

# KONSTRUKSI HUKUM SUKUK BERDASARKAN FIQIH MUAMALAH

## TESIS



Oleh :

**MUHAMMAD RIZALI**

Nomor Mhs : 08912387  
BKU : Hukum Ekonomi Islam  
Program Studi : Ilmu Hukum

**PROGRAM PASCASARJANA FAKULTAS HUKUM  
UNIVERSITAS ISLAM INDONESIA  
2010**

# **KONSTRUKSI HUKUM SUKUK BERDASARKAN FIQIH MUAMALAH**

## **TESIS**

Oleh :

**MUHAMMAD RIZALI**

Nomor Mhs : 08912387  
BKU : Hukum Ekonomi Islam  
Program Studi : Ilmu Hukum

Telah diperiksa dan disetujui oleh Dosen Pembimbing untuk diajukan ke  
Dewan Penguji dalam ujian tesis

Pembimbing I

**Dr. Ridwan Khairandy, S.H.,M.H.**

Tanggal .....

Pembimbing II

**Karimatul Ummah S.H.,M.Hum.**

Tanggal .....

Mengetahui  
Ketua Program

**Dr. Ridwan Khairandy, S.H.,M.H.**

Tanggal .....

# **KONSTRUKSI HUKUM SUKUK BERDASARKAN FIQIH MUAMALAH**

## **TESIS**

Oleh :

**MUHAMMAD RIZALI**

Nomor Mhs : 08912387  
BKU : Hukum Ekonomi Islam  
Program Studi : Ilmu Hukum

Telah dipertahankan di depan Dewan Penguji  
pada tanggal 20 Februari 2010 dan dinyatakan LULUS

Tim Penguji

Ketua

**Dr. Ridwan Khairandy, S.H.,M.H**

Tanggal .....

Anggota

**Karimatul Ummah S.H., M.Hum**

Tanggal .....

Anggota

**Drs. Agus Trianta M.A., M.H., Ph.D**

Tanggal .....

Mengetahui  
Ketua Program

**Dr. Ridwan Khairandy, S.H.,M.H.**

Tanggal .....

## **KATA PERSEMBAHAN**

**Ku Persembahkan untuk kedua orang tuaku,  
H. Abdillah dan Hj. Yulianti Lailani,  
sebagai bentuk pengabdianku yang masih sangat kurang**

## KATA PENGANTAR

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الحمد لله الذي انزل الكتاب على محمد و اشهد ان لا اله الا الله وحده لا شريك له و اشهد انّ محمدا عبده و رسوله. اللهم صلّ و سلّم على سيّدنا و مولانا محمّد و على آله و صحبه اجمعين

Segala puji bagi Allah swt yang telah menjadikan Muhammad saw sebagai Rasul-Nya, yang menerangi setiap jiwa dalam belahan dunia, juga atas rahmat dan petunjuk-Nya penulis dapat menyelesaikan tesis yang berjudul *Konstruksi Hukum Sukuk Berdasarkan Fiqih Muamalah* sebagai syarat dalam menyelesaikan studi strata dua di Universitas Islam Indonesia Yogyakarta.

Salawat dan salam semoga selalu terlimpahkan kepada teladan sepanjang zaman Nabi Besar Muhammad saw beserta kepada para keluarga, sahabat, dan pengikutnya yang selalu istiqamah.

Penulis sangat menyadari bahwa dalam menyelesaikan tesis ini tentulah penulis banyak mendapat bantuan dan dukungan dari berbagai pihak. Penulis mengucapkan rasa terima kasih kepada:

1. Bapak Dr. Ridwan Khairandy, S.H., M.H. selaku Direktur Program Pascasarjana Ilmu Hukum UII Yogyakarta dan sekaligus sebagai Pembimbing I penulis yang telah memberikan arahan, motivasi, dan bahan-bahan referensi untuk penulisan tesis
2. Ibu Karimatul Ummah, S.H., M.Hum selaku Pembimbing II yang bersedia memberikan waktunya untuk memberikan bimbingan, arahan, dan masukan kepada penulis dalam menyelesaikan tesis ini.

3. Bapak dan ibu dosen pada Program Magister Ilmu Hukum Universitas Islam Indonesia Yogyakarta yang telah memberikan ilmunya selama penulis mengikuti perkuliahan sampai selesai, serta seluruh karyawan dan karyawan yang telah memberikan pelayanan yang terbaik kepada penulis.
4. *Asātidz* penulis; Abah Guru KH. Muhammad Bakhit Barabai, Drs. KH. Ibrahim Hasani, KH. Abdul Mu'in Dalam Pagar Martapura, Ust. H. Muhammad Noval Tunggul Irang Martapura, Prof. Dr. Yusran Salman, Lc, Drs. Ust. H. Jauhari Matnur, Ust. Muhammad Saubari Barabai, Ust. Tahmid Barabai, Ust. Habib Ikmal al-Habsyi Barabai atas do'a dan dukungannya.
5. Khususnya ucapan terima kasih penulis ini untuk kedua orang tercinta, H. Abdillah dan Hj. Yulianti Lailani atas setiap do'a dan tetesan air mata untuk anaknya yang masih sangat sedikit sekali berbakti, dan kepada Keluarga Besar H. A. Bijuri Palajau serta Keluarga Besar H. Nurani Barabai.
6. Seluruh pihak yang telah membantu penyelesaian skripsi ini baik secara materil maupun moril yang tidak dapat disebutkan satu persatu.

Akhirnya hanya kepada Allah swt penulis berserah diri atas setiap kekurangan dan kelemahan diri. Penulis menyadari sebagai manusia yang tidak akan pernah lepas dari salah dan khilaf masih banyak kekurangan dalam penulisan skripsi ini. Penulis berharap akan ada penulis di masa mendatang yang berusaha untuk menyempurnakan tulisan ini. Semoga Allah swt selalu membimbing kita ke jalan yang lurus. Amin.

Yogyakarta, 26 Februari 2010 M  
13 Rabi'ul Awwal 1431 H

Penulis

Muhammad Rizali

## DAFTAR ISI

<b>HALAMAN JUDUL</b> .....	i
<b>LEMBAR PENGESAHAN</b> .....	ii
<b>ABSTRAK</b> .....	iii
<b>KATA PERSEMBAHAN</b> .....	vi
<b>KATA PENGANTAR</b> .....	v
<b>DAFTAR ISI</b> .....	viii
<b>BAB I PENDAHULUAN</b> .....	1
A. Latar Belakang .....	1
B. Rumusan Masalah .....	13
C. Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	13
D. Kerangka Teoritik .....	13
E. Tinjauan Pustaka .....	19
F. Metode Penelitian .....	25
G. Sistematika Penulisan .....	27
<b>BAB II KONSEP KONSTRUKSI HUKUM SUKUK</b> .....	29
A. Pengertian Sukuk .....	29
B. Jenis-jenis Sukuk .....	36
C. Pendapatan Sukuk .....	41
D. Pihak-pihak yang Terlibat dalam Penerbitan Sukuk .....	45
E. Mekanisme Penawaran Umum Sukuk .....	51
F. Hubungan Para Pihak dalam Penerbitan Sukuk .....	64
G. Batasan-batasan dalam Sukuk .....	70
<b>BAB III SUKUK DALAM TINJAUAN FIQIH MUAMALAT</b> .....	72
A. Sukuk dan Kemaslahatan.....	72
1. Persoalan Riba dalam Obligasi Konvensional.....	72
a. Teori tentang Bunga dan Permasalahannya.....	72
b. Riba dan Obligasi.....	79
2. Sukuk sebagai Suatu Kemaslahatan.....	86
a. Pendekatan <i>Ushūl al-Fiqh</i> .....	86
b. Pendekatan Asas-asas Akad.....	92
B. Masalah Penggunaan Akad <i>Mudhārabah</i> dan <i>Ijārah</i> dalam Sukuk.....	95
1. Kesesuaian Penggunaan Akad <i>Mudhārabah</i> dalam Konstruksi Sukuk .....	95
a. Modifikasi Akad <i>Mudhārabah</i> dalam Sukuk <i>Mudharabah</i> .....	95
b. Bagi Hasil dan Tingkat Bunga .....	106
2. Ketidakesuaian Penggunaan Akad <i>Ijārah</i> dalam Konstruksi Sukuk .....	108
a. Modifikasi Akad <i>Ijārah</i> dalam Sukuk <i>Ijarah</i> .....	108
b. Sukuk <i>Ijārah</i> dan <i>Bai' al-ṭinah</i> .....	115

C. Perdagangan Sukuk di Pasar Sekunder.....	117
1. Perdagangan Sukuk dan <i>Bai' al-Dayn</i> (Jual Beli Hutang)...	117
2. Ketentuan tentang Perdagangan Sukuk.....	118
D. Sukuk dan Investasi terhadap Instansi yang Bercampur Usaha atau Komoditas Halal dan Haram.....	122
<b>BAB IV SIMPULAN DAN SARAN.....</b>	<b>127</b>
A. Simpulan.....	127
B. Saran-saran.....	132
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>134</b>

## ABSTRAKSI

Penelitian ini dilakukan dengan tujuan untuk menjelaskan konstruksi hukum sukuk yang ada saat ini dan meninjau kesesuaian konstruksi hukum tersebut berdasarkan tinjauan fiqh muamalah. Analisa dilakukan terhadap konstruksi hukum sukuk yang dibandingkan dengan konstruksi hukum obligasi konvensional serta tinjauan fiqh muamalah konstruksi hukum sukuk tersebut yang meliputi landasan sukuk dengan menjadikan sukuk sebagai suatu kemashlahatan, konstruksi akad *mudhārabah* dan *ijārah*, perdagangan sukuk yang dihubungkan dengan jual beli hutang (*bai' al-dayn*), dan sukuk dalam investasi yang bercampur antara komoditas halal dan haram.

Penelitian ini bersifat yuridis normatif. 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.

Dengan menggunakan teknik analisis komparatif dan *talfiq* penelitian ini menghasilkan temuan: (1) Terdapat persamaan secara umum antara konstruksi hukum sukuk dan obligasi, perbedaan sukuk dan obligasi hanya meliputi; Wali amanat yang dapat berfungsi sebagai SPV, kontroversial perdagangan sukuk di Pasar Sekunder, adanya keterlibatan DSN, jenis-jenis dan pendapatan sukuk yang ditentukan oleh konstruksi akadnya, dan batasan-batasan syariah dalam pembiayaan sukuk. (2) Dalam tinjauan fikih muamalah sukuk merupakan sesuatu yang bersifat kemashlahatan sehingga dapat diterima sebagai suatu instrumen keuangan Islam, namun hal ini masih menimbulkan persoalan yang meliputi; ketidaktepatan penggunaan akad *ijārah* yang dalam praktiknya menggunakan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* untuk konstruksi sukuk ijarah, perdagangan sukuk di pasar sekunder yang belum habis masa temponya, ketentuan sukuk dalam investasi yang bercampur antara komoditas halal dan haram dengan ketentuan serta batasan tidak melebihi ukuran kedaruratannya.

