *62*, 101116. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2019.02.001

Mohd Thas Thaker, M. A. (2018). Factors influencing the adoption of the crowdfunding-waqf model (CWM) in the waqf land development. *Journal of Islamic Marketing*, *9*(3), 578–597. https://doi.org/10.1108/JIMA-05-2016-0043

Mohd Thas Thaker, M. A., & Allah Pitchay, A. (2018). Developing waqf land through crowdfunding-waqf model (CWM): The case of Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *9*(3), 448–456. https://doi.org/10.1108/JIABR-05-2016-0062

Mohd Thas Thaker, M. A., Mohammed, M. O., Duasa, J., & Abdullah, M. A. (2016). Developing cash waqf model as an alternative source of financing for micro enterprises in Malaysia. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *7*(4), 254–267. https://doi.org/10.1108/JIABR-09-2014-0029

Mohsin, M. I. A. (2013). Financing through cash-waqf: A revitalization to finance different needs. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *6*(4), 304–321. https://doi.org/10.1108/IMEFM-08-2013-0094

Mseddi, S. (2023). International issuance of Sukuk and companies' systematic risk: An empirical study. *Borsa Istanbul Review*, *23*(3), 550–579. https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.12.007

Mukhibad, H., Nurkhin, A., Asrori, A., & Anisykurlillah, I. (2025). Individual Muslim behavior in donating cash waqf – does cash waqf literacy matter? *Journal of Islamic Marketing*, *17*(7), 2517–2534. https://doi.org/10.1108/JIMA-04-2024-0153

Muneeza, A., Kunhibava, S., Mohamed, I., & Mustapha, Z. (2024). Empowering the elderly: A cash waqf Takaful model for enhanced provision and protection in Malaysia. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *18*(1), 68–90. https://doi.org/10.1108/IMEFM-02-2024-0114

Nagano, M. (2017). Sukuk issuance and information asymmetry: Why do firms issue sukuk? *Pacific-Basin Finance Journal*, *42*, 142–157. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.005

Naifar, N. (2016). Modeling dependence structure between stock market volatility and sukuk yields: A nonlinear study in the case of Saudi Arabia. *Borsa Istanbul Review*, *16*(3), 157–166. https://doi.org/10.1016/j.bir.2016.01.005

Naifar, N., & Hammoudeh, S. (2016). Do global financial distress and uncertainties impact GCC and global sukuk return dynamics? *Pacific-Basin Finance Journal*, *39*, 57–69. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.05.016

Naifar, N., Hammoudeh, S., & Al dohaiman, M. S. (2016). Dependence structure between sukuk (Islamic bonds) and stock market conditions: An empirical analysis with Archimedean copulas. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *44*, 148–165. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2016.05.003

Naifar, N., Mroua, M., & Bahloul, S. (2017). Do regional and global uncertainty factors affect differently the conventional bonds and sukuk? New evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, *41*, 65–74. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2016.12.004

Narayan, P. K., & Phan, D. H. B. (2019). A survey of Islamic banking and finance literature: Issues, challenges and future directions. *Pacific-Basin Finance Journal*, *53*, 484–496. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2017.06.006

Nazar, J. K., & Sukmana, R. (2026). Islamic banks as nazhir: Governance and business model foundations for sustainable cash waqf management. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. Publikasi daring lebih awal. https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2026-0214

Nofianti, L., Mukhlisin, M., & Irfan, A. (2024). Cash waqf innovation in Islamic financial institutions and its governance issues, case studies: Indonesia, Malaysia, Türkiye. *Journal of Islamic Accounting and Business Research*, *17*(4), 819–837. https://doi.org/10.1108/JIABR-12-2023-0420

Paltrinieri, A., Hassan, M. K., Bahoo, S., & Khan, A. (2023). A bibliometric review of sukuk literature. *International Review of Economics & Finance*, *86*, 897–918. https://doi.org/10.1016/j.iref.2019.04.004

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches to the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics*, *16*(3), 289–326. https://doi.org/10.1002/jae.616

Pirgaip, B., Arslan-Ayaydin, Ö., & Karan, M. B. (2021). Do Sukuk provide diversification benefits to conventional bond investors? Evidence from Turkey. *Global Finance Journal*, *50*, 100533. https://doi.org/10.1016/j.gfj.2020.100533

Qizam, I., & Fong, M. (2019). Developing financial disclosure quality in sukuk and bond market: Evidence from Indonesia, Malaysia, and Australia. *Borsa Istanbul Review*, *19*(3), 228–248. https://doi.org/10.1016/j.bir.2019.05.002

Rabbani, M. R., Hassan, M. K., Billah, S. M., Shaik, M., & Abdul Halim, Z. (2025). Religion vs. ethics: Tail dependence between Sukuk, green bond, Islamic Fintech, and fourth industrial revolution assets. *Pacific-Basin Finance Journal*, *90*, 102683. https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2025.102683

Raimi, L., Patel, A., & Adelopo, I. (2014). Corporate social responsibility, Waqf system and Zakat system as faith-based model for poverty reduction. *World Journal of Entrepreneurship, Management and Sustainable Development*, *10*(3), 228–242. https://doi.org/10.1108/WJEMSD-09-2013-0052

Razak, S. H. A. (2019). Zakat and waqf as instrument of Islamic wealth in poverty alleviation and redistribution. *International Journal of Sociology and Social Policy*, *40*(3/4), 249–266. https://doi.org/10.1108/IJSSP-11-2018-0208

Razak, S. S., Saiti, B., & Dinç, Y. (2019). The contracts, structures and pricing mechanisms of sukuk: A critical assessment. *Borsa Istanbul Review*, *19*(S1), S21–S33. https://doi.org/10.1016/j.bir.2018.10.001

Rizal, H., & Amin, H. (2017). Perceived ihsan, Islamic egalitarianism and Islamic religiosity towards charitable giving of cash waqf. *Journal of Islamic Marketing*, *8*(4), 669–685. https://doi.org/10.1108/JIMA-05-2015-0037

