

OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA
STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA
PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR

SKRIPSI



Oleh:

NEVADA DELLA MENA AMERTHA

No. Mahasiswa: 14410501

PROGRAM STUDI S1 ILMU HUKUM
FAKULTAS HUKUM
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA
YOGYAKARTA

2018

OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA
STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA
PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR

SKRIPSI

Diajukan untuk Memenuhi Sebagian Persyaratan Guna Memperoleh Gelar

Sarjana (Strata-1) pada Fakultas Hukum

Universitas Islam Indonesia

Yogyakarta

Oleh:

NEVADA DELLA MENA AMERTHA

No. Mahasiswa: 14410501

PROGRAM STUDI S1 ILMU HUKUM

FAKULTAS HUKUM

UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA

YOGYAKARTA

2018



HALAMAN PENGESAHAN TUGAS AKHIR PRA PENDADARAN

**OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA
STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA
PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR**

Telah Diperiksa dan Disetujui oleh Dosen Pembimbing Skripsi untuk
Diajukan ke Depan Tim Penguji dalam Ujian Tugas Akhir/ Pendaran
pada Tanggal 17 September 2018

Yogyakarta, 17 September 2018

Dosen Pembimbing Skripsi,


(Dr. Aunur Rohim Faqih, S.H., M.Hum.)

NIK. 844100101





OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA
STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA
PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR

Telah dipertahankan di hadapan Tim Penguji dalam
Ujian Tugas Akhir/ Pendaran
Pada tanggal 15 Oktober 2018 dan dinyatakan **LULUS**

Yogyakarta, 15 Oktober 2018

Tim Penguji

Tanda Tangan

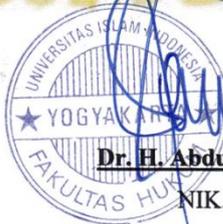
1. Ketua : Dr. Siti Anisah, S.H., M.Hum
2. Anggota : Inda Rahadiyan, S.H., M.H.
3. Anggota : Dr. Aunur Rohim Faqih, S.H., M.Hum

.....
.....
.....

Mengetahui,

Universitas Islam Indonesia
Fakultas Hukum

Dekan,



Dr. H. Abdul Jamil, S.H., M.H.

NIK. 904100102

**SURAT PERNYATAAN
ORISINALITAS KARYA TULIS ILMIAH BERUPA TUGAS AKHIR
MAHASISWA FAKULTAS HUKUM UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA**

Bismillahirrahmaanirrahim

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : Nevada Della Mena Amertha

No. Mahasiswa : 14410501

Adalah benar-benar mahasiswa Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia Yogyakarta yang melakukan penulisan Karya Tulis Ilmiah (Tugas Akhir) berupa Skripsi dengan Judul : **OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR**

Karya Ilmiah ini akan saya ajukan kepada Tim Penguji dalam Ujian Pendadaran yang diselenggarakan oleh Fakultas Hukum UII. Sehubungan dengan hal tersebut, dengan ini saya menyatakan :

1. Bahwa karya tulis ilmiah ini adalah benar-benar hasil karya saya sendiri yang dalam penyusunannya tunduk dan patuh terhadap kaidah etika dan norma-norma penulisan sebuah karya tulis ilmiah sesuai dengan ketentuan yang berlaku.
2. Bahwa saya menjamin hasil karya ilmiah ini adalah benar-benar Asli (Orisinal) bebas dari unsur-unsur yang dapat dikategorikan sebagai melakukan perbuatan '*penjiplakan karya ilmiah (plagiat)*'.
3. Bahwa meskipun secara prinsip hak milik atas karya ilmiah ini ada pada saya, namun demi untuk kepentingan-kepentingan yang bersifat akademik dan pengembangannya, saya memberikan kewenangan kepada Perpustakaan Fakultas Hukum UII dan perpustakaan di lingkungan Universitas Islam Indonesia untuk mempergunakan karya ilmiah saya tersebut.

Selanjutnya berkaitan dengan hal di atas (terutama pernyataan pada butir nomor 1 dan 2), saya sanggup menerima sanksi baik sanksi administratif dan akademik, jika saya terbukti secara kuat dan meyakinkan telah melakukan perbuatan yang menyimpang dari pernyataan tersebut. Saya juga akan bersikap kooperatif untuk hadir, menjawab, membuktikan, dan melakukan pembelaan terhadap hak-hak saya serta menanda tangani Berita Acara terkait yang menjadi hak dan kewajiban saya, di depan Majelis atau Tim Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia yang ditunjuk oleh pimpinan Fakultas. Demikian, surat pernyataan ini saya buat dengan sebenar-benarnya, dalam kondisi sehat jasmani dan rohani, dengan sadar serta tidak ada tekanan dalam bentuk apapun dan oleh siapapun.

Dibuat di : Yogyakarta
: 17 September 2018
Surat pernyataan



Nevada Della Mena Amertha

**SURAT PERNYATAAN TELAH MELAKUKAN REVISI/ PERBAIKAN
TUGAS AKHIR**



Yang bertanda tangan di bawah ini, saya:

Nama : Nevada Della Mena Amertha

No. Mahasiswa : 14410501

Ujian Tanggal : 15 Oktober 2018

Telah melakukan dan menyelesaikan Revisi/ Perbaikan Tugas Akhir saya
sebagaimana yang disyaratkan oleh Tim Penguji Tugas Akhir.

Perbaikan Tugas Akhir tersebut telah selesai dan disetujui oleh Dosen Penguji dan
Dosen Pembimbing Tugas Akhir.

Yogyakarta, 22 Oktober 2018

Nevada Della Mena A

Menyetujui:

Telah melakukan revisi/ perbaikan Tugas Akhir

1. Ketua : Dr. Siti Anisah, S.H., M.Hum (.....)
2. Anggota : Inda Rahadiyan, S.H., M.H. (.....)

Mengetahui,
Dosen Pembimbing Tugas Akhir

(Dr. Aunur Rohim Faqih, S.H., M.Hum.)

NIK. 844100101

CURRICULUM VITAE

1. Nama Lengkap : Nevada Della Mena Amertha
2. Tempat Lahir : Bantul
3. Tanggal Lahir : 23 Juli 1996
4. Jenis Kelamin : Perempuan
5. Golongan Darah : A
6. Alamat Terakhir : Jalan Mentri Supeno, Umbulharjo, Yogyakarta
7. Alamat Asal : Pematang, Kalianda, Lampung Selatan
8. Identitas Orangtua
 1. Nama Ayah : Amril Nurman, S.E., S.H.
Tempat Lahir : Tanjung Karang
Tanggal Lahir : 15 Januari 1975
Pekerjaan Ayah : Advokat
 2. Nama Ibu : Kusmaryati, S.H., M.Kn (Almarhumah)
Tempat Lahir : Bantul
Tanggal Lahir : 02 Agustus 1971
Pekerjaan Ibu : -
Alamat Orangtua : Pematang, Kalianda, Lampung Selatan.
9. Riwayat Pendidikan
 - a. TK : TK YWKA (Yayasan Wanita Kereta Api)
Alamat : Pengok PJKA, Jl. Munggur
Blok E No. 70, Demangan, Gondokusuman, Kota Yogyakarta, 55221
Tahun Ajaran Masuk : 2006

- Tahun Ajaran Lulus : 2008
- b. SD : SD Bantul Timur
- Alamat : Jl. Wahidin Sudiro
Husodo No.42, Nogosari, Tirenggo, Kec. Bantul, Daerah
Istimewa Yogyakarta. 55714
- Tahun Ajaran Masuk : 2002
- Tahun Ajaran Lulus : 2008
- c. SLTP : SMP N 1 Sewon
- Alamat : Jl Parangtritis No. 1234, Sewon,
Bantul, Yogyakarta, 55188
- Tahun Ajaran Masuk : 2008
- Tahun Ajaran Lulus : 2011
- d. SLTA : SMA N 1 Bantul
- Alamat : Jl Kh. Wahid Hasyim,
Palbapang, Jetis, Bantul, Daerah Istimewa Yogyakarta, 55713
- Tahun Ajaran Masuk : 2011
- Tahun Ajaran Lulus : 2014
10. Organisasi : 1. Magang LEM FH UII divisi Minat bakat
mahasiswa (MIBAMA)
2. Takmir Masjid Al-Azhar FH UII
11. Kepanitiaan yang diikuti : 1. Wali Jamaah dalam OSPEK

PERADILAN 2015

2. Sie Acara dalam Panitia Student

Exchange UII –IIUM 2016

3. Sie Acara dalam acara D’CASE Lembaga
Eksekutif Mahasiswa FH UII 2015

4. Sie Konsumsi dalam acara Reuni IKA
Takmir Masjid Al-Azhar FH UII

DII

12. Prestasi : 1. Juara 1 Lomba Debat Bahasa Inggris
Tingkat Kabupaten bantul
2. Juara 3 Lomba Debat Bahasa Inggris Tingkat
Provinsi DIY
3. Best Speaker 3 Lomba Debat Bahasa Inggris
Tingkat Kabupaten Bantul
4. Lomba Jurnalistik Tingkat SMA

13. Pelatihan Hukum yang pernah diikuti : Pelatihan Hukum Syaria
Contract 2018 diselenggarakan oleh PUSDIKLAT Laboratorium FH
UII

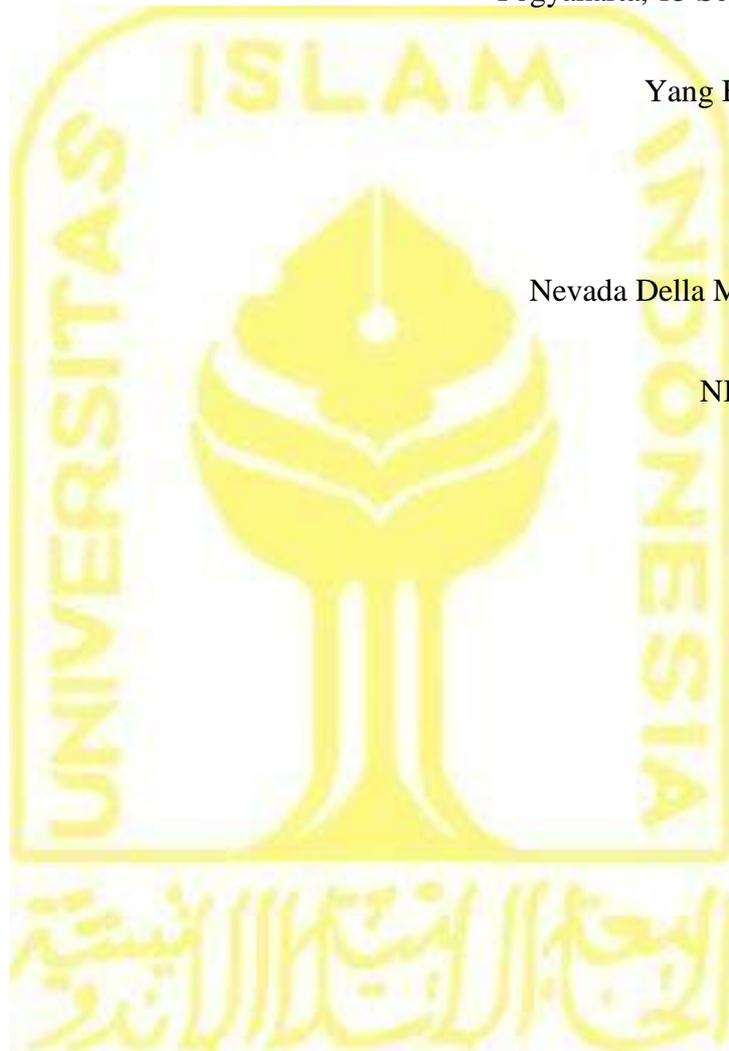
14. Hobby : Memasak, Travelling, Adventure.

Yogyakarta, 15 September 2018

Yang Bersangkutan,

Nevada Della Mena Amertha

NIM 14410501,



HALAMAN PERSEMBAHAN

Skripsi ini dipersembahkan untuk :

Allah SWT yang senantiasa memberi nikmat, kesehatan, rahmat dan hidayahnya serta kemampuan ilmu pengetahuan sehingga penulis bisa menyelesaikan skripsi ini dengan baik.

Mama tercinta di surga, Alm. Kusmaryati yang telah memberi neva banyak bekal pelajaran, pengalaman dan nilai yang mama udah ajarin ke neva, mama yang selalu jadi tempat curhat neva, selalu mendukung neva, selalu doain neva, nyemangatin neva buat terus berusaha, yang selalu bikin neva yakin, optimis, dan terus berjuang.

Papa tercinta, Papa Amril Nurman yang selalu memberi neva support, dan doa, yang gak pernah bikin neva down, yang selalu ngasih semangat, yang selalu ngasi saran dan tempat bertukar pendapat, makasih papa terhebat, panutan neva dan adik-adik semua.

Adik-adikku tersayang, Dek Bella, yang selalu bantuin kasih saran bantuin segala hal, Dek Cakra, Dek, Epin, Dek Emil, dan Dek Dieto yang udah selalu semangatin kakak, ngehibur kakak, dan doain kakak.

Bapak Dr. Aunur Rohim Faqih S.H., M.H sebagai dosen pembimbing skripsi yang telah banyak memberikan saran, masukan serta arahan sehingga skripsi ini dapat segera diselesaikan.

Agi yang selalu memberi support, semangat, tempat berbagi segalanya yang selalu ada dan mengerti.

Kampus perjuangan dan segenap Civitas Akademika Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia tercinta.

MOTTO

(Al Insyirah : 5)

فَإِنَّ مَعَ الْعُسْرِ يُسْرًا

“Karena sesungguhnya sesudah kesulitan itu ada kemudahan”

(QS. Ar Ra’d: 11)

إِنَّ اللَّهَ لَا يُغَيِّرُ مَا بِقَوْمٍ حَتَّىٰ يُغَيِّرُوا مَا بِأَنْفُسِهِمْ

“Sesungguhnya Allah tidak merubah keadaan suatu kaum sehingga mereka merubah keadaan yang ada pada diri mereka sendiri.”

**“ masa depan adalah hari ini, mari kita perjuangkan!!
menunda adalah menggali lubang kubur, kegagalan bagi diri sendiri ”**

KATA PENGANTAR



Assalamu 'alaikum Wr. Wb.

Alhamdulillah rabbi'l 'alamiin, puji syukur kehadiran Allah SWT, dzat yang Esa, yang telah memberikan rahmat, hidayah, kesempatan, dan kemudahan bagi kita semua dalam menjalankan amanah yang menjadi tanggung jawab kita. Shalawat dan salam semoga selalu tercurah kepada junjungan Nabi Muhammad SAW, inspirasi akhlak dan pribadi mulia.

Atas karunia dan pertolongan dari Allah dapat menyelesaikan penulisan skripsi ini dengan judul : “ **Obligasi Syariah di Indonesia Studi Terhadap Jenis dan Penerapan Akad serta Perlindungan Bagi Investor**”.

Penulis menyadari bahwa penulisan skripsi ini tidak dapat terlaksana dengan baik tanpa ada bantuan, bimbingan, dan dorongan dari berbagai pihak. Dengan penuh hormat, penulis mengucapkan terima kasih yang setulus tulusnya kepada semua pihak atas segala bantuan, bimbingan dan dorongan semangat kepada penulis selama ini, sehingga skripsi ini terwujud.

Untuk itu dalam kesempatan ini penulis ingin menyampaikan rasa hormat dan terima kasih yang setulus-tulusnya kepada:

1. **Allah SWT**, karena atas rahmat dan hidayah-Nya penulis dapat menyelesaikan skripsi ini dengan segala kemudahan yang diberikan.
2. **Bapak Fathul Wahid, ST., M.Sc., Ph.D.**, selaku Rektor Universitas

Islam Indonesia.

3. **Bapak Dr. H. Abdul Jamil, SH, M.H.** selaku Dekan Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia,. yang telah memberi izin dan kesempatan kepada penulis untuk menyelesaikan skripsi ini.
4. **Bapak Dr. Aunur Rohim Faqih, SH, M. Hum.** selaku Dosen Pembimbing penulis yang penuh kesabaran memberi arahan dan membimbing penulis sehingga terwujudnya penulisan hukum ini.
5. **Bapak Endro Kumoro, SH, MH.** selaku Dosen Pembimbing Akademik penulis.
6. **Alm. mama Kusmaryati, SH., M.Kn.** yang selalu memberikan penulis doa, semangat dan dukungan dalam menyelesaikan skripsi ini, serta kasih sayang dan banyak pembelajaran yang telah diberikan alm.mama.
7. **Ayah penulis, Amril Nurman, SE., SH** yang selalu memberikan semangat, doa, serta dorongan mental dan materi dalam setiap langkah penulis menyelesaikan tulisan ini.
8. **Adik-adik penulis, Dini Idhelia, Cakra Justicia, Eflin Sona Mulia, Emira Cyara, dan Audiето Justicia** yang selalu mendoakan penulis dan menjadi penghibur penulis, penyemangat penulis untuk dapat menyelesaikan tulisan ini.
9. **Sahabat-sahabatku** yang selalu ada untukku, tidak pernah bosan mendengar ceritaku, dan selalu menyemangatiku, Nindya Nurrahma, Risa Apriliyanti, Alin Husnul, Mas Aan, Muhammad Sahid, Farchah Mubarakah, Riski Marita, Siti Mayanti, Riska Septia, Laili mawadati,

Sandra Nisa, Nana Putri, Maskhanuroh, Ria-riani, Aninta Gina,

10. **Saudaraku seperjuangan** Rizki Oktaviani, Itna Fauza, Dewi Nova atas segala bantuan selama penulis mengerjakan skripsi ini, yang tak pernah lelah memberi semangat, saling mengingatkan dan mendoakan.
11. **Teman-teman KKN 299** yang paling super duper, Ida, Arif, Haryo, Oji, Dika, Nurul, Mela, Besma. Yang gila abis, makasih buat semuanya, saling ngejek tapi itu yang bikin semangat. Keep be your self ya kalian.
12. **Teman-teman Takmir Masjid Al-Azhar** buat semua pengalaman, ilmu, dan semangatnya.
13. **Seluruh dosen, staf, dan karyawan** di Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia, yang selalu mempermudah penulis dalam menimba ilmu baik di kelas maupun di luar kelas; dan
14. **Semua pihak** yang telah ikut membantu penulis dalam menyelesaikan penulisan hukum ini tersebut yang tidak dapat saya sebutkan satu per satu atas segala bantuan yang telah diberikan, semoga mendapat imbalan yang setimpal dari Allah SWT. Amin.

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini, isi substansi masih jauh dari sempurna. Hal ini karena keterbatasan penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan masukan dan saran yang menunjang kesempurnaan penulisan hukum ini. Doa penulis panjatkan kepada Allah SWT agar penulisan hukum ini dapat bermanfaat bagi perkembangan ilmu pengetahuan dan bagi pihak yang membutuhkan, dengan rendah hati penulis ucapkan terima kasih.

Wabillahittaufiqwalhidayah.Akhirukalam, Wassalamualaikum, Wr. Wb.

Yogyakarta, 10 September 2018

Penulis



DAFTAR ISI

HALAMAN PENGAJUAN.....	i
HALAMAN PERSETUJUAN.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN	iii
SURAT PERNYATAAN ORISIONALITAS.....	v
SURAT PERNYATAAN TELAH MELAKUKAN REVISI.....	vi
CURRICULUM VITAE	vii
HALAMAN PERSEMBAHAN	xi
MOTTO	xii
KATA PENGANTAR	xiii
DAFTAR ISI	xvii
ABSTRAK	xviii
BAB I PENDAHULUAN	1
A. Latar Belakang Masalah	1
B. Rumusan Masalah	9
C. Tujuan Penelitian	9
D. Manfaat Penelitain	10
E. Orisionalitas Penelitian	11
F. Tinjauan Pustaka	12
G. Definisi Operasional	18
H. Metode Penelitian	19
I. Sistematika Penulisan	22
BAB II TINJAUAN UMUM OBLIGASI SYARIAH, JENIS AKAD, DAN PERLINDUNGAN INVESTOR PADA OBLIGASI SYARIAH	29
A. Pengertian Obligasi	29
B. Pengertian Obligasi Syariah	30
C. Sejarah Obligasi Syariah	32
D. Jenis-Jenis Obligasi Syariah Berdasarkan Akad	33
E. Pendapatan Obligasi Syariah	37
F. Pihak-Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk	41
G. Hak dan Kewajiban Para Pihak dalam Obligasi Syariah	47

H. Hubungan Para Pihak dalam Penerbitan Sukuk	49
I. Batasan-Batasan Sukuk dalam Pembiayaan	54
BAB III TINJAUAN YURIDIS MENGENAI PENERAPAN PRINSIP, AKAD, DAN PERLINDUNGAN HUKUM	60
A. Pengaturan Prinsip Obligasi Syariah di Indonesia	60
B. Penerapan dan Pengaturan Jenis Akad pada Obligasi Syariah	67
C. Perlindungan Hukum Terhadap Investor Obligasi Syariah.....	91
BAB IV KESIMPULAN DAN SARAN	102
A. Kesimpulan	102
B. Saran	104
DAFTAR PUSTAKA	109

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menjelaskan bagaimana penerapan prinsip dan akad dalam obligasi syariah saat ini dalam perspektif hukum Islam, beserta kedudukan para pihak, dan perlindungan hukum investor obligasi syariah serta meninjau kesesuaian penerapan akad tersebut berdasarkan tinjauan prinsip dan syariah Islam. Analisa dilakukan terhadap penerapan akad yang ada saat ini dengan pengaturan akad dalam syariah islam. Penelitian ini bersifat yuridis normatif. Teknik pengumpulan data yang digunakan adalah dengan studi pustaka serta wawancara yang mendalam. Untuk memperoleh data yang diperlukan, penulis melakukan telaah atas bahan-bahan hukum primer, sekunder, dan tersier. Data yang diperoleh dideskripsikan secara interpretatif dengan menjelaskan permasalahan yang diteliti. Hasil peneitian ini menunjukkan bahwa pengaturan prinsip dan akad dalam obligasi syariah sudah diatur dengan jelas, namun dalam penerapannya masih ada mekanisme yang tidak sesuai dengan aturan akad dalam syariah islam. perlu dicermati pula bahwa minimnya aturan-aturan hukum yang memayungi setiap kegiatan dan atau transaksi syariah di pasar modal juga dirasakan sebagai ketidakjelasan aspek perlindungan terhadap para investor atau nasabah pasar modal syariah. Berdasarkan fakta tersebut tidak dapat dipungkiri peranan perbandingan hukum menjadi amat penting untuk mengamati dan menganalisis masing-masing konsep hukum yang ada khususnya tentang kegiatan di pasar modal syariah.