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **A. Latar Belakang**

Pasar modal mempunyai peranan penting dalam suatu negara yang pada dasarnya mempunyai kesamaan antara satu negara dengan negara lainnya. Hampir semua negara di dunia ini mempunyai pasar modal, yang bertujuan menciptakan fasilitas bagi keperluan industri dan keseluruhan entitas dalam memenuhi permintaan dan penawaran modal.<sup>1</sup>

Di antara instrumen-instrumen pasar modal tersebut yang paling banyak dikenal dan berkembang adalah saham, obligasi, dan reksa dana. Hal ini karena selain sebagai suatu instrumen pasar modal yang dapat diperjual belikan, saham, obligasi, dan reksa dana juga terkait fungsinya sebagai suatu bentuk pembiayaan bagi emiten. Suatu perusahaan memerlukan dana yang bersumber dari luar perusahaan untuk pengembangan usahanya. Dana luar itu, selain berupa pinjaman dari bank dapat pula dilakukan dengan komponen lain, salah satunya dengan menerbitkan obligasi. Keuntungan dari obligasi adalah tidak adanya campur tangan pemilik dana terhadap perusahaan dan tidak adanya kontrol terhadap perusahaan, seperti halnya perusahaan yang menerbitkan saham.<sup>2</sup>

Dibandingkan dengan saham, obligasi memiliki beberapa karakteristik berbeda yang meliputi jenis aktiva, risiko aktiva, siklus bisnis, peristilahan dan kondisinya, serta aspek legalnya. Banyak perusahaan yang selalu memberikan pertimbangan untung dan rugi ketika perusahaan yang bersangkutan ingin

---

<sup>1</sup> Sunariyah. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. (Yogyakarta: UPP STIM YKPN, 2006) Edisi Kelima hal. 7

<sup>2</sup> Adrian Sutedi. *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*. (Jakarta: Sinar Grafika, 2009) hal. 32

menerbitkan obligasi dan menerbitkan saham. Secara umum perbandingan yang paling prinsip di antara keduanya adalah 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 bersifat tetap (*fixed*) dan (*floating*) yang dialokasikan dari aliran kas perusahaan sedangkan untuk saham adalah persentase dari laba. Untuk lebih jelasnya bisa dilihat dari tabel berikut ini<sup>3</sup>.

Tabel 1.1. **Perbedaan Karakter Obligasi dengan Saham**

	<b>Obligasi</b>	<b>Saham</b>
Jenis aktiva	Jangka pendek/panjang	Jangka panjang
Risiko aktiva	Relatif kecil	Relatif besar dan tidak pasti
Siklus bisnis	Stabil	Fluktuatif
<b>Istilah &amp; Kondisi</b>		
Jangka waktu	Terbatas	Tidak terbatas
Biaya modal	Suku bunga/kupon	Dividen
Instrumen	Variatif/banyak ragam	Terbatas
Struktur biaya	<i>Fixed/floating</i>	Persentase laba bersih
Wan prestasi	Kreditur ada hak klaim	<i>Share Holder</i> hal klaimnya

<sup>3</sup> Sapto Rahardjo. *Panduan Investasi Obligasi*. (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2004) Cet. II hal. 2-3

		terakhir
<b>Legal</b>		
Hak suara	Tidak ada dalam RUPS	Berhak dalam RUPS
Pajak	Bunga dibayarkan sebagai pengurangan terhadap pajak	Pajak ditetapkan sebelum dividen dibayarkan
Pailit	Kreditur tidak punya hak klaim	Hak terakhir atas klaim aset

Dari karakter yang disebutkan di atas baik obligasi atau saham memiliki karakternya masing-masing yang juga berpengaruh terhadap pertimbangan untung dan rugi ketika suatu perusahaan ingin mengeluarkan obligasi atau saham.

Bagi sebagian investor instrumen obligasi pada dasarnya merupakan alternatif produk investasi yang sangat fleksibel dan sangat prospektif perkembangannya di masa yang akan datang. Apalagi untuk investor institusional yang menginginkan investasi dengan struktur pendapatan yang begitu variatif maka kehadiran obligasi akan menjadi produk investasi yang diminati. Harus diketahui juga bahwa obligasi merupakan salah satu dari produk *Fixed Income Securities* (pendapatan tetap) yang dikenal sebagai alternatif untuk instrumen pembiayaan/investasi dengan kondisi nilai pendapatan waktu yang telah ditentukan sebelumnya. Dalam melakukan investasi, yang paling umum adalah setiap investor akan membeli obligasi dalam periode jangka waktu tertentu. Dari pembelian obligasi tersebut, investor akan menerima penghasilan (*return*) berbentuk tingkat suku bunga yang biasa disebut kupon (*coupon*) yang akan diterima setiap tahun atau triwulan atau sesuai dengan periode yang ditentukan

sebelumnya, ditambah nilai pokok (*principal*) yang besarnya sama pada saat awal investasi dilakukan yang diterima pada waktu jatuh tempo.<sup>4</sup>

Obligasi sendiri memiliki beberapa karakteristik yang melekat padanya antara lain sebagai berikut<sup>5</sup>:

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. Istilah yang ada yaitu dikenal dengan “jumlah emisi obligasi”. Penentuan besar kecilnya jumlah penerbitan obligasi berdasarkan kemampuan aliran kas perusahaan serta kinerja bisnisnya.

2. Jangka waktu obligasi

Setiap obligasi mempunyai jangka waktu jatuh tempo (*maturity*). Masa jatuh tempo obligasi kebanyakan berjangka waktu 5 tahun.

3. Tingkat suku bunga

Untuk menarik investor membeli obligasi tersebut maka diberikan insentif berbentuk tingkat suku bunga yang menarik. Penentuan tingkat suku bunga biasanya ditentukan dengan membandingkan tingkat suku bunga perbankan pada umumnya. Istilah tingkat suku bunga obligasi biasanya dikenal dengan nama kupon obligasi.

---

<sup>4</sup> *Ibid.* hal. 6

<sup>5</sup> *Ibid.* hal. 9-10

#### 4. Jadwal pembayaran suku bunga

Kewajiban pembayaran kupon (tingkat suku bunga obligasi) dilakukan secara periodik sesuai kesepakatan sebelumnya, bisa dilakukan triwulan atau semesteran.

#### 5. Jaminan

Di dalam penerbitan obligasi sendiri kewajiban penyediaan jaminan tidak harus mutlak. Apabila memberikan jaminan berbentuk aset perusahaan ataupun tagihan piutang perusahaan dapat menjadi alternatif yang menarik bagi investor.

Dari sudut pandang hukum ekonomi Islam, obligasi yang berdasarkan pada utang dengan pendapatan keuntungan berupa bunga dipandang sebagai suatu bentuk produk keuangan ribawi sehingga bagi seorang muslim hal ini wajib untuk dihindari. Namun pada 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 tidak terlepas dari perkembangan pasar modal syariah di Indonesia yang juga merupakan efek dari perkembangan sistem keuangan Islam dewasa ini.. Kemunculan pasar modal syariah di Indonesia sendiri ditandai dengan diresmikannya pasar modal syariah pada 14 Maret 2003 oleh Menteri Keuangan Boediono, Bapepam dan MUI<sup>6</sup>. Sebelumnya, pada 3 Juli 2000 PT.

---

<sup>6</sup> Edukasi Profesional Syariah. *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*. (Jakarta: Renaisan, 2005) hal. 19

Bursa Efek Jakarta membentuk Jakarta Islamic Index (JII) dalam rangka merespons segala hal yang berkaitan dengan investasi syariah di seluruh dunia.<sup>7</sup>

Sukuk merupakan di antara produk pasar modal syariah yang paling berkembang dan mendapat perhatian serius dari para ekonom muslim dan bahkan negara, namun ada beberapa hal yang masih perlu disikapi ketika menjadikan sukuk sebagai instrumen alternatif obligasi konvensional. *Pertama*, apakah penggunaan akad yang menjadi dasar penerbitan sukuk sudah tidak bermasalah lagi ketika dipraktikkan? *Kedua*, bagaimana bentuk perdagangan sukuk di pasar sekunder mengingat sukuk merupakan instrumen surat berharga yang memiliki tempo, sedangkan perdagangan di pasar sekunder dalam praktik perdagangan obligasi konvensional umumnya dilakukan sebelum obligasi tersebut jatuh tempo? *Ketiga*, bagaimana persoalan pendapatan emiten yang bercampur dengan pendapatan dari unsur yang haram atau syubhat mengingat sukuk juga dapat diterbitkan oleh negara, sedangkan pendapatan atau pemasukan negara tidak hanya berasal dari unsur-unsur yang halal saja melainkan juga dari unsur-unsur yang diharamkan?

Penerbitan pertama obligasi syariah yang di dunia Internasional dikenal dengan istilah sukuk ini 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,

---

<sup>7</sup> Abdul Manan. *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. (Jakarta: Kencana, 2009) hal. 79

UK, Jerman, Pakistan.<sup>8</sup> Sedangkan di Indonesia, obligasi syariah pertama kali diterbitkan oleh Indosat pada 2002 senilai Rp175.000.000.000. Setelah keberhasilan penerbitan obligasi syariah dari Indosat, maka pada 2003 mulailah sejumlah perusahaan menerbitkan obligasi syariah, yakni PT Ciliandra Perkasa, PT Pembangunan Perumahan, PT Berlian Laju Tanker, dan PT Sinar Baru Lampung. Tentu saja tak ketinggalan sejumlah lembaga keuangan syariah seperti Bank Muamalat, Bank Syariah Mandiri, dan Bukopin Syariah.<sup>9</sup> Perkembangan obligasi syariah yang semakin tumbuh direspon oleh Pemerintah Republik Indonesia dengan disahkannya 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 sendiri memiliki karakteristik yang hampir mirip dengan obligasi konvensional. Perbedaan pokok di antara keduanya antara lain menyangkut penggunaan konsep *margin/fee* dan bagi hasil sebagai pengganti 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*.<sup>10</sup>

Dibutuhkannya suatu *underlying asset* dalam penerbitan sukuk merupakan suatu bentuk jaminan bahwa penerbitan sukuk tersebut didasarkan nilai yang sama dengan aset yang tersedia. Oleh karenanya aset harus memiliki nilai ekonomis,

---

<sup>8</sup> Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. (Jakarta: Kencana, 2008) cet. II hal. 135-136

<sup>9</sup> *Ibid.* hal. 103-104

<sup>10</sup> Heri Sudarsono. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah; Deskripsi dan Ilustrasi*. (Yogyakarta: Ekonisia, 2008) edisi ketiga hal. 298

baik berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Adapun fungsi *underlying asset* itu sendiri adalah menghindari riba, sebagai prasyarat untuk dapat memperdagangkan sukuk di pasar sekunder, dan menentukan jenis struktur sukuk.<sup>11</sup>

Obligasi konvensional sebagaimana yang diketahui merupakan suatu bentuk investasi yang berdasarkan utang piutang dengan keuntungan berupa bunga. Permasalahan konsep bunga dalam obligasi konvensional dipandang sebagai sesuatu yang spekulatif. Ada tiga komponen yang selalu terkait dengan masalah bunga yakni: (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.<sup>12</sup> Masalah ini tidak terlepas dari konsep uang dan bunga dalam ekonomi konvensional. Bunga dalam ekonomi konvensional merupakan salah satu bentuk pendapatan modal (*income capital*) selain dari pada 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. Dengan demikian, setiap bunga bisa menjadi keuntungan namun tidak setiap keuntungan adalah bunga. Bunga maupun keuntungan tersebut memiliki dua fungsi yakni; (1) sebagai insentif untuk suatu

---

<sup>11</sup> *Ibid.* hal. 299

<sup>12</sup> Irfan Ul Haq. *Economic Doctrines of Islam; A Study in the Doctrines of Islam and Their Implications for Poverty, Employment and Economic Growth.* (Virginia: The International Institute of Islamic Thought, 1996) hal. 121

penundaan kepuasan dan (2) sebagai upah terhadap suatu inovasi dan penanggungan suatu risiko.<sup>13</sup>