Saeed, M., Elnahass, M., Izzeldin, M., & Tsionas, M. (2021). Yield spread determinants of sukuk and conventional bonds. *Economic Modelling*, *105*, 105664. https://doi.org/10.1016/j.econmod.2021.105664

Saiti, B., Dembele, A., & Bulut, M. (2021). The global cash waqf: A tool against poverty in Muslim countries. *Qualitative Research in Financial Markets*, *13*(3), 277–294. https://doi.org/10.1108/QRFM-05-2020-0085

Sanusi, S., Saedon, R., Muhammad, A. D., Zaki, H. O., & Ghazali, A. W. (2025). Cash waqf engagement among Malaysian millennials: The digitization of generosity. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, *18*(4), 857–875. https://doi.org/10.1108/IMEFM-03-2024-0148

Siswantoro, D., Rosdiana, H., & Fathurahman, H. (2018). Reconstructing accountability of the cash waqf (endowment) institution in Indonesia. *Managerial Finance*, *44*(5), 624–644. https://doi.org/10.1108/MF-05-2017-0188

Smaoui, H., & Ghouma, H. (2020). Sukuk market development and Islamic banks' capital ratios. *Research in International Business and Finance*, *51*, 101064. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2019.101064

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

Smaoui, H., Mimouni, K., & Temimi, A. (2017). Sukuk, banking system, and financial markets: Rivals or complements? *Economics Letters*, *161*, 62–65. https://doi.org/10.1016/j.econlet.2017.09.014

Spence, M. (1973). Job market signaling. *The Quarterly Journal of Economics*, *87*(3), 355–374. ‡

Suchman, M. C. (1995). Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches. *Academy of Management Review*, *20*(3), 571–610. ‡

Tashman, L. J. (2000). Out-of-sample tests of forecasting accuracy: An analysis and review. *International Journal of Forecasting*, *16*(4), 437–450.

Uddin, M. H., Kabir, S. H., Hossain, M. S., Abdul Wahab, N. S., & Liu, J. (2020). Which firms do prefer Islamic debt? An analysis and evidence from global sukuk and bonds issuing firms. *Emerging Markets Review*, *44*, 100712. https://doi.org/10.1016/j.ememar.2020.100712

Warsame, M. H., & Ireri, E. M. (2016). Does the theory of planned behaviour (TPB) matter in Sukuk investment decisions? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, *12*, 93–100. https://doi.org/10.1016/j.jbef.2016.10.002

Widiastuti, T., Mawardi, I., Samer Ali, A.-S., Atiya, N., Rani, L. N., Robani, A. B., & Al Mustofa, M. U. (2024). Determinant factors for online cash waqf intention among Muslim millennial generation. *Journal of Islamic Marketing*, *16*(1), 258–289. https://doi.org/10.1108/JIMA-12-2023-0408

Zabri, M. Z. M., & Mohammed, M. O. (2018). Examining the behavioral intention to participate in a Cash Waqf-Financial Cooperative-Musharakah Mutanaqisah home financing model. *Managerial Finance*, *44*(6), 809–829. https://doi.org/10.1108/MF-05-2017-0189

Zulkhibri, 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

B. Dokumen, laporan, peraturan, dan fatwa

Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions. (2017). *Shari'ah Standards: Standard No. 17 (Investment Sukuk) dan Standard No. 33 (Waqf)*. Manama: AAOIFI. Dirujuk dari catatan penulis.

Advance CWLS Pro. (2026, snapshot 8 Oktober; diakses 9 Oktober). *CWLS 4.0: Kampung Haji Intelligence OS (versi 8.1)*. Laman daring. https://www.advancecwls.pro/

Badan Pengelola Keuangan Haji. (2026, 7 Februari). *BPKH catat nilai manfaat Rp12,09 triliun di 2025, dana jemaah tetap aman di tengah dinamika pasar*. Siaran pers. https://bpkh.go.id/publikasi/siaran-pers/bpkh-catat-nilai-manfaat-rp1209-triliun-di-2025-dana-jemaah-tetap-aman-di-tengah-dinamika-pasar

Badan Pusat Statistik. (2026, 5 Agustus). *Profil kemiskinan di Indonesia Maret 2026 (Berita Resmi Statistik)*. Jakarta: BPS. Rincian 38 provinsi sebagaimana dikutip pemberitaan 6 Agustus 2026. https://www.bps.go.id/id/pressrelease/2026/08/05/2594/

Badan Wakaf Indonesia. (2024, Maret). *Proyeksi perwakafan nasional: Materi outlook*. https://www.bwi.go.id/storage/2024/03/Materi-Outlook-ITS-versi-tayang.pdf

Badan Wakaf Indonesia. (2026a, 7 September). *Pemerintah rilis Sukuk Wakaf Retail seri 007 (SWR007), imbalan 6,7% guna program sosial dan wakaf produktif*. https://www.bwi.go.id/12416/2026/09/07/pemerintah-rilis-sukuk-wakaf-retail-seri-007-swr007-imbalan-67-guna-program-sosial-dan-wakaf-produktif/

Badan Wakaf Indonesia. (2026b, 6 Oktober). *SWR007, investasi syariah guna kesejahteraan ummat dan pembangunan berkelanjutan*. https://www.bwi.go.id/12518/2026/10/06/sukuk-wakaf-ritel-swr007/

Dewan Ekonomi Nasional. (2026, September). *Monetary brief September 2026*. https://dewanekonomi.go.id/en/publications/monetary-brief-september-2026

Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2008). *Fatwa Nomor 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*. Bersama Fatwa Nomor 70, 71, dan 72 Tahun 2008.

Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2014). *Fatwa Nomor 95/DSN-MUI/VII/2014 tentang Surat Berharga Syariah Negara Wakālah*.

Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia. (2019). *Fatwa Nomor 131/DSN-MUI/X/2019 tentang Sukuk Wakaf*. Nomor dan judul menurut catatan penulis.