Kata Kunci: Obligasi Syariah, Sukuk, Akad.

BAB I

PENDAHULUAN

A. Latar Belakang Masalah

Dewasa ini pasar modal berkembang dengan pesatnya, banyak masyarakat yang tertarik dan menanamkan modalnya melalui pasar modal tersebut. Investasi yang ditawarkan pada pasar modal sangat beragam jenisnya, mulai dari investasi jangka panjang dan investasi jangka pendek, mulai dari yang investasi konvensional maupun investasi yang berbasis syariah.

Dalam suatu negara pasar modal memiliki peranan penting, bahkan hampir semua negara di dunia memiliki pasar modal, salah satu adanya pasar modal yaitu bertujuan untuk menciptakan fasilitas bagi keperluan keseluruhan entitas dan industri dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal.¹

Pasar modal memiliki berbagai instrumen, di antara lain yang paling banyak dikenal dan berkembang adalah obligasi, saham, dan reksa dana. Instrumen-instrumen tersebut lebih dikenal masyarakat karena selain sebagai instrumen pasar modal yang dapat diperjual belikan, obligasi, saham, dan reksa dana juga terkait fungsinya sebagai suatu bentuk pembiayaan bagi emiten. Dalam mengembangkan usahanya perusahaan memerlukan modal untuk dipergunakan. Modal dapat diperoleh dari dana yang bersumber dari

¹ Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Kelima, UPP STIM YKPS, Yogyakarta, 2006, hlm.7.

luar perusahaan untuk mengembangkan usaha. modal yang diperoleh dari luar itu dapat berupa pinjaman dari bank serta dapat pula diperoleh melalui cara lain, salah satunya dengan menerbitkan obligasi. Dengan menerbitkan obligasi maka perusahaan dapat memperoleh modal dan tidak adanya campur tangan pemilik dana (pembeli obligasi) terhadap perusahaan serta tidak adanya kontrol terhadap perusahaan, sama seperti perusahaan yang menerbitkan saham.²

Obligasi mempunyai beberapa karakteristik tersendiri dibandingkan dengan saham antara lain meliputi risiko aktiva, jenis aktiva, siklus bisnis, kondisinya dan aspek legalnya. saat akan menerbitkan obligasi dan saham banyak perusahaan yang selalu memberikan pertimbangan untung dan rugi. Perbandingan yang paling pokok diantara keduanya ialah bahwa dengan menerbitkan obligasi perusahaan secara langsung menerbitkan surat utang yang mengakibatkan kewajiban memberikan pembayaran tingkat suku bunga serta pelunasan pokok pinjaman. Dengan menerbitkan saham, perusahaan tidak mempunyai kewajiban pembayaran. Jenis resiko aktiva untuk obligasi juga relatif kecil sedangkan untuk saham relatif cukup besar serta tidak pasti. Jangka waktu instrumen obligasi ada batasnya sedangkan untuk saham tidak terbatas. Biaya modal untuk obligasi adalah membayar tingkat suku bunga sebelum pembayaran pajak, sedangkan untuk saham diharapkan dividen dibagikan setelah pengenaan pajak. Struktur biaya untuk suku bunga bisa

² Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*, Sinar Grafika, Jakarta, 2009, hlm.32.

bersifat tetap (*fixed*) dan (*floating*) yang dialokasikan dari aliran kas perusahaan sedangkan untuk saham adalah persentase dari laba.

Pada dasarnya instrumen obligasi tergolong instrumen yang diminati oleh sebagian investor karena merupakan instrumen yang sangat fleksibel dan sangat prospektif perkembangannya di masa yang akan datang, maka dengan adanya obligasi akan menjadi instrumen pasar modal yang diminati.

Obligasi mempunyai beberapa karakteristik yang melekat di dalamnya antara lain sebagai berikut³ :

1. Nilai penerbitan obligasi (jumlah pinjaman dana)

Dalam penerbitan obligasi maka pihak emiten akan dengan jelas menyatakan berapa jumlah dana yang dibutuhkan melalui penjualan obligasi, yang biasanya disebut sebagai “jumlah emisi obligasi”. penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2. Jangka waktu obligasi

Setiap obligasi memiliki jangka waktu jatuh tempo umumnya berjangka waktu 5 tahun.

3. Tingkat suku bunga

Suku bunga dalam obligasi inilah yang menjadi daya tarik bagi para investor, dengan membeli obligasi maka investor diberi insentif berbentuk tingkat suku bunga yang menarik. Pada umumnya, bunga yang diberikan ini disebut juga dengan istilah kupon obligasi.

³ *Ibid*, hlm. 9-10.

4. Jadwal pembayaran suku bunga

Pelaksanaan kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) ini dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan yang dibuat sebelumnya, dapat dilakukan setiap triwulan atau semesteran.

5. Jaminan

Kewajiban penyediaan jaminan dalam obligasi ini tidak harus mutlak. Dalam penerbitan obligasi apabila memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan ataupun tagihan piutang perusahaan akan menjadi daya tarik tersendiri bagi para investor.

Dalam hukum ekonomi islam, obligasi yang berdasarkan pada utang dengan pendapatan keuntungan berupa bunga dipandang sebagai suatu bentuk produk keuangan yang mengandung unsur riba, sehingga bagi seorang muslim hal ini wajib untuk dihindari. Namun jika dilihat dalam sudut pandang yang lain, obligasi sebagai suatu bentuk pembiayaan dirasakan sudah menjadi suatu kebutuhan. Dari hal inilah upaya merekonstruksi obligasi konvensional dilakukan dengan pendekatan prinsip-prinsip syariah sehingga dikenal istilah obligasi syariah atau sukuk dalam keuangan Islam dewasa ini.

Perkembangan sukuk erat kaitannya dengan perkembangan pasar modal syariah di Indonesia yang juga merupakan efek dari perkembangan sistem keuangan Islam pada masa modern ini. Adanya pasar modal syariah di Indonesia sendiri ditandai dengan diresmikannya pasar modal syariah pada 14 Maret 2003 oleh Menteri Keuangan

Boediono, Bapepam dan MUI⁴. Sebelumnya, pada 3 Juli 2000 PT. Bursa Efek Jakarta membentuk Jakarta Islamic Index (JII) dalam rangka merespons segala hal yang berkaitan dengan investasi syariah di seluruh dunia.⁵

Diantara instrumen pasar modal, sukuk merupakan instrumen yang paling berkembang dan mendapat perhatian serius dari para ekonomi muslim dan bahkan negara, namun ada beberapa hal yang perlu disikapi ketika menjadikan sukuk sebagai instrumen alternatif obligasi konvensional.

Sukuk pertama kali diterbitkan oleh Malaysia dengan mata uang dollar senilai US\$ 600.000.000 pada 2002. Diikuti dengan peluncuran sukuk dengan nilai US\$ 400.000.000 oleh Islamic Development Bank pada September 2003. Setelah itu, penerbitan sekitar tiga puluh sukuk atau obligasi syariah negara dan perusahaan telah ditawarkan di Bahrain, Malaysia, Arab Saudi, Qatar, UAE, UK, Jerman, Pakistan.⁶

Di Indonesia obligasi syariah pertama kali diterbitkan oleh indosat pada 2002 dengan nominal Rp175.000.000.000. Setelah berhasil menerbitkan obligasi syariah ini maka pada tahun 2003 mulailah sejumlah perusahaan menerbitkan obligasi syariah, yakni PT Ciliandra Perkasa, PT Berlian Laju Tanker, PT Pembangunan Perumahan, dan PT Sinar Baru Lampung. Selain itu lembaga keuangan syariah meliputi Bank Syariah Mandiri, Bank Muamalat, dan Bukopin

⁴ Edukasi Profesional Syariah, *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*, Reinasan, Jakarta, 2005, hlm.19.

⁵ Abdul Manan, *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Kencana, Jakarta, 2009, hlm.79.

⁶ Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Ctk. Kedua, Kencana, Jakarta, 2008, hlm.135-136.

Syariah.⁷ Dengan berkembangnya obligasi syariah yang semakin diminati Pemerintah Republik Indonesia mengesahkan peraturan tentang obligasi syariah yang diterbitkan oleh negara pada 7 Mei 2008 yaitu Undang-Undang No. 19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

Sukuk dan obligasi konvensional memiliki karakteristik yang hampir mirip, perbedaan pokok antara keduanya antara lain menyangkut penggunaan konsep *margin/fee* dan bagi hasil sebagai ganti sistem bunga. Adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa sejumlah aset yang menjadi dasar penerbitan sukuk, dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu sukuk juga harus terbebas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*.⁸

Benruk jaminan bahwa sukuk tersebut didasarkan nilai yang sama dengan aset yang tersedia adalah dengan adanya suatu *underlying asset* dalam penerbitan sukuk. Fungsi dari *underlying asset* itu sendiri ialah untuk menghindari *riba*, sebagai prasyarat untuk dapat memperdagangkan sukuk di pasar sekunder, dan menentukan jenis struktur sukuk. Maka dari itu aset harus mempunyai nilai ekonomis baik berupa aset berwujud maupun aset tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang di bangun.⁹

Obligasi konvensional sebagaimana yang diketahui merupakan suatu bentuk investasi yang berdasarkan utang piutang dengan keuntungan berupa bunga. Permasalahan konsep bunga dalam obligasi konvensional dipandang

⁷ *Ibid*, hlm. 103-104.

⁸ Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*, Edisi Ketiga, Ekonisia, Yogyakarta, 2008, hlm.298.

⁹ *Ibid*, hlm.299.

sebagai sesuatu yang spekulatif. Ada 3 hal pokok menyangkut masalah bunga dalam obligasi, yaitu: (1) bunga sebagai biaya administrasi pembiayaan, (2) bunga sebagai premi risiko untuk mengganti kerugian akibat perbuatan debitur yang berniat tidak baik, dan (3) Bunga sebagai biaya pengganti kesempatan yang dapat digunakan sekarang untuk waktu yang akan datang.¹⁰ Masalah ini berkaitan dengan konsep uang dan bunga dalam ekonomi konvensional. Bunga dalam ekonomi konvensional merupakan salah satu bentuk pendapatan modal (*income capital*) selain daripada keuntungan (*profits*). Bunga (*interest*) diartikan sebagai suatu pembayaran terhadap penggunaan sejumlah uang, sementara keuntungan (*profits*) diartikan sebagai setiap kelebihan dari pendapatan setelah dikeluarkan biaya yang diberikan dalam suatu periode. Maka dari itu, setiap bunga bisa menjadi keuntungan namun tidak setiap saat keuntungan adalah bunga.

Bunga inilah yang kemudian ingin dihilangkan dalam sukuk. Dalam prakteknya, cara untuk menghilangkan unsur bunga tersebut adalah dengan menggunakan konstruksi akad sehingga efek dari suatu akad menentukan apakah keuntungan yang didapatkan tersebut merupakan bunga atau tidak.

Obligasi syariah investor base-nya lebih fleksibel baik dari investor syariah maupun konvensional dapat turut serta membeli obligasi. Sementara obligasi konvensional, investor base-nya justru terbatas karena investor syariah tidak bisa ikut ambil bagian di dalamnya.¹¹

Meskipun demikian, obligasi syariah yang di dunia internasional lebih

¹⁰ Irfan Ul Haq, *Economic Doctrines of Islam; A Study in the Doctrines of Islam and Their Implications for Poverty, Employment, and Economic Growth*, The International Institute of Islamic Thought, Virginia, 1996, hlm.121.

¹¹ <http://64.203.71.11/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.htm>

dikenal dengan istilah sukuk ini bukan tanpa masalah, ada beberapa permasalahan yang masih perlu dianalisis secara kritis mengenai beberapa pertanyaan sebagai berikut:

Kontruksi akad yang digunakan pada sukuk dalam masalah bagi hasil menggunakan sesuatu yang disebut indikasi tingkat keuntungan (*indicative rate*) yang biasanya ditentukan di awal kontrak. indikasi ini ditentukan dengan suatu proyeksi pendapatan dari kinerja yang dilakukan perusahaan emiten. namun dalam praktek penentuan nisbah bagi hasil tidak terlepas sepenuhnya dari tingkat suku bunga, serta akad ijarah yang mengharuskan adanya penyertaan aset berwujud juga menjadi suatu problem tersendiri. Dalam praktiknya aset tersebut hanya sebagai suatu kepemilikan semu oleh investor yang pada masa jatuh tempo sukuk ijarah aset tersebut kembali dimiliki oleh emiten. Hal ini sangat mirip dengan *bai' al- inah*¹² yang dilarang oleh mayoritas ulama muslim karena dianggap sebagai bentuk pembolean riba dengan jalan jual-beli. Selain itu aset yang digunakan dalam sukuk tersebut seolah hanya sebagai bentuk *hiyat*¹³

Masyarakat pada umumnya masih kurang mengetahui dan memahami mengenai obligasi syariah, maka diperlukan pemahaman yang benar tentang

¹² *Bai' Al-inah* merupakan jual beli yang dilakukan seseorang yang menjual sesuatu dengan menentukan pembayaran secara angsuran tetpai kemudian dia membeli kembali sesuatu tersebut pada waktu sekarang. Misalnya seseorang yang menjual pakaian seharga Rp 100.000 kepada pembeli secara angsuran selama 1 bulan. Namun disyaratkan pada saat itu bahwa pembeli harus menjual pakaian tersebut kembali kepada penjual yang pertama secara tunai seharga Rp80.000. Apabila masa angsuran sebagaimana yang ditentukan dalam akad pertama berakhir, maka pembeli yang menjual kembali baju tersebut harus melunasi angsurannya sebesar Rp100.000 kepada penjual. lihat : Wahbah Al-Zuhaili al-Fiqh al-Islami Wa Adillataha. (Damaskus: Dar al-Fikr: 2007 Jus V hal.3454. *Bai al-inah* sendiri dapat dimodifikasi dalam bentuk yang bermacam-macam. Dalam Bai al-Inah barang objek jual beli hanya alat yang digunakan untuk menghalalkan pinjaman yang mengandung unsur riba, kepemilikan dari barang itu secara hakiki tidak pernah berpindah tangan kepada pembeli.

¹³ *hiyat* merupakan suatu bentuk siasat yang digunakan untuk menghindarkan kewajiban atau perintah syari'at.

obligasi syariah.

Persoalan ini harus dianalisis lebih mendalam dan komprehensif dengan tetap melihat permasalahan obligasi syariah dari aspek maqashid al-syari'ah (tujuan-tujuan hukum) sebagai landasan filsafat hukum Islam itu sendiri. Berdasarkan hal tersebut maka penulis tertarik untuk melakukan penelitian dengan mengambil judul : **“Obligasi Syariah di Indonesia**

Studi Terhadap Jenis dan Penerapan Akad Serta Perlindungan Bagi Investor”
Dihubungkan dengan KUHPerdara dan Ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002. Hal-hal yang nantinya akan dirumuskan dalam rumusan masalah.

B. Rumusan Masalah

Berdasarkan uraian latar belakang tersebut, maka rumusan masalah penelitian ini adalah:

1. Bagaimana pengaturan prinsip syariah dan mekanisme pengeluaran obligasi syariah di Indonesia?
2. Bagaimana penerapan dan pengaturan jenis akad pada obligasi syariah?
3. Bagaimana perlindungan hukum bagi pemegang obligasi syariah tersebut?

C. Tujuan Penelitian

Tujuan yang ingin dicapai dalam penulisan yang akan dilaksanakan yaitu:

1. Untuk mengetahui bagaimana pengaturan prinsip syariah dan mekanisme pengeluaran pada obligasi syariah di Indonesia.

2. Untuk mengetahui bagaimana penerapan dan pengaturan jenis akad yang digunakan dalam berinvestasi obligasi syariah.
3. Untuk mengetahui bagaimana perlindungan hukum bagi investor dalam investasi obligasi syariah.

D. Manfaat Penelitian

Manfaat atau kegunaan penelitian ini adalah hasil atau temuan yang akan disumbangkan dari kegiatan penelitian. Manfaat atau kegunaan penelitian dapat berupa manfaat teoritis maupun praktis.

1. Bagi penulis

Penelitian ini membuat karya tulis ilmiah yang didalam mengkaji mengenai obligasi syariah di Indonesia, studi terhadap jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi investor. yang mana menerapkan ilmu pengetahuan hukum, sehingga penulis dapat mengimplementasikan dan menyalurkan ilmu yang sudah di dapat di perguruan tinggi, dapat menambah pengetahuan, kemampuas, serta ketrampilan dalam menganalisa terhadap suatu kasus maupun permasalahan hukum.

2. Bagi masyarakat

Memberikan suatu temuan atau hasil studi yang dapat menjadi referensi untuk masyarakat mengenai permasalahan dalam obligasi syariah di

Indonesia, mengenai jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi investor.

3. Bagi Perusahaan Efek

Menambah pengetahuan mengenai perjanjian obligasi syariah di Indonesia, studi terhadap jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi investor sehingga dapat meminimalisir kerugian ataupun hal-hal yang tidak sesuai dengan pengaturan obligasi syariah. Sehingga para pihak dapat menerbitkan, menjual dan membuat persetujuan yang baik dan sesuai hukum sehingga dapat menjalin kerjasama dengan baik dan memiliki hak dan tanggung jawab yang jelas dan sah.

4. Bagi Ilmu Pengetahuan

Menambah jendela ilmu pengetahuan dan dapat dipergunakan sebagai referensi untuk penelitian yang terkait guna untuk mendukung perkembangan ilmu pengetahuan yang semakin maju.

E. Orisinalitas Penelitian

Bahwa rencana penelitian penulis adalah benar-benar orisinal dalam arti belum pernah ada yang meneliti. Setelah melakukan penelusuran dari berbagai referensi dan sumber penulisan hukum di Perpustakaan Fakultas Hukum Universitas Islam Indonesia penulis tidak menemukan judul penelitian yang sama dengan yang akan ditulis oleh penulis.

Dalam penelitian ini penulis akan meneliti mengenai obligasi syariah di Indonesia, studi terhadap jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi

investor, yang saat ini obligasi syariah (sukuk) masih menjadi suatu terobosan baru yang digemari para investor untuk berinvestasi dengan prinsip syariah. Sehingga penelitian ini masih merupakan suatu hal yang baru yang belum pernah diteliti dan merupakan suatu penelitian pertama, yang diharapkan dapat memperoleh hasil yang baik guna untuk perkembangan dunia hukum pasar modal syariah, hukum bisnis, hukum perikatan, dan perkembangan ilmu pengetahuan pada umumnya.

F. Tinjauan Pustaka

1. Pengertian Investasi

Konsep Investasi, investasi adalah kegiatan mengembangkan harta kekayaan dengan menggunakan cara-cara tertentu dengan adanya suatu aktifitas dan kemungkinan resiko. Dalam hal ini resiko yang dimaksud adalah investor (pemilik modal) menanamkan sahamnya dalam aktivitas yang turut melibatkan dirinya dalam mekanisme investasi oleh karena itu dengan sendirinya ia akan menerima kemungkinan keuntungan dan kerugian sebagai resiko dari aktifitas tersebut. investasi juga diartikan sebagai bentuk usaha mencari rezeki dengan ketrampilan dan profesi bagi memperoleh pendapatan yang diridhoi oleh Allah, inilah yang

dimaksudkan dengan *maqasid al-syari'ah* dalam kegiatan ekonomi (Abdullah Al-Mushlih, 2004:78).¹⁴

Investasi dalam bahasa latin, yaitu *investire* (memakai), sedangkan dalam bahasa Inggris disebut dengan *investment*. Istilah hukum investasi berasal dari terjemahan bahasa Inggris yaitu *invesment of law*.

Menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia (KBBI) disebutkan, yang dimaksud dengan investasi berarti : (1) penanaman uang atau modal di suatu perusahaan atau proyek untuk tujuan memperoleh keuntungan; dan (2) jumlah uang atau modal yang ditanam. Dari pengertian investasi ini, tampak ada perbedaan istilah dengan penanaman modal. Pada hakikatnya kedua istilah tersebut mempunyai arti yang sama.¹⁵

Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 Tentang Penanaman Modal menjelaskan bahwa penanaman modal adalah segala bentuk kegiatan penanaman modal, baik oleh penanaman modal dalam negeri maupun penanaman modal asing untuk melakukan usaha di wilayah Negara Republik Indonesia.¹⁶

Berdasarkan pengertian di atas dapat diketahui bahwa investasi dan penanaman modal adalah kegiatan yang dilakukan oleh seseorang atau

¹⁴ Nazaruddin Abdul, *Sukuk: Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, Ar-Ruzz Media, Yogyakarta, 2010, hlm. 80.

¹⁵ Departemen Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Edisi ke-4, Balai Pustaka, Jakarta, 1995, hlm. 386.

¹⁶ Abdul Manan., *Op. Cit.*, hlm.185.

badan hukum, menyisihkan sebagian pendapatannya agar dapat digunakan untuk melakukan suatu usaha dengan harapan pada suatu waktu tertentu akan mendapatkan hasil.¹⁷

Melakukan investasi dapat dilakukan dengan 2 cara, Investasi secara langsung maupun tidak langsung. Investasi secara tidak langsung dapat dilakukan melalui pasar modal. Pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.¹⁸

2. Pengertian Obligasi

Obligasi (*bond*) merupakan sertifikat yang memberikan bunga tetap, diterbitkan oleh perusahaan pemerintah atau swasta dan kalangan bisnis dengan janji untuk membayar sejumlah uang kepada investor yang telah ditetapkan pada waktu tertentu, dan merupakan suatu cara yang biasa untuk menambah modal.¹⁹

Peraturan Bapepam menjelaskan Obligasi ialah sertifikat yang berisi kontrak antara investor dan perusahaan yang menyatakan bahwa investor atau pemegang obligasi telah meminjamkan sejumlah uang kepada perusahaan. Perusahaan yang menerbitkan obligasi mempunyai kewajiban untuk membayar bunga secara reguler sesuai dengan jangka waktu yang telah ditetapkan serta pokok pinjaman pada saat jatuh

¹⁷ *Ibid.*

¹⁸ Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar modal, Pasal 1 Butir 13.

¹⁹ Hulwati, *Ekonomi Islam (Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*, Edisi Revisi, Ciputat Press Group, Jakarta, 2009, hlm. 147-148.

tempo.