Teori Keynes tentang hubungan uang dan bunga mengakui sifat spekulatif tersebut. Menurut Keynes, ada tiga motif yang dapat mendorong seseorang untuk melakukan permintaan terhadap uang yakni: (1) motif transaksi (*the transactions motive*) yaitu permintaan uang untuk membeli barang dan jasa (2) motif pencegahan atau berjaga-jaga (*the precautionary motive*) yaitu permintaan uang untuk keadaan yang tidak menentu dan (3) motif spekulasi (*the speculative motive*) yaitu permintaan uang untuk digunakan di masa depan dan belum diketahui keuntungannya. Dari ketiga motif tersebut, hanya motif spekulasi yang berhubungan dengan tingkat bunga. Permintaan terhadap uang menurut Keynes akan meningkatkan tingkat bunga. Semakin besar jumlah uang yang tersedia maka semakin turun tingkat bunganya, demikian sebaliknya semakin berkurang jumlah uang yang tersedia akan cenderung menaikkan tingkat bunga. Tingkat bunga dalam teori Keynes merupakan suatu bentuk analogi terhadap harga pada pasar bebas dimana tingkat bunga akan menjadi stabil pada posisi permintaan sama dengan penawaran.<sup>14</sup> Hubungan antara permintaan uang, obligasi, dan tingkat bunga jelas merupakan sesuatu yang spekulatif. Keynes menggambarkan hubungan tersebut dengan penekanan motif spekulatif dalam memegang uang.<sup>15</sup>

---

<sup>13</sup> Karl E Case & Ray C. Fair. *Principles of Economics*. (The U.S.A: Prentice-Hall, Inc, 1996) edisi IV cet. X hal. 280

<sup>14</sup> Dudley Dillard. *The Economics of John Maynard Keynes*. (Tokyo: Prentice-Hall, Inc, 1958) cet. VIII hal. 160-161

<sup>15</sup> Adiwarman A. Karim. *Ekonomi Makro Islami*. (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2007) edisi II hal. 95

Persoalan bunga inilah yang kemudian ingin dihilangkan dalam sukuk. Dalam aplikasinya, cara untuk menghilangkan unsur bunga tersebut adalah dengan melakukan konstruksi akad sehingga efek dari suatu akad menentukan apakah keuntungan atau kelebihan yang didapatkan tersebut merupakan bunga atau tidak. Dalam ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah disebutkan bahwa akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain: *mudhārabah (muqāradhah) qirādh, musyārahah, murābahah, salam, istishnā'*, dan *ijārah*. Namun dalam praktiknya, hanya dua bentuk akad yang secara umum digunakan, yakni akad *ijārah* dan *mudhārabah*. Keuntungan yang didapatkan dari sukuk *ijārah* dinamakan dengan *fee* sedangkan dari sukuk *mudhārabah* disebut sebagai bagi hasil. Namun demikian, obligasi syariah yang di dunia internasional lebih dikenal dengan istilah sukuk ini bukan tanpa masalah. Ada beberapa permasalahan yang masih perlu dianalisis secara kritis terkait dengan beberapa pertanyaan yang telah disebutkan sebelumnya sebagai berikut:

1. Konstruksi akad *mudhārabah* yang digunakan pada sukuk dalam masalah bagi hasil menggunakan sesuatu yang diistilahkan 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 praktik penentuan nisbah bagi hasil tidak terlepas sepenuhnya dari tingkat suku bunga.
2. Dalam permasalahan konstruksi dalam akad *ijārah* 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 *ijārah* aset tersebut kembali dimiliki oleh emiten. Konstruksi akad *ijārah* pada sukuk ini perlu dikritisi lebih mendalam karena dalam praktiknya sukuk *ijārah* ini sangat mirip dengan *bai' al-ṭinah*<sup>16</sup> yang dilarang oleh mayoritas ulama karena dianggap sebagai bentuk pembolehan riba dengan jalan jual beli. Selain itu aset yang digunakan dalam sukuk seolah hanya sebagai suatu bentuk *hiyal*<sup>17</sup> hukum sehingga apakah *hiyal* hukum ini dibenarkan oleh prinsip syariah atau tidak.

3. Permasalahan perdagangan sukuk di pasar sekunder juga masih menjadi persoalan yang perlu disikapi. Sukuk merupakan surat berharga yang memiliki tempo, sedangkan perdagangan obligasi di pasar sekunder dalam praktiknya merupakan perdagangan obligasi yang belum habis masa jatuh temponya. Mayoritas ulama menfatwakan haram jual beli sukuk yang

---

<sup>16</sup> *Bai' al-ṭinah* merupakan jual beli yang dilakukan seseorang yang menjual sesuatu dengan menentukan pembayaran secara angsuran tetapi kemudian dia membeli kembali sesuatu tersebut pada waktu sekarang. Misalnya seseorang yang menjual pakaian seharga Rp 22.000 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 Rp 20.000. Apabila masa angsuran sebagaimana yang ditentukan dalam akad pertama berakhir, maka pembeli yang menjual kembali baju tersebut harus melunasi angsurannya sebesar Rp 22.000 kepada penjual. lihat: Wahbah al-Zuhaili *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. (Damaskus: Dar al-Fikr: 2007) juz. V hal. 3454. *Bai' al-ṭinah* sendiri dapat dimodifikasi dalam bentuk yang bermacam-macam. 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.

<sup>17</sup> *Hiyal* merupakan suatu bentuk siasat yang digunakan untuk menghindarkan kewajiban atau perintah syari'at, misalnya menghibahkan harta benda menjelang tahun zakat kepada orang yang diyakini akan mengembalikannya sesudah tahun zakat lewat. Tindakan semacam ini dilakukan untuk menghindari kewajiban zakat. Sebab menurut kenyataannya pada akhir tahun perhitungan zakat harta bendanya kurang dari satu nisab, karena sudah dihibahkan kepada seseorang. lihat: Mukhtar Yahya & Fatchur Rahman. *Dasar-dasar Pembinaan Hukum Fiqh-Islami* (Bandung: PT Al-Ma'arif, 1993) cet.III hal. 352.

belum habis masa jatuh temponya, namun di Malaysia terdapat pasar sekunder untuk perdagangan sukuk.<sup>18</sup>

4. Persoalan lainnya adalah adanya ketentuan tentang konsep sukuk sebagai suatu instrumen pembiayaan yang memberikan batasan hanya pada hal yang dibolehkan saja. Sedangkan untuk hal yang diharamkan tidak diperbolehkan. Secara garis besar sesuatu yang dikategorikan haram dapat dibagi menjadi dua, (1) haram berdasarkan zatnya seperti babi, khamar, dan yang sejenisnya, (2) haram karena proses yang ditempuh untuk mendapatkannya. Dalam masalah haram berdasarkan zatnya mungkin akan lebih mudah dihindari oleh suatu perusahaan emiten dalam melakukan usahanya. Namun dalam masalah haram karena suatu proses yang ditempuhnya tentu tidak mudah bagi suatu emiten untuk menghindarinya. Misalnya penggunaan dana investor yang dihimpun oleh emiten belum tentu dapat sepenuhnya terbebas dari unsur ribawi atau yang haram. Suatu ilustrasi contoh adalah ketika emiten sukuk itu adalah negara, maka tidak ada jaminan bahwa bagi hasil atau *fee* yang diberikan negara kepada pemegang sukuk 100% sepenuhnya berasal dari usaha negara yang halal, sementara itu pendapatan negara dari unsur pajak telah bercampur dengan pajak-pajak tempat hiburan malam atau pajak penjualan minuman keras ataupun pajak dari unsur non-halal lainnya.

---

<sup>18</sup> Iggi. H. Achsien. *Investasi Syariah di Pasar Modal; Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. (Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama, 2000) hal. 69

Persoalan ini akhirnya harus dianalisis lebih mendalam dan komprehensif dengan tetap melihat permasalahan sukuk dari aspek *maqashid al-syari'ah* (tujuan-tujuan hukum) sebagai landasan filsafat hukum Islam itu sendiri.

### **B. Rumusan Masalah**

1. Bagaimana konstruksi hukum sukuk?
2. Apakah konstruksi hukum sukuk yang ada sudah sesuai dengan tinjauan fiqh muamalah?

### **C. Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

Tujuan dari penelitian yang dilakukan dengan pokok masalah tentang konstruksi hukum sukuk berdasarkan fiqh muamalat dirumuskan sebagai berikut.

1. Untuk mengetahui konstruksi hukum sukuk.
2. Untuk mengetahui konstruksi hukum sukuk yang sesuai dengan tinjauan fiqh muamalah.

### **D. Landasan Teoritik**

Secara normatif sukuk atau obligasi syariah yang banyak diterbitkan dewasa ini umumnya menggunakan dua jenis akad, yakni akad *mudhārabah* dan akad *ijārah*. Sukuk yang dikonstruksi dengan menggunakan akad *mudhārabah* biasa disebut dengan sukuk mudharabah, sedangkan sukuk yang dikonstruksi dengan akad *ijārah* biasa disebut dengan sukuk ijarah.

Secara teori, *mudhārabah* didefinisikan dengan penyerahan sejumlah harta oleh pemilik harta (*shāhīb al-māl*) kepada pengelola harta (*mudhārib*) untuk diusahakan dengan ketentuan adanya persyarikatan dalam pembagian keuntungan

di antara keduanya sesuai dengan yang disyaratkan.<sup>19</sup> Pihak pertama, suplier atau pemilik modal, disebut *shāhīb al-māl* dan pihak kedua, pemakai atau pengelola disebut *mudhārib*. *Shāhīb 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 *shāhīb al-māl* dan *mudhārib* tidak menerima apa-apa atas jasa yang telah ia lakukan. Akad *mudhārabah* merupakan salah satu jenis akad yang bersifat tidak mengikat (*ghairu lāzim*).<sup>20</sup> Akad tidak mengikat adalah akad pada masing-masing pihak dapat membatalkan (*fasakh*) perjanjian tanpa persetujuan pihak lain.<sup>21</sup>

Ada beberapa unsur dalam *mudhārabah* yang harus dipenuhi, yakni adanya orang yang berakad (*shāhīb al-māl* dan *mudhārib*), modal, dan keuntungan. Disyaratkan bagi orang yang berakad tersebut sebagai orang cakap hukum. Sedangkan dalam masalah modal dipersyaratkan bahwa modal harus berbentuk uang atau yang seumpamanya, modal harus diketahui jumlahnya, modal bukan sesuatu yang berbentuk piutang, modal harus diserahkan kepada *mudhārib*. Adapun dalam masalah keuntungan dipersyaratkan bahwa pembagian keuntungan harus diketahui jumlahnya dan keuntungan bagian nisbah keuntungan tersebut.<sup>22</sup>

Hal lain yang juga penting dalam permasalahan *mudhārabah* adalah pengembalian modal kepada pemilik modal (*shāhīb al-māl*). Pada saat modal dikembalikan kepada pemilik modal dan sisinya, yakni keuntungannya dibagi

---

<sup>19</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 3924

<sup>20</sup> Mohd. Ma'sum Billah. *Modern Financial Transaction Under Shari'ah*. (Malaysia: Ilmiah Publishers, 2003) hal. 34

<sup>21</sup> Syamsul Anwar. *Hukum Perjanjian Syariah: Studi tentang Teori Akad dalam Fikih Muamalat*. (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2007) hal. 81

<sup>22</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 3931-3939

antara pemilik modal dan pengelola modal menurut proporsi yang disepakati, maka pada saat itu *mudhārabah* dianggap bubar. Namun, pengembalian modal kepada pemilik modal merupakan permasalahan yang krusial. Dalam hal ini, diperlukan keselarasan di antara dua pihak yang sifatnya sementara dalam perjanjian itu. Sama halnya dengan tidak bisa mulai terbentuknya *mudhārabah* jika pemilik modal tidak memberikan hak penggunaan modalnya kepada pengelola modal, maka pembubarannya tergantung kepada pengelola modal hingga dia mengembalikan modal dari pemilik modal seperti sedia kala. Jika pengelola modal dan pemilik modal hanya berbagi keuntungan, meski jumlah itu sama dengan investasi yang tetap berada di tangan pengelola modal kemudian pengelola tersebut terus mengusahakan modalnya, maka *mudhārabah* pertama dianggap dilanjutkan secara terpaksa. Pengelola yang nantinya harus memikul semua kemerosotan bisnis, dia dituntut mengembalikan sebagian atau bahkan seluruh kerugian itu dengan tebusan seluruh keuntungannya hingga seluruh jumlah modal semula diberikan kepada pemilik modal seperti sedia kala.<sup>23</sup>