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan. (2022, 11 Juli). *Keterangan pers: Hasil penerbitan Cash Waqf Linked Sukuk ritel seri SWR003*. Jakarta: Kementerian Keuangan. https://media.kemenkeu.go.id/getmedia/cf59bcf4-86e9-400e-b1f3-cb4bdce998b6/Keterangan-Pers-Hasil-Penerbitan-CWLS-Ritel-seri-SWR003?ext=.pdf

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan. (2023, 23 Agustus). *Cash Waqf Linked Sukuk seri SWR004: Materi paparan*. Dimuat pada laman Badan Wakaf Indonesia. https://bwi.go.id/storage/2023/08/SWR004_BWI.green_.pdf

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan. (2024, Agustus). *Cash Waqf Linked Sukuk seri SWR005: Materi pemasaran*. Dimuat pada laman Badan Wakaf Indonesia. https://www.bwi.go.id/wp-content/uploads/2024/08/SWR005-Slide-Marketing.pdf

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan. (2025a, 20 Oktober). *Keterangan pers: Hasil penjualan Cash Waqf Linked Sukuk ritel seri SWR006*. Jakarta: Kementerian Keuangan. https://media.kemenkeu.go.id/getmedia/dcacc8fb-4314-49df-bb76-5c386be846f7/KP_Hasil_Penjualan_SWR006_v3?ext=.pdf

Direktorat Jenderal Pengelolaan Pembiayaan dan Risiko, Kementerian Keuangan. (2025b, Agustus). *Cash Waqf Linked Sukuk seri SWR006: Materi pemasaran*. Jakarta: Kementerian Keuangan. https://media.kemenkeu.go.id/getmedia/4fef2634-252b-4b71-b28e-e0db682c7b7a/SWR006-Slide-Marketing_3.pdf

Direktorat Pembiayaan Syariah, DJPPR Kementerian Keuangan. (2022, Oktober). *Cash Waqf Linked Sukuk: Bahan paparan*. Dimuat pada laman Badan Wakaf Indonesia. https://bwi.go.id/storage/2022/10/CWLS-Bahan-Wakaf-BWI.pdf

Hariyanto, E. (2017). *Efektivitas penerbitan sukuk negara sebagai instrumen pembiayaan APBN*. Indonesian Treasury Review, 2(1), 79–98. Judul menurut catatan penulis.

International Islamic Financial Market. (2016, Maret). *IIFM Sukuk Report: A comprehensive study of the global sukuk market (5th edition)*. Manama: IIFM. Data sampai dengan 2015. https://ceif.iba.edu.pk/pdf/IIFM-SUKUKREPORTAComprehensiveStudyoftheGlobalSukukMarket.pdf

International Islamic Financial Market. (2019). *IIFM Sukuk Report: A comprehensive study of the global sukuk market (8th edition)*. Manama: IIFM. Data sampai dengan 2018. https://ceif.iba.edu.pk/pdf/IIFM-Suku-Report-8thEdition.pdf

International Islamic Financial Market. (2023). *IIFM Sukuk Report 2023: A comprehensive study of the global sukuk market (12th edition)*. Manama: IIFM. Data sampai dengan 2022. https://www.islamicity.org/wp-content/uploads/FinanceILM/IIFM_Sukuk_Report_2023_12th_Edition.pdf

International Islamic Financial Market. (2025). *IIFM Sukuk Report 2025: A comprehensive study of the global sukuk market (14th edition)*. Manama: IIFM. Data sampai dengan 2024. https://www.iifm.net

International Islamic Financial Market. (2026, 15 September). *Historic milestone: Global sukuk outstanding crosses the USD 1 trillion mark, says IIFM Sukuk Report 2026 (15th edition)*. Siaran pers. Manama: IIFM. https://www.iifm.net/press-media/news-and-updates/historic-milestone-global-sukuk-outstanding-crosses-the-usd-1-trillion-mark-says-iifm-sukuk-report-2026/130

Islamic Corporation for the Development of the Private Sector & London Stock Exchange Group. (2025, Oktober). *Islamic Finance Development Indicator (IFDI) report 2025*. Dikutip dari ringkasan peluncuran 14–15 Oktober 2025.

Islamic Financial Services Board. (2026, 26 Mei). *IFSB releases Islamic Financial Stability Report 2026, highlighting emerging hybrid risks in Islamic banking*. Siaran pers. Kuala Lumpur: IFSB. https://www.ifsb.org/press-releases/ifsb-releases-islamic-financial-stability-report-2026-highlighting-emerging-hybrid-risks-in-islamic-banking/

Kementerian Agama. (2025, diundangkan 9 Oktober). *Peraturan Menteri Agama Nomor 14 Tahun 2025 tentang Tata Cara Wakaf Benda Bergerak Berupa Uang*. Isi pasal dikutip dari ringkasan sekunder; teks resmi tidak terbaca pada 9 Oktober 2026.

Kementerian Keuangan. (2020). *Peraturan Menteri Keuangan Nomor 69/PMK.08/2020 tentang penerbitan dan penjualan Surat Berharga Syariah Negara dengan cara bookbuilding di pasar perdana dalam negeri*. Dirujuk dalam materi pemasaran SWR006.

Kementerian Keuangan. (2022). *Peraturan Menteri Keuangan Nomor 107/PMK.08/2022 tentang penerbitan dan penjualan Surat Berharga Syariah Negara dengan cara penempatan langsung*. Dirujuk dalam paparan Direktorat Pembiayaan Syariah (2022).

Kementerian Perencanaan Pembangunan Nasional/Bappenas. (2025, 25 November). [Keterangan pada kick-off meeting SBSN tahun anggaran 2027].

Knight Frank. (2026, 21 Juni). *KSA hospitality and religious tourism report*. Riyadh: Knight Frank. https://www.knightfrank.com.sa/en/newsroom/article/2026/6/ksa-hospitality--religious-tourism-report

Majelis Ulama Indonesia, Komisi Fatwa. (2002, 11 Mei). *Fatwa tentang Wakaf Uang*. Tanggal menurut catatan penulis.