Menurut Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal, efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek.²⁰ Dalam Keputusan Presiden RI Nomor : 775/KMK 001/1982 menjelaskan bahwa obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta saat pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten (Badan Pelaksana Pasar Modal).²¹

Dari pengertian di atas dapat diketahui bahwa obligasi adalah surat utang yang dikeluarkan oleh emiten (bisa berupa badan hukum atau perusahaan, bisa juga dari pemerintah) yang memerlukan dana untuk kebutuhan operasional maupun ekspansi dalam mengajukan investasi yang dilaksanakan.²²

Menurut Pasal 1 Butir 34 Keputusan menteri Keuangan No.1548/KMK 013/1990 sebagaimana telah diubah dengan Keputusan Menteri Keuangan No. 1199/KMK.010/1991, obligasi adalah bukti utang dari emiten yang mengandung janji pembayaran bunga atau janji lainnya serta pelunasan pokok pinjaman yang dilakukan pada tanggal jatuh tempo,

²⁰ Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal

²¹ Keputusan Presiden RI Nomor : 775/KMK 001/1982

²² Abdul Manan, *Op. Cit.*, hlm.118.

sekurang-kurangnya 3 tahun sejak tanggal emisi.²³

Dengan demikian hakikatnya obligasi adalah surat tagihan utang atas beban tanggungan pihak yang menerbitkan atau mengeluarkan obligasi. Obligasi dalam Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dimasukkan ke dalam pengertian efek.²⁴

3. Obligasi Syariah

Konsep dasar obligasi syariah, sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya pada makna obligasi adalah surat hutang, yang mana pemegang obligasi tersebut berhak atas bunga tetap. Prinsip syariah tidak mengenal adanya hutang, tetapi mengenai adanya kewajiban yang hanya timbul akibat adanya transaksi atas aset/ produk (maal) maupun jasa (amal) yang tidak tunai, sehingga terjadi transaksi pembiayaan.²⁵

Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayarkan pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.²⁶

Prinsip-prinsip syariah di pasar modal adalah prinsip-prinsip

²³ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 2.

²⁴ *Ibid*

²⁵ Edukasi Profesional Syariah, Konsep *Dasar Obligasi Syariah*, Renaisan, Jakarta, 2005, hlm. 18.

²⁶ Ketentuan Umum Butir 3 Fatwa DSN-MUI No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah

hukum Islam dalam kegiatan di bidang pasar modal berdasarkan fatwa Dewan Syariah Nasional Majelis Ulama Indonesia (DSN-MUI), baik fatwa DSN-MUI yang ditetapkan dalam peraturan Bapepam dan Lembaga Keuangan lain yang didasarkan pada fatwa DSN-MUI.²⁷

4. Akad

Secara umum akad (kontrak) tersebut bila dihubungkan dengan *fiqh muamalah (Islamic Commercial Law)*, dapat diklasifikasikan dalam dua bentuk. Yaitu akad yang digunakan sebagai asas finansial dan akad berdasarkan asas keperluan *tabarru'at* (kontrak servis) (Wahbah Zuhaili, 2000:211-214).

Akad yang digunakan sebagai asas finansial adalah segala bentuk akad yang menjadikan harta sebagai tujuan untuk mencari mencari keuntungan. Akad ini dibentuk baik dengan tindakan oleh satu pihak saja ataupun tindakan yang melibatkan dua pihak atau lebih. Akad yang melibatkan satu pihak yang dilakukan seseorang untuk melepaskan hak yang tidak perlu kesepakatan dari pihak lainnya, merupakan pelepasan hak yang berbentuk *hibah*, penghapusan utang (*ibra*) *wasiyat*, *waqaf*, *hadiyah*, dan *sadaqah*. Sedangkan akad yang melibatkan dua pihak atau lebih adalah kontrak yang memerlukan kepada persepakatan para pihak untuk sahnya pembentukan akad. Akad dalam bentuk yang terakhir ini dapat diklasifikasikan ke dalam enam jenis, yaitu:

a. Uqud al-Mu'awadat (*Contracts of Exchange*)

²⁷ *Loc. Cit.*, hlm. 113.

- b. Uqut al-Tausiqat (*Contracts of Security*)
 - c. Syirkah (*Contracts of Partnership*)
 - d. Wadi'ah (*Contracts of Sale Custody*)
 - e. Uqud al-Manfaah (*Contracts pertaining to the utilization of usufruct*)
 - f. Wakalah dan Jualah (*Contracts pertaining to do a work*)
- (Mohd. Daud Bakar, 2003:8).²⁸

G. Definisi Operasional

1. Obligasi Syariah

Obligasi Syariah (sukuk) adalah Suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syari'ah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syari'ah berupa bagi hasil/ margin/ fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

2. Akad

Akad adalah menghubungkan suatu kehendak suatu pihak dengan pihak lain dalam suatu bentuk yang menyebabkan adanya kewajiban untuk melakukan suatu hal.

3. Perlindungan

²⁸ Nazaruddin Abdul. *Op. Cit*, hlm. 34-35.

Perlindungan adalah memberikan pengayoman kepada hak asasi manusia yang dirugikan orang lain dan perlindungan tersebut diberikan kepada masyarakat agar mereka dapat menikmati semua hak-hak yang diberikan oleh hukum untuk mendapatkan rasa aman, baik secara pikiran maupun fisik dari gangguan dan berbagai ancaman dari pihak manapun.

4. Investor

Investor adalah orang atau perorangan atau lembaga baik domestik atau non domestik yang melakukan suatu investasi baik dalam jangka pendek atau jangka panjang.

H. Metode Penelitian

Untuk melengkapi penulisan skripsi ini agar tujuan dari penelitian ini dapat lebih tersusun dan sistematis serta dapat dipertanggungjawabkan secara ilmiah, maka penulis menggunakan metode penelitian antara lain:

1. Jenis Penelitian

Jenis penelitian ini termasuk penelitian hukum normatif.

2. Pendekatan Penelitian

Dalam penelitian ini peneliti akan menggunakan pendekatan yuridis normatif. yaitu pendekatan masalah dengan melihat dan membahas permasalahan dengan menitikberatkan kepada aspek-aspek hukum yang berdasarkan pada peraturan agama (al-Quran dan hadits) atau kitab suci dan peraturan perundang-undangannya, baik untuk pembenarannya ataupun untuk pencarian norma atau masalah tersebut. serta kebijakan

dalam penerbitan dan dengan mengkaji dan menelaah bagaimana suatu aturan atau perundang-undangan dapat berlaku. serta bagaimana pembuatan kebijakan dan kesepakatan dalam pembuatan akad perjanjian.

3. Objek Penelitian

Objek penelitian yang akan diteliti atau ditelaah dalam penelitian ini yakni mengenai obligasi syariah di Indonesia, studi terhadap jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi investor, mengkaji mengenai obligasi syariah di Indonesia dan perlindungan hukum para pihak, serta mekanisme mekanisme penyelesaian sengketa yang timbul dari penerbitan ataupun jual beli obligasi. dalam perspektif hukum islam. .

4. Sumber Data Penelitian

Sumber data yang digunakan dalam penelitian ini ialah data sekunder. Data Sekunder adalah Data yang diperoleh dari bahan-bahan hukum primer, sekunder, dan tersier.

- a. Bahan hukum primer adalah bahan yang mempunyai kekuatan mengikat secara yuridis serta bahan-bahan ilmu yang berhubungan erat dengan permasalahan yang akan diteliti, yaitu seperti Al-Quran, Al-Hadits, kitab-kitab(literatur klasik), pendapat para ulama (fuqoha) serta peraturan perundang-undangan yang berlaku terkait dengan fokus penelitian.
- b. Bahan hukum sekunder adalah bahan yang tidak mempunyai kekuatan mengikat secara yuridis, yaitu merupakan bahan-bahan hukum yang memberi penjelasan lebih lanjut mengenai hal-hal

yang telah dikaji bahan-bahan hukum primer. Seperti; buku-buku tentang hukum islam, rancangan peraturan perundang-undangan, literatur, dan jurnal.

c. Bahan hukum tersier adalah bahan hukum yang memberikan penjelasan terhadap bahan hukum primer dan sekunder, pelengkap data primer dan data sekunder, seperti kamus dan ensiklopedia.

d. Teknik Pengumpulan Data

1) Teknik pengumpulan data primer melalui observasi dan wawancara dengan subjek penelitian dengan metode pembicaraan langsung dan terbuka dalam bentuk tanya jawab terhadap narasumber atau pihak-pihak yang dapat memberikan keterangan dan informasi yang diperlukan pada pembahasan obyek penelitian ini.

2) Teknik pengumpulan data sekunder melalui studi kepustakaan dan studi dokumen atau arsip. Dengan menggunakan sumber buku-buku yang berkaitan dengan materi penelitian, berita *online*, jurnal media *online*, dan Undang-Undang yang mengatur serta Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

5. Analisis Data

Penelitian ini bersifat deskriptif, data yang terkumpul dari studi kepustakawanan dianalisis dengan menggunakan analisis data kualitatif, yaitu data-data yang diperoleh dari hasil penelitian dilakukan pengklasifikasian data, editing, penyajian hasil analisis dalam bentuk

narasi deskriptif dan pengambilan kesimpulan, sehingga dapat menjawab perumusan masalah yang ada. Data dilakukan pengumpulan secara seksama, meliputi analisis dokumen dan catatan-catatan. Penelitian kualitatif ini dengan mempergunakan cara berpikir secara induktif, yaitu pola pikir dan cara pengambilan kesimpulan yang dimulai dari suatu gejala dan fakta satu-persatu, yang kemudian dapat diambil suatu generalisasi (ketentuan umum) sebagai suatu kesimpulan sehingga kesimpulan yang ditarik sesuai dengan kejadian yang sebenarnya.

I. Sistematika Penulisan

BAB I : PENDAHULUAN

Dalam bab pendahuluan ini akan berisi enam sub bab, bab pertama adalah latar belakang masalah dalam sub bab ini akan menjelaskan mengenai obligasi syariah (sukuk) di Indonesia yang akan dibahas ialah mengenai studi terhadap jenis dan penerapan akad serta perlindungan bagi investor. bagian kedua adalah perumusan masalah merupakan penegasan terhadap kandungan yang terdapat pada latar belakang masalah, ketiga mengenai tujuan dan kegunaan, tujuan adalah keinginan yang akan dicapai dengan menjelaskan proses penelitian sedangkan kegunaan merupakan manfaat dari hasil penelitian, keempat adalah tinjauan pustaka

adalah landasan yang bersumber dari kaidah-kaidah hukum guna mencapai hasil penelitian terhadap rumusan masalah tersebut, kelima metode penelitian yaitu berisi tentang cara-cara yang dipergunakan dalam penelitian yaitu dengan penelitian kepustakaan (*library research*), keenam sistematika penulisan berisi tentang penjelasan struktur dan alasan pengambilan judul bab dan sub bab yang akan dibahas dalam penulisan ini.

BAB II : TINJAUAN UMUM OBLIGASI SYARIAH, JENIS AKAD DAN PERLINDUNGAN INVESTOR PADA OBLIGASI SYARIAH

Dalam bab ini yang diuraikan pada prinsipnya akan memuat hal yang sama seperti yang telah diuraikan pada proposal penelitian, tetapi dalam tinjauan pustaka ini akan lebih dikembangkan lagi dengan landasan teori, prinsip, dan landasan ilmiahnya lebih mendalam. Dalam bab ini akan diuraikan kedalam tiga sub bab. Bab pertama mengenai Obligasi di Indonesia, bab kedua mengenai Obligasi Syariah dan sub bab ketiga mengenai Jenis akad dan perlindungan Investor. Pemaparan setiap sub bab tersebut meliputi dasar hukum sebagai acuan norma, para pihak serta hal-hal yang terkait dalam pembahasan.

BAB III : OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR

Dalam bab ini diuraikan tentang hasil penelitian yang telah dilakukan mengenai obligasi syariah di Indonesia yang akan dibahas ialah mengenai obligasi syariah di Indoneisa, studi terhadap jenis dan penerapan akad dalam mekanisme serta perlindungan bagi investor, pada bagian hasil penelitian ini memuat uraian rinci mengenai hasil yang didapat dari hasil penelitian yang dilakukan dalam bentuk deskripsi maupun narasi.

BAB IV : PENUTUP

Dalam bab ini terdiri dari dua sub bab, pertama berisi kesimpulan tentang penjelasan penyimpulan dari pembahasan bab-bab sebelumnya. Kedua saran, bab ini merupakan buah pemikiran penulis setelah mempelajari dan menyusun penelitian ini. saran akan memuat pertimbangan dan pengalaman dari penulis. sedangkan tujuan dari saran tersebut ialah memberikan arahan kepada penulis sejenis yang akan mengembangkan penelitian lebih lanjut, saran juga dapat berupa rekomendasi terhadap institusi yang berhubungan dengan penelitian ini.

BAB II

TINJAUAN UMUM OBLIGASI SYARIAH, JENIS AKAD DAN PERLINDUNGAN INVESTOR PADA OBLIGASI SYARIAH

A. Pengertian Obligasi

Obligasi²⁹ (bond) merupakan sertifikat yang memberikan bunga tetap, diterbitkan oleh perusahaan pemerintah atau swasta dan kalangan bisnis dengan janji untuk membayar sejumlah uang kepada investor yang telah ditetapkan pada waktu tertentu, dan merupakan suatu cara yang biasa untuk menambah modal.³⁰

Obligasi adalah surat pengakuan atau perjanjian hutang dan perusahaan penerbit kepada masyarakat investor, dimana hutang ini akan dibayar pada waktu jatuh tempo. Atas jasa tersebut investor kepada perusahaan diberi imbalan, ini merupakan janji untuk membayar sejumlah uang dan bunga pada tanggal yang telah ditentukan dalam perjanjian.³¹

Menurut bahasa, obligasi berasal dari bahasa Belanda yaitu *obligate*, kemudian dibakukan ke dalam bahasa Indonesia menjadi obligasi berarti “kontrak”.⁵³ Sedangkan dalam Pasal 1 Keputusan RI No.755/KMK011/1982 menyebutkan bahwa, obligasi adalah jenis efek berupa surat pengakuan

²⁹ Pada dasarnya obligasi disebut juga dengan istilah IOU (I Owe You), Janet Low, *Memahami Pasar Modal*, Terj. Hasan Zein Mahmud, Jakarta, PT Upaya Swadaya Aksara, 1988, hlm 24.

³⁰ Noah Webster, *Webster's New Universal Unbridged Dictionary*, Simon & Schuster, 1983, hlm.206.

³¹ Hulwati, *Ekonomi Islam (Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*, Edisi Revisi, Ciputat Press, Ciputat, 2009, hlm.148.

utang atas pinjaman uang dari masyarakat dalam bentuk tertentu, untuk jangka waktu sekurang-kurangnya tiga tahun dengan menjanjikan imbalan bunga yang jumlah serta pembayarannya telah ditentukan terlebih dahulu oleh emiten (badan pelaksana pasar modal)³²

B. Pengertian Obligasi Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 menjelaskan Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang obligasi syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang obligasi syariah berupa bagi hasil/*margin/fee*, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.³³

Obligasi syariah mempunyai pengertian yaitu : “Obligasi ditawarkan dengan ketentuan yang mewajibkan emiten untuk membayar kepada pemegang obligasi syariah sejumlah pendapatan bagi hasil dan membayar kembali dana obligasi syariah pada tanggal pembayaran kembali dana obligasi syariah”. Pendapatan bagi hasil dibayarkan setiap periode tertentu (3 bulan, 6 bulan atau setiap tahun). Besarnya pendapatan bagi hasil dihitung berdasarkan perkalian antara nisbah pemegang obligasi syariah dengan pendapatan yang dibagi dihasilkan, yang besarnya tercantum dalam laporan keuangan konsolidasi emiten triwulan yang terakhir diterbitkan sebelum tanggal pembayaran pendapatan bagi hasil yang bersangkutan. Pembayaran pendapatan bagi

³² Nazir, dkk, *Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah*, Editor Ahli, Afif Muhammad, Kaki Langit, Bandung, 2004, hlm.146.

³³ *Ibid.* hlm. 127.

hasil kepada masing-masing pemegang obligasi syariah akan dilakukan secara proporsional sesuai dengan porsi kepemilikan obligasi syariah yang belum dibayar kembali.³⁴

Mekanisme Obligasi Syariah juga diawasi oleh Dewan Pengawas Syariah (di bawah Majelis Ulama Indonesia) sejak dari penerbitan obligasi sampai akhir masa penerbitan obligasi tersebut. Dengan adanya sistem ini maka prinsip kehati-hatian dan perlindungan hukum kepada investor Obligasi Syariah diharapkan bisa lebih terjamin. *Ketiga*, jenis industri yang dikelola oleh emiten serta hasil pendapatan perusahaan penerbit obligasi harus terhindar dari unsur nonhalal. Adapun lembaga Profesi Pasar Modal yang terkait dengan penerbitan Obligasi Syariah masih sama seperti obligasi biasa pada umumnya.³⁵

Obligasi Syariah pada prinsipnya mirip seperti obligasi konvensional dengan perbedaan pokok antara lain berupa penggunaan konsep imbalan dan bagi hasil sebagai pengganti bunga, adanya suatu transaksi pendukung (*underlying transaction*) berupa jumlah tertentu aset yang menjadi dasar penerbitan *sukuk* dan adanya akad atau perjanjian antara para pihak yang disusun berdasarkan prinsip-prinsip syariah. Selain itu, *sukuk* juga harus distruktur secara syariah agar instrumen keuangan ini aman dan terbatas dari *riba*, *gharar*, dan *maysir*.³⁶ Prinsip Syariah adalah prinsip hukum islam dalam

³⁴ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 126

³⁵ *Ibid*

³⁶ www.dmo.or.id, diakses 1 September 2018 Pukul 14.40 WIB.

kegiatan syariah di Pasar Modal berdasarkan fatwa DSN-MUI.³⁷

C. Sejarah Obligasi Syariah

Obligasi syariah dipergunakan oleh para pedagang pada abad pertengahan sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Namun demikian, sejumlah Penulis Barat yang memiliki *concern* terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab menyatakan bahwa *sakk* inilah yang menjadi akar kata *cheque* dalam bahasa latin, yang saat ini telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi dunia perbankan kontemporer.³⁸

Dalam perkembangannya, *The Islamic Jurisprudence Council* (IJC) kemudian mengeluarkan fatwa yang mendukung berkembangnya *sukuk*. Hal tersebut mendorong Otoritas Moneter Bahrain (BMA - *Bahrain Monetary Agency*) untuk meluncurkan *salam sukuk* berjangka waktu 91 hari dengan nilai 25 juta dolar AS pada tahun 2001, kemudian Malaysia pada tahun yang sama meluncurkan *Global Corporate Sukuk* di pasar keuangan Islam internasional. inilah *sukuk global* yang pertama kali muncul di pasar Internasional.³⁹ Selanjutnya, penerbitan *sukuk* di pasar internasional terus bermunculan bagai cendawan di musim hujan. Tidak ketinggalan, pemerintah di dunia Islam pun mulai melirik hal tersebut.⁴²

³⁷ lihat Pasal 1 Angka 2 POJK Nomor 35/ POJK.04/2017 tentang kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.

³⁸ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm. 95.

³⁹ *Ibid*

D. Jenis-Jenis Obligasi Syariah berdasarkan akad

Jenis-jenis obligasi syariah diterbitkan berdasarkan akad yang menjadi dasarnya. Berbagai jenis struktur obligasi syariah yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan justifikasi dari AAOIFI antara lain sebagai berikut.⁴⁰

- 1) Obligasi syariah Ijarah, yaitu obligasi syariah yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad ijarah dimana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.
- 2) Obligasi syariah Mudharabah, yaitu obligasi syariah yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Mudharabah di mana satu pihak menyediakan modal (*rabb al-māl*) dan pihak lain menyediakan tenaga dan keahlian (*mudhārib*), keuntungan dari kerjasama tersebut akan dibagi berdasarkan perbandingan yang telah disetujui sebelumnya. Kerugian yang timbul akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak yang menjadi penyedia modal.
- 3) Obligasi syariah Musyarakah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Musyarakah di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha.

⁴⁰ Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan. *Mengenal sukuk Instrumen Investasi & Pembiayaan berbasis syariah* <http://www.dmo.or.id>, diakses 2 September 2018 Pukul 00.30 WIB.

Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

- 4) Obligasi syariah *Istisna'*, yaitu obligasi syariah yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *Istisna'* di mana para pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan.

Dalam ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32 /DSN/IX/2002 tentang obligasi syariah disebutkan bahwa akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain: *mudhārabah (muqāradhah) qirādh, musyārahah, murābahah, salam, istihna'* , dan *ijarah*.⁴¹ Akad-akad tersebut juga kan menentukan jenis sukuknya. Namun dalam praktiknya, hanya ada dua bentuk akad yang secara umum digunakan, yakni akad *ijārah* dan *mudhārabah*.

1. Obligasi syariah Ijarah

Ijārah atau sewa-menyewa adalah suatu perjanjian atau akad dimana pihak yang satu mengikatkan diri untuk memberikan kepada pihak lainnya kenikmatan suatu barang, selama waktu tertentu dan dengan pembayaran sejumlah harga yang besarnya sesuai dengan kesepakatan.⁴² Pada dasarnya *ijarah* merupakan jual beli manfaat sesuatu Sedangkan obligasi syariah Ijarah adalah akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan

⁴¹ Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

⁴² Abdul Ghofur AnshorI, *Pokok-Pokok Perjanjian Islam di Indonesia*, Citra Media, Yogyakarta, 2006, hlm. 45.

harga sewa dan periode sewa yang disepakati. Secara teknis, Sukuk Ijarah dapat digambarkan sebagai berikut yakni (a) pemilik aset atau emiten menjual asetnya kepada *Special Purpose Vehicle* (SPV), (b) SPV membayar tunai kepada pemilik aset, (c) Setelah aset menjadi hak milik SPV, SPV berhak menerbitkan Sukuk Ijarah yang nilainya sama dengan sejumlah aset yang dimiliki kepada investor, (d) investor membayar SPV secara tunai, (e) SPV menyewakan aset kepada emiten, (f) pihak emiten membayar sewa kepada SPV. Pendapatan SPV yang berasal dari emiten tersebut dibayarkan kepada investor yang telah membeli aset, (g) SPV memberikan pembayaran sewa kepada investor (*rental income*).⁴³

Akad *ijārah* dalam kaitannya dengan salah satu unsur penting dalam obligasi syariah berupa batas waktu atau jatuh tempo dari obligasi syariah yang diterbitkan memang lebih sesuai. Namun demikian, dalam praktiknya setiap masa jatuh tempo obligasi syariah Ijarah sebenarnya disyaratkan adanya pemindahan kepemilikan aset kembali kepada emiten melalui akad jual beli dengan cara emiten membayar kembali sejumlah harga jual beli pada waktu emiten menjual aset tersebut kepada investor melalui SPV. Oleh karena itu, akad *ijārah* yang biasa dipraktikkan dalam obligasi syariah Ijarah sebenarnya bukanlah akad *ijārah* pada umumnya, melainkan akad *ijārah muntahiya bi a-tamlīk*. Hal ini karena dipersyaratkan kepemilikan hak sewa kembali kepada emiten pada waktu jatuh tempo obligasi syariah Ijarah.