Adapun *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

---

<sup>23</sup> Abraham L. Udovitch. *Kerjasama Syari'ah dan Bagi Untung-Rugi Dalam Sejarah Islam Abad Pertengahan (Teori dan Penerapannya)*. (penerjemah: Syafrudin Arif Marah Manunggal). (Kediri: Qubah, 2008) hal. 314-315

sejumlah harga yang besarnya sesuai dengan kesepakatan.<sup>24</sup> Pada dasarnya *ijārah* merupakan jual beli manfaat sesuatu.<sup>25</sup>

Adapun rukun *ijārah* menurut ulama Hanafiyah hanya terdiri dari ijab dan kabul. Sedangkan menurut jumhur 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.<sup>26</sup>

Jumhur ulama berpendapat bahwa akad *ijārah* merupakan akad yang mengikat (*lāzim*).<sup>27</sup> 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.<sup>28</sup>

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

---

<sup>24</sup> Abdul Ghofur Anshori. *Pokok-Pokok Perjanjian Islam di Indonesia*. (Yogyakarta: Citra Media, 2006) hal. 45

<sup>25</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. (Damaskus: Dar al-Fikr, 2007) juz. V hal. 3804

<sup>26</sup> Abd al-Rahman al-Jaziri. *Kitab al-Fiqh 'ala Mazahib al-'Arba'ah*. (Beirut: Dar al-Fikr: 2002) juz. III hal, 73-75

<sup>27</sup> Ibnu Rusyd. *Bidayah al-Mujtahid wa Nihayah al-Muqthasid*. (Beirut: Dar al-Fikr, tth) juz. II hal.173

<sup>28</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit.* hal. 80

dalam masalah upah dipersyaratkan adanya harga sebagaimana dalam akad jual beli.<sup>29</sup>

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.<sup>30</sup>

Konsep *mudhārabah* dan *ijārah* yang dikonsepsikan dalam praktik sistem keuangan Islam dewasa ini pada dasarnya merupakan konsep campuran dari berbagai mazhab yang ada. Istilah ini dikenal dalam teori hukum Islam dengan sebutan *talfīq*. *Talfīq* sebagaimana yang diungkapkan oleh Khaled M. Abou El Fadl, merupakan teknik yang digunakan kaum reformis untuk membangun sebuah sistem ketentuan modern hukum Islam. Proses tersebut melibatkan penyatuan berbagai doktrin hukum sebuah mazhab dengan doktrin hukum mazhab lain.<sup>31</sup> Hal yang sama juga diungkapkan oleh Abdullahi Ahmed An-Na'im (ketika menyimpulkan pemaparan para pemerhati hukum Islam seperti Anderson, Liebesny, Fazlur Rahman dan John Esposito) serta pendapat Oussama Arabi yang menerangkan bahwa *talfīq* merupakan teknik yang digunakan oleh para ahli hukum Islam untuk melakukan pembaruan hukum Islam dengan menyeleksi berbagai pendapat tertentu di dalam mazhab fiqih tertentu dan tidak memilih pendapat dominan di dalam mazhab arus utama.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 3833-3834

<sup>30</sup> *Ibid.* hal. 3809

<sup>31</sup> Khaled M. Abou Al- Fadl. *Atas Nama Tuhan; Dari Fikih Otoriter ke Fikih Otoritatif* (penerjemah: R. Cecep Lukman Yasin). (Jakarta: Serambi, 2004) hal. 491

<sup>32</sup> Abdullahi Ahmed An-Na'im. *Dekonstruksi Syariah: Wacana Kebebasan Sipil, Hak Asasi Manusia, dan Hubungan Internasional dalam Islam.* (penerjemah: Ahmad Suaedy dan

*Talfiq*<sup>33</sup> sebagai teknik pembaruan hukum Islam dalam konteks fiqh Indonesia juga digunakan. Hukum Islam dalam konteks penelitian ini adalah hukum muamalat Islam dalam konteks fiqh Indonesia. Lembaga yang berwenang dalam hal memberikan fatwa tentang hukum muamalat Islam untuk menjawab persoalan dalam bidang ekonomi Islam di Indonesia adalah Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI. Walaupun DSN bukan sebagai lembaga milik pemerintah namun kontribusinya cukup besar dalam perkembangan sistem ekonomi Islam di Indonesia. Fatwa-fatwa DSN banyak dijadikan sebagai bahan hukum materiil oleh Bank Indonesia untuk regulasi perbankan syariah di Indonesia dalam bentuk Peraturan Bank Indonesia (PBI). Demikian pula di bidang pasar modal, fatwa-fatwa DSN juga banyak menjadi bahan hukum materiil dalam bentuk peraturan-peraturan dan keputusan-keputusan Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan.

Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudhārabah* memperlihatkan adanya penggunaan metode *talfiq* dalam konstruksi hukum obligasi syariah dengan akad *mudhārabah*. Dalam fatwa tersebut DSN mengutip pendapat ulama tentang bolehnya menbatalkan akad *mudhārabah*

---

Amiruddin Arrani). (Yogyakarta: LKiS bekerja sama dengan Pustaka Pelajar, 1994) hal. 89. dan Oussama Arabi. *Studies in Modern Islamic Law and Jurisprudence*. (The Netherlands: Kluwer Law International, 2001) hal. 186

<sup>33</sup> Selain konsep *talfiq*, konsep *takhayyur* juga menjadi metode yang digunakan dalam melakukan pembaruan hukum Islam. Oussama Arabi membedakan kedua konsep tersebut dari segi posisi pengambilan pendapat di antara mazhab yang ada di mana *takhayyur* lebih kepada memilih kepada salah satu pendapat mazhab di antara beberapa mazhab, sedangkan *talfiq* lebih kepada berada di antara beberapa mazhab dengan melakukan modifikasi di antara mazhab tersebut tanpa harus mengikuti pendapat setiap mazhab tersebut. *Ibid*. Sedangkan Abdullahi Ahmed An-Na'im dan Imran Ahsan Khan Nyazee menyamakan istilah *talfiq* dan *takhayyur* sebagai suatu yang sinonim. Abdullahi Ahmed An-Na'im. *Toward an Islamic Reformation; Civil, Liberties, Human Rights, and International Law*. (New York: Syracuse University Press, 1999) cet. VI hal. 45. dan Imran Ahsan Khan Nyazee. *Theories of Islamic Law: The Methodology of Ijtihād*. (Islamabad: The International Institute of Islamic Thought & Islamic Research Institute, 1994) hal. 125

karena berpandangan bahwa akad *mudharabah* adalah akad *ghairu lāzim* dengan mengutip pendapat dari Al-Khatib Syarbini yang bermazhab Syafi'i, Ibnu Qudamah yang bermazhab Hanbali, dan Al-Kasani yang bermazhab Hanafi.<sup>34</sup> Demikian pula dengan Fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah memperlihatkan adanya penggunaan metode *talfiq* dalam konstruksi hukumnya.<sup>35</sup>

### **E. Tinjauan Pustaka**

Sejauh penelusuran yang dilakukan penulis terhadap hasil tulisan atau penelitian yang berkaitan dengan permasalahan konstruksi hukum sukuk berdasarkan fiqh muamalat, penulis belum menemukan bentuk penelitian yang sama terhadap permasalahan tersebut. Hal ini karena tulisan yang berkaitan dengan konstruksi hukum obligasi syariah masih sangat terbatas.

Pembahasan sukuk biasanya diuraikan dalam buku yang berhubungan sistem keuangan Islam atau yang membahas pasar modal syariah. Buku yang membahas tentang keuangan Islam dan terdapat di dalamnya pembahasan sukuk antara lain buku yang ditulis oleh Heri Sudarsono yakni *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah; Deskriptif dan Ilustrasi*. Sedangkan buku tentang Pasar Modal yang di dalamnya terdapat tentang pembahasan obligasi syariah antara lain buku yang ditulis oleh Nurul Huda dan Mustafa Edwin Nasution berjudul *Investasi Pada Pasar Modal Syariah*, buku yang ditulis oleh Adrian Sutedi dengan judul *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*, serta buku yang ditulis oleh Prof. DR. H. Abdul Manan, S.H., S.IP., M.Hum dengan judul *Aspek Hukum dalam Penyelenggaraan*

---

<sup>34</sup> lihat Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah

<sup>35</sup> lihat Fatwa DSN No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah

*Investasi di Pasar Modal Syariah Indonesia*. Namun buku-buku tersebut tidak membahas konstruksi hukum yang lebih baik tentang sukuk dalam perspektif fiqh muamalat.

‘Sukuk’ sebenarnya bukanlah istilah baru dalam sejarah Islam. ‘Sukuk’ merupakan bentuk jamak dari kata ‘sakk’ yang memiliki arti yang sama dengan sertifikat atau *note*. Ia dipergunakan oleh para pedagang pada masa itu sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban financial yang timbul dari usaha perdagangan dan aktivitas komersial lainnya. Namun demikian, sejumlah penulis Barat yang memiliki fokus 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.<sup>36</sup> Namun, tentu sukuk atau obligasi syariah yang sekarang tidak sama dengan sukuk yang digunakan pada waktu dulu.

Dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagai atas; (1) kepemilikan aset berwujud tertentu, (2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu: atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.<sup>37</sup> Sedangkan menurut Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 sukuk atau juga obligasi syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten

---

<sup>36</sup> Adrian Sutedi. *Op.cit.* hal. 95

<sup>37</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

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.<sup>38</sup> Dari kedua pengertian tersebut sukuk merupakan suatu surat berharga yang memiliki masa atau tempo tertentu.

Di Indonesia, terdapat beberapa regulasi yang mengatur tentang sukuk dalam beberapa peraturan dan Fatwa DSN-MUI sebagai berikut.

1. Undang-undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Undang-undang ini merupakan peraturan yang mengatur tentang sukuk negara mengingat sukuk sebagaimana obligasi juga dapat diterbitkan oleh pemerintah.
2. Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah. Peraturan tersebut secara umum mengatur tentang mekanisme penerbitan efek syariah yang di dalamnya juga menjelaskan tentang mekanisme penerbitan sukuk sebagai salah satu jenis efek syariah.
3. Fatwa DSN-MUI Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah. Fatwa ini merupakan legalisasi sukuk atau obligasi syariah secara umum disertai dengan ketentuan-ketentuan yang menyangkut bagaimana konstruksi sukuk atau obligasi syariah dan batasan-batasannya.

---

<sup>38</sup> lihat Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah

4. Fatwa DSN-MUI Nomor 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah. Fatwa ini merupakan suatu bentuk legalisasi penggunaan akad *mudhārabah* dalam penerbitan sukuk mudharabah.
5. Fatwa DSN-MUI Nomor 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah. Fatwa ini merupakan suatu bentuk legalisasi penggunaan akad *ijārah* dalam penerbitan sukuk ijarah.

Dalam ketentuan khusus Fatwa DSN No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang obligasi syariah disebutkan bahwa akad yang dapat digunakan dalam penerbitan obligasi syariah antara lain: *mudhārabah (muqāradhah) qirādh, musyārahah, murābahah, salam, istishnā'*, dan *ijārah*. Namun dalam praktiknya, hanya dua bentuk akad yang secara umum digunakan, yakni akad *ijārah* dan *mudhārabah*. Keuntungan yang didapatkan dari sukuk ijarah dinamakan dengan *fee* sedangkan dari sukuk mudharabah disebut sebagai bagi hasil. Namun demikian, sukuk sebagai instrumen alternatif dari obligasi konvensional bukan tanpa persoalan. Ada beberapa persoalan yang perlu dianalisis secara kritis dalam permasalahan sukuk tersebut. Persoalan sukuk tersebut menyangkut masih adanya pengaruh sistem ekonomi konvensional yang berunsur bunga, *gharar* bahkan unsur non-halal, penggunaan akad *ijārah* yang serupa dengan *bai' al-ʿinah*, dan persoalan jual beli sukuk itu sendiri dalam transaksi di pasar modal.