Otoritas Jasa Keuangan. (2025, Oktober). *Statistik sukuk korporasi*. Jakarta: OJK.

Penilai Harga Efek Indonesia. (2024). *Tinjauan pasar surat utang Indonesia 2024*. Jakarta: PHEI.

Real Estate General Authority. (2025). *Questions and answers about the updated Law of Real Estate Ownership by Non-Saudis*. Riyadh: REGA. https://rega.gov.sa/media/z1kaovag/qa-about-updated-law-of-real-estate-ownership-by-non-saudis.pdf

Republik Indonesia. (2004). *Undang-Undang Nomor 41 Tahun 2004 tentang Wakaf*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2004 Nomor 159.

Republik Indonesia. (2006). *Peraturan Pemerintah Nomor 42 Tahun 2006 tentang Pelaksanaan Undang-Undang Nomor 41 Tahun 2004 tentang Wakaf*. Sebagaimana diubah dengan Peraturan Pemerintah Nomor 25 Tahun 2018.

Republik Indonesia. (2008). *Undang-Undang Nomor 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara*. Lembaran Negara Republik Indonesia Tahun 2008 Nomor 70.

Republik Indonesia. (2023, 3 April). *Peraturan Pemerintah Nomor 16 Tahun 2023 tentang Pembiayaan Proyek melalui Penerbitan Surat Berharga Syariah Negara*. Menggantikan Peraturan Pemerintah Nomor 56 Tahun 2011.

Republik Indonesia. (2023). *Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan*.

Saudi Press Agency. (2026, 22 Januari). *REGA announces entry into force of law allowing non-Saudis to own property*. https://www.spa.gov.sa/en/N2496274

World Bank. (2026, pemutakhiran 8 Oktober). *World Development Indicators*. Indikator NY.GDP.MKTP.CD, NY.GDP.MKTP.KD.ZG, FP.CPI.TOTL.ZG, NY.GDP.PCAP.CD, PA.NUS.FCRF; diambil melalui API. https://api.worldbank.org/v2/

C. Pemberitaan yang memuat keterangan resmi

Antara. (2021, 15 Juli). [Pemberitaan keterangan Menteri Keuangan tentang akumulasi penerbitan SBSN 2008–Juni 2021].

Antara. (2024, 18 Oktober). *Pemerintah kantongi Rp147 miliar penjualan CWLS ritel seri SWR005*. https://gorontalo.antaranews.com/berita/272277/pemerintah-kantongi-rp147-miliar-penjualan-cwls-ritel-seri-swr005

Antara. (2025, 30 Oktober). [Pemberitaan penetapan BPIH 2026 oleh Komisi VIII DPR dan pemerintah].

Antara. (2026a, 23 April). *Danantara ungkap progres proyek Kampung Haji di Makkah*. https://www.antaranews.com/berita/5539544/danantara-ungkap-progres-proyek-kampung-haji-di-makkah

Antara. (2026b, 23 September). *BI-Rate kembali bertahan di level 5,75 persen pada RDG September*. https://www.antaranews.com/berita/5754408/bi-rate-kembali-bertahan-di-level-575-persen-pada-rdg-september

Antara. (2026c, 29 Juni). [Pemberitaan rapat dengar pendapat BWI dengan Komisi VIII DPR tentang aset wakaf].

Argaam. (2026, 4 Oktober). [Ringkasan GASTAT Tourism Establishments Statistics, triwulan II 2026]. https://www.argaam.com/en/article/articledetail/id/1941147

Bareksa. (2020, 25 November). *Sukuk Wakaf Ritel SWR001 menarik minat 1.041 wakif, ini delapan catatannya*. https://www.bareksa.com/berita/sbn/2020-11-25/sukuk-wakaf-ritel-swr001-menarik-minat-1041-wakif-ini-delapan-catatannya

Bareksa. (2024, 22 Maret). [Pemberitaan data DJPPR tentang penerbitan dan outstanding SBSN per 15 Februari 2024].

Bisnis Indonesia. (2023, 4 Oktober). [Pemberitaan penjualan SWR004 oleh Bank Mega Syariah].

CNN Indonesia. (2022, 26 Januari). [Pemberitaan alokasi SBSN proyek tahun anggaran 2022].

CNN Indonesia. (2026, 14 Februari). *Danantara beli lahan 5 ha hingga hotel 4.000 pintu untuk Kampung Haji*. https://www.cnnindonesia.com/ekonomi/20260214103443-92-1328144/danantara-beli-lahan-5-ha-hingga-hotel-4000-pintu-untuk-kampung-haji

fin.co.id. (2026, 9 Januari). [Pemberitaan dua jalur pengembangan Kampung Haji oleh Danantara: kawasan Thakher dan lelang lahan RCMC].

Fortune Indonesia. (2025, 5 Juni). [Pemberitaan sasaran wakaf uang dalam RPJMN 2025–2029 menurut KNEKS dan BWI].

IDX Channel. (2025, 20 Maret). [Pemberitaan keterangan DJPPR tentang outstanding SBSN dan jumlah proyek].

Infobank. (2025, 5 November). [Pemberitaan keterangan KNEKS tentang aset wakaf uang dan dana sosial syariah].

InvestorTrust. (2026, 9 Oktober). *Pembiayaan APBN tembus Rp493,3 triliun, Kemenkeu siapkan 12 lelang SBN*. https://investortrust.id/macro/118854/pembiayaan-apbn-tembus-rp-493-3-triliun-kemenkeu-siapkan-12-lelang-sbn

NU Online. (2025, 18 Desember). *Proyek Kampung Haji Indonesia di Makkah masuk tahap akuisisi aset oleh pemerintah*. https://nu.or.id/nasional/proyek-kampung-haji-indonesia-di-makkah-masuk-tahap-akuisisi-aset-oleh-pemerintah-AioXF

Periskop. (2026, 9 Oktober). [Pemberitaan kesiapan kewajiban sertifikasi halal 18 Oktober 2026].