⁴³ Heri Sudarsono. *Op.cit.* hlm 301-302.

2. Obligasi syariah Mudharabah

Mudhārabah adalah suatu bentuk akad bagi hasil antara pengelola modal dan pemilik modal.⁴⁴ Sedangkan obligasi syariah Mudharabah adalah akad kerja sama antara dua pihak atau lebih, yaitu satu pihak sebagai penyedia modal dan pihak lain sebagai penyedia tenaga dan keahlian, keuntungan dari kerja sama tersebut akan dibagi berdasarkan nisbah yang telah disetujui sebelumnya, sedangkan kerugian yang terjadi akan ditanggung sepenuhnya oleh pihak penyedia modal, kecuali kerugian disebabkan oleh kelalaian penyedia tenaga dan keahlian. Adapun mekanisme penerbitan Sukuk Mudharabah adalah sebagai berikut; (a) SPV (*Special Purpose Vehicle*) sebagai *mudhārib* (pengelola) sepakat dengan pemilik proyek untuk membangun suatu proyek. Setelah kesepakatan terjadi (b) SPV menerbitkan Sukuk Mudharabah untuk mendapatkan dana di *primary subscribers* atau *secondary market*. Dari transaksi tersebut, (c) SPV mendapatkan pembayaran laba secara reguler dan penghasilan modal akhir dari aktivitas proyek untuk didistribusikan kepada investor. (d) Selama penyelesaian, SPV bertanggungjawab atas penyelesaian proyek kepada pemilik.⁴⁵

Akad *mudhārabah* merupakan akad yang umum digunakan dalam transaksi keuangan Islam. Demikian halnya dalam masalah akad yang menjadi dasar konstruksi obligasi syariah. Hal ini karena fleksibilitas akad

⁴⁴ Bank Negara Malaysia. *Shariah Resolutions in Islamic Finance*. (Malaysia: BNM, 2007), hlm. 14.

⁴⁵ Heri Sudarsono. *Op.cit.* hlm. 303-304

mudhārabah yang pada prinsipnya dapat dibatalkan (*fasakh*) dikarenakan akad *mudhārabah* tergolong sebagai akad *nāfidz gair lāzim* atau akad yang akibat hukumnya dapat dilaksanakan, namun akad itu terbuka untuk dibatalkan (*fasakh*) secara sepihak oleh masing-masing atau salah satu pihak karena adanya hak khiyar atau karena memang sifat asli dari akad tersebut.⁴⁶ Oleh karena itu, agar pembatalan (*fasakh*) dalam akad *mudhārabah* dapat dilakukan sesuai dengan waktu jatuh tempo Sukuk Mudharabah maka dibuatkan ketentuan tambahan yang menjadi konsensual antara emiten dan investor tentang batas waktu jatuh tempo sukuk tersebut. Ketentuan tambahan yang menjadi konsensual tersebut bersifat mengikat pihak emiten dan investor.

E. Pendapatan Obligasi Syariah

Pendapatan menjadi salah satu faktor motivasi utama bagi seorang investor dalam menginvestasikan modalnya. Hal ini karena pendapatan merupakan keuntungan atau hasil yang akan diperoleh investor yang menginvestasikan modalnya pada salah satu bentuk instrumen keuangan. Terdapat beberapa perbedaan antara pendapatan dari obligasi dan obligasi syariah. Obligasi memberikan beberapa pendapatan kepada para pemegang obligasi tersebut yakni :

1. Kupon *Yield*, yakni jumlah bunga yang besarnya selalu tetap, yang dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi secara periodik sesuai dengan waktu yang ditetapkan.

⁴⁶ Syamsul Anwar, *Hukum Perjanjian Syariah: Studi tentang Teori Akad dalam Fikih Muamalat*, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2007, hlm. 256.

2. *Current Yield*, yakni bunga yang besarnya tidak selalu tetap, melainkan ditentukan oleh harga obligasi. Sedangkan harga pasar obligasi sendiri sangat ditentukan oleh tingkat suku bunga yang berlaku umum. Jika suku bunga secara umum menurun, maka harga pasar obligasi akan meningkat, demikian sebaliknya jika suku bunga secara umum meningkat, maka harga pasar obligasi akan menurun.
3. *Actual/Discount Yield*, yakni obligasi yang dibeli di atas atau di bawah harga pari. Kalau suatu obligasi dibeli dengan harga di atas harga pari, maka dikatakan obligasi tersebut dibeli dengan harga premium. Jika ini yang terjadi, *actual yield* akan lebih tinggi dari kupon *yield*. Sebaliknya, kalau suatu obligasi dibeli di bawah harga pari, maka dikatakan obligasi tersebut dibeli dengan harga diskon. Jika ini terjadi, maka *discount yield* akan lebih kecil dari kupon *yield*.
4. *Yield to Maturity* merupakan ukuran pendapatan yang paling lengkap, dengan ketentuan bahwa obligasi harus dipertahankan sampai jatuh tempo, sebab untuk menghitung *yield to maturity* harus dimasukkan unsur capital gain yang dibayarkan oleh emiten pada saat jatuh tempo.⁴⁷
5. *Capital gain*. Obligasi diterbitkan dengan nilai nominal tertentu. Nilai nominal ini menyatakan harga suatu obligasi pada waktu ditawarkan serta jumlah utang yang harus dibayar oleh penerbit pada saat obligasi tersebut jatuh tempo sebesar nilai nominal obligasi. Harga obligasi ini sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga pasar dengan ketentuan yang

⁴⁷ Sawidji Widodoatmodjo. *Cara Sehat Investasi Pasar Modal: Pengetahuan Dasar*. PT. Jurnalindo Aksara Grafika, Jakarta, 1996, hlm. 116-119.

berlawanan, jika suku bunga naik maka harga obligasi akan turun, demikian sebaliknya. Dengan adanya pergerakan harga suatu obligasi, memungkinkan investor untuk membeli dan menjual dengan harga tertentu. Selisih harga jual dan harga beli inilah disebut *capital gain* yang merupakan penyumbang keuntungan dari investasi obligasi.⁴⁸

Obligasi yang dikonstruksi dengan perjanjian (akad) utang piutang mendasarkan pendapatannya pada bunga. Walaupun pendapatan obligasi juga dapat berasal dari selisih harga jual dan harga beli (*capital gain*), namun jual beli obligasi itu sendiri sangat dipengaruhi oleh tingkat suku bunga dan jual beli tersebut pada hakikatnya merupakan jual beli utang. Sementara itu utang piutang dalam Islam tergolong sebagai akad *tabarru'* (sosial/tolong menolong)⁴⁹ Oleh karena itu, menjadikan utang piutang sebagai suatu transaksi bisnis dengan menjadikan bunga sebagai keuntungan atau pendapatan dari suatu transaksi utang piutang tersebut tidak sesuai dengan syariat Islam dan bahkan tergolong sebagai riba yang diharamkan. Sukuk tidak mendasarkan konstruksi akadnya pada perjanjian utang piutang. Pendapatan sukuk disesuaikan dengan konstruksi akad yang mendasari sukuk tersebut. Akad-akad yang digunakan dalam konstruksi sukuk seperti *mudhārabah*, *musyārahah*, *ijārah*, *salam*, *murābahah*, dan *istishnā'* merupakan akad-akad yang tergolong dalam akad *mu'awadhah*.⁵⁰ Oleh karena itu, dibolehkan Islam tidak melarang bagi

⁴⁸ Sunariyah. *Op.cit.* hlm. 221.

⁴⁹ Abdul Ghofur Anshori. *Op.cit.* hlm. 127. Akad *tabarru'* adalah di mana prestasi hanya dari salah satu pihak. Syamsul Anwar. *Op.cit.* hlm. 83

⁵⁰ Akad *mu'awadhah* adalah akad di mana terdapat prestasi yang timbale balik sehingga

seseorang yang bertransaksi untuk mengambil keuntungan selama akad yang digunakan dalam transaksi tersebut tergolong dalam akad *mu'awadhah*.

Berdasarkan jenis akad yang digunakan, bentuk pendapatan sukuk dapat dibedakan menjadi dua bentuk sebagai berikut.⁵¹

- a. Pendapatan berdasarkan bagi hasil untuk akad persekutuan (*al-syirkah*) yaitu berupa *mudhārabah* atau *musyārahah*. Sukuk yang menggunakan akad persekutuan ini akan memberikan pendapatan berupa bagi hasil antara investor selaku *shāhib al-māl* dengan emiten selaku *mudharib*. Sukuk jenis ini akan memberikan keuntungan dengan menggunakan bentuk indikasi keuntungan (*indicative return*) karena sifatnya yang fluktuatif (*floating*) dan tergantung pada kinerja perusahaan emiten tersebut.
- b. Pendapatan berdasarkan *margin/fee* untuk akad pertukaran (*al-bai'*) yaitu *murābahah*, *salam*, *istishnā'*, dan *ijārah*. Sukuk yang menggunakan konstruksi akad-akad tersebut akan memberikan hasil yang pasti dan dapat diperkirakan sebelumnya (*fixed and predetermined*)

Dalam ketentuan Fatwa DSN MUI No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah sebagaimana yang terdapat dalam definisi obligasi syariah (sukuk), pendapatan sukuk dapat dibagi menjadi tiga macam; *pertama*, bagi hasil untuk Sukuk Mudharabah dan Musyarakah. Bagi hasil

masing-masing pihak menerima sesuatu sebagai imbalan prestasi yang diberikan. *Ibid.* hlm. 82

⁵¹ Burhanuddin. S, *Pasar Modal Syariah: Tinjauan Hukum*, UII Pers, Yogyakarta, 2009, hlm. 60-61.

merupakan keuntungan dari hasil transaksi bisnis dengan akad *mudhārabah* dan *musyārahah* dimana para pihak sepakat untuk membagi keuntungan yang diperoleh sesuai dengan bagian yang telah disepakati. *Kedua*, selisih harga atau keuntungan (*margin*) untuk Sukuk Murabahah, Salam, dan Istishna". Selisih harga merupakan pendapatan dari transaksi jual beli yang sudah lazim diketahui. *Murābahah, Salam, dan Istishnā'* merupakan bentuk-bentuk atau turunan dari akad jual beli. *Ketiga*, upah sewa (*fee*) untuk Sukuk Ijarah. Pendapatan yang diperoleh dari transaksi dengan akad *ijārah* disebut dengan upah sewa sebagai timbal balik atas manfaat objek sewa atau jasa yang diperoleh oleh penyewa atau pengguna jasa.

F. Pihak-Pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk

Secara umum pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk tidak jauh berbeda dengan pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan obligasi. Pihak-pihak tersebut antara lain sebagai berikut.

1. Emiten (*issuer*)

Emiten (*issuer*) adalah pihak yang menerbitkan obligasi dan juga sukuk.⁵² Pada Pasal 1 Angka 6 Undang Undang Pasar Modal, emiten didefinisikan sebagai pihak yang melakukan penawaran umum.⁵³ Definisi tersebut ialah definisi dalam arti luas karena yang dimaksudkan tidak hanya mengatur dan berlaku untuk obligasi saja, tetapi juga semua

⁵² A. Setiadi. *Obligasi dalam Prespektif Hukum Indonesia*, PT Citra Aditya Bakti , Bandung, 1996. hlm. 39.

⁵³ lihat Undang-Undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

pihak yang dalam kancah pasar modal. Untuk lebih jelas, perlu dilihat ketentuan lain dalam peraturan pasar modal mengenai pengertian emiten. Dalam Keputusan Menteri Keuangan No. 1548 emiten didefinisikan sebagai “*Badan hukum yang melakukan emisi atau bermaksud atau telah melakukan emisi*”.⁵⁴ Dengan demikian, yang bisa melakukan emisi obligasi ataupun juga sukuk hanyalah emisi yang berstatus badan hukum.⁵⁵

2. Penjamin emisi efek (*Underwriter*)

Dalam Pasal 1 angka 17 Undang-undang Pasar Modal, penjamin emisi efek didefinisikan sebagai pihak yang membuat kontrak dengan Emiten untuk melakukan penawaran umum bagi kepentingan Emiten dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang tidak terjual.⁵⁶

Dalam kegiatan *underwriting*, ada beberapa penjamin emisi, sebagai berikut:⁵⁷

- a. Kesanggupan penuh (*Full commitment underwriting*), yakni perjanjian penjaminan emisi efek antara emiten dengan penjamin emisi dengan ketentuan penjamin emisi mengikat diri untuk menawarkan efek kepada investor dan membeli sisi efek yang tidak terjual.
- b. Kesanggupan terbaik (*Best effort commitment*), yakni perjanjian penjaminan emisi efek antara emiten dengan penjamin emisi dengan ketentuan penjamin emisi semaksimal mungkin untuk berusaha

⁵⁴ lihat Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548

⁵⁵ A. Setiadi. *Op.cit*, hlm. 40

⁵⁶ Undang-Undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

⁵⁷ Gunawan Widjaja & Jono. *Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*, Kencana, Jakarta, 2006 . hlm. 58-59.

menjual efek, tetapi penjamin emisi tidak wajib untuk membeli efek yang tidak terjual.

- c. Kesanggupan siaga (*Standby commitment*), yakni perjanjian penjaminan emisi efek antara emiten dengan penjamin emisi dengan ketentuan penjamin emisi semaksimal mungkin untuk berusaha menjual efek, kemudian apabila ada sisa yang belum terjual sampai batas waktu penawaran yang telah ditetapkan, maka penjamin emisi menyanggupi membeli sisa efek yang belum terjual dengan ketentuan membeli di bawah harga penawaran pada pasar perdana sesuai dengan perjanjian.
- d. Kesanggupan semua atau tidak sama sekali (*All or none commitment*), yakni perjanjian penjaminan emisi efek antara emiten dengan penjamin emisi dengan ketentuan apabila efek yang ditawarkan ternyata tidak terjual sebagiannya, maka efek tersebut dibatalkan sama sekali.

Dalam praktiknya, penjaminan emisi biasanya dilakukan oleh lebih dari satu penjamin emisi. Salah satu dari penjamin emisi ini akan bertindak sebagai penjamin pelaksana emisi (*managing underwriter*). Penjamin pelaksana emisi ini merupakan penjamin emisi yang bertanggung jawab atas penyelenggaraan suatu penawaran umum, termasuk mempersiapkan segala sesuatunya sehubungan dengan penerbitan sukuk serta mempersiapkan prospektusnya.⁵⁸

⁵⁸ A. Setiadi, *Op. cit.*, hlm. 50.

3. Wali amanat (*Trustee*)

Dalam Pasal 1 angka 30 Undang-undang Pasar Modal Wali Amanat didefinisikan sebagai pihak yang ditunjuk oleh Emiten untuk mewakili kepentingan investor (pemegang obligasi atau sukuk).⁵⁹ Tugas pokok Wali Amanat adalah bertindak mewakili dan melindungi kepentingan pemegang sukuk. Ada beberapa kegiatan yang berkaitan dengan tugas pokok Wali Amanat tersebut adalah sebagai berikut.⁶⁰

1. Menganalisis kemampuan dan kredibilitas emiten apakah secara operasional emiten mempunyai kesanggupan menghasilkan dan membayar obligasi atau modal sukuk.
2. menilai kekayaan emiten yang akan dijadikan jaminan
3. melakukan pengawasan terhadap kekayaan emiten
4. memantau dan mengikuti perkembangan secara terus menerus terhadap perkembangan perusahaan emiten dan memberikan nasihat dan masukan kepada emiten
5. melakukan pengawasan dan pemantauan terhadap pembayaran bunga, nisbah, fee, dan margin serta modal pokok yang menjadi hak pemegang obligasi atau sukuk
6. Sebagai pemimpin rapat dalam RUPO atau RUPSukuk.

Dalam masalah sukuk, Wali amanat juga dapat berfungsi sebagai

⁵⁹ lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

⁶⁰ Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hlm. 86-87.

Purpose Vehicle (SPV).⁶¹ SPV adalah perusahaan yang didirikan dengan suatu tujuan tertentu untuk menguasai aset tertentu yang ditujukan guna penerbitan sukuk.⁶²

4. Penanggung (*Guarantor/Kafil*)

Jasa penanggungan (*guarantor/kafil*) diperlukan apabila suatu pihak (perusahaan, negara, pemerintah daerah) menerbitkan obligasi atau sukuk. Hal ini bertujuan untuk menjamin pelunasan seluruh pokok pinjaman beserta bunga (untuk obligasi), apabila ternyata di kemudian hari emiten tidak membayar atau wanprestasi. Biasanya jasa pertanggungan ini dilaksanakan oleh bank atau lembaga keuangan bukan bank yang mempunyai reputasi sangat baik.⁶³

5. Investor

Investor sebagai pihak yang menginvestasikan dananya di pasar modal, dengan membeli efek yang bersifat utang seperti obligasi ataupun efek yang bersifat penyertaan seperti sukuk.⁶⁴

6. Lembaga kliring

Lembaga ini berfungsi menyelesaikan semua hak-hak dan kewajiban yang timbul dari transaksi di Bursa Efek. Lembaga kliring juga dapat menjadi agen pembayaran atas transaksi jual beli obligasi atau sukuk.⁶⁵

7. Bursa Efek

⁶¹ Burhanudin. S. *Op.cit.* hlm. 96.

⁶² Adrian Sutedi. *Op.cit.* hlm. 142.

⁶³ Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hlm. 60.

⁶⁴ *Ibid*, hlm.60-61.

⁶⁵ *Ibid*, hlm. 61.

Dalam Pasal 1 angka 4 Undang-undang Pasar Modal, Bursa Efek didefinisikan sebagai pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual dan beli efek pihak-pihak lain.

Dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.⁶⁶ Bursa Efek yang merupakan tempat bagi Pasar Sekunder dalam masalah perdagangan sukuk masih menjadi masalah karena transaksi jual beli sukuk yang dilakukan di Pasar Sekunder sama dengan jual beli utang yang diharamkan oleh mayoritas ulama walaupun terdapat Pasar Sekunder untuk sukuk di Malaysia.⁶⁷

8. Profesi penunjang pasar modal

Profesi penunjang pasar modal ini terdiri dari⁶⁸:

- a. Akuntan publik, yakni profesi penunjang pasar modal yang berfungsi memeriksa kondisi keuangan emiten serta memberikan pendapatnya tentang kelayakan emiten dalam menerbitkan obligasi atau sukuk.
- b. Konsultan hukum, yakni pihak yang ditunjuk oleh emiten yang memiliki peran sebagai pembuat draf hukum dan penasihat
- c. Penilai, yakni pihak yang menerbitkan dan menandatangani laporan penilai. Sedangkan laporan penilai sendiri adalah pendapat atas nilai wajar aktiva yang disusun berdasarkan pemeriksaan menurut keahlian dari penilai.

⁶⁶ lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

⁶⁷ Iggi H. Achsien. *Investasi Syariah di Pasar Modal: Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Porto Folio Syariah*, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 2000, hlm. 69.

⁶⁸ Gunawan Widjaja & Jono, *Op.cit.* hlm. 62-64.

- d. Notaris, yakni pihak yang bertujuan untuk membuat berita acara RUPO atau RUPSukuk, konsep akta perubahan anggaran dasar, dan menyiapkan perjanjian dalam rangka emisi efek.
- e. Agen pembayaran (*Paying agent*), yakni pihak yang bertugas membayar bunga obligasi atau bagi hasil, upah sewa, dan keuntungan sukuk secara periodik serta pelunasan sukuk pada saat jatuh tempo.
- f. Agen penjual (*Selling agent*), yakni pihak yang bertugas antara lain: melayani investor yang akan memesan obligasi atau sukuk, melaksanakan pengembalian uang pesanan (*refund*) kepada investor, dan menyerahkan sertifikat efek kepada investor.

Selain dari pihak-pihak yang telah disebutkan di atas, khusus untuk penerbitan sukuk, juga melibatkan pihak Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI yang bertugas melakukan opini syariah.⁵²

G. Hak dan Kewajiban Para Pihak Dalam Obligasi Syariah

Pihak yang dapat menjadi *obligor (mudharib)* dan investor (*shahib al-mal*) wajib memiliki kecakapan dan kewenangan untuk melakukan perbuatan hukum baik menurut syariah Islam maupun peraturan perundang-undangan yang berlaku.⁶⁹

1. Hak dan kewajiban *shahib mudharib/emiten* adalah⁷⁰:

- a. menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah;

⁶⁹ Abdul Manan, *Op. Cit.*, hlm. 85-86.

⁷⁰ *Ibid.*

- b. mengelola kegiatan usaha untuk tercapainya tujuan Mudharabah tanpa campur tangan *shahib al-mal*.
- c. mengelola modal yang telah diterima dari *shahib al-mal* sesuai dengan kesepakatan, dan memperhatikan syariah Islam serta kebiasaan yang berlaku;
- d. menanggung seluruh kerugian usaha yang diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan dan atau pelanggaran *mudharib* atas Mudharabah; dan
- e. menyatakan secara tertulis bahwa *mudharib* telah menerima modal dari *shahib al-mal* dan berjanji untuk mengelola modal tersebut sesuai dengan kesepakatan (pernyataan *qabul*).

Pemerintah ditunjuk oleh undang-undang No. 19 tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara sebagai pihak yang berhak mendirikan perusahaan penerbit SBSN/*sukuk*.⁷¹

2. Hak dan kewajiban *shahib al-mal*/investor adalah⁷²:
 - a. menerima bagian laba tertentu sesuai yang disepakati dalam Mudharabah
 - b. meminta jaminan dari *mudharib* atau pihak ketiga yang dapat digunakan apabila *mudharib* melakukan pelanggaran atas akad Mudharabah. Jaminan tersebut dapat berupa jaminan kebendaan dan atau jaminan umum, seperti jaminan perusahaan (*corporate guarantee*) dan jaminan pribadi (*personal guarantee*);

⁷¹ UU No. 19 Tahun 2008 Tentang Surat Berharga Syariah Negara, Pasal 13 Ayat (1).

⁷² *Op. Cit.*, hlm. 85-86.