Oleh karenanya penting kiranya dalam upaya mengkonstruksi hukum sukuk memperhatikan asas-asas perjanjian atau akad dalam Islam agar dapat mengukur kesesuaian sukuk yang dikonstruksi berdasarkan suatu akad dengan hukum muamalat Islam itu sendiri yang dalam hal ini akad-akad dalam hukum muamalat

Islam ataupun landasan etikanya. Asas-asas akad dalam Islam menurut Prof. DR. Syamsul Anwar M.A. terdiri dari delapan asas sebagai berikut<sup>39</sup>:

a. Asas kebolehan (*Mabda' al-Ibāhah*)

Asas kebolehan merupakan suatu asas umum hukum dalam bidang muamalat secara umum. Asas ini dirumuskan dalam suatu kaidah “*pada asasnya segala sesuatu itu boleh dilakukan sampai ada dalil yang melarangnya*”.

b. Asas kebebasan berakad (*Mabda' Hurriyyah al-Ta'qqud*)

Hukum Islam mengakui adanya kebebasan berakad, yaitu suatu prinsip hukum yang menyatakan bahwa setiap orang dapat membuat akad jenis apa pun tanpa terikat kepada nama-nama akad yang sudah ada dalam ketentuan-ketentuan syariah dan memasukkan klausul apa saja ke dalam akad yang dibuatnya itu sesuai dengan kepentingan sejauh tidak berakibat makan harta sesame dengan jalan yang batil. Salah satu dalil yang melandasi asas tersebut adalah sabda Nabi saw: “*Barangsiapa menjual pohon kurma yang sudah dikawinkan, maka buahnya adalah untuk penjual (tidak ikut terjual), kecuali apabila pembeli mensyaratkan lain.*”<sup>40</sup>

c. Asas kesepakatan (*Mabda' al-Radhā'iyah*)

Asas kesepakatan menyatakan bahwa untuk terbentuknya suatu akad cukup dengan tercapainya kata sepakat antara para pihak tanpa perlu dipenuhinya formalitas-formalitas tertentu. Dalam hukum Islam pada umumnya akad itu bersifat konsensual.

d. Asas akad itu mengikat

<sup>39</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit.* hal. 83-92

<sup>40</sup> Abu Abd' Allah Muhammad bin Ismail bin Ibrahim bin al-Mughirah bin Bardazbah al-Bukhari. *Matan Masykūl al-Bukhāri*. (Beirut: Dar al-Fikr, 1995) no. hadits. 2204 juz. II hal. 29

Dalam al-Qur'an dan hadis terdapat banyak perintah agar memenuhi janji. Salah satunya adalah Firman Allah: "...dan penuhilah janji, sesungguhnya janji itu akan dimintakan pertanggungjawabannya"<sup>41</sup>. Ayat ini berbentuk kalimat perintah (*amr*). Dalam kajian ushul al-fiqh ulama sepakat bahwa perintah (*amr*) secara mutlak menunjukkan kepada suatu kewajiban.<sup>42</sup> Dengan demikian janji merupakan sesuatu yang mengikat dan wajib dipenuhi.

e. Asas keseimbangan (*Mabda' al-Tawazzun fi al-Mu'awadhah*)

Meskipun secara faktual jarang terjadi keseimbangan antara para pihak dalam bertransaksi, namun hukum perjanjian Islam tetap menekankan perlunya keseimbangan, baik keseimbangan antara apa yang diberikan dan apa yang diterima maupun keseimbangan dalam memikul resiko.

f. Asas kemashlahatan (tidak menyulitkan atau memberatkan)

Dengan asas kemashlahatan dimaksudkan bahwa akad yang dibuat oleh para pihak bertujuan untuk mewujudkan kemashlahatan bagi mereka dan tidak boleh menimbulkan kerugian (*mudhārat*) atau keadaan memberatkan (*masyaqqah*). Apabila dalam pelaksanaan akad terjadi suatu perubahan keadaan yang tidak dapat diketahui sebelumnya serta membawa kerugian yang fatal bagi pihak bersangkutan sehingga memberatkannya, maka kewajibannya dapat diubah dan disesuaikan kepada batasan yang masuk akal.

g. Asas amanah

---

<sup>41</sup> QS. 17: 34

<sup>42</sup> Al-Bannani. *Hasyiyah al-Bannani 'ala syarh al-Jalāl Syams al-Dīn Muhammad al-Mahallī*. (Beirut: Dar al-Fikr, 1995) Jilid. 1 hal. 376; dan Abu al-Barkati "Abd Allah bin Ahmad Al-Bukhari. *Kasyf al-Asrār 'an Ushūl Fakhr al-Islām al-Bazdawī*. (Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah, 1997) Juz. I hal. 50

Dengan asas amanah dimaksudkan agar masing-masing pihak haruslah beriktikad baik dalam melaksanakan transaksi atau janjinya dengan pihak lainnya dan tidak dibenarkan salah satu pihak mengeksploitasi ketidaktahuan pihak lainnya.

#### h. Asas keadilan

Keadilan merupakan tujuan yang hendak diwujudkan oleh semua hukum. Dalam hukum Islam, keadilan langsung merupakan perintah Allah dalam al-Qur'an; "*Berlaku adillah, karena adil itu lebih dekat kepada takwa*".<sup>43</sup>

Asas kebolehan, asas kebebasan berakad, asas kesepakatan (konsensualisme), asas perjanjian mengikat, dan asas keseimbangan merupakan asas-asas yang berhubungan dengan ketentuan-ketentuan akad secara praktis yang digunakan dalam obligasi syariah. Sedangkan asas kemashlahatan, asas amanah, dan asas keadilan merupakan asas-asas yang berhubungan dengan aspek etika dalam obligasi syariah yang meliputi larangan melakukan riba, *gharar*, dan *maysir*.

## **F. Metode Penelitian**

### **1. Metode Pendekatan**

Pendekatan yuridis normatif, yaitu suatu pendekatan masalah dengan melihat dan membahas permasalahan dengan menitikberatkan pada aspek-aspek hukum dengan cara mendasarkan pada teks kitab suci atau peraturan agama (al-Qur'an dan hadits) dan peraturan atau perundang-undangan, baik untuk pembenarannya maupun untuk pencarian norma atau masalah itu

---

<sup>43</sup> QS. 5: 8

## 2. Metode Pengumpulan Bahan-Bahan Hukum

Dalam melakukan penelitian dan mencermati pokok-pokok permasalahan perlindungan konsumen dalam hukum Islam, maka penulis akan melakukan pengumpulan bahan yang terdiri dari bahan hukum primer, bahan hukum sekunder, dan bahan hukum tertier, sebagaimana yang lazim digunakan dalam penelitian normatif.<sup>44</sup>

- a. Bahan hukum primer, yakni bahan-bahan hukum yang mengikat atau pokok. Bahan hukum ini berupa sumber hukum dalam Islam yakni al-Qur'an, Hadits, dan qiyas, ataupun juga peraturan atau perundang-undangan yang terkait dengan masalah yang diteliti.
- b. Bahan hukum sekunder, yakni bahan hukum yang memberikan penjelasan mengenai bahan hukum primer. Bahan hukum berupa literature-literatur seperti kitab-kitab fiqh atau buku-buku yang ditulis menyangkut permasalahan yang diteliti. Selain itu, bisa juga dari media informasi ataupun makalah-makalah baik yang belum atau sudah dipublikasikan.
- c. Bahan hukum tertier, yakni bahan hukum yang memberikan petunjuk atau penjelasan terhadap bahan hukum primer dan sekunder, dalam hal ini dapat berupa kamus, ensiklopedi Islam secara umum ataupun ensiklopedi hukum Islam dan bahan-bahan lainnya sebagaimana yang dimaksudkan.
- d.

---

<sup>44</sup> Soerjono Soekanto & Sri Mamudji. *Penelitian Hukum Normatif; Suatu Tinjauan Singkat*. (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2003) cet. VII hal 13

### 3. Metode Analisis Bahan-bahan Hukum

Bahan-bahan yang sudah terkumpul tadi, baik bahan hukum primer, sekunder, ataupun tertier yang terkait dengan hasil penelitian yang berhubungan dengan konstruksi hukum obligasi syariah dikaji secara komprehensif dan tersistematis dengan pendekatan kualitatif yang bersifat deskriptif analitik melalui beberapa pendekatan sebagai berikut:

- a. Komparatif, yakni pendekatan dengan membandingkan di antara dua sistem hukum atau lebih.
- b. *Talfiq*, yakni teknik yang digunakan oleh para ahli hukum Islam untuk melakukan pembaruan hukum Islam dengan menyeleksi berbagai pendapat tertentu di dalam mazhab fiqh tertentu dan tidak memilih pendapat dominan di dalam mazhab arus utama.<sup>45</sup> *Talfiq* pada masa dewasa ini menjadi pendekatan yang sangat penting dalam hukum Islam. Hal ini dikarenakan kompleksitas permasalahan modern pada masa sekarang sudah sangat sulit dipecahkan apabila hanya berpegang pada satu mazhab tertentu saja.

### G. Sistematika Penulisan

Sistematika penulisan penelitian ini terdiri dari empat bab sebagai berikut;

Bab I merupakan pendahuluan yang menjelaskan tentang latar belakang masalah penelitian, rumusan masalah, tujuan dan kegunaan penelitian, definisi

---

<sup>45</sup> Abdullahi Ahmed An-Na'im. *Loc.cit.* dan Oussama Arabi. *Loc.cit.*

operasional, kerangka teoritik, tinjauan pustaka, metode penelitian yang digunakan, serta sistematika penulisan.

Bab II merupakan konstruksi hukum sukuk yang ada sebagaimana yang digunakan dalam praktiknya dengan disertai perbandingan dengan konstruksi hukum obligasi konvensional sehingga diketahui perbedaan dan persamaan di antara keduanya. Konstruksi hukum sukuk tersebut diawali dengan pembahasan mengenai pengertian sukuk, jenis-jenis sukuk, pendapatan sukuk, pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk, mekanisme penawaran sukuk, hubungan para pihak dalam penerbitan sukuk, dan batasan-batasan sukuk dalam pembiayaan.

Bab III merupakan pembahasan tentang permasalahan sukuk dari tinjauan fiqh muamalat Islam. Setelah membahas tentang konstruksi hukum sukuk, selanjutnya akan dibahas secara kritis konstruksi hukum sukuk tersebut dari tinjauan fiqh muamalat, sehingga diketahui apakah konstruksi hukum sukuk yang ada sekarang sudah sesuai dengan fiqh muamalat

Bab IV berisi kesimpulan dan saran-saran. Kesimpulan berisi jawaban terhadap rumusan masalah tentang permasalahan konstruksi hukum sukuk dalam tinjauan fiqh muamalat yang telah dinyatakan dalam bab pendahuluan. Sedangkan saran berisi sesuatu yang hendak diajukan berdasarkan pada pembahasan dan kesimpulan yang telah ada.