Republika. (2021, 8 Juni). *Pemerintah raup Rp24,14 miliar dari penjualan SWR002*. https://ekonomi.republika.co.id/berita/qud84j383/pemerintah-raup-rp-2414-miliar-dari-penjualan-swr002

Republika. (2026, 17 Juli). [Pemberitaan Indeks Wakaf Nasional 2026 pada Rakernas BWI].

tvOne. (2023, 3 Oktober). [Pemberitaan keterangan Wakil Menteri Keuangan tentang SBSN proyek 2013–2023].

D. Sumber klasik dan buku rujukan

Al-Shāṭibī, Abū Isḥāq Ibrāhīm ibn Mūsā. (1997). *Al-Muwāfaqāt*. (Taḥqīq Mashhūr ibn Ḥasan Āl Salmān). Al-Khubar: Dār Ibn ʿAffān.

Al-Ghazālī, Abū Ḥāmid Muḥammad ibn Muḥammad. (1993). *Al-Mustaṣfā min ʿIlm al-Uṣūl*. Beirut: Dār al-Kutub al-ʿIlmiyyah.

Ibn ʿĀbidīn, Muḥammad Amīn. (1992). *Radd al-Muḥtār ʿalā al-Durr al-Mukhtār*. (Kitāb al-Waqf). Beirut: Dār al-Fikr.

Ibn Qudāmah, Muwaffaq al-Dīn ʿAbd Allāh ibn Aḥmad. (1968). *Al-Mughnī*. (Kitāb al-Wuqūf wa al-ʿAṭāyā). Kairo: Maktabat al-Qāhirah.

Al-Nawawī, Yaḥyā ibn Sharaf. (1991). *Rawḍat al-Ṭālibīn wa ʿUmdat al-Muftīn*. (Kitāb al-Waqf). Beirut: al-Maktab al-Islāmī.

Al-Bukhārī, Muḥammad ibn Ismāʿīl. (2001). *Al-Jāmiʿ al-Ṣaḥīḥ*. (Kitāb al-Shurūṭ; Kitāb al-Waṣāyā). Beirut: Dār Ṭawq al-Najāh.

Muslim ibn al-Ḥajjāj. (1991). *Ṣaḥīḥ Muslim*. (Kitāb al-Waṣiyyah). Beirut: Dār Iḥyāʾ al-Turāth al-ʿArabī.

Çizakça, Murat. (2000). *A history of philanthropic foundations: The Islamic world from the seventh century to the present*. Istanbul: Boğaziçi University Press.

Chapra, M. Umer. (2008). *The Islamic vision of development in the light of maqāṣid al-sharīʿah*. Jeddah: Islamic Research and Training Institute, Islamic Development Bank.

Freeman, R. Edward. (1984). *Strategic management: A stakeholder approach*. Boston: Pitman.

North, Douglass C. (1990). *Institutions, institutional change and economic performance*. Cambridge: Cambridge University Press.

Edisi sumber klasik dicantumkan menurut catatan penulis dan tidak dicocokkan dengan katalog penerbit.

Lampiran

Lampiran A. Catatan metodologi

Analisis	Prosedur	Data	Letak hasil
Pertumbuhan dan pangsa	CAGR antara dua titik; pangsa terhadap total; indeks Herfindahl–Hirschman atas pangsa kumulatif	IIFM, lima edisi	Bab III
Titik data SBSN	Rata-rata tambahan per tahun antara dua titik; rasio beredar terhadap kumulatif; tanpa interpolasi	Tabel 4.1	Bab IV
Korelasi SBSN proyek	Spearman pada tingkat dan pada perubahan tahunan; nilai-p dua sisi	Tabel 4.5; World Bank	Tabel 4.9
Basis data CWLS	Penyusunan seri demi seri dari dokumen primer; pemeriksaan silang dengan tabel riwayat DJPPR; rekonsiliasi dengan situs	DJPPR; BWI; pemberitaan	Bab V; Lampiran C
Nilai beredar	Penjumlahan seri yang belum jatuh tempo pada 9 Oktober 2026; dua tanggal diperkirakan dari *tenor*	Tabel 5.2; Tabel 5.3	Gambar 5.5
Imbalan	Nominal × imbalan × *tenor*; seri mengambang pada batas bawah; pajak 10%	Tabel 5.1; Tabel 5.2	Gambar 5.8
Indeks kebutuhan	0,7 × persentil penduduk miskin + 0,3 × persentil rasio Gini; tiga kelompok prioritas	BPS, Maret 2026	Bab VI
Model kelayakan	Arus kas tahunan 2026–2050 pada harga konstan; nilai akhir 10 × EBITDA; diskonto 8%; sukuk proyek anuitas	Asumsi; GASTAT; Knight Frank	Bab VII
Kepekaan dan *Monte Carlo*	Satu variabel diubah (tornado); kisi okupansi × tarif; 10.000 tarikan dengan benih 20261009	Idem	Gambar 7.5–7.7
Deret waktu	Tren log-linear; ADF dan KPSS; uji asal bergulir dengan jendela membesar, sebelas asal; jalan acak dengan *drift*	Deret global 2001–2025	Bab VIII
Panel	Pooled OLS, efek acak, efek tetap satu dan dua arah; galat baku terkluster negara; Hausman, VIF, Breusch–Pagan, CD Pesaran; regresi median	Panel 10 × 6	Tabel 8.9–8.11
Risiko	Skor kemungkinan × dampak pada skala 1–5; penilaian penulis	Bab II–VIII	Gambar 9.3