- c. mengawasi pelaksanaan kegiatan usaha yang dilakukan oleh mudharib;
- d. menyediakan seluruh modal yang disepakati;
- e. menanggung seluruh kerugian usaha yang tidak diakibatkan oleh kelalaian, kesengajaan dan atau pelanggaran mudharib atas Mudharabah; dan
- f. menyatakan secara tertulis bahwa *shahib al-mal* menyerahkan modal kepada *mudharib* untuk dikelola oleh Mudharib sesuai dengan kesepakatan (pernyataan *ijab*).

H. Hubungan Para Pihak dalam Penerbitan Obligasi Syariah

Hubungan hukum para pihak dalam penerbitan sukuk disini akan dilihat dari sudut pandang hubungan hukum muamalahnya di dalam Islam sebagai suatu konstuksi yang menjelaskan keterkaitan para pihak dalam penerbitan sukuk tersebut.

1. Hubungan Hukum Emiten dengan Penjamin Emisi Efek (*Underwriter*)

Penjamin emisi efek memiliki fungsi yang urgen dalam penerbitan sukuk. Penjamin emisi efek merupakan pihak yang bertindak menjamin atas keberhasilan penjualan sukuk. Tugas utama penjamin emisi efek ini adalah mengusahakan agar penjualan sukuk emiten kepada masyarakat dapat berjalan lancar.⁷³

Selain hal tersebut di atas, peran atau fungsi dari penjamin emisi efek juga meliputi beberapa hal sebagai berikut:

⁷³ A. Setiadi, *Op.cit.* hlm. 49.

- a. membantu emiten mempersiapkan pernyataan pendaftaran berikut dokumen-dokumen pendukung;
- b. memberikan konsultasi di bidang keuangan seperti jumlah dan jenis efek yang akan diterbitkan, jadwal emisi, penunjukkan lembaga penunjang dan profesi penunjang lain, serta metode pendistribusian efek;
- c. melakukan penjaminan terhadap efek yang diemisikan
- d. melakukan evaluasi terhadap kondisi perusahaan
- e. menentukan harga efek bersama-sama dengan emiten
- f. sebagai pembentuk pasar (*market maker*).⁷⁴ di Bursa Paralel

Dalam Pasal 1 angka 17 Undang-undang Pasar Modal telah dijelaskan bahwa penjamin emisi efek merupakan pihak yang membuat kontrak dengan emiten untuk melakukan penawaran umum dengan atau tanpa kewajiban untuk membeli sisa efek yang belum habis terjual. Dilihat dari definisi dan peran penjamin emisi efek dapat diketahui bahwa hubungan hukum antara penjamin emisi efek dengan emiten adalah sebagai wakil (*wakīl*) emiten. Dengan demikian, dilihat dari segi peran penjamin emisi, antara penjamin emisi efek dengan emiten terdapat hubungan hukum yang berdasarkan kepada akad *wakālah* (perwakilan)⁷⁵.

⁷⁴ Pembentuk pasar adalah pihak pelaku pasar yang mampu menciptakan stimulasi perdagangan obligasi atau mampu mewujudkan transaksi obligasi korporasi dengan volume perdagangan cukup besar. Sapto Rahardjo. *Op.cit.* hlm. 172

⁷⁵ *Wakālah* merupakan suatu bentuk pelaksanaan suatu kegiatan usaha yang dibolehkan dan diketahui oleh seseorang yang dilaksanakan oleh orang lain sebagai orang yang memiliki kedudukan seseorang tersebut. Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 4056. Ada perbedaan antara konsep perwakilan dalam hukum Islam dengan hukum Barat. Dalam hukum Barat, konsep perwakilan (*agency*) didasarkan pada prinsip *qui facit alium facit per se* (barang siapa melakukan sesuatu melalui orang lain berarti ia melakukannya sendiri). Jadi seorang wakil atau agen dapat

Namun demikian, hubungan hukum berdasarkan akad *wakālah* tersebut apabila dilihat dari jasa-jasa yang didapat oleh penjamin emisi dari emiten merupakan suatu bentuk *wakālah* dengan bayaran (*wakālah bi ajr*) yang ketentuannya sudah dihukumkan dengan ketentuan *ijārah*.⁷⁶

Jasa-jasa tersebut terdiri dari:

- a. Jasa manajemen (*management fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada penjamin pelaksana emisi.
- b. Jasa penjaminan emisi (*underwriting fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada semua penjamin emisi secara proporsional
- c. Jasa penjualan (*selling fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada agen penjual yang ditunjuk berdasarkan perjanjian yang dibuat penjamin emisi dengan agen penjual yang besarnya disesuaikan dengan jumlah efek yang telah terjual.

melakukan apa saja kecuali sesuatu yang telah dibatasi oleh partisipan. Lebih jauh, partisipan terikat dengan segala perbuatan tersebut terkait pihak ketiga. Dengan kata lain, partisipan dapat dituntut oleh pihak ketiga atas suatu perbuatan yang dilakukan oleh wakil atau agen atas namanya. Sedangkan dalam hukum Islam (mazhab Hanafi) ada perbedaan antara *hukm* (efek-efek) kontrak dengan *huqūq* (hak-hak) dari kontrak itu. *Hukm* kontrak merupakan tujuan utama dari kontrak, sedangkan *huqūq* merupakan cara-cara yang digunakan untuk mencapai tujuan atau mencapai akibat-akibat utama. Dalam sebuah transaksi penjualan misalnya, *hukm* adalah perpindahan kepemilikan kepada pembeli atas barang-barang yang dibeli dan perpindahan harga dari barang-barang tersebut kepada penjual. Bila penjualan dilakukan oleh seorang wakil atau agen, maka kepemilikan atas barang-barang yang dibeli tersebut berpindah kepada partisipan. Namun *huqūq*-nya tetap berada di tangan agen. *Huqūq* tersebut berupa penyerahan harga kepada penjual, hak untuk meminta penyerahan barang, untuk memiliki barang, memberikan tawaran-tawaran dan menolak barang karena adanya cacat, serta mencabut tawaran-tawaran. Karena *huqūq* selalu berada di tangan agen, maka partisipan tidak dapat dituntut atas terjadinya jual beli itu. Imran Ahsan Khan Nyazee. *Fikih Korporasi; Membincang Hukum Organisasi Bisnis Islam* (penerjemah: Nafis Irkhani & Abdul Azis). (Surabaya: STAIN Salatiga Press bekerjasama dengan JP Books, 2008) hlm.41-43.

⁷⁶ Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hlm. 4059.

2. Hubungan Emiten dengan Profesi Penunjang.

Setelah emiten menunjuk profesi penunjang yang terdiri dari akuntan public, konsultan hukum, penilai, notaries, agen pembayar, dan agen penjual maka selanjutnya emiten melakukan perjanjian dengan masing-masing profesi penunjang tersebut. Profesi penunjang tersebut akan mendapatkan *fee* dari emiten menurut kerja dan tugas masing-masing. Dengan demikian hubungan hukum antara emiten dan profesi penunjang tersebut dalam sudut pandang muamalah termasuk dalam akad *ijārah*.⁷⁷

3. Hubungan Hukum Emiten dengan Wali Amanat dan Pemegang Sukuk

Wali Amanat sebagaimana yang disebutkan dalam Pasal 1 angka 30 Undang-undang Pasar Modal merupakan pihak yang ditunjuk oleh Emiten untuk mewakili kepentingan investor (pemegang obligasi atau sukuk).⁷⁸ Tugas pokok Wali Amanat adalah bertindak mewakili dan melindungi kepentingan pemegang sukuk.⁷⁹

Pada prinsipnya Wali Amanat ditunjuk oleh emiten yang ingin menerbitkan suatu sukuk pada saat sebelum melakukan emisi.. Penunjukkan ini tidak dilakukan oleh pemegang obligasi atau sukuk mengingat pada waktu penunjukkan tersebut belum ada pemegang obligasi atau sukuk karena pada saat itu obligasi belum ditawarkan

⁷⁷ *Ijārah* dalam fikih Islam tidak hanya berupa sewa menyewa barang saja namun juga meliputi upah terhadap jasa atau suatu pekerjaan, seperti seseorang yang membuatkan pakaian atau seseorang yang membangunkan sebuah rumah. Abu Ishaq Ibrahim bin „Ali bin Yusuf al-Fairuzabadi al-Syairazi. *Al-Muhadzdzab fī Fiqh al-Imām al-Syāfi'ī*. (Beirut: Dar al-Fikr, tth) hlm.395.

⁷⁸ lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

⁷⁹ Gunawan Widjaja & Jono, *Op.cit.* hlm. 86.

kepada umum. Setelah penunjukkan Wali Amanat oleh emiten, maka antara emiten dengan Wali Amanat harus dibuat suatu perjanjian yang disebut dengan perjanjian perwaliamentan.⁸⁰ Meskipun perjanjian tersebut dibuat antara emiten dengan Wali Amanat, tetapi perjanjian ini mengikat para pemegang obligasi atau sukuk yang tidak ikut dalam pembuatan perjanjian tersebut. Pengikatan didasarkan pada logika hukum bahwa pemegang obligasi atau sukuk yang ingin membeli obligasi atau sukuk haruslah terlebih dahulu mengetahui isi perjanjian tersebut, dan apabila isi perjanjian tersebut tidak sesuai dengan kemauannya, maka otomatis pembeli obligasi atau sukuk tersebut tidak akan membeli serta tidak akan terikat oleh perjanjian tersebut.⁸¹

Dari penjelasan tersebut, dapat diketahui bahwa hubungan hukum antara emiten dan Wali Amanat hanyalah berupa suatu perjanjian biasa, dimana emiten melakukan penunjukkan Wali Amanat yang menjadi wakil bagi kepentingan pemegang obligasi atau sukuk. Sedangkan hubungan hukum antara Wali Amanat dengan pemegang obligasi atau sukuk dari sudut pandang muamalah adalah hubungan hukum yang berupa perjanjian *wakālah* dimana Wali Amanat bertindak sebagai wakil dari pemegang sukuk.

Dengan demikian, penjamin bukanlah hal yang diwajibkan atau diharuskan ada dalam penerbitan obligasi atau sukuk.

Sebagaimana yang bisa dilihat dari istilah „penjamin“ itu

⁸⁰ *Ibid.* hlm. 81.

⁸¹ *Ibid.* hlm. 76.

sendiri maka bentuk hubungan hukum antara emiten dan penjamin dari sudut pandang muamalah merupakan suatu bentuk *kafālah* (penjaminan)⁸⁷ dimana penjaminnya disebut dengan *kafīl* sedangkan yang dijamin disebut dengan *makfūl bihi*.

4. Hubungan Hukum Emiten dengan Investor (Pemegang Sukuk)

Investor merupakan pelaku utama yang berperan di dalam kegiatan pasar modal. Hubungan hukum emiten dan investor dalam suatu penerbitan sukuk tergantung dari jenis akad yang mendasari penerbitan sukuk tersebut. Apabila akad yang digunakan dalam penerbitan sukuk tersebut adalah akad *mudhārabah* maka hubungan hukum antara emiten dan investor dari sudut pandang muamalah adalah hubungan hukum yang bersifat kemitraan dimana investor bertindak sebagai *shāhīb al-māl* (pemilik modal) dan emiten bertindak selaku *mudhārib* (pengelola modal). Demikian pula apabila akad yang digunakan adalah akad *ijārah* yang dalam praktiknya berbentuk akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* maka investor bertindak sebagai *mu'ajjīr* (yang menyewakan) dan emiten bertindak sebagai *musta'jīr* (penyewa) dengan ketentuan ketika jatuh tempo objek sewa dijual kembali oleh investor kepada emiten sebagai pemilik objek sewa (aset) asal.

I. Batasan-Batasan obligasi syariah dalam Pembiayaan

Obligasi ataupun obligasi syariah merupakan suatu bentuk instrumen pasar modal yang digunakan untuk pembiayaan. Namun demikian, obligasi syariah tidak seperti obligasi yang bisa melakukan pembiayaan dalam

berbagai bentuk kegiatan usaha. Obligasi syariah terikat dengan batasan-batasan dalam melakukan pembiayaan sebagai suatu bentuk kepatuhan syariah sehingga tidak semua jenis atau kegiatan usaha bisa dilakukan pembiayaan dengan menerbitkan obligasi syariah. Penerbitan sukuk untuk pembiayaan suatu kegiatan usaha tidak boleh bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

Dalam Ketentuan angka 2 huruf a Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah menjelaskan tentang kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah⁸²:

1. perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
2. menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung ghrarar dan atau maysir.
3. memproduksi, mendistribusikan, memperdagangkan, dan atau menyediakan:
 - a. barang dan atau jasa yang haram karena zatnya (*haram li-dzatihi*)
 - b. barang dan atau jasa yang haram bukan karena zatnya (*haram li-ghairihi*) yang ditetapkan oleh DSN-MUI; dan atau
 - c. barang dan atau jasa yang merusak moral dan bersifat mudarat

⁸² lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah.

- d. melakukan investasi pada perusahaan yang pada saat transaksi tingkat (nisbah) hutang perusahaan kepada lembaga keuangan ribawi lebih dominan dari modalnya, kecuali investasi tersebut dinyatakan kesyariahnya oleh DSN-MUI

Hal yang sama juga disebutkan dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah disebutkan dalam ketentuan khusus bahwa jenis usaha yang dilakukan emiten tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah⁸³ yang meliputi⁸⁴ :

- 1) usaha perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang
- 2) usaha lembaga keuangan konvensional (*ribawi*), termasuk perbankan dan asuransi konvensional
- 3) usaha yang memproduksi, mendistribusi serta memperdagangkan makanan dan minuman haram
- 4) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan/atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat Mudarat.

⁸³ lihat Fatwa DSN-MUI No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

⁸⁴ lihat Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah.

BAB III

OBLIGASI SYARIAH DI INDONESIA STUDI TERHADAP JENIS DAN PENERAPAN AKAD SERTA PERLINDUNGAN BAGI INVESTOR

A. Pengaturan Prinsip Syariah Pada Obligasi Syariah di Indonesia

Pengaturan mengenai obligasi syariah ini diatur dalam Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal dan peraturan teknis berupa Peraturan Pemerintah, Keputusan Menteri Keuangan, dan peraturan-peraturan yang dikeluarkan oleh Bapepam dan peraturan-peraturan yang dikeluarkan oleh Bursa Efek selaku *Self Regulatory Organization (SRO)*. Perbedaannya antara obligasi konvensional dengan obligasi syariah terletak pada pengaturan terhadap obligasi syariah oleh Dewan Syariah Nasional dalam bentuk fatwa, serta pengaturan mengenai akad – akad dalam penerbitan efek syariah.

Seperti yang telah dijelaskan sebelumnya disebutkan bahwa obligasi masuk ke dalam efek, dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal menjelaskan beberapa ketentuan tentang efek tersebut, antara lain⁸⁵ :

1. Perizinan Perusahaan Efek

Perusahaan efek yang dapat melakukan kegiatan usaha adalah

⁸⁵ lihat Undang-Undang Nomor 18 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal.

perseroan yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam, perusahaan yang memperoleh izin usaha dapat melakukan kegiatan sebagai Penjamin Emisi Efek, Perantara Pedagang Efek, dan atau Manajer Investasi serta kegiatan lain sesuai dengan ketentuan yang ditetapkan oleh Bapepam, dan pihak yang melakukan kegiatan usaha sebagai Penjamin Efek, Perantara Pedagang Efek, dan atau Manajer Investasi hanya untuk efek yang bersifat utang yang jatuh temponya tidak lebih dari satu tahun, sertifikat deposito, polis asuransi, efek yang diterbitkan atau dijamin Pemerintah Indonesia, atau efek lain yang ditetapkan oleh Bapepam tidak diwajibkan untuk memperoleh izin usaha sebagai perusahaan efek.⁸⁶

Perusahaan efek bertanggung jawab terhadap segala kegiatan yang berkaitan dengan efek yang dilakukan oleh direktur, pegawai, dan pihak lain yang bekerja untuk perusahaan tersebut.⁸⁷

2. Perizinan Penasehat Investasi

Pasal 34 Undang-Undang Pasar Modal bahwa yang dapat melakukan kegiatan sebagai penasehat investasi adalah pihak yang telah memperoleh izin usaha dari Bapepam.⁸⁸

Pelaksanaan obligasi syariah di Indonesia dilaksanakan atas dasar hukum:

- a. Pendapat ulama tentang keharaman mendapatkan bunga
(*interest*).
- b. Pendapat para ulama tentang keharaman obligasi yang aslinya

⁸⁶ *Ibid*, Pasal 30.

⁸⁷ *Ibid*, Pasal 31.

⁸⁸ *Ibid*, Pasal 32.

berbentuk bunga (kupon).

- c. Pendapat ulama tentang obligasi syariah yang menggunakan prinsip *mudharabah*, *murabaha*, *musyarakah*, *istishna*, dan *salam*.
- d. Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 20 DSN/IV/2001 mengenai Pedoman Pelaksanaan Investasi Reksadana syariah.
- e. Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

Dengan dasar pegangan hukum dari Dewan Syariah Nasional di bawah Majelis Ulama Indonesia mengenai obligasi syariah, penerbitan obligasi syariah oleh perusahaan di Indonesia bisa direalisasikan.

Pengaturan terhadap obligasi syariah diatur dalam Fatwa DSN-MUI. Adapun beberapa hal yang dikemukakan dalam Fatwa DSN MUI tersebut adalah sebagai berikut:

a. Landasan hukum Islam obligasi syariah:

1) Firman Allah SWT, antara lain⁸⁹:

- a) “Hai orang-orang yang beriman! Penuhilah aqad-aqad itu...”(Q.S Al-Maidah (5) : 1)
- b) “...dan penuhilah janji; sesungguhnya janji itu pasti diminta pertanggung jawabannya”. (Q.S Al-Isra’ (17) : 34)

⁸⁹ Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 32/DSN-MUI/IX/2002 Tentang Obligasi Syariah.

- c) “Orang yang makan (mengambil) riba tidak dapat berdiri melainkan seperti berdirinya orang yang kemasukan syaitan lantaran (tekanan) penyakit gila. Keadaan mereka yang demikian itu adalah disebabkan mereka berkata (berpendapat), sesungguhnya jual beli itu sama dengan riba. Orang yang telah sampai kepadanya larangan dari Tuhannya, lalu terus berhenti (dari mengambil riba), maka baginya apa yang telah diambilnya dahulu (sebelum datang larangan): dan urusannya (terserah) kepada Allah. . . Orang yang mengulangi (mengambil riba), maka orang itu adalah penghuni-penghuni neraka; mereka kekal didalamnya”. (Q.S Al-Baqarah (2) : 275)
- d) Salah seorang dari kedua wanita itu berkata: “Ya bapakku, ambillah ia sebagai orang yang bekerja (pada kita), karena sesungguhnya orang yang paling baik kamu ambil untuk bekerja (pada

kita) adalah orang yang kuat dan dipercaya.” (Q.S Al- Qashash (28) : 26)⁹⁰

2) Hadist Nabi SAW, antara lain⁹¹:

a) “Perjanjian boleh dilakukan di antara kaum muslimin kecuali perjanjian yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang haram; dan kaum muslimin terikat dengan syarat-syarat mereka kecuali syarat yang mengharamkan yang halal atau menghalalkan yang haram”. (Hadist Nabi Riwayat Imam al-Tirmidzi dari ‘Amr bin ‘Auf al-Muzani).

b) “Tidak boleh membahayakan diri sendiri dan tidak boleh pula membahayakan orang lain”. (Hadist Nabi Riwayat Imam Ibnu Majah, al-Daruquthni, dan yang lain, dari Abu Sa’id al-Khudri.)

⁹⁰ *Ibid.*

⁹¹ *Op. Cit.*, Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

- c) Allah Subhanahu Wa Ta'ala berfirman:
“Ada tiga kelompok yang Aku menjadi musuh mereka pada Hari Kiamat nanti. Pertama, orang yang bersumpah atas nama Ku lalu ia mengkhianatinya. Kedua, orang yang menjual orang merdeka (bukan budak belian), lalu ia memakan (mengambil) keuntungannya. Ketiga, orang yang mempekerjakan seseorang, lalu pekerja itu memenuhi kewajibannya, sedangkan orang itu tidak membayarkan upahnya.
(Hadist Qudis Riwayat Muslim dari Abu Hurairah)⁹²
- d) “Berikanlah upah pekerja sebelum keringatnya kering.” (Hadist Riwayat Ibn Majah dari Ibnu Umar)⁹³
- e) “Barang siapa mempekerjakan pekerja, beri tahukanlah upahnya.” (Hadist Riwayat Abd ar-Razzaq dari Abu Hurairah dan Abu Sa'id al-Khudri)

⁹² Fatwa Dewan Syariah Nasional No. 41/DSN-MUI/III/2004 Tentang Obligasi Syariah Ijarah.

⁹³ *Ibid.*

f) “Kami pernah menyewakan tanah dengan (bayaran) hasil pertaniannya; maka, Rasulullah melarang kami melakukan hal tersebut dan memerintahkan agar kami menyewakannya dengan emas atau perak.” (Hadist Riwayat Abu Daud dari Sa’d Ibn Abi Waqqash)⁹⁴

3) Ijma’ ulama tentang kebolehan melakukan akad sewa menyewa (*Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh*, Dr. Wahbah al-Zuhaili)⁹⁵

4) Kaedah Fiqh, antara lain⁹⁶:

- a) “Pada dasarnya, semua bentuk muamalah boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya.”
- b) “Kesulitan dapat menarik yang kemudahan.”
- c) “Sesuatu yang berlaku berdasarkan adat kebiasaan sama dengan sesuatu yang berlaku berdasarkan syara’ (selama tidak bertentangan dengan

⁹⁴ *Ibid.*

⁹⁵ *Ibid.*

⁹⁶ *Op. Cit.*, Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002.

syariat.”

d) “Dimana terdapat kemaslahatan, disana terdapat hukum Allah”⁹⁷

b. Ketentuan Umum⁹⁸:

- 1) Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat hutang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga.
- 2) Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah.

B. Penerapan dan Pengaturan Jenis Akad pada Obligasi Syariah

1. Berdasarkan riset yang dihasilkan di tempat peneliti melakukan penelitian, sudah tercipta kesesuaian Penggunaan Akad *Mudhārabah* dalam mekanisme akad *mudharabah*

a. Modifikasi Akad *Mudhārabah* dalam Sukuk Mudharabah

Akad *mudhārabah* merupakan akad yang paling fleksibel digunakan selama ini dalam berbagai konstruksi perjanjian bisnis dalam Islam. Berbagai instrument keuangan mulai dari deposito di perbankan syariah sampai instrument pasar modal seperti saham dan obligasi selalu direkonstruksi salah satunya dengan menggunakan akad *mudhārabah* di samping juga akad-akad yang lain.