## BAB II

### KONSEP KONSTRUKSI HUKUM SUKUK

#### A. Pengertian Sukuk

Kata “*sukuk*”<sup>1</sup> bukanlah suatu istilah yang baru dalam sejarah Islam. Istilah tersebut sudah dikenal sejak abad pertengahan. Pada waktu itu sukuk merupakan suatu media atau alat yang digunakan oleh umat Islam sebagai dokumen yang menunjukkan kewajiban finansial yang timbul dari usaha perdagangan atau aktivitas komersial lainnya. Sejumlah penulis Barat yang fokus terhadap sejarah Islam dan bangsa Arab, menyebutkan bahwa “*shakk*” yang merupakan bentuk tunggal dari “*sukuk*” merupakan akar kata dari “*cheque*” dalam bahasa Latin, yang saat ini telah menjadi sesuatu yang lazim dipergunakan dalam transaksi perbankan modern.<sup>2</sup>

“*Sukuk*” merupakan bentuk jamak dari kata tunggalnya “*shakk*” yang dapat diartikan dokumen, instrumen kontrak<sup>3</sup>, piagam, akte<sup>4</sup>, sertifikat<sup>5</sup>, dan yang seumpamanya. Dengan demikian sukuk juga mencakupi istilah surat berharga. Istilah sukuk pada umumnya dipersamakan dengan istilah obligasi syariah. Hal ini karena sukuk ataupun obligasi syariah secara teoritis merupakan suatu bentuk rekonstruksi terhadap obligasi yang berdasarkan pada perjanjian utang piutang.

---

<sup>1</sup> Kata “*sukuk*” berdasarkan pedoman transliterasi seharusnya ditulis “*shukūk*”, namun kata “*sukuk*” seolah sudah menjadi istilah yang dibakukan sehingga hampir semua penulis hanya menuliskan kata “*sukuk*” saja yang berbeda dengan pedoman transliterasinya.

<sup>2</sup> Burhanuddin. S. *Pasar Modal Syariah; Tinjauan Hukum*. (Yogyakarta: UII Press, 2009) hal. 57.

<sup>3</sup> Hans Wehr. *A Dictionary of Modern Written Arabic*. (Beirut: Libraire Du Liban dan Macdonald & Evans LTD, 1980) cet. III hal 520

<sup>4</sup> Ahmad Warson Munawwir. *Al-Munawwir; Kamus Arab-Indonesia*. (Surabaya: Pustaka Progresif, 2002) cet. XXV hal. 787

<sup>5</sup> Burhanuddin. *Loc.cit.*

Perkataan obligasi berasal dari bahasa Belanda “*obligatie*” yang berarti hutang atau kewajiban. Selain itu obligasi dalam bahasa Belanda dapat berarti pula suatu surat hutang (*schuldbrief*).<sup>6</sup> Instrumen ini juga sering disebut dengan istilah “*bonds*” (bahasa Inggris).<sup>7</sup> Secara sederhana obligasi diartikan sebagai perjanjian utang piutang terhadap peminjam yang memerlukan dengan ketentuan membayar bunga secara periodik dan membayar kembali pokok pinjaman pada waktu jatuh tempo.<sup>8</sup> Kontrak ini diwujudkan dalam bentuk surat obligasi. Obligasi dalam pengertian konvensional adalah efek atau surat utang pendapatan tetap di mana penerbit (*emiten*) setuju untuk membayar sejumlah bunga tetap untuk jangka waktu tertentu dan akan membayar kembali jumlah pokoknya pada saat jatuh tempo. Jadi, obligasi pada dasarnya merupakan surat pengakuan utang atas pinjaman yang diterima oleh perusahaan penerbit obligasi dari masyarakat pemodal.<sup>9</sup> Karena obligasi secara praktis juga diperdagangkan di Bursa Efek maka obligasi juga dapat diartikan sebagai salah satu instrumen yang bersifat utang yang diperdagangkan di Bursa Efek dan jangka waktunya lebih dari satu tahun.<sup>10</sup>

Adapun obligasi dalam bahasa Arab disebut dengan “*sanad*”, namun ketika mendefinisikan obligasi maka pengertian surat pengakuan hutang sebagai suatu surat berharga digunakan kata “*shakk*” yang merupakan bentuk tunggal dari kata

---

<sup>6</sup> A. Setiadi. *Obligasi dalam Perspektif Hukum Indonesia*. (Bandung: PT. Citra Aditya Bakti, 1996) hal. 1

<sup>7</sup> Pandji Anoraga & Piji Pakarti. *Pengantar Pasar Modal*. (Jakarta: PT Rineka Cipta, 2006) edisi revisi cert. V hal. 67

<sup>8</sup> David S. Kidwell & Richard L. Peterson. *Financial Institutions, Markets, And Money*. (U.S.A.: The Dryden Press, 1990) fourth edition. hal. 511

<sup>9</sup> Sunariyah. *Op.cit.* hal. 214

<sup>10</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*. (Jakarta: Kencana: 2006) hal. 48

sukuk.<sup>11</sup> Obligasi syariah dalam bahasa Inggris dikenal dengan istilah “*Islamic Bond*”. Namun demikian di dalam bahasa Arab obligasi syariah tidak identik diistilahkan dengan sukuk. DR. Asyraf Muhammad Dawabah membedakan pembahasan antara sukuk dan obligasi syariah yang disebut dengan istilah “*sanadāt al muqāradhah al islāmiyyah*” Dalam pembahasannya, obligasi syariah yang pada awalnya lebih dikenal dengan obligasi syariah muqaradhah merupakan salah satu jenis dari obligasi, sedangkan sukuk merupakan instrumen keuangan yang lain lagi, namun dalam pendefinisian keduanya sering kali serupa<sup>12</sup> Dengan demikian, sebenarnya sukuk juga mencakupi obligasi syariah.

Dalam Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah, sukuk didefinisikan sebagai efek syariah berupa sertifikat atau bukti kepemilikan yang bernilai sama dan mewakili bagian penyertaan yang tidak terpisahkan atau tidak terbagai atas; (1) kepemilikan aset berwujud tertentu, (2) nilai manfaat dan jasa atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu: atau (3) kepemilikan atas aset proyek tertentu atau aktivitas investasi tertentu.<sup>13</sup> Definisi ini merupakan definisi yang diambil dari definisi yang dikemukakan oleh The Accounting and Auditing Organization for Islamic Financial Institutions (AAOIFI) mengartikan sukuk sebagai sertifikat bernilai sama yang merupakan bukti kepemilikan yang tidak dibagikan atas suatu asset, hak manfaat dan jasa-jasa atau kepemilikan atas proyek atau kegiatan

---

<sup>11</sup> Asyraf Muhammad Dawabah. *Shanādīq al Istismār fi al Bunūk al Islāmiyyah baina al Nazhariyyah wa al Tathbīq*. (Al-Qahirah: Dar al Islam, 2006) cet. II hal. 169

<sup>12</sup> *Ibid.* hal. 173-177

<sup>13</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

investasi tertentu.<sup>14</sup> Adapun obligasi syariah sebagaimana yang didefinisikan dalam Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 tentang 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 atau fee, serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.<sup>15</sup> Baik sukuk ataupun obligasi syariah dari kedua definisi tersebut sama diartikan sebagai suatu berharga atau sertifikat. Hanya saja definisi sukuk memiliki pengertian yang lebih luas dari definisi obligasi syariah itu sendiri. Dengan demikian obligasi syariah sebenarnya merupakan termasuk bagian dari sukuk itu sendiri.

Dalam praktiknya, sukuk yang biasa diterbitkan oleh suatu perusahaan emiten tidak lain adalah obligasi syariah itu sendiri, walaupun demikian penyebutan kata “sukuk” dirasakan lebih sesuai dari penyebutan kata “obligasi syariah”. Ada dua alasan penggunaan istilah sukuk lebih sesuai daripada penggunaan istilah obligasi syariah; (1) kata “obligasi” merupakan istilah yang sudah sangat identik dengan surat utang, sementara itu obligasi syariah atau sukuk sendiri tidak didasarkan pada perjanjian utang piutang sebagaimana obligasi, dan (2) sukuk dapat menjadi istilah khusus atau baku yang membedakannya dengan istilah obligasi ataupun juga obligasi syariah, yang dari istilah khusus tersebut menggambarkan suatu definisi yang merekonstruksi pengertian obligasi berdasarkan pada perjanjian utang piutang. Dari permasalahan yang telah diuraikan

---

<sup>14</sup> Listiaji. *Sukuk dan Jenis-Jenis Sukuk*. <http://listiaji.wordpress.com>.

<sup>15</sup> lihat Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah

dapat disimpulkan bahwa sukuk merupakan suatu surat atau sertifikat berharga yang memiliki nilai pokok tertentu dan diterbitkan oleh emiten untuk para investor dengan kewajiban bagi emiten untuk membayar hasilnya dari kegiatan usaha emiten kepada investor yang memegang surat berharga tersebut serta membayar kembali nilai pokok tersebut pada masa jatuh tempo surat berharga tersebut.

Dalam perkembangannya, sukuk telah menjadi instrumen keuangan Islam yang mengglobal dan banyak diminati investor internasional. Penerbitan sukuk dengan nilai skala besar telah diterbitkan tidak hanya oleh negara muslim, tetapi juga negara non-muslim.

Pada 3 Juli 2002, pemerintah Malaysia menerbitkan sertifikat sukuk dengan nilai US\$ 600.000.000 yang berakhir pada 2007. Pada 8 Oktober 2003, pemerintah Qatar menerbitkan sukuk dengan nilai US\$ 700.000.000 yang berakhir pada tahun 2010. Demikian halnya dengan Pemerintahan Jerman Bersatu yang juga telah menerbitkan sukuk senilai Euro 100.000.000.<sup>16</sup> Perkembangan pasar sukuk antarnegara dapat dilihat pada tabel berikut<sup>17</sup>:

<b>Penerbit Sukuk</b>	<b>Nilai Penawaran</b>	<b>Tanggal Penawaran</b>
Malaysia	US\$ 600.000.000	Juni, 2002
Qatar	US\$ 700.000.000	September, 2003
Bahrain	US\$ 250.000.000	Februari, 2004
State of Saxony-Anhalt, Germany	Euro 100.000.000	Juli, 2004
UAE-Dubai	US\$ 1.000.000.000	Oktober, 2004

<sup>16</sup> Umi Karomah Yaumidin. "Sukuk: Sebuah Alternatif Instrumen Investasi" dalam; Jusmaliani (Ed.). *Investasi Syariah; Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*. (Yogyakarta: Kreasi Wacana, 2008) hal. 359-363

<sup>17</sup> Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution. *Op.cit.* hal. 155

Serawak, Malaysia	US\$ 350.000.000	November, 2004
Pakistan	US\$ 600.000.000	Desember, 2004

Perkembangan sukuk di Indonesia hingga akhir 2007 sudah terdapat 20 emiten penerbit sukuk yang terlihat dalam tabel sebagai berikut<sup>18</sup>.