Lampiran B. Catatan himpunan data dan kamus variabel

Variabel	Definisi operasional	Satuan	Sumber	Status
Penerbitan sukuk global	Nilai seluruh sukuk yang diterbitkan dalam satu tahun, internasional dan domestik, semua *tenor*	USD miliar	IIFM	*Official*
Penerbitan per negara	Arus tahunan menurut domisili penerbit; sebagian diturunkan dari selisih kumulatif antaredisi	USD miliar	IIFM; hitungan	*Official*; *Calculated*
Penerbitan terhadap PDB	Penerbitan dibagi PDB nominal periode yang sama	%	IIFM; World Bank	*Calculated*
SBSN kumulatif; SBSN beredar	Jumlah penerbitan sejak 2008; nilai yang belum jatuh tempo pada tanggal tertentu	Rp triliun	Tabel 4.1	*Official*; *Observed*
SBSN proyek	Alokasi pembiayaan proyek melalui SBSN per tahun anggaran	Rp triliun	Tabel 4.5	*Official*; *Calculated*
Nilai seri CWLS	Nominal hasil penjualan atau penempatan tiap seri	Rp miliar	DJPPR; BWI	*Official*; *Observed*
Wakif	Jumlah pemesan pada satu seri; bukan orang unik lintas seri	Pemesan	DJPPR	*Official*
Imbalan	Tingkat imbalan per tahun; batas bawah untuk seri mengambang	% per tahun	DJPPR; BWI	*Official*; *Pending*
CWLS beredar	Jumlah nominal seri yang belum jatuh tempo pada 9 Oktober 2026	Rp miliar	Hitungan	*Estimated*
Penduduk miskin; rasio Gini	Angka provinsi Maret 2026	Ribu jiwa; indeks	BPS	*Official*
Okupansi; tarif kamar; RevPAR	Tingkat hunian tahunan; tarif rata-rata per malam; hasil kalinya	%; SAR; SAR	GASTAT; Knight Frank; asumsi	*Observed*; *Scenario*
CFADS; DSCR; IRR; NPV	Ukuran hasil model kelayakan menurut **Persamaan 7.2**–7.6	USD juta; kali; %	Model	*Scenario*

Jejak sumber lengkap, yaitu lembaga, judul, tanggal dokumen, tautan, dan tanggal akses untuk setiap angka, disajikan pada lembar Jejak_Sumber dalam buku kerja pendamping. Data provinsi, panel negara–periode, deret global, basis data seri CWLS, dan arus kas model tersedia pada lembar masing-masing.

Lampiran C. Rekonsiliasi angka situs dengan sumber primer

Indikator pada situs	Angka situs	Sumber primer atau hitungan laporan	Penilaian	Usulan perbaikan
Modal CWLS termobilisasi	Rp694,37 M	Kumulatif empat belas seri Rp1.465,57 M; beredar Rp824,85 M	Kurang Rp771,20 M (SW002–SW008)	Muat seluruh seri SW; tampilkan nilai kumulatif dan nilai beredar secara terpisah
Kumulatif ritel	Rp643,52 M	Rp643,52 M	Cocok	–
Partisipasi wakif	4.447	4.447	Cocok; bukan orang unik	Pertahankan catatan
Wakif SWR005	619	619 (keterangan resmi); 719 pada tabel riwayat materi SWR006	Situs benar	–
Proksi manfaat sosial	Rp46,52 M per tahun	Seri beredar: Rp45,6–53,0 M per tahun	Angka serupa; metode keliru	Hitung dari seri beredar dengan imbalan masing-masing
Nilai proyek 13 menara	Rp12,86 T (Makkah dan Madinah)	USD700–800 juta, tentatif; seluruhnya di Thakher, Makkah	Besaran sebanding; lokasi tidak didukung	Label *Conceptual*; selaraskan lokasi
Nilai akuisisi; nilai keseluruhan	Rp8,87 T; Rp21,29–23,07 T	Di bawah USD500 juta; sekitar USD1,3 miliar	Konsisten	Cantumkan sumber dan kurs
Jumlah kamar	6.025	Sekitar 6.000–6.025	Konsisten	–
EBITDA skenario dasar	Rp1,86 T	USD104,6 juta pada asumsi yang sama; USD49,3 juta pada patokan triwulan II 2026	Aritmetika cocok; asumsi di atas patokan	Tambahkan skenario patokan teramati, cadangan aset, jadwal, dan kewajiban
Proksi imbalan sukuk proyek	7,25%	Imbal hasil SBN 10 tahun sekitar 7,2% (Oktober 2026)	Tanpa premi risiko proyek	Tambahkan premi risiko
Tenaga kerja	Sekitar 14.050	Sampai 7.500 pekerja Indonesia (pernyataan)	Tidak dapat dicocokkan	Cantumkan definisi dan metode
Skor risiko	12 dari 25	Rata-rata 11,4; dua risiko bernilai 15 atau lebih	Sebanding	Tampilkan sebaran, bukan hanya rata-rata
Penerima manfaat	Tidak tersedia	Tidak tersedia	Cocok	Pertahankan sampai data tersedia
Peta proyek Indonesia	Tanpa data provinsi	Indeks kebutuhan 38 provinsi (Bab VI)	Belum terisi	Isi setelah data program tersedia

Sumber: (Advance CWLS Pro, 2026), snapshot 8 Oktober 2026, diakses 9 Oktober 2026; Bab V dan VII. Rekonsiliasi dilakukan satu kali pada tanggal akses; isi situs dapat berubah sesudahnya.