⁹⁷ *Op. Cit.*, Fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004

⁹⁸ *Ibid.*

Mudhārabah didefinisikan dengan perjanjian kerjasama dalam melakukan kegiatan usaha atau bisnis antara pemilik harta (*shāhib al-māl*) dengan pengelola harta (*mudhārib*) untuk diusahakan sesuai dengan pengalaman atau keahliannya dengan ketentuan adanya persyarikatan dalam pembagian keuntungan di antara keduanya pada setiap berakhirnya perjanjian sesuai dengan bagian (*nisbah*) yang disepakati oleh keduanya.⁹⁹ Pihak pertama, supplier atau pemilik modal, disebut *shāhib al-māl* dan pihak kedua, pemakai atau pengelola disebut *mudhārib*. *Shāhib al-māl* memberikan modalnya kepada *mudhārib* dan sebagai imbalannya ia memperoleh bagian tertentu dari keuntungan yang diperoleh, tetapi apabila mengalami kerugian, beban seluruhnya ditanggung oleh *shāhib al-māl* dan *mudhārib* tidak menerima apa-apa atas jasa yang telah ia lakukan. Ulama sepakat bahwa akad *mudhārabah* sebelum *mudhārib* menjalankan usaha dengan modal tersebut merupakan salah satu jenis akad yang bersifat tidak mengikat (*ghairu lāzim*).¹⁰⁰

Namun fuqaha berbeda pendapat ketika *mudhārib* sudah menjalankan usaha dengan modal *mudhārabah*. Juhur ulama, yakni ulama Hanafiyah, Syafi'iyah, dan Hanabilah berpendapat akad tersebut tetap merupakan akad yang tidak mengikat

⁹⁹ Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*, Dar al-Fikr, Damaskus, 2007, cet. IV hlm. 438.

¹⁰⁰ *Ibid.* hlm. 3929.

(*ghairu lāzim*). Sedangkan ulama Malikiyyah berpendapat bahwa akad tersebut berubah menjadi akad yang mengikat (*lāzim*)

Untuk menentukan sahnyanya suatu *mudhārabah* maka ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi sebagai berikut:

- 1) Modal dalam suatu *mudhārabah* haruslah berupa uang.
- 2) Modal yang diinvestasikan dalam *mudhārabah* harus diketahui jumlahnya ketika terjadi akad.
- 3) Modal ditentukan adanya sehingga memungkinkan modal tersebut untuk dipegang oleh *mudhārib*, bukan modal yang berupa utang dan tidak ditentukan adanya.
- 4) Modal diserahkan seluruhnya kepada *mudhārib* supaya memungkinkannya untuk dapat menggunakan modal tersebut dalam usaha. Hal ini merupakan pendapat jumhur ulama. Sedangkan ulama Hanabilah membolehkan modal tetap dipegang oleh *shāhib al-māl* dan menyerahkan modal tersebut kepada *mudhārib* secara bertahap sesuai keperluan

karena *mudhārabah* secara mutlak merupakan suatu bentuk pengelolaan harta bukan penyerahan harta tersebut kepada pihak yang mengelolanya.

- 5) Adanya kesepakatan di antara para pihak terhadap bagian (*nisbah*) yang ditentukan dari keuntungan, baik sedikit atau banyak.
- 6) Setiap keuntungan yang ada harus diketahui jumlahnya. Hal ini karena keuntungan tersebut merupakan objek akadnya. Apabila keuntungan yang ada tersebut tidak diketahui maka rusaklah akad tersebut. Bagian setiap para pihak yang melakukan akad merupakan bagian bersama terhadap keuntungan yang ada, hal ini karena ditentukannya akad tersebut merupakan suatu bentuk persekutuan di dalam keuntungan. Oleh karena itu tidak diperbolehkan mensyaratkan jumlah yang pasti atau tertentu kepada salah satu pihak tanpa melakukan hal yang sama pada yang lain untuk menghilangkan hak yang fundamental dalam persekutuan mengenai

keuntungan yang ada, namun diperbolehkan bagi pemilik modal dan pengelola modal apabila keduanya sepakat jika terjadi tambahan keuntungan yang lebih dari bagian yang ditentukan, tambahan tersebut diberikan kepada pengelola modal dengan suatu konsekuensi bahwa pengelola modal tersebut bertanggung jawab terhadap akad *mudhārabah* tersebut.

Sukuk Mudharabah merupakan jenis sukuk yang paling awal dikenal dan ada sebagai instrumen keuangan alternatif dari obligasi. Secara teknis mekanisme kerja dari Sukuk Mudharabah adalah sebagai berikut.¹⁰¹

1. SPV (*Special Purpose Vehicle*) sebagai *mudhārib* (pengelola) sepakat dengan pemilik proyek untuk membangun suatu proyek. Setelah kesepakatan terjadi
2. SPV menerbitkan Sukuk Mudharabah untuk mendapatkan dana di *primary subscribers* atau *secondary market*.
3. Dari transaksi tersebut SPV mendapatkan pembayaran laba secara reguler dan penghasilan modal akhir dari aktivitas proyek untuk didistribusikan kepada investor.
4. Selama penyelesaian, SPV bertanggungjawab atas penyelesaian proyek kepada pemilik Unsur-unsur *mudhārabah* seperti *shāhīb al-māl*

¹⁰¹ Heri Sudarsono. *Op.cit.* hlm. 303-304.

dan *mudhārib* dikenal dalam Sukuk Mudharabah sebagai investor dan emiten. Investor berposisi sebagai *shāhib al-māl* dan emiten berposisi sebagai *mudhārib*.

Obligasi syariah Mudharabah yang dikonstruksi dengan akad *mudhārabah* harus memenuhi ketentuan persyaratan tersebut di atas. Dalam masalah Sukuk Mudharabah pemenuhan persyaratan tersebut tidaklah tergolong sulit untuk dilakukan., namun demikian dalam konteks transaksi keuangan modern, akad *mudhārabah* yang menjadi dasar konstruksi Sukuk Mudharabah juga dituntut untuk dapat menyesuaikan dengan keadaan baik dengan melakukan *talfīq* di antara pendapat mazhab sehingga tidak hanya terkonsentarsi untuk mengambil pendapat jumbuh ulama saja, melainkan bisa juga dengan mengambil pendapat minoritas ulama dengan mempertimbangkan aspek kemashlahatannya, ataupun juga dengan usaha ijtihad yang berpegang pada tujuan-tujuan hukum (*maqāshid al-syarī'ah*) sehingga dapat tetap menjawab kebutuhan. Penyesuaian tersebut menimbulkan adanya dimodifikasi dalam akad *mudhārabah* yang selama ini dikenal secara umum dalam kitab-kitab fikih klasik. Modifikasi akad *mudhārabah* tersebut dijelaskan sebagai berikut.

1. Penetapan masa waktu atau tempo *mudhārabah*

Sebagaimana yang sudah disebutkan sebelumnya bahwa sifat dari akad *mudhārabah* menurut mayoritas fuqaha adalah akad yang tidak mengikat (*ghair lāzim*). Akibat dari akad yang tidak mengikat ini menjadikan salah satu pihak bebas untuk dapat membatalkan atau

menyelesaikan perjanjian kapan saja, namun dalam Sukuk Mudharabah konteks waktu merupakan hal yang penting, sehingga berakhirnya perjanjian dalam Sukuk Mudharabah ditentukan masa tempo sukuk tersebut. Para pihak tidak dapat begitu saja membatalkan perjanjian atau menghapus perjanjian sebelum tempo sukuk tersebut berakhir. Dalam masalah ini, ulama Hanafiyyah dan Hanabilah membolehkan untuk menentukan waktu selesainya *mudhārabah*. Sedangkan ulama Syafi'iyah dan Malikiyyah tidak memperbolehkannya. Dalam konteks transaksi modern saat ini, pendapat Hanafiyyah dan Hanabilah lebih sesuai dan lebih mengandung kemashlahatan sehingga dapat diterima dan dijadikan dasar diperbolehkannya menentukan tempo waktu berakhirnya Sukuk Mudharabah. Dengan adanya tempo waktu tersebut, maka para pihak terikat dengan perjanjian yang mereka buat sehingga kemungkinan tindakan sepihak dengan membatalkan perjanjian yang dapat merugikan pihak lainnya dapat dieliminasi. Selain itu, penentuan tempo waktu Sukuk Mudharabah tidak bertentangan dengan asas-asas akad dalam Islam seperti asas kebolehan, kebebasan berakad, kesepakatan, perjanjian mengikat, dan asas keadilan¹⁰², serta sesuai dengan kaidah “*suatu yang menjadi kebiasaan di antara orang yang melakukan transaksi maka menjadi syarat di antara mereka*”

¹⁰² Syamsul Anwar. *Op.cit* hlm. 83-92.

2. Pembagian keuntungan sebelum berakhirnya tempo waktu *mudhārabah*

Pada dasarnya semua ulama sepakat bahwa keuntungan yang dihasilkan dalam kerjasama *mudhārabah* dibagi di antara para pihak ketika akhir dari perjanjian *mudhārabah* tersebut. Demikian juga ulama sepakat bahwa *mudhārib* tidak boleh mengambil keuntungan tanpa adanya izin dari *shāhib al-māl*. Namun demikian ulama Hanabilah membolehkan salah satu pihak atau para pihak membagi keuntungan sesuai kesepakatan sebelum berakhirnya *mudhārabah* atau sebelum kembalinya modal *mudhārabah*. Pendapat ulama Hanabilah ini dapat dijadikan dasar legitimasi praktik Sukuk Mudharabah yang memberikan bagian bagi hasil untuk investor (*shāhib al-māl*) sebelum tempo waktu sukuk berakhir. Hal ini juga sesuai dengan asas kesepakatan yang mengandung unsur keridhaan di antara pihak.

3. Penjaminan terhadap modal

Penjaminan terhadap modal merupakan salah hal yang penting dalam suatu penerbitan obligasi. Dalam obligasi konvensional terdapat pihak yang dapat memberikan jasa penanggungan apabila diperlukan. Hal ini bertujuan untuk menjamin pelunasan seluruh pokok pinjaman beserta bunga (untuk obligasi), apabila ternyata di kemudian hari emiten tidak membayar atau wanprestasi.

Dalam *mudhārabah* secara prinsip adanya penjaminan terhadap modal menyebabkan akad *mudhārabah* menjadi batal. Hal ini karena ulama sepakat bahwa akad *mudhārabah* merupakan suatu bentuk

kepercayaan atau amanah (*yad amānah*) sehingga tidak diperbolehkan adanya penjaminan dari para pihak kecuali salah satu pihak melampaui batas atau terjadi kelalaian.¹⁰³ *Mudhārib* tidak diperbolehkan secara khusus menjamin modal investor sekalipun hal tersebut sebagai suatu kebaikan atau suka rela (*tabarru'*) di antara mereka.¹⁰⁴ Dengan demikian apabila terjadi kerugian, maka kerugian tersebut ditanggung oleh pemilik modal.

Menteri Waqaf Yordania menerbitkan obligasi mudharabah (Sukuk Mudharabah) yang awalnya menimbulkan kontroversi karena adanya jaminan terhadap modal.¹⁰⁵ Hal ini kemudian dibahas oleh ulama kontemporer dengan membolehkan adanya penjaminan dari pihak ketiga dengan ketentuan pihak ketiga tersebut merupakan suatu badan hukum atau lembaga independen yang tidak menjadi bagian para pihak dalam akad pokok *mudhārabah*. Pihak ketiga ini dapat menjamin seluruh atau sebagian dari modal. Adapun dasar dari pembolehan penjaminan dari pihak ketiga ini berdasarkan pada suatu prinsip bahwa segala sesuatu itu adalah boleh selama tidak ada dalil yang melarangnya. Berdasarkan prinsip ini tidak ada satu pun dalil yang melarang penjaminan yang dilakukan oleh pihak ketiga. Selain itu, menurut AAOIFI pihak ketiga bukan bagian dari *mudhārib* atau agen investasi ataupun juga para pihak dalam akad *mudhārabah*. Penjaminan tersebut merupakan perbuatan yang

¹⁰³ Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. hlm. 108.

¹⁰⁴ *Ibid.* hlm. 449.

¹⁰⁵ Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. Euromoney, London, 2004, hlm. 10.

dinilai sebagai kebaikan di mana pihak ketiga tersebut akan memberikan kompensasi apabila terjadi kerugian. Pemberian jaminan dapat dibenarkan selama tidak ada hubungan perbuatan atau cara dari pihak ketiga yang ikut serta dalam akad pokok *mudhārabah* secara langsung. Hal yang sama juga difatwakan oleh The Islamic Fiqh Academy dalam resolusi 30 (5/4) tentang Obligasi syariah Muqaradhah.¹⁰⁶

Penjaminan dari pihak ketiga juga dapat dikategorikan dalam keadaan yang darurat selama sukuk dianggap sebagai suatu kebutuhan terhadap modal yang dihajatkan oleh para pelaku usaha muslim secara umum. Hal ini sesuai dengan kaidah “*keperluan dapat menduduki posisi darurat*”.¹⁰⁷ Dengan adanya jaminan tersebut masyarakat investor akan lebih tertarik untuk menginvestasikan modalnya pada Sukuk Mudharabah tersebut.

4. Menyerahkan modal *mudhārabah* kepada pihak lain (*mudhārabah musytarīkah*)

Dalam dunia usaha modern sekarang ini tidak selalu sejumlah modal diinvestasikan dan dikembangkan hanya untuk mencukupi biaya suatu proyek atau kegiatan bisnis. Pengembangan modal bisa juga dilakukan dengan menginvestasikan modal investasi tersebut kepada pihak lain. Hal ini karena penginvestasian modal juga merupakan salah satu cara untuk mengembangkan modal yang ada. Selain itu, investor dalam transaksi

¹⁰⁶ Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine. *Sukūk Market: Innovations and Challenges*. <http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/> hlm. 4-6

¹⁰⁷ *Ibid.* hlm. 190.

modern sekarang ini tidak selalu terhubung langsung dengan pihak yang memerlukan modal, biasanya ada perantara yang menghubungkan antara pihak investor dengan pihak yang memerlukan modal.

Dalam konteks *mudhārabah* hal ini telah dibahas oleh para fuqaha mazhab klasik tentang bagaimana hukumnya menyerahkan modal *mudhārabah* tersebut kepada pihak lain untuk dijadikan sebagai *mudhārabah*. Ulama mazhab sepakat bahwa *mudhārib* tidak boleh menyerahkan modal *mudhārabah* kepada pihak lain untuk dijadikan sebagai *mudhārabah* kedua kecuali setelah mendapat izin dari pemilik modal. Penyerahan modal *mudhārabah* ini kepada pihak lain serupa yang oleh ulama kontemporer dewasa ini diistilahkan dengan *mudhārabah musytarīkah*. *Mudhārabah musytarīkah* merupakan pencampuran harta yang dilakukan oleh *mudhārib* antara harta tertentu dengan harta *mudhārabah* sehingga menjadi persekutuan dalam harta atau modal dan mengusahakan modal tersebut serta membagi keuntungan sesuai dengan bagian modal setiap partner. Dengan demikian izin dari pemilik modal merupakan syarat sahnya akad *mudhārabah musytarīkah*. Hal yang lain yang perlu untuk diketahui dalam masalah *mudhārabah musytarīkah* adalah tentang masalah jaminan terhadap modal. Dalam *mudhārabah* pada umumnya *mudhārib* tidak dapat bertanggung jawab atau menjamin modal pokok kecuali apabila *mudhārib* tersebut lalai atau berbuat diluar kewenangannya. Namun dalam masalah *mudhārabah musytarīkah* terdapat beberapa pendapat ulama modern tentang tanggung jawab atau jaminan

terhadap modal *mudhārabah*. *Pertama*, merupakan pendapat yang dikemukakan oleh Sayyid Muhammad Baqir al-Shadr bahwa tanggung jawab terhadap modal berada pada perantara transaksi keuangan (*al-mashraf al-Islāmī*) dengan prinsip kebaikan (*tabarru*) yang disertai dengan tanggung jawab. Perantara transaksi keuangan tersebut bukanlah orang yang mengusahakan modal pokok namun dia hanya perantara antara pemilik modal dan pengelola modal. *Kedua*, merupakan pendapat yang dikemukakan oleh Dr. Sami Hamud bahwa tanggung jawab terhadap modal pokok berada di tangan perantara transaksi keuangan dengan dua dasar argumentasi yakni;

- a. Tanggung jawab dalam *mudhārabah musytarīkah* tersebut ada karena adanya upah yang diberikan kepada partner yakni perantara transaksi keuangan tersebut;
- b. Adanya tanggung jawab tersebut berdasarkan pendapat Ibnu Rusyd yang menyatakan bahwa apabila seorang pengelola modal menyerahkan modal pokok kepada pihak lain untuk dimudharabahkan maka dia bertanggung jawab apabila terjadi kerugian. *Ketiga*, tanggung jawab terhadap modal didasarkan pada prinsip saling tolong menolong (*takāful*) di antara para investor atau pemilik modal yaitu dengan memotong sebagian dari keuntungan yang menjadi hak para investor untuk dipersiapkan dalam menghadapi kemungkinan kerugian dalam investasi. Di antara mereka yang berpendapat seperti pendapat ketiga ini

adalah Dr. Hasan Abd^u Allah al-Amin. Pendapat ketiga ini berpegang pada pendapat sebagian ulama Malikiyyah yang membolehkan adanya syarat menyisihkan sebagian dari keuntungan yang diberikan kepada selain dari pemilik modal dan pengelola modal sebagai suatu bentuk kebaikan (*tabarru*”).

Pendapat ketiga ini merupakan pendapat yang lebih sesuai dengan konsep *mudhārabah*. Hal ini karena syarat sahnya *mudhārabah musytarīkah* adalah adanya izin dari pemilik modal. Adanya izin tersebut tidak dapat mengalihkan tanggung jawab terhadap modal kepada *mudhārib* karena *mudhārib* dalam melakukan kegiatan usaha sudah mendapat izin dari pemilik modal. Sebagaimana yang diketahui berdasarkan pendapat ketiga bahwa ada bagian dari keuntungan para investor yang dipotong untuk dipersiapkan jika sewaktu-waktu investasi mengalami kerugian. Hal ini menunjukkan bahwa tanggung jawab modal tetap berada di tangan investor.

5. Bagi Hasil dan Tingkat Bunga

Secara konsep, *mudhārabah* dalam masalah keuntungan menggunakan prinsip bagi hasil di antara pemilik modal dan *mudhārib*. Bagi hasil ini berdasarkan pada bagian (*nisbah*) yang telah ditentukan dan disepakati oleh para pihak tersebut sebelumnya. Secara prinsip, bagi hasil berbeda dengan bunga. Walaupun keduanya merupakan hasil dari suatu keuntungan, namun hanya bagi hasil yang dapat

diterima sebagai keuntungan yang diperbolehkan untuk dimanfaatkan dalam Islam. Hal ini didasarkan pada pandangan mayoritas ulama tentang sebab-sebab yang menjadikan haknya suatu keuntungan. Menurut pendapat mayoritas ulama keuntungan tidak dibenarkan kecuali karena ada paling tidak salah satu dari tiga sebab yang menyebabkan berhaknyanya keuntungan tersebut yakni, kepemilikan (*al-milk*), pekerjaan (*al-aml*), dan tanggungjawab (*al-dhamān*).

Bagi hasil yang merupakan pendapatan yang diperoleh dari akibat adanya *mudhārabah* yang dilakukan oleh pemilik modal dan *mudhārib* menjadikan kedua pihak tersebut secara berhak untuk mengambil keuntungannya masing-masing. Para fuqaha sepakat bahwa pemilik modal dalam suatu *mudhārabah* menjadi berhak atas sebagian dari keuntungan yang didapat disebabkan karena dialah pemilik modal *mudhārabah* tersebut. Sedangkan *mudhārib* selaku pengelola modal menjadi berhak atas sebagian keuntungan yang didapat disebabkan karena pekerjaannya. Dengan demikian baik pemilik modal ataupun *mudhārib* memenuhi salah satu dari tiga hal yang menjadikan mereka berhak untuk mengambil keuntungan yang mereka dapat. Sedangkan dalam sistem bunga yang didasarkan pada perjanjian pinjam meminjam, bunga tidak berhak untuk diambil sebagai suatu keuntungan karena tidak memenuhi salah satu dari tiga hal yang menyebabkan berhaknyanya suatu keuntungan.

Hal ini karena kreditur ketika dia meminjamkan modalnya kepada

debitur maka kepemilikan dari modal tersebut berpindah kepada debitur. Selain itu, kreditur juga tidak melakukan kerja apapun dan tidak bertanggung jawab terhadap modal yang dia pinjamkan. Oleh karena itulah Islam melarang mengambil bunga sebagai suatu keuntungan. Dalam kenyataannya, sukuk tidak dapat sepenuhnya dapat terbebas dari pengaruh tingkat bunga. Hal ini karena sangatlah sulit untuk memformulasikan sebuah struktur ekonomi di mana tidak terdapat peranan dari tingkat suku bunga.

Pengeliminasian masalah tersebut sama artinya dengan melakukan revolusi dalam bidang ekonomi yang akan mengubah keseluruhan dari praktik dan konsep ekonomi yang ada sekarang.¹⁰⁸ Melakukan revolusi secara ekstrim dengan menghindari pengaruh tingkat bunga secara total juga merupakan suatu kekeliruan karena akan berakibat pada kekacauan sistem keuangan. Oleh karena itu, adanya pengaruh dari tingkat bunga merupakan suatu keadaan yang darurat sehingga harus ditentukan batasan-batasannya. Batasan-batasan tersebut meliputi:

- a. Tidak mengkonstruksi transaksi dengan akad pinjam-meminjam yang telah menyebabkan bunga menjadi riba.
- b. Faktor tingkat bunga hanya sebagai tolak ukur dalam menentukan bagian (*nisbah*) bagi hasil dalam *mudhārabah*. Hal ini pada sisi yang lain memungkinkan sukuk dapat bersaing dengan obligasi

¹⁰⁸ Veithzal Rivai & Andi Buchari. *Islamic Economics; Ekonomi Syariah Bukan Opsi, Tetapi Solusi*, PT Bumi Aksara, Jakarta, 2009, hlm. 518-519.

konvensional karena memiliki kemungkinan nisbah bagi hasil yang lebih tinggi dari tingkat bunga obligasi.

- c. Meminimalisir semaksimal mungkin investasi yang mendekati kepada unsur-unsur riba, *gharar*, atau *maysir* (judi) jika hal tersebut merupakan hal yang tidak dapat dihindari.