No.	Nama Efek	Nama Penerbit Efek
1.	OS Mudarabah Indosat Tahun 2002	PT Indosat Tbk
2.	OS I Subordinasi Muamalat Tahun 2003	PT Bank Syariah Muamalat Indonesia Tbk
3.	OS Mudarabah Bank Bukopin Tahun 2003	PT Bank Bukopin Tbk
4.	OS Mudarabah Bank Syariah Mandiri Tahun 2003	PT Bank Syariah Mandiri
5.	OS Mudarabah Berlian Laju Tanker Tahun 2003	PT Berlian Laju Tanker Tbk
6.	OS Mudarabah PTPN VII Tahun 2004	PT Perkebunan Nusantara VII (Persero)
7.	OS Ijarah I Matahari Putra Prima Tahun 2004	PT Matahari Putra Prima Tbk
8.	OS Ijarah Sona Topas Tourism Industry Tahun 2004	PT Sona Topas Tourism Industry Tbk
9.	OS Ijarah Citra Sari Makmur I Tahun 2004	PT Citra Sari Makmur
10.	OS Ijarah Indorent Tahun 2004	PT Indorent
11.	OS Ijarah Berlina I Tahun 2004	PT Berlina Tbk
12.	OS Ijarah I Humpuss Intermoda Transportasi Tahun 2004	PT Humpuss Intermoda Transportasi
13.	OS Ijarah Apexindo Pratama Duta I	PT Apexindo Pratama Duta

<sup>18</sup> Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution. *Op.cit.* hal. 219-220

	Tahun 2005	
14.	OS Ijarah Indosat Tahun 2005	PT Indosat Tbk
15.	OS Ijarah I Ricky Putra Globalindo Tahun 2005	PT Ricky Putra Globalindo Tbk
16.	OS Ijarah PLN I Tahun 2006	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)
17.	Sukuk Ijarah Indosat II Tahun 2007	PT Indosat Tbk
18.	Sukuk Ijarah Berlian Laju Tanker Tahun 2007	PT Berlian Laju Tanker Tbk
19.	Sukuk Mudarabah I Adhi Tahun 2007	PT Adhi Karya (Persero) Tbk
20.	Sukuk Ijarah PLN II Tahun 2007	PT Perusahaan Listrik Negara (Persero)

Perkembangan sukuk direspon oleh pemerintah Indonesia dengan ditetapkannya Undang-Undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara. Undang-undang tersebut secara garis besar mengatur hal-hal sebagai berikut<sup>19</sup>:

1. transparansi pengelolaan SBSN dalam kerangka kebijakan fiskal dan kebijakan pengembangan pasar SBSN dengan mengatur lebih lanjut tujuan penerbitannya dan jenis akad yang digunakan
2. kewenangan pemerintah untuk menerbitkan SBSN, baik dilakukan secara langsung oleh pemerintah yang didelegasikan kepada Menteri, ataupun dilaksanakan melalui Perusahaan Penerbit SBSN
3. kewenangan pemerintah untuk menggunakan Barang Milik Negara sebagai dasar penerbitan SBSN (*underlying asset*)

---

<sup>19</sup> Adrian Sutedi. *Op.cit.* hal. 146

4. kewenangan pemerintah untuk mendirikan dan menetapkan tugas badan hukum yang akan melaksanakan fungsi sebagai Perusahaan Penerbit SBSN
5. kewenangan Wali Amanat untuk bertindak mewakili kepentingan pemegang SBSN
6. kewenangan pemerintah untuk membayar semua kewajiban yang timbul dari penerbitan SBSN, baik yang diterbitkan secara langsung oleh pemerintah maupun melalui Perusahaan Penerbit SBSN, secara penuh dan tepat waktu sampai berakhirnya kewajiban tersebut
7. landasan hukum bagi pengaturan lebih lanjut atas tata cara dan mekanisme penerbitan SBSN di Pasar Perdana maupun perdagangan SBSN di Pasar Sekunder agar pemodal memperoleh kepastian untuk memiliki dan memperdagangkan SBSN secara mudah dan aman.

## **B. Jenis-Jenis Sukuk**

Jenis-jenis sukuk diterbitkan berdasarkan akad yang menjadi dasarnya. Berbagai jenis struktur sukuk yang dikenal secara internasional dan telah mendapatkan justifikasi dari AAOIFI antara lain sebagai berikut<sup>20</sup>:

1. Sukuk Ijarah, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Ijarah di mana satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menjual atau menyewakan hak manfaat atas suatu aset kepada pihak

---

<sup>20</sup> Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah*. <http://www.dmo.or.id>.

lain berdasarkan harga dan periode yang disepakati, tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri.

2. Sukuk Mudharabah, yaitu sukuk 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. Sukuk 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. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.
4. Sukuk Istisna', yaitu Sukuk 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, musyāarakah, murābahah,*

*salam, istishnā'*, dan *ijārah*.<sup>21</sup> Akad-akad tersebut juga akan menentukan jenis sukuknya. Namun dalam praktiknya, hanya ada dua bentuk akad yang secara umum digunakan, yakni akad *ijārah* dan *mudhārabah*. Kedua bentuk akad ini akan menentukan jenis sukuk yang akan menjadi pembahasan selanjutnya.

#### **a. Sukuk Ijarah**

*Ijarah* 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.<sup>22</sup> Pada dasarnya *ijarah* merupakan jual beli manfaat sesuatu.<sup>23</sup> Sedangkan Sukuk Ijarah adalah akad yang satu pihak bertindak sendiri atau melalui wakilnya menyewakan hak atas suatu aset kepada pihak lain berdasarkan harga sewa dan periode sewa yang disepakati. Secara teknis, Sukuk Ijarah dapat digambarkan sebagai berikut yakni (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 Sukuk Ijarah yang nilainya sama dengan sejumlah aset yang dimiliki kepada investor, (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, terakhir (7) SPV memberikan pembayaran sewa kepada investor

---

<sup>21</sup> lihat Fatwa Dewan Syariah Nasional (DSN) No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah

<sup>22</sup> Abdul Ghofur Anshori. *Op.cit.* hal. 45

<sup>23</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 3804

(*rental income*)<sup>24</sup>. Akad *ijārah* dalam kaitannya dengan salah satu unsur penting dalam sukuk berupa batas waktu atau jatuh tempo dari sukuk yang diterbitkan memang lebih sesuai. Namun demikian, dalam praktiknya setiap masa jatuh tempo Sukuk Ijarah sebenarnya disyaratkan adanya pemindahan kepemilikan asset 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 Sukuk 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 Sukuk Ijarah.

#### **b. Sukuk Mudharabah**

*Mudhārabah* adalah suatu bentuk akad bagi hasil antara pengelola modal dan pemilik modal.<sup>25</sup> Sedangkan Sukuk 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; (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*

<sup>24</sup> Heri Sudarsono. *Op.cit.* hal. 301-302

<sup>25</sup> Bank Negara Malaysia. *Shariah Resolutions in Islamic Finance*. (Malaysia: BNM, 2007) hal.14

atau *secondary market*. Dari transaksi tersebut, (3) 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<sup>26</sup>

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 *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.<sup>27</sup> 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.

Selain ditinjau dari dimensi akad yang mengkonstruksinya, jenis sukuk juga dapat dibedakan berdasarkan penerbit (*issuer/emiten*) yang menerbitkannya sebagai berikut<sup>28</sup>.

---

<sup>26</sup> Heri Sudarsono. *Op.cit.* hal. 303-304

<sup>27</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit.* hal. 256

<sup>28</sup> Pembagian jenis sukuk ini didasarkan pada pembagian jenis obligasi berdasarkan penerbit (*issuer/emiten*) yang menerbitkan obligasi tersebut sehingga pengertian yang dipakai juga sama. Hal ini karena dimungkinkannya membagi jenis sukuk berdasarkan penerbitnya sebagaimana obligasi. Spto Rahardjo. *Op.cit.* hal. 25-26

1. *Government Sukuk* (Sukuk Pemerintah Pusat), yakni sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Pusat yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan pemerintah dalam skala nasional. Di Indonesia Sukuk Pemerintah (*Government Sukuk*) ini disebut dengan Surat Berharga Syariah Negara (SBSN)<sup>29</sup> yang pengaturannya saat ini sudah diundangkan dalam Undang-undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.
2. *Municipal Sukuk* (Sukuk Pemerintah Daerah), yakni sukuk yang diterbitkan oleh Pemerintah Daerah yang bertujuan untuk memenuhi kepentingan atau pengembangan proyek fasilitas umum di daerah yang bersangkutan.
3. *Corporate Sukuk* (Sukuk Swasta), yakni sukuk yang diterbitkan oleh perusahaan swasta/komersial dengan tujuan untuk memenuhi kepentingan bisnis atau usahanya.

### **C. Pendapatan Sukuk**

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 sukuk. Obligasi memberikan beberapa pendapatan kepada para pemegang obligasi tersebut yakni:

---

<sup>29</sup> SBSN menurut Undang-undang No. 19 tahun 2008 dalam Pasal 1 ayat (1) adalah surat berharga negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan atas Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing. lihat Undang-undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

1. *Kupon Yield*, yakni jumlah bunga yang besarnya selalu tetap, yang dibayarkan oleh emiten kepada pemegang obligasi secara periodik sesuai dengan waktu yang ditetapkan.
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<sup>30</sup>.

---

<sup>30</sup> Sawidji Widodoatmodjo. *Cara Sehat Investasi Pasar Modal: Pengetahuan Dasar*. (Jakarta: PT. Jurnalindo Aksara Grafika, 1996). hal. 116-119

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 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.<sup>31</sup>

Obligasi yang dikonstruksi dengan perjanjian (akad) utang piutang mendasarkan pendapatannya utamanya 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)<sup>32</sup>. 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 konstruksinya pada perjanjian utang piutang. Pendapatan sukuk disesuaikan dengan konstruksi akad

---

<sup>31</sup> Sunariyah. *Op.cit.* hal. 221

<sup>32</sup> Abdul Ghofur Anshori. *Op.cit.* hal. 127. Akad *tabarru'* adalah di mana prestasi hanya dari salah satu pihak. Syamsul Anwar. *Op.cit.* hal. 83

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*<sup>33</sup>. Oleh karena itu, dibolehkan Islam tidak melarang bagi 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<sup>34</sup>.

1. 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.
2. 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*).

---

<sup>33</sup> Akad *mu'awadhah* adalah akad di mana terdapat prestasi yang timbale balik sehingga masing-masing pihak menerima sesuatu sebagai imbalan prestasi yang diberikan. *Ibid.* hal. 82

<sup>34</sup> Burhanuddin. S. *Op.cit.* hal. 60-61

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 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.

#### **D. 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.

##### **a. Emiten (*issuer*)**

Emiten (*issuer*) adalah pihak yang melakukan penerbitan obligasi ataupun juga sukuk.<sup>35</sup> Dalam Pasal 1 Angka Undang-undang Pasar Modal, emiten didefinisikan sebagai pihak yang melakukan penawaran umum.<sup>36</sup> Pendefinisian dalam undang-undang tersebut adalah dalam arti luas karena yang dimaksudkan

---

<sup>35</sup> A. Setiadi. *Op.cit.* hal, 39

<sup>36</sup> lihat Undang-Undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

tidak hanya mengatur dan berlaku untuk obligasi saja, tetapi juga semua 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*”.<sup>37</sup> Dengan demikian, yang bisa melakukan emisi obligasi ataupun juga sukuk hanyalah emisi yang berstatus badan hukum.<sup>38</sup>

#### **b. 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.<sup>39</sup>

Dalam kegiatan *underwriting*, ada beberapa penjamin emisi, sebagai berikut<sup>40</sup>:

1. 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.
2. Kesanggupan terbaik (*Best effort commitment*), yakni perjanjian penjaminan emisi efek antara emiten dengan penjamin emisi dengan ketentuan penjamin emisi semaksimal mungkin untuk berusaha

---

<sup>37</sup> lihat Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548

<sup>38</sup> A. Setiadi. *Op.cit.* hal, 40

<sup>39</sup> lihat Undang-Undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>40</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hal. 58-59

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

3. 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.
4. 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.<sup>41</sup>

---

<sup>41</sup> A. Setiadi. *Op.cit.* hal. 50

### c. 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).<sup>42</sup> 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<sup>43</sup>:

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 *Special Purpose Vehicle (SPV)*<sup>44</sup>. SPV adalah perusahaan yang didirikan dengan suatu

---

<sup>42</sup> lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>43</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hal. 86-87

<sup>44</sup> Burhanudin. S. *Op.cit.* hal. 96.

tujuan tertentu untuk menguasai aset tertentu yang ditujukan guna penerbitan sukuk.<sup>45</sup>

#### **d. 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.<sup>46</sup>

#### **e. 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.<sup>47</sup>

#### **f. 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.<sup>48</sup>

#### **g. Bursa Efek**

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

---

<sup>45</sup> Adrian Sutedi. *Op.cit.* hal. 142

<sup>46</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hal. 60

<sup>47</sup> *Ibid.* hal. 60-61

<sup>48</sup> *Ibid.* hal. 61

dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka.<sup>49</sup> 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.<sup>50</sup>

#### **h. Profesi penunjang pasar modal**

Profesi penunjang pasar modal ini terdiri dari<sup>51</sup>:

1. Akuntan publik, yakni profesi penunjang pasar modal yang berfungsi memeriksa kondisi keuangan emiten serta memberikan pendapatnya tentang kelayakan emiten dalam menerbitkan obligasi atau sukuk.
2. Konsultan hukum, yakni pihak yang ditunjuk oleh emiten yang memiliki peran sebagai pembuat draf hukum dan penasihat
3. 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.
4. Notaris, yakni pihak yang bertujuan untuk membuat berita acara RUPU atau RUPSukuk, konsep akta perubahan anggaran dasar, dan menyiapkan perjanjian dalam rangka emisi efek.
5. 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

---

<sup>49</sup> lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal.