Lampiran D. Keterbatasan

- **Sumber yang tidak terbaca.** Laman DJPPR dan basis data peraturan nasional tidak dapat dibaca secara otomatis pada tanggal batas data. Akibatnya deret penerbitan bruto SBSN per tahun, keterangan pers hasil SWR004, serta teks PMA 14/2025 dan PP 16/2023 tidak dibuka langsung; yang dipakai adalah dokumen yang dimuat lembaga lain, ringkasan sekunder, dan pemberitaan, dengan label yang sesuai.
- **Data yang tidak diperoleh.** PDRB per kapita dan data tanah wakaf per provinsi; alokasi SBSN proyek 2025–2026; rincian individu–institusi SWR001 dan SWR004; realisasi penyaluran dan penerima manfaat tiap seri; jumlah jamaah umrah Indonesia per tahun; rincian per negara pada edisi IIFM 2026 di luar tiga penerbit terbesar.
- **Laporan lembaga internasional.** Untuk IIFM 2026 dan IFSB 2026 hanya siaran pers yang dibaca. Dokumen OECD, UNDP, IsDB, dan IMF tidak dipakai sebagai sumber angka. Standar AAOIFI dirujuk dari catatan penulis.
- **Literatur.** Dua kueri ke registri DOI ditolak karena batas laju akses; karena itu artikel sukuk pada penerbit tertentu kurang terwakili dan karya klasik ekonometrika dan teori organisasi diberi tanda ‡.
- **Hasil yang belum ada.** Hasil penjualan SWR007 dan seluruh angka setahun penuh 2026 belum tersedia dan tidak diperkirakan.
- **Model.** Model kelayakan memakai harga konstan, tidak memodelkan pajak, zakat perusahaan, atau struktur ekuitas secara rinci, dan sebaran *Monte Carlo* ditetapkan atas penilaian penulis.
- **Tata letak.** Naskah dirender dan diperiksa halaman demi halaman dengan LibreOffice; pada Microsoft Word, pemenggalan baris dapat sedikit berbeda. Daftar isi, daftar gambar, daftar tabel, daftar persamaan, dan rujukan silang adalah *field* yang dapat dimutakhirkan.

Lampiran E. Informasi replikasi

Komponen	Isi	Cara memakai
Buku kerja Excel	Lembar: Baca_Dulu; Kamus_Variabel; Jejak_Sumber; CWLS_SWR; CWLS_SW; Sukuk_Global; Panel_Negara; SBSN; SBSN_Proyek; Provinsi; Model_KH; Skenario_KH; Hasil_Olahan; Rekonsiliasi	Sel masukan berwarna biru; rumus hidup menghitung ulang CAGR, pangsa, nilai beredar, imbalan, NPV, IRR, dan DSCR
Registri angka	Satu berkas berisi semua angka bersumber dengan kunci sumber dan label status	Diubah di satu tempat; seluruh tabel dan grafik mengikuti
Skrip analisis	Menghitung seluruh statistik, model panel, uji luar-sampel, model kelayakan, dan *Monte Carlo*; menulis satu berkas hasil	Python 3 dengan pandas, statsmodels, linearmodels, dan scipy
Skrip grafik	Lima puluh sembilan gambar dibangkitkan dari berkas hasil; palet lolos uji pembedaan warna	matplotlib
Benih acak	20261009 untuk *Monte Carlo*; 7 untuk sebaran titik pada Gambar 8.1	Hasil simulasi dapat diulang persis
Naskah	Disusun dengan docx-js; sampul dan tanda air berupa gambar vektor yang dirender	Seluruh teks, tabel, dan persamaan dapat disunting pada Word

Lampiran F. Data pokok

Tahun	Total	Internasional	Domestik	Perubahan (%)	Tahun	Total	Internasional	Domestik	Perubahan (%)
2001	1,2	–	–	–	**2014**	107,8	26,7	81,1	−20,5
2002	1,4	–	–	17,0	**2015**	67,8	21,9	45,9	−37,1
2003	7,2	–	–	425,7	**2016**	88,3	31,2	57,1	30,2
2004	9,5	–	–	31,3	**2017**	116,7	37,6	79,1	32,2
2005	14,0	–	–	48,0	**2018**	123,2	33,0	90,2	5,5
2006	33,6	–	–	139,9	**2019**	145,7	38,5	107,2	18,3
2007	50,2	–	–	49,3	**2020**	174,6	42,4	132,2	19,9
2008	24,3	–	–	−51,5	**2021**	188,1	49,4	138,7	7,7
2009	37,9	–	–	55,8	**2022**	182,7	35,7	147,0	−2,9
2010	53,1	4,2	48,9	40,1	**2023**	212,0	52,7	159,4	16,0
2011	93,2	8,7	84,5	75,4	**2024**	205,1	65,6	139,5	−3,3
2012	137,6	20,3	117,3	47,7	**2025**	262,9	98,9	163,9	28,2
2013	135,6	23,0	112,6	−1,5					

Penerbitan sukuk global, USD miliar. Sumber: IIFM, lima edisi (lihat Gambar 3.1). Rincian internasional dan domestik sebelum 2010 tidak dikutip. Status: *Official*; perubahan dihitung penulis.

Tahun	Kamar	Malam-kamar (juta)	Pendapatan	EBITDA	CFADS	Belanja modal	Arus kas bebas	Kewajiban sukuk	DSCR (×)	Saldo pokok
2026	1.461	0,320	68,5	20,5	17,8	500,0	−482,2	–	–	0,0
2027	1.461	0,320	68,5	20,5	17,8	225,0	−207,2	8,2	2,18	112,5
2028	1.461	0,320	68,5	20,5	17,8	300,0	−282,2	19,0	0,94	262,5
2029	2.830	0,545	116,6	35,0	30,3	225,0	−194,7	27,2	1,11	375,0
2030	4.656	0,950	203,2	61,0	52,8	0,0	52,8	47,8	1,10	354,3
2031	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	332,2
2032	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	308,4
2033	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	282,9
2034	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	255,6
2035	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	226,3
2036	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	194,9
2037	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	161,2
2038	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	125,0
2039	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	86,2
2040	6.025	1,319	282,3	84,7	73,4	0,0	73,4	47,8	1,53	44,6

Arus kas skenario dasar model kelayakan Kampung Haji, 2026–2040, USD juta pada harga konstan (okupansi 60%; tarif SAR680; pendapatan lain 18%; margin EBITDA 30%). Sumber: model penulis; lembar Model_KH pada buku kerja pendamping. Status: *Scenario*. Kolom kamar memuat kamar yang beroperasi; angka 2029–2030 adalah rata-rata tertimbang masa pembukaan.