2. Ketidaksesuaian Penggunaan Akad dalam Obligasi Syariah

Berdasarkan riset yang dihasilkan di tempat penulis melakukan penelitian, tidak tercipta kesesuaian Penggunaan Akad *Ijarah* dalam mekanisme akad *Ijarah*.

Berdasarkan hasil wawancara dalam penelitian diperoleh fakta sebagai berikut:

1. Modifikasi Akad *Ijārah* dalam Obligasi Syariah akad *Ijarah*

Akad *ijārah* sebagaimana *mudhārabah* juga merupakan akad yang fleksibel dan terbuka untuk dilakukan penggabungan beberapa akad pada keadaan tertentu. Fleksibilitas tersebut memungkinkan akad tersebut digunakan untuk pengembangan beberapa bentuk kontrak yang mungkin sesuai pada tujuan-tujuan yang berbeda.¹⁰⁹

Ijārah didefinisikan sebagai suatu perjanjian atau akad dimana pihak yang satu mengikatkan diri untuk memberikan kepada pihak lainnya kenikmatan suatu barang, selama waktu tertentu dan dengan pembayaran sejumlah harga yang besarnya sesuai dengan kesepakatan.¹¹⁰ Pada dasarnya *ijārah* merupakan jual beli manfaat sesuatu. Adapun rukun *ijārah* menurut ulama Hanafiyah hanya terdiri dari ijab dan kabul.

¹⁰⁹ Monzer Kahf, *The Use of Assets Ijara Bonds for Bridging The Budget Gap*. <http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/> hlm. 77

¹¹⁰ Abdul Ghofur Anshori. *Op.cit.* hlm. 45.

Sedangkan menurut jumbuh ulama mazhab rukun *ijārah* terdiri dari orang yang mengadakan perjanjian, yang menyewakan (*mu''ajjīr*) dan penyewa (*musta''jīr*), objek perjanjian yakni upah sewa dan manfaat, dan *shīgah* atau lafaz akad.

Ulama Hanafi, Maliki, Syafi'i, maupun Hanbali berpendapat bahwa akad *ijārah* merupakan akad yang mengikat (*lāzim*). Akad mengikat adalah akad di mana apabila rukun dan syaratnya telah terpenuhi, maka akad itu mengikat secara penuh dan masing-masing pihak tidak dapat membatalkannya tanpa persetujuan pihak lain.¹¹¹ Namun demikian, menurut ulama Hanafi meninggalnya pihak yang menyewakan dapat membatalkan akad *ijārah*¹¹², sedangkan jumbuh ulama berpendapat meninggalnya pihak yang menyewakan tidak membatalkan akad *ijārah*.

Dalam *ijārah* disyaratkan dipenuhinya rukun *ijārah* yang terdiri atas empat hal, yakni orang yang berakad (*mu''ajjīr* dan *musta''jīr*), *shīgah* atau lafaz akad, manfaat, dan upah. Dipersyaratkan bagi orang yang berakad adalah orang yang cakap hukum yakni, dewasa dan berakal serta tidak berada di bawah pengampuan. Lafaz akad berupa ijab dan kabul. Sedangkan pada manfaat dipersyaratkan sesuatu yang dapat dinilai baik secara syara' atau menurut kebiasaan. Adapun dalam masalah upah dipersyaratkan

¹¹¹Syamsul Anwar. *Op.cit.* hlm. 80.

¹¹²Ibn „Abidin. *Hāsīyah Radd al-Muhtār*. Jilid 6, Dar al-Fikr, Beirut, 1992, hlm. 21.

adanya harga sebagaimana dalam akad jual beli.¹¹³

Selain itu hal yang juga harus diperhatikan dalam masalah *ijārah* adalah permasalahan batas waktu. Permasalahan batas waktu termasuk dalam ketentuan objek *ijārah* yang harus diketahui. Batas waktu dalam *ijārah* umumnya ada dalam sewa menyewa rumah, bangunan, dan lain sebagainya.¹¹⁴

Obligasi Syariah Ijarah sebagaimana yang didefinisikan oleh AAOIFI merupakan sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad *ijārah* di mana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.¹¹⁵ Secara teknis, Obligasi Syariah Ijarah dapat digambarkan sebagai berikut¹¹⁶ :

- 1) Pemilik aset atau emiten menjual asetnya kepada *Special Purpose Vehicle (SPV)*.
- 2) SPV membayar tunai kepada pemilik aset.
- 3) Setelah aset menjadi hak milik SPV, SPV berhak menerbitkan Obligasi Syariah Ijarah yang nilainya sama dengan sejumlah aset yang dimiliki kepada investor.

¹¹³ Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hlm. 3833-3834.

¹¹⁴ *Ibid.* hlm. 3809.

¹¹⁵ Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah*. <http://www.dmo.or.id>, diakses 2 September 2018 Pukul 00.30 WIB,

¹¹⁶ Heri Sudarsono. *Op.cit.* hlm. 301-302.

- 4) Investor membayar SPV secara tunai.
- 5) SPV menyewakan aset kepada emiten.
- 6) Pihak emiten membayar sewa kepada SPV. Pendapatan SPV yang berasal dari emiten tersebut dibayarkan kepada investor yang telah membeli aset.
- 7) SPV memberikan pembayaran sewa kepada investor (rental income).

Dalam praktiknya setiap masa jatuh tempo Obligasi Syariah Ijarah sebenarnya disyaratkan adanya pemindahan kepemilikan aset kembali kepada emiten melalui akad jual beli dengan cara emiten membayar kembali sejumlah harga jual beli pada waktu emiten menjual asset tersebut kepada investor melalui SPV. Oleh karena itu, akad *ijārah* yang biasa dipraktikkan dalam Obligasi Syariah Ijarah sebenarnya bukanlah akad *ijārah* pada umumnya, melainkan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk*. Hal ini karena dipersyaratkan kepemilikan hak sewa kembali kepada emiten pada waktu jatuh tempo Obligasi Syariah Ijarah, sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa akad *ijārah* merupakan akad yang fleksibel dan terbuka untuk dilakukan penggabungan dengan akad lainnya. Hal ini berbeda dengan Fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah yang menyebutkan bahwa praktik yang dilakukan dalam mekanisme Obligasi Syariah Ijarah adalah dengan menyewakan kembali aset kepada pihak yang menyewakan semula, atau dengan kata lain pihak yang menyewakan

menyewakan aset kepada penyewa dan kemudian penyewa tersebut menyewakan kembali aset tersebut kepada pihak yang menyewakan semula. Dalam masalah ini ulama berpendapat diperbolehkan apabila penyewa menyewakan kembali aset kepada pihak lain selain dari pihak yang menyewakan semula, namun apabila aset tersebut disewakan kembali kepada pihak yang menyewakan semula.

Maka ada dua pendapat ulama. *Pertama*, tidak sah hukumnya bagi penyewa menyewakan kembali aset tersebut karena kepemilikan aset tersebut masih milik pihak yang menyewakan semula. *Kedua*, sah hukumnya apabila penyewa menyewakan kembali aset tersebut karena kepemilikan aset tersebut telah menjadi milik penyewa.¹¹⁷ Walaupun DSN-MUI memilih pendapat yang membolehkan, namun mekanisme Sukuk Ijarah berbeda dengan ketentuan Fatwa DSN-MUI karena dalam praktiknya Sukuk Ijarah dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk*. Sukuk Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* lebih serupa dengan mekanisme obligasi konvensional.

Akad *ijārah* merupakan akad yang fleksibel, namun sifat fleksibilitas yang berupa modifikasi akad tetap harus memperhatikan prinsip-prinsip syariah. Hal ini bertujuan agar akad yang telah dimodifikasi tersebut bukan suatu bentuk upaya *hiyal* hukum (mencari celah hukum untuk membolehkan sesuatu yang dilarang).

Dalam hasil penelitian yang dilakukan oleh penulis Obligasi Syariah

¹¹⁷ Abu al-Hasan „Ali bin Muhammad bin Habib al-Mawardi. *Op.cit.* hlm. 228.

Ijarah dalam praktiknya dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk*. *Ijarah muntahiya bi al-tamlīk* merupakan kepemilikan manfaat suatu barang pada waktu yang ditentukan dengan bayaran atau sewa tertentu yang lebih atau bertambah secara kebiasaan dari sewa seharusnya dengan ketentuan yang menyewakan (*mu"ajjir*) akan menyerahkan barang yang disewakan kepada penyewa (*musta"jir*) sesuai dengan perjanjian yang mendahuluinya tentang kepemilikan barang yang disewakan tersebut pada waktu berakhirnya atau pada waktu pertengahan tempo waktu sewa sesudah upah sewa dibayarkan seluruhnya, yang perpindahan kepemilikan tersebut harus dengan akad yang baru, baik dengan akad hibah ataupun jual beli.¹¹⁸

Akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* sering digunakan dalam praktik pembiayaan perbankan syariah. Misalnya bank syari"ah menyewakan rumah, sebagai objek akad, kepada nasabah. Meskipun pada prinsipnya tidak terjadi pemindahan kepemilikan (hanya pemanfaatan rumah), tetapi pada akhir masa sewa bank dapat menjual atau menghibahkan rumah yang disewakannya kepada nasabah. Pilihan untuk menjual barang di akhir masa sewa, umumnya dilakukan apabila kemampuan keuangan penyewa untuk membayar sewa relative kecil. Karena sewa yang dibayarkan kecil, akumulasi nilai sewa yang sudah dibayarkan sampai akhir periode sewa belum mencukupi harga beli barang tersebut beserta margin keuntungan yang ditetapkan oleh pihak bank. Karena itu, untuk

¹¹⁸ Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu"āmalāt al-Māliyyah al-Mu"āshirah*. hlm. 394.

menutupi kekurangan tersebut, bila pihak penyewa ingin memiliki barang tersebut, ia harus membeli barang itu di akhir masa sewa. Sedangkan alternatif pilihan untuk menghibahkan barang di akhir masa umumnya dilakukan bila kemampuan keuangan penyewa untuk membayar sewa relatif lebih besar. Karena sewa yang dibayarkan relatif besar, akumulasi sewa di akhir periode sewa sudah mencukupi untuk menutup harga beli barang dan margin keuntungan yang telah ditetapkan oleh pihak bank. Dengan demikian, pihak bank dapat menghibahkan barang tersebut di akhir masa periode sewa kepada pihak penyewa.¹¹⁹

Bentuk aplikasi akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* yang dipraktikkan pada perbankan syariah di tempat penulis melakukan penelitian dan Obligasi Syariah Ijarah memiliki perbedaan yang prinsipil. Dalam praktik Obligasi Syariah Ijarah, asset atau objek sewa pada mulanya dimiliki oleh emiten. Kemudian asset tersebut dijual melalui *Special Purpose Vehicle* yang selanjutnya menjual asset tersebut kepada investor. Dalam perjanjian tersebut, investor diharuskan menjual kembali asset atau objek sewa tersebut setelah berakhirnya masa sewa kepada emiten melalui SPV. Dalam hal ini terjadi dua kali akad jual beli yakni pada waktu emiten menjual asset kepada investor melalui SPV dan pada waktu investor menjual kembali asset pada waktu berakhirnya sewa Asset dalam persoalan Sukuk Ijarah kembali lagi kepada pemilik asset

¹¹⁹ Helmi Haris. *Pembiayaan Kepemilikan Rumah (Sebuah Inovasi Pembiayaan Perbankan Syariah)* <http://journal.uui.ac.id/index.php/JEI/article/viewFile/1050/975> hlm. 122. Diakses 2 September 2018 Pukul 02.00 WIB.

yang semula yakni emiten.

Sedangkan pada praktik perbankan syariah asset atau objek sewa pada awalnya dibeli oleh pihak perbankan yang kemudian setelah asset tersebut dimiliki oleh bank disewakan kepada konsumen yang memerlukan asset tersebut dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* di mana pada waktu berakhirnya masa sewa asset tersebut dijual kepada konsumen dan dimiliki sepenuhnya oleh konsumen. Walaupun dalam hal ini terjadi dua kali transaksi jual beli, namun asset atau objek akadnya tidak kembali kepada pemilik asset yang pertama. Hal inilah yang membedakan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* yang diaplikasikan pada perbankan syariah dan Obligasi Syariah Ijarah.

2. Obligasi Syariah Ijarah dan *Bai'' al-ḥīnah*

Perbedaan aplikasi akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* antara Obligasi Syariah Ijarah dan perbankan syariah menjadikan Obligasi Syariah Ijarah perlu untuk dikritisi. Hal ini karena mekanisme Obligasi Syariah Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* lebih serupa dengan *bai'' al-ḥīnah*.

Bai'' al-ḥīnah merupakan jual beli yang secara zahirnya sah karena memenuhi rukun-rukun akad dan syarat-syaratnya, namun secara kebiasaan menjadikan jual beli itu media atau jembatan yang menyampaikan kepada praktik riba.¹²⁰ Jual beli tersebut merupakan jual beli yang dilakukan seseorang yang menjual sesuatu dengan

¹²⁰ Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu''āmalāt al-Māliyyah al-Mu''āshirah*. hlm. 44.

menentukan pembayaran secara angsuran tetapi kemudian dia membeli kembali sesuatu tersebut pada waktu sekarang. Misalnya seseorang yang menjual pakaian seharga Rp 1.100.000 kepada pembeli secara angsuran selama 1 bulan. Disyaratkan pada saat itu bahwa pembeli harus menjual pakaian tersebut kembali kepada penjual yang pertama secara tunai seharga Rp 1.000.000. Apabila masa angsuran sebagaimana yang ditentukan dalam akad pertama berakhir, maka pembeli yang menjual kembali baju tersebut harus melunasi angsurannya sebesar Rp 1.100.000 kepada penjual.¹²¹ Jumhur ulama selain ulama Syafi'iyah berpendapat bahwa *bai' al-ṭinah* merupakan jual beli yang merusak akad dan tidak sah disebabkan jual beli tersebut menjadi media yang menyampaikan kepada praktik riba.¹²²

Dalam *bai' al-ṭinah* barang (objek jual beli) hanya „alat“ yang digunakan untuk menghalalkan pinjaman yang mengandung unsur riba. Kepemilikan dari barang tersebut secara hakiki tidak pernah berpindah tangan kepada pembeli. Hal ini serupa dengan asset yang menjadi objek sewa dalam Obligasi Syariah Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* dimana asset tersebut tidak pernah secara hakiki dimiliki oleh investor, dan ketika masa sewa telah berakhir maka asset tersebut dibeli kembali oleh emiten yang sebenarnya pemilik hakiki dari asset tersebut.

Prof. DR Shalah Ash-Shawi dan Prof. DR. Abdullah Al-Mushlih

¹²¹ Wahbah al-Zuhaili *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. hlm. 3454.

¹²² *Ibid.* hlm..3457.

menjelaskan bahwa pihak penjual yang mengadakan kesepakatan dengan pihak pembeli agar barang-barang atau asset tersebut pada akhirnya akan kembali kepada pihak pembeli melalui perjanjian setelah berakhirnya masa penyewaan dan selesai pembayarannya secara cicilan akhirnya bisa saja merubah persoalannya pada pinjaman berbunga. Sewa menyewa yang demikian persoalannya pada pinjaman berbunga. Sewa menyewa yang demikian persoalannya pada pinjaman berbunga. Sewa menyewa yang demikian berubah menjadi riba yang diharamkan.¹²³ Oleh karenanya, Sukuk Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* tidak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

C. Perlindungan Hukum Terhadap Investor Obligasi Syariah

Pasar modal adalah pasar yang memperdagangkan efek dalam bentuk instrumen keuangan jangka panjang baik dalam bentuk modal (*equity*) dan utang, atau dalam pengertian lain pasar modal adalah juga wahana untuk mempertemukan pihak-pihak yang memerlukan dana jangka panjang dengan pihak yang memiliki dana tersebut. Pasar modal merupakan tempat orang membeli atau menjual surat efek yang baru dikeluarkan. Berdasarkan UUPM, pasar modal adalah kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan

¹²³ Shalah Ash-Shawi & Abdullah Al-Mushlih. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. (Penerjemah: Abu Umar Basyir), cet. II, Darul Haq, Jakarta, 2008, hlm. 245.

publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Arti pentingnya pasar modal sebagai instrumen keuangan terutama yang berkaitan dengan efek. Efek ditujukan untuk kepentingan para investor. UUPM sebagai instrument berisikan tentang norma-norma hukum yang mengatur tentang kegiatan pasar modal agar terlindunginya para investor. Salah satu pengaturan tentang perlindungan terhadap investor adalah terlindunginya investor dari praktek-praktek curang pada transaksi-transaksi efek dipasar modal, misalnya terjadi *insider trading* dan pelanggaran atas kewajiban keterbukaan dipasar modal. Pada umumnya pelaku *insider trading* adalah golongan yang memiliki akses kepada institusi pasar itu sendiri sehingga apabila dalam melakukan pembelian dan penjualan maka pelaku mendasarkan perbuatannya kepada adanya informasi material tentang perusahaan yang belum diinformasikan kepada publik. Hal ini dilihat dari indikator terjadinya *insider trading* yang biasanya tercium ketika pelaku telah melakukan penjualan atas saham yang dibelinya dengan menggunakan informasi orang dalam. Bahaya *insider trading* dapat menimbulkan ketidakadilan bagi investor dan menyebabkan mekanisme pasar menjadi tidak fair. Jika terjadinya mekanisme pasar yang tidak fair akan mengakibatkan investor hilang kepercayaan terhadap emiten, hilangnya kepercayaan akan menyulitkann emiten untuk berkembang atau menambah permodalan selanjutnya. Bahkan kemungkinan pihak pelaku *insider trading*

melakukan perbuatan yang merugikan emiten agar harga berfluktuasi sehingga menguntungkan pelaku *insider trading*, Padahal keuntungan tersebut dapat digolongkan sebagai *unjust enrichment* (memperkaya diri secara tidak sah dengan memiliki apa yang bukan haknya).

Selanjutnya pelaksanaan prinsip keterbukaan mempunyai peranan penting dalam kegiatan pasar modal khususnya bagi investor sebelum mengambil keputusan untuk melakukan investasi disebabkan melalui keterbukaan akan terbentuk suatu penilaian (*judgment*) terhadap investasi, yang dapat menentukan pilihan secara optimal terhadap portofolio investor. Makin jelas informasi perusahaan, maka keinginan investor untuk melakukan investasi akan makin tinggi. Selanjutnya ketiadaan atau kekurangan serta tertutupan informasi akan menimbulkan ketidakpastian bagi investor. Akibatnya akan menimbulkan ketidakpercayaan investor dalam melakukan investasi melalui pasar modal. Kewajiban ini sesuai dengan ketentuan Pasal 1 butir 25 Undang-undang nomor 8 Tahun 1995 (UUPM) disebutkan, bahwa prinsip keterbukaan adalah “pedoman umum yang mensyaratkan Emiten, perusahaan *public*, dan pihak lain yang tunduk pada Undang-undang ini untuk menginformasikan kepada masyarakat dalam waktu yang tepat seluruh informasi material mengenai usahanya atau efeknya yang dapat berpengaruh terhadap keputusan pemodal terhadap efek dimaksud dan atau harga dari efek tersebut.”

Berkenaan dengan batasan fakta materil dalam keterbukaan yang diwajibkan telah ditentukan dalam Pasal 1 butir 7 UUPM yang menyebutkan,

bahwa “informasi atau fakta materil adalah informasi atau fakta penting dan relevan mengenai peristiwa, kejadian, atau fakta yang dapat mempengaruhi harga efek pada bursa efek dan atau keputusan pemodal, atau pihak lain yang berkepentingan atas informasi atau fakta tersebut.”

Sistem keterbukaan wajib tersebut, juga penting dipahami sebagai ketentuan umum *anti-fraud* dari hukum pasar modal, yang menyatakan “*tell the truth and don't leave out anything important.*” pemahaman tersebut penting, oleh karena kegagalan untuk mengungkapkan (*to disclose*) fakta material dianggap sebagai penipuan. Berdasarkan teori sistem keterbukaan wajib tersebut dapat ditentukan premis, bahwa ketentuan keterbukaan harus membuat suatu kewajiban yang umum untuk melakukan keterbukaan secara menyeluruh dari seluruh informasi, sehingga kepada suatu bangunan kewajiban keterbukaan untuk menyampaikan informasi yang khusus.

Pelaksanaan kewajiban keterbukaan yang umum dan khusus tersebut, diharapkan prinsip keterbukaan sebagai bagian sistem hukum pasar modal dapat memberikan *predictability* kepada pemegang saham atau pelaku ekonomi. Selanjutnya, apabila dirinci tujuan prinsip keterbukaan oleh Emiten atau perusahaan public kepada investor, maka rinciannya adalah menciptakan mekanisme pasar efisien. Pasar efisien sering didefinisikan sebagai pasar dimana harga saham dipengaruhi semua informasi yang tersedia secara langsung.

Perlindungan terhadap investor, khususnya investor biasa (*unsophisticated investors*) dari penipuan disebabkan tujuan prinsip keterbukaan tersebut dilakukan dengan cara menyamakan akses terhadap informasi diantara para pelaku pasar. Cara penyamaan akses tersebut diantara investor akan dapat menjaga kepercayaan investor dan dapat mencegah terjadinya penipuan. Cara penyamaan akses terhadap informasi tersebut adalah suatu yang dibutuhkan investor.

Apabila hukum yang mewajibkan prinsip keterbukaan ditegakkan secara *fair* dan mengandung unsur *credibility* serta *accountability*, maka kejahatan dalam bentuk *misstatement* atau *misrepresentation* dan *omission* yang mengakibatkan pernyataan menyesatkan (*misleading statement*) akan dapat diatasi. Sesab dengan prinsip keterbukaan itu membuat kegiatan yang dilakukan manajemen sangat mudah dideteksi.¹²⁴ Dengan demikian *unsophisticated investors* yang pada umumnya kurang dapat mengakses informasi dibandingkan dengan investor potensial yang profesional dapat terlindungi dari eksploitasi. Karena terdapat pendapat, bahwa “investor yang tidak mengetahui informasi adalah termasuk sebagai investor tereksploitasi.” Dalam perkataan lain, “barang siapa yang mengetahui sedikit informasi memperoleh suatu *deal* yang merugikan.”