Negara	2018	2022	2023	2024	2016–2017	2019–2021
Malaysia	16,11	16,49	19,23	15,56	15,42	12,15
Arab Saudi	2,55	3,44	3,88	3,41	2,50	2,45
Indonesia	**1,60**	**1,64**	**1,59**	**1,24**	**1,77**	**2,04**
Uni Emirat Arab	1,89	0,68	2,02	2,00	1,14	1,88
Türkiye	0,98	1,08	1,06	0,82	0,50	2,44
Qatar	1,53	2,68	4,14	7,06	0,80	1,97
Bahrain	7,99	6,51	6,61	10,53	10,28	10,58
Pakistan	0,05	1,61	1,90	2,04	0,97	1,14

Negara	2018	2022	2023	2024	2016–2017	2019–2021
Brunei Darussalam	4,96	9,25	9,37	12,09	6,90	7,71
Inggris	0,01	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01

Penerbitan sukuk terhadap PDB menurut negara dan periode, persen. Sumber: IIFM (2016; 2019; 2023; 2025); World Bank (2026); dihitung penulis. Inilah variabel terikat model panel pada Bab VIII; nilai dolar tersaji pada Tabel 8.8.

Lampiran G. Daftar periksa penjaminan mutu

Pokok pemeriksaan	Yang dilakukan	Hasil
Konsistensi angka	Angka pada teks, tabel, dan gambar dibangkitkan dari satu berkas hasil; angka kunci dicocokkan dengan buku kerja	Sesuai
Aritmetika	Jumlah seri CWLS dicocokkan dengan total resmi sampai SWR005 (Rp1.159,29 miliar); jumlah deret global dicocokkan dengan total kumulatif IIFM	Cocok
Satuan dan tanggal	Miliar dan triliun rupiah, juta dan miliar dolar, serta tanggal posisi dicantumkan pada tiap tabel dan gambar	Sesuai
Nama instrumen	CWLS, SW, SWR, SBSN, SBSN proyek, sukuk proyek, dan *mushārakah* dipakai menurut definisi glosarium	Sesuai
Label status	Setiap angka pada tabel dan gambar memuat satu dari tujuh label atau keterangan sumber	Sesuai
Tahun 2026	Tidak ada angka 2026 yang disetahunkan; hasil SWR007 tidak diperkirakan	Sesuai
Rujukan silang	Rujukan ke gambar, tabel, dan persamaan berupa *field*; diperiksa tidak ada yang tanpa sasaran	Sesuai
Sitasi dan referensi	Hanya sumber yang dirujuk dicetak; DOI dari registri; karya tak terverifikasi ditandai	Empat belas entri bertanda ‡
Analisis empiris	Tiap analisis menyebut sumber, N, periode, satuan, metode, pengujian, dan batas (Tabel 8.1)	Sesuai
Kode QR	Kode pada sampul belakang dipindai dengan perangkat lunak pembaca dan menghasilkan alamat situs	Terverifikasi
Jumlah halaman	Naskah dirender dan dihitung: 132 halaman termasuk sampul depan dan belakang	Sesuai
Belum diperiksa	Tata letak pada Microsoft Word; edisi cetak sumber klasik; teks resmi beberapa peraturan	Diperiksa penulis sebelum cetak

Biografi Penulis

Mohamad Handi Khalifah, Ph.D.

Akademisi dan peneliti ekonomi dan keuangan Islam

Mohamad Handi Khalifah adalah akademisi dan peneliti di bidang ekonomi dan keuangan Islam. Penelitiannya berpusat pada sukuk, keuangan sosial Islam, keuangan berkelanjutan, aspek lingkungan, sosial, dan tata kelola, serta analisis kuantitatif. Ia menaruh perhatian khusus pada pertemuan antara instrumen pasar modal syariah dan lembaga filantropi Islam: bagaimana wakaf, zakat, dan sukuk dapat dirancang sehingga manfaat sosialnya dapat diukur dan dipertanggungjawabkan.

Dalam kerja empirisnya ia memakai ekonometrika deret waktu dan panel, pemodelan arus kas, dan simulasi, dengan kebiasaan yang juga dipegang dalam laporan ini: setiap angka harus dapat ditelusuri ke sumbernya, setiap model harus dapat dihitung ulang, dan batas bukti harus dinyatakan bersama temuannya.

Advance CWLS Pro adalah platform intelijen yang ia kembangkan untuk menghimpun data dan analisis tentang *Cash Waqf Linked Sukuk*, sukuk negara, wakaf produktif, dan investasi aset riil. Laporan tahunan ini adalah terbitan analitis independen platform tersebut.

Pengenal peneliti	
Scopus Author ID	57736165400
ORCID	0000-0003-1457-8201
Web of Science ResearcherID	AAX-1252-2021
Situs	https://www.advancecwls.pro/

Biografi ini hanya memuat keterangan yang diberikan penulis untuk laporan ini; afiliasi kelembagaan, jabatan, dan penghargaan tidak dicantumkan karena tidak diverifikasi dalam penyusunan naskah. Koreksi atas data dan permintaan berkas replikasi dapat disampaikan melalui situs; setiap koreksi yang terbukti akan dicatat pada edisi berikutnya.

CWLS
Kampung Haji

BUILDING SACRED HOSPITALITY FOR A BRIGHTER TOMORROW

This Annual Report 2026 presents a comprehensive review of CWLS Kampung Haji's strategic progress in advancing Cash Waqf Linked Sukuk, hospitality asset development, and sustainable pilgrimage investment. It reflects our commitment to creating enduring value through integrated real assets, world-class hospitality, and Islamic finance solutions that serve pilgrims, communities, and generations to come.

ISLAMIC FINANCE INNOVATION

WORLD-CLASS HOSPITALITY ASSETS

SUSTAINABLE PILGRIMAGE ECOSYSTEM

LASTING SOCIO-ECONOMIC IMPACT



REAL ASSETS.
ISLAMIC FINANCE.
LASTING IMPACT.

www.advancecwls.pro