Dipihak lain, eksploitasi akan membuat rasa ketakutan dan ketakutan eksploitasi ini akan merusak kepercayaan. Meskipun investor tersebut terbukti mengalami kerugian ataupun tidak dirugikan. Investor yang tereksploitasi dari

¹²⁴ *Ibid*, hlm. 297.

informasi ini sangat dirugikan, dibandingkan dengan investor lain yang memiliki informasi, yang karena informasi tersebut berada dalam posisi yang diuntungkan (*informational advantages*). Oleh karena itu, dapat dipahami bahwa fungsi keterbukaan tersebut dapat melindungi investor dari ketakutan eksploitasi. Dalam mencapai tujuan prinsip keterbukaan untuk perlindungan investor tersebut hanya dapat diharapkan terpenuhi adalah sepanjang informasi yang disampaikan kepada investor mengandung kelengkapan data keuangan emiten dan informasi lainnya yang mengandung fakta material, dengan penyampaian informasi yang demikian kepada investor akan dapat menghindari investor dari bentuk-bentuk penipuan (*fraud*) atau manipulasi (*deceit*) serta hal-hal lainnya yang berbentuk perbuatan-perbuatan curang (*fraudulent acts*), seperti melalui *misrepresentation* atau *omission* yang pada akhirnya mengakibatkan pernyataan menyesatkan.

Tujuan keterbukaan yang kedua tersebut mendasari pengaturan ketentuan keterbukaan supaya dilakukan secara akurat dan penuh dalam melakukan keterbukaan tidak boleh melakukan hal-hal yang dilarang oleh ketentuan keterbukaan yang diatur dalam hukum pasar modal, agar tidak menimbulkan perubahan harga suatu saham, dengan prinsip keterbukaan akan mudah diperoleh pernyataan yang menyesatkan bagi investor, seperti informasi yang salah. Karena menurut *Fraud-on-the-Market-Theory* informasi yang salah masuk ke pasar secara cepat informasi. Hal ini didasarkan pengamatan sebagaimana yang diuraikan Saul levimore yang menguraikan bahwa apabila informasi secara relative mudah untuk diperoleh

para pelaku pasar modal maka informasi tersebut akan masuk kepasar dengan nilai keebenaran yang sangat akurat.

Peraturan pelaksana prinsip keterbukaan yang membuat larangan pada masalah tersebut umumnya terdiri dari perbuatan mengeluarkan pernyataan fakta materiel yang salah (*materially false statement*) atau penyampaian pernyataan itu tidak lengkap (*omission*) dalam dokumen-dokumen penawaran umum.¹²⁵

Peraturan pelaksanaan prinsip keterbukaan dalam UUPM telah membuat ketentuan-ketentuan mengenai larangan terhadap pernyataan yang salah dan *omission*, baik pada propektus maupun pada pengumuman dalam media massa yang berhubungan dengan suatu penawaran umum.¹²⁶ ketentuan larangan tersebut juga secara tegas telah membuat ketentuan-ketentuan mengenai perbuatan- perbuatan yang termasuk dalam kategori penipuan dan manipulasi pasar serta telah menetapkan sanksi berupa ancaman pidana penjara paling lama sepuluh tahun dan denda paling banyak lima belas miliar rupiah terhadap pelanggaran atas perbuatan-perbuatan tersebut.¹²⁷ Dengan demikian pemahaman penentuan standart fakta material tersebut sangat berkaitan dengan pembenaran seperlunya kewajiban prinsip keterbukaan untuk menjaga kepercayaan investor.

¹²⁵ Pasal 78 ayat 1 UUPM menyatakan, bahwa dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta materiel atau tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta materiel yang diperlukan agar prospectus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan.

¹²⁶ Pasal 79 ayat 1 UUPM menyatakan, bahwa setiap pengumuman dalam media massa yang berhubungan dengan suatu penawaran umum dilarang memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta materiel atau tidak memuat keterangan yang benar tentang fakta materiel yang diperlukan agar keterangan dimuat didalam pengumuman tersebut tidak memberikan gambaran yang menyesatkan.

¹²⁷ Pasal 90, 91, 92, 93 dan Pasal 104 UUPM.

Selanjutnya Peraturan Bapepam Nomor X.K.1 tentang keterbukaan informasi yang harus segera diumumkan kepada public menyatakan, “setiap perusahaan public atau emiten yang pernyataan pendaftarannya telah menjadi efektif, harus menyampaikan kepada Bapepam dan mengumumkan kepada masyarakat secepat mungkin, paling lambat akhir hari kerja ke-2 (kedua) setelah keputusan atau terjadinya suatu peristiwa, informasi atau fakta materiel yang mungkin dapat mempengaruhi nilai efek perusahaan atau keputusan investasi pemodal.” Namun terdapat suatu hal yang sangat penting untuk dipahami dalam definisi prinsip keterbukaan tersebut, yaitu pendekatan hukum mengenai standart fakta materiel (“*materiel fact*”- “*materiality*”). Sebab penentuan standar fakta materiel merupakan napas berjalannya undang-undang pasar modal yang mengatur prinsip keterbukaan. Apabila penentuan standart fakta materiel tidak tegas atau cukup, maka jalannya kewajiban untuk mengungkapkan informasi (*duty to disclose*) akan terlambat.

Pelaksanaan aktivitas syariah dapat menyimpang dari prinsip-prinsip syariah sebenarnya. Untuk itu diperlukan pengawas yang dapat mengawasi praktek-praktek yang ada dalam dunia nyata agar prinsip-prinsip tersebut benar- benar diterapkan. Majelis Ulama Indonesia (MUI) membentuk Dewan Syariah Nasional (DSN) untuk memenuhi kebutuhan tersebut. DSN ini juga bertindak sebagai regulator dan mengeluarkan fatwa (aturan) yang harus menjadi pedoman bagi siapa saja yang akan melakukan aktivitas ekonomi syariah.

Tugas Dewan Pengawas Syariah sebagai pengawas kegiatan usaha di pasar modal agar senantiasa sejalan dengan prinsip syariah adalah sebuah tugas yang sangat berat. Terlebih lagi apabila mengingat tidak adanya aturan hukum yang cukup jelas mengenai kewenangan pengawasan tersebut. Tugas Dewan Pengawas Syariah antara lain bertanggung jawab atas pelaksanaan fatwa DSN-MUI dan menyampaikan hasil laporan pengawasan di dalam pelaksanaan obligasi syariah.¹²⁸

Hal ini disebabkan MUI bukanlah lembaga Negara yang mempunyai kewenangan untuk membentuk peraturan perundang-undangan yang mengikat publik. Adapun di sisi lain, Bapepam adalah perangkat pemerintah di bidang pasar modal yang dapat menciptakan kebijakan hukum atau peraturan perundang-undangan. Oleh karena itu, perlu diupayakan suatu pola hubungan antara Bapepam dan Dewan Syariah Nasional dimana Dewan Syariah Nasional sebagai perumus substansi atau materi pengaturan dan Bapepam sebagai lembaga yang akan memformalkan materi tersebut sesuai dengan tata peraturan perundang-undangan yang berlaku di

Indonesia. Jika hal ini dimungkinkan, peran Dewan Pengawas Syariah tampaknya akan lebih optimal dalam penyelenggaraan pasar modal syariah. Sebagai perseroan terbatas kepentingan pasar modal syariah pada dasarnya sama dengan badan usaha yang berbentuk perseroan terbatas lainnya, yaitu menghasilkan keuntungan ekonomis. Nilai materialisme yang begitu

¹²⁸ Adrian Sutedi, *Op. Cit.*, hlm 130.

kental dalam konsep keberadaan perseroan terbatas tersebut pada dasarnya untuk beberapa hal tidak sejalan dengan prinsip syariah. Sebagai sebuah paradigma spiritualis, prinsip-prinsip syariah bertujuan untuk membantu manusia tidak hanya memperoleh kebaikan di dunia, tetapi yang terpenting adalah untuk memperoleh kebaikan di akhirat.¹²⁹

Dewan Pengawas Syariah adalah lembaga yang khusus yang dimiliki oleh pasar modal syariah. Tugasnya sangat berat yaitu sebagai pengawas kegiatan usaha pasar modal agar senantiasa sejalan dengan prinsip syariah. Tanpa ada pengaturan yang cukup rinci, Dewan Pengawas Syariah tampaknya tidak dapat optimal dalam menjalankan fungsi pengawasannya. Bahkan bukan tidak mungkin, Dewan Pengawas Syariah menjadi lembaga stempel saja. Artinya, Dewan Pengawas Syariah menjadi lembaga yang membuat seolah-olah semua produk pasar modal telah sesuai syariah, padahal pada kenyataannya tidak. Ini sangat berbahaya karena mereka adalah otoritas yang menentukan kesesuaian penerapan hukum Islam dalam operasional para pelaku usaha di pasar modal. Untuk mencegah hal tersebut aturan mengenai Dewan Pengawas Syariah tidak hanya perlu, melainkan sangat mendesak sifatnya.¹³⁰

Maka dari itu optimalisasi Dewan Pengawas Syariah ada pada kebijakan Bapepam. Kedudukan Dewan Pengawas Syariah dan tata cara kerjanya dalam penyelenggaraan pasar modal syariah harus diatur dalam peraturan yang berlaku di Bapepam. Segala fatwa yang dibuat Dewan Syariah

¹²⁹ *Ibid.*, hlm. 131.

¹³⁰ *Ibid.*

Nasional yang menjadi acuan kerja Dewan Pengawas Syariah sebisa mungkin juga harus diperjuangkan untuk diadopsi dalam peraturan Bapepam, dengan demikian fatwa tersebut akan memiliki daya laku dan daya ikat yang lebih kuat. Semoga hal ini dapat mendorong optimalisasi Dewan Pengawas Syariah dalam penyelenggaraan pasar modal syariah.¹³¹

¹³¹ *Ibid.*, hlm. 133.

BAB IV

KESIMPULAN DAN SARAN

A. Kesimpulan

Dari uraian pada bab-bab terdahulu dapat ditarik kesimpulan sebagai berikut:

1. Pengaturan mengenai prinsip-prinsip syariah pada obligasi syariah sudah diatur secara lengkap pada peraturan perundang-undangan di Indonesia, meliputi Undang-Undang No.8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal Syariah, Peraturan-peraturan yang dikeluarkan oleh OJK serta fatwa DSN-MUI yang mengatur lebih lanjut terkait prinsip dalam obligasi syariah, proses penerbitan, akad-akad dalam obligasi syariah. Namun pada prakteknya dalam penerapan mekanisme prinsip syariah pada obligasi syariah masih sering dijumpai praktek obligasi syariah yang tidak berbeda seperti obligasi konvensional karena masih kurang mengedepankan dan mematuhi aturan-aturan terkait obligasi syariah. Pada dasarnya semua aktivitas usaha yang dilakukan oleh seorang muslim harus terbebas dari unsur-unsur yang haram sebagai suatu bentuk ketaatan terhadap prinsip-prinsip syariah. kaidah muamalah sudah seharusnya diterapkan sesuai dengan prinsip dan ajaran yang mengatur sehingga mulai dari akad dan mekanismenya sesuai dengan syariah dalam Hukum Islam.
2. Jika obligasi dari segi fungsinya menjadi suatu kebutuhan karena urgensinya bagi suatu perusahaan atau institusi yang memerlukan dana atau pembiayaan, maka demikian juga halnya dengan obligasi syariah. Oleh karena itu obligasi syariah merupakan suatu yang sifatnya kemashlahatan. Kemashlahatan ini menjadi dasar diterimanya obligasi syariah sebagai suatu bentuk instrumen keuangan Islam. Penerapan Akad dalam mekanisme obligasi syariah merupakan suatu bentuk kemashlahatan yang penting untuk diterapkan agar tercipta

keharmonisan dalam bermuamalah dan penerapan terhadap kaidah hukum muamalah, tetapi dalam prakteknya masih sering dijumpai tidak menerapkan prinsip syariah dan mekanisme akad yang sesuai dengan syariah, masih terdapat pelanggaran terhadap prinsip dan ketidaksesuaian terhadap akad yang dibuat dan yang diterapkan. Berdasarkan riset yang dihasilkan oleh peneliti masih ada ketidaksesuaian penerapan akad. Penggunaan akad *mudhārabah* dengan berbagai modifikasinya dalam konstruksi Sukuk Mudharabah dipandang sebagai sesuatu yang tidak bertentangan dengan aspek hukum muamalah, namun penggunaan akad *ijārah muntahiyā bi al-tamlīk* dalam Sukuk Ijarah menjadi persoalan karena aplikasi akad tersebut membuka peluang terjadi riba dalam bentuk yang sama dengan *bai' al-ṭinah*. Selain itu, keharusan pengembalian aset kepada pemilik awalnya merupakan suatu bentuk *hilah* (celah) hukum yang menjadikan Sukuk Ijarah tidak berbeda dengan obligasi konvensional.

3. Perlindungan terhadap investor perlu dikedepankan dengan menerapkan prinsip keterbukaan. Prinsip keterbukaan ini diterapkan dengan cara menyamakan akses terhadap informasi diantara para pelaku pasar. Cara penyamaan akses tersebut diantara investor akan dapat menjaga kepercayaan investor dan dapat mencegah terjadinya penipuan. Cara penyamaan akses terhadap informasi tersebut adalah suatu yang dibutuhkan investor.¹³² Apabila hukum yang mewajibkan prinsip keterbukaan ditegakkan secara fair dan mengandung unsur *credibility* serta *accountability*, maka kejahatan dalam bentuk *misstatement* atau *misrepresentation* dan *omission* yang mengakibatkan pernyataan menyesatkan akan dapat diatasi. Sebab dengan prinsip keterbukaan ini membuat kegiatan yang dilakukan manajemen sangat mudah diteksi. Dengan demikian *unsophisticated investor* yang pada umumnya kurang dapat mengakses informasi dibandingkan dengan investor potensial yang profesional dapat terlindungi dari eksploitasi.

¹³² Nicholas I. Georgakopoulos, *Why Should Disclosure Rules Subsidize Informed Traders*, Vol.16, *International Review Law and Economic*, 1996, hlm.297.

Begitu pentingnya fungsi obligasi syariah dalam usaha memperoleh *fresh money* dari masyarakat untuk kebutuhan permodalan bagi perusahaan, maka sudah waktunya obligasi diatur secara khusus dalam peraturan perundang – undangan sehingga menjamin adanya kepastian hukum.

B. Saran

Berdasarkan penjelasan pada bab-bab sebelum, maka dapat dirumuskan saran-saran sebagai berikut :

1. Diharapkan dalam penerapan prinsip-prinsip obligasi syariah para pihak dalam mekanisme akad obligasi syariah dapat menerapkan prinsip-prinsip yang telah diatur secara lengkap mengenai syarat-syarat dan larangan dalam mekanisme obligasi syariah, sehingga tidak terjadi ketidaksesuaian dalam instrumen syariah.

Pengelolaan obligasi syariah harus menerapkan prinsip-prinsip syariah yang secara umum dapat dikatakan bahwa syariah menghendaki kegiatan ekonomi yang halal, baik dari produk yang menjadi obyek, dari cara perolehannya, serta dari cara penggunaannya.

2. Kepada para pihak hendaknya menerapkan akad-akad dalam obligasi syariah dengan semestinya, agar tidak terjadi hal-hal yang menyimpang dan menyalahi aturan hukum muamalah, sehingga tercipta muamalah yang sesuai dengan syariah dan hukum yang berlaku.
3. Sebelum investor melakukan investasi pada suatu obligasi syariah sebaiknya investor tersebut memahami prospektus perusahaan dan tingkat return pada sebagian besar sukuk secara pasti disetujui di awal bahkan tanpa provisi tertentu untuk jaminan pihak ketiga. Dan di samping itu, investor sendiri juga perlu mendidik diri sendiri agar dapat berinvestasi dengan benar dan bijak. Pemerintah harus mengupayakan sesegera mungkin merealisasi Undang-Undang tentang Obligasi Syariah yang dibuat secara efektif dan efisien serta terperinci, termasuk didalamnya pelaksanaan operasional obligasi syariah, sehingga adanya

jaminan kepastian hukum mengenai masalah perlindungan investor dalam melakukan investasi melalui obligasi syariah dalam pasar modal Indonesia.

DAFTAR PUSTAKA

A. Buku

- Abdul Ghofur Anshori, *Pokok-Pokok Perjanjian Islam di Indonesia*, Citra Media, Yogyakarta, 2006.
- Abdul Manan, *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Kencana, Jakarta, 2009.
- Adrian Sutedi, *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*, Sinar Grafika, Jakarta, 2009.
- Andri Soemitra, *Bank Dan Lembaga Keuangan Syariah*, Kencana, Jakarta, 2009.
- A. Setiadi. *Obligasi dalam Perspektif Hukum Indonesia*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 1996.
- Bank Negara Malaysia, *Shariah Resolutions in Islamic Finance*, BNM, Malaysia, 2007.
- Burhanuddin. S, *Pasar Modal Syariah; Tinjauan Hukum*. UII Press, Yogyakarta, 2009.
- Departemen Pendidikan dan Kebudayaan Republik Indonesia, *Kamus Besar Bahasa Indonesia*, Edisi ke-4, Balai Pustaka, Jakarta, 1995.
- Edukasi Profesional Syariah, *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*, Reinasan, Jakarta, 2005.
- Edukasi Profesional Syariah, *Konsep Dasar Obligasi Syariah*, Renaisan, Jakarta, 2005.
- Gunawan Widjaja & Jono, *Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*, Kencana, Jakarta, 2006.
- Heri Sudarsono, *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah: Deskripsi dan Ilustrasi*, Edisi Ketiga, Ekonisia, Yogyakarta, 2008.
- Hulwati, *Ekonomi Islam (Teori dan Praktiknya dalam Perdagangan Obligasi Syariah di Pasar Modal Indonesia dan Malaysia*, Edisi Revisi,

Ciputat Press, Ciputat, 2009.

Iggi. H. Achsien. *Investasi Syariah di Pasar Modal; Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 2000.

Imran Ahsan Khan Nyazee, *Fikih Korporasi ; Membincang Hukum Organisasi Bisnis Islam* (penerjemah: Nafis Irkhani & Abdul Azis), STAIN Salatiga Press bekerjasama dengan JP Books, Surabaya, 2008.

Irfan Ul Haq, *Economic Doctrines of Islam; A Study in the Doctrines of Islam and Their Implications for Paverty, Employment, and Economic Growth*, The International Institute of Islamic Thought, Virginia, 1996.

Janet Low, *Memahami Pasar Modal*, Terj. Hasan Zein Mahmud, PT Upaya Swadaya Aksara, Jakarta, 1988.

Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas, *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. Euromoney, London, 2004.

Nazaruddin Abdul, *Sukuk: Memahami & Membedah Obligasi pada Perbankan Syariah*, Ar-Ruzz Media, Yogyakarta, 2010.

Nazir dkk, *Ensiklopedi Ekonomi dan Perbankan Syariah*, Kaki Langit, Bandung, 2004.

Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution, *Investasi pada Pasar Modal Syariah*, Ctk. Kedua, Kencana, Jakarta, 2008.

Sapto Rahardjo, *Panduan Investasi Obligasi*. Ctk. Kedua, PT Gramedia Pustaka Utama, Jakarta, 2004.

Sawidji Widodoatmodjo, *Cara Sehat Investasi Pasar Modal: Pengetahuan Dasar*. PT. Jurnalindo Aksara Grafika, Jakarta, 1996.

Shalah Ash-Shawi & Abdullah Al-Mushlih, *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*, Ctk. Kedua, DarulHaq, Jakarta, 2008.

Sunariyah, *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*, Edisi Kelima, UPP STIM YKPS, Yogyakarta, 2006.

Syamsul Anwar, *Hukum Perjanjian Syariah: Studi tentang Teori Akad dalam Fikih Muamalat*, PT Raja Grafindo Persada, Jakarta, 2007.

Tim Penulis Dewan Syariah Nasional MUI, *Himpunan Fatwa Dewan Syariah Nasional*, Edisi Kedua, Intermasa, Jakarta, 2003.

Veithzal Rivai & Andi Buchari. *Islamic Economics; Ekonomi Syariah Bukan Opsi, Tetapi Solusi*, PT BumiAksara, Jakarta, 2009.

Wahbah Al-Zuhaili, *al-Fiqh al-Islami Wa Adillataha*. Jus V, Dar al-Fikr, Damaskus, 2007.

Wahbah Al-Zuhaili, *al-Mu"āmalātal-Māliyyahal Mu"āshirah*. Ctk. Keempat Dar al-Fikr, Damaskus, 2007.

B. Data Elektronik

Kamus Ekonomi apa arti portofolio investment,
<http://finansial.bisnis.com/read/20130725/9/152976/kamus-ekonomi-apa-arti-portfolio-investment>, Diakses 10 juli 2018 Pukul 23.00 WIB.

Makalah Obligasi Syariah Mudharabah,
<https://id.scribd.com/doc/33958897/Makalah-Obligasi-Syariah-Mudharabah>,
 Diakses pada 10 Juli 2018 Pukul 19.00 WIB.

Obligasi Syariah di Tengah Perekonomian Indonesia,
<http://64.203.71.11/kompas-cetak/0306/04/finansial/347914.html>,
 Diakses pada 9 Juli 2018 Pukul 09.00 WIB.

Sukuk: New buzz word for Islamic finance
www.kuwaittimes.net ,
 Diakses 1 September 2018 Pukul 14.00 WIB.

Perbedaan sukuk dengan obligasi konvensional
www.dmo.or.id
 Diakses 1 September 2018 Pukul 14.40 WIB.

Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah.
<http://www.dmo.or.id>.
 Diakses 2 September 2018 Pukul 00.30 WIB.

Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan,
 Mengenal sukuk Instrumen Investasi & Pembiayaan berbasis syariah
<http://www.dmo.or.id>.

Diakses 3 September 2018 Pukul 22.56 WIB.

Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine, *Sukūk Market: Innovations and Challenges*.

<http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/>

Diakses 1 September 2018 Pukul 05.30 WIB.

Monzer Kahf, *The Use of Assets Ijara Bonds for Bridging The Budget Gap*.

<http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/hal.77>

Diakses 1 September 2018 Pukul 05.35 WIB.

HelmiHaris. *Pembiayaan Kepemilikan Rumah (Sebuah Inovasi Pembiayaan Perbankan Syariah)*

<http://journal.uui.ac.id/index.php/JEI/article/viewFile/1050/975>

Diakses 2 September 2018 Pukul 02.00 WIB

C. Peraturan Perundang-Undangan

Undang-Undang No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar modal.

Undang-Undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal.

Undang-Undang No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara

Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 35/ POJK.04/2017 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah

Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah

Fatwa Dewan Syariah Nasional No.32/DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah.

Fatwa Dewan Syariah Nasional No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah

Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah.

Keputusan Presiden RI Nomor:775/KMK 001/1982.

Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548.