<sup>50</sup> Iggi H. Achsien. *Op.cit.* hal. 69

<sup>51</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hal. 62-64

6. 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.<sup>52</sup>

### **E. Mekanisme Penawaran Umum Sukuk**

Secara umum, pada prinsipnya tidak terdapat perbedaan dalam mekanisme penawaran umum<sup>53</sup> obligasi dan sukuk. Mekanisme penawaran umum tersebut dapat dibedakan menjadi tiga tahapan yakni; periode sebelum emisi, periode emisi, dan periode sesudah emisi.<sup>54</sup>

#### **a. Periode Sebelum Emisi**

Periode sebelum emisi ini dapat dibagi lagi menjadi dua bagian, yaitu:

##### **1. Persiapan Intern Perusahaan Emiten**

Persiapan intern perusahaan emiten ini meliputi hal sebagai berikut<sup>55</sup>:

- a) Direksi atau manajemen perusahaan membuat suatu perencanaan untuk melakukan suatu penawaran umum obligasi atau sukuk dalam rangka mencari sumber pembiayaan kegiatan usaha perusahaan.

---

<sup>52</sup> Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution. *Op.cit.* hal. 91

<sup>53</sup> Penawaran umum atau penerbitan obligasi biasa dikenal dengan istilah IPO (*Initial Public Offering*). Sapto Rahardjo. *Op.cit.* hal. 81. Penawaran umum adalah cara yang pada umumnya dilakukan untuk menawarkan surat berharga (termasuk obligasi) di pasar modal. Sunariyah. *Op.cit.* hal. 116

<sup>54</sup> Ridwan Khairandy. *Hukum Pasar Modal*. (Yogyakarta: Program Magister Hukum Fakultas Hukum, 2008) bahan kuliah Hukum Pasar Modal dan Investasi. hal. 90-91

<sup>55</sup> *Ibid.* hal. 91-93

- b) Rencana penawaran umum obligasi atau sukuk tersebut harus disetujui oleh para pemegang saham melalui pertemuan Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS).
- c) Setelah rencana penawaran umum obligasi atau sukuk tersebut disetujui oleh RUPS, direksi akan mencari dan menunjuk pihak-pihak yang terkait dalam penawaran umum obligasi atau sukuk tersebut, yang meliputi:
  - 1) Penjamin Emisi (*Underwriter*)
  - 2) Profesi penunjang yang meliputi:
    - a. Akuntan Publik
    - b. Konsultan Hukum
    - c. Notaris
    - d. Perusahaan Penilai (*Appraiser*)
  - 3) Lembaga Penunjang, yang meliputi:
    - a. Wali Amanat (*Trustee*) yang bertindak sebagai wali bagi kepentingan pemegang obligasi/sukuk.
    - b. Penanggung (*Guarantor*) yang menanggung pembayaran obligasi atau sukuk jika pada tanggal jatuh tempo emiten tidak membayar obligasi atau sukuk tersebut
    - c. Biro Administrasi Efek (BAE)
    - d. Tempat Penitipan Harta (*Custodian*)
- d) Mempersiapkan kelengkapan dokumen emisi
- e) Konfirmasi sebagai agen penjual oleh penjamin emisi.

- f) Membuat kontrak pendahuluan dengan Bursa Efek
- g) Melakukan *public expose*
- h) Melakukan penandatanganan perjanjian-perjanjian yang meliputi:
  - 1) Perjanjian emisi
  - 2) Perjanjian agen penjualan
  - 3) Perjanjian penanggungan
  - 4) Perjanjian perwalianamanatan
- i) Melakukan pemeringkatan yang dilakukan oleh Lembaga Pemeringkat Efek.

Wali amanat merupakan lembaga khusus yang selalu ada dalam setiap mekanisme penawaran umum sukuk. Tentang isi dari suatu perjanjian perwalianamanatan sukuk secara khusus diatur tersendiri dalam Peraturan Nomor IX.A.13 angka 4 huruf (b) Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah. Dalam peraturan tersebut, perjanjian perwalianamanatan penerbitan sukuk wajib sekurang-kurangnya memuat<sup>56</sup>:

- a) uraian tentang Akad Syariah yang mendasari diterbitkannya Sukuk
- b) penggunaan dana hasil penerbitan sukuk sesuai dengan karakteristik Akad Syariah
- c) sumber dana yang digunakan untuk melakukan pembayaran imbal hasil sesuai dengan karakteristik Akad Syariah
- d) besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau fee

---

<sup>56</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

- e) rencana jadwal dan tata cara pembagian dan atau pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
- f) kewajiban Wali Amanat untuk mengambil segala tindakan yang diperlukan dalam rangka memastikan kepatuhan Emiten terhadap Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
- g) tindakan yang harus dilakukan dalam hal Emiten akan mengubah jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan usaha dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk.
- h) perubahan jenis Akad Syariah, isi Akad Syariah, kegiatan dan atau aset tertentu yang mendasari penerbitan Sukuk wajib terlebih dahulu disetujui oleh Rapat Umum Pemegang Sukuk (RUPSukuk).
- i) mekanisme pemenuhan hak pemegang Sukuk yang tidak setuju terhadap perubahan dimaksud.
- j) ketentuan yang menyebutkan bahwa pelanggaran terhadap ketentuan angka 7), angka 8), dan angka 9) di atas dapat dijadikan alasan untuk menyatakan bahwa Emiten gagal dalam memenuhi kewajibannya; dan
- k) mekanisme penanganan dalam hal terjadi gagal memenuhi kewajiban.

Selain dari fungsi yang telah disebutkan di atas, Wali amanat juga dapat berfungsi sebagai SPV yang melakukan penguasaan terhadap asset atau objek akad untuk kepentingan kepemindahan hak milik dari aset atau objek akad tersebut.

Ada hal lain yang membedakan mekanisme penerbitan antara obligasi dan sukuk. Khusus untuk mekanisme penerbitan sukuk harus dilakukan opini syariah oleh DSN-MUI dengan tahapan sebagai berikut<sup>57</sup>.

- a) Emiten melalui Penjamin Emisi (*Underwriter*) menyerahkan proposal atau surat pemberitahuan penerbitan sukuk kepada Majelis Ulama Indonesia (MUI)
- b) Presentasi proposal dilakukan di Badan Pelaksana Harian Dewan Syariah Nasional
- c) Dewan Syariah Nasional mengadakan rapat dengan tim ahli Dewan Pengawas Syariah (DPS), hasil rapat akan menyatakan opini syariah terkait proposal penerbitan sukuk yang diajukan.

## 2. Prosedur Bapepam

Prosedur di Bapepam meliputi proses sebagai berikut.

- a) Emiten menyerahkan surat pernyataan pendaftaran kepada Bapepam<sup>58</sup>

Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-111/PM/1996, 24 Desember 1996, menggantikan Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-03/PM/1995, 20 Maret 1995 menentukan ketentuan umum pengajuan pernyataan pendaftaran antara lain<sup>59</sup>:

- 1) Pernyataan pendaftaran serta semua dokumen pendukungnya harus diajukan kepada Bapepam secara lengkap, walaupun informasi tertentu seperti harga penawaran dan tanggal efektif belum dapat ditentukan pada saat penyampaian Pernyataan Pendaftaran.

---

<sup>57</sup> Nurul Huda & Mustafa Edwin Nasution. *Op.cit.* hal. 91

<sup>58</sup> Sapto Rahardjo. *Op.cit.* hal. 90

<sup>59</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 94-95

- 2) Pengajuan pernyataan pendaftaran tersebut wajib dilakukan oleh Emiten atau Perusahaan Publik
- 3) Emiten atau Perusahaan Publik bertanggung jawab sepenuhnya atas ketelitian atau kecukupan semua keterangan yang ada di dalam Pernyataan Pendaftaran serta semua dokumen lainnya yang diajukan kepada Bapepam.
- 4) Selain keterangan dan dokumen yang wajib untuk disertakan dalam Pernyataan Pendaftaran, pihak yang mengajukan Pernyataan Pendaftaran juga harus menyerahkan informasi material lainnya yang diperlukan untuk memastikan bahwa para pemodal telah memperoleh informasi yang cukup tentang keadaan keuangan dan kegiatan usaha Emiten atau Perusahaan Publik tersebut dan bahwa pengungkapan yang diwajibkan tersebut tidak menyesatkan.

Pernyataan Pendaftaran untuk penawaran umum tersebut menurut Lampiran Keputusan Ketua Bapepam Nomor: Kep-113/PM/1996, 24 Desember 1996 sebagaimana diubah dengan Nomor: Kep-42/PM/2000, 27 Oktober 2000 sekurang-kurangnya mencakup<sup>60</sup>:

- 1) Surat pengantar Pernyataan Pendaftaran
- 2) Prospektus
- 3) Prospektus ringkas yang akan digunakan dalam Penwaran Umum.
- 4) Prospektus awal yang akan digunakan dalam rangka Penawaran Awal

---

<sup>60</sup> *Ibid.* hal. 95-97

- 5) Dokumen lain yang diwajibkan sebagai bagian dari Pernyataan Pendaftaran yang meliputi:
- a. Rencana jadwal Penawaran Umum
  - b. Contoh surat Efek (dalam hal ini obligasi atau sukuk)
  - c. Laporan keuangan yang telah diaudit akuntan
  - d. Surat dari akuntan apabila terjadi perubahan keuangan Emiten yang terjadi setelah tanggal laporan keuangan yang diaudit akuntan
  - e. Surat pernyataan dari Emiten di bidang akuntansi
  - f. Keterangan lebih lanjut tentang prakiraan dan atau proyeksi, jika dimasukkan dalam prospectus
  - g. Laporan pemeriksaan hukum (*legal audit*) dan pendapat hukum (*legal opinion*)
  - h. Riwayat hidup para anggota dewan komisaris dan direksi
  - i. Perjanjian penjaminan emisi efek (obligasi atau sukuk) antara Emiten dan para Penjamin Emisi Efek, dan antara Penjamin Emisi Efek dan agen penjual
  - j. Perjanjian perwaliamanatan
  - k. Perjanjian penanggungan
  - l. Perjanjian pendahuluan dengan satu atau beberapa Bursa Efek (jika akan dicatatkan di Bursa Efek)
  - m. Informasi lain sesuai permintaan Bapepam yang dipandang perlu dalam penelaahan Pernyataan Pendaftaran, sepanjang

dapat diumumkan kepada masyarakat tanpa merugikan kepentingan Emiten atau pihak lain yang terafiliasi dalam proses Penawaran Umum<sup>61</sup>.

- n. Peringkat yang dikeluarkan Lembaga Peringkat Efek atas obligasi atau sukuk
  - o. Pernyataan tentang kelengkapan dokumen penawaran umum dari: Emiten, Penjamin Pelaksana Emisi Efek, dan Profesi Penunjang Pasar Modal.
- b) Kegiatan *expose* terbatas (*mini expose*) dihadapan tim evaluasi Bapepam<sup>62</sup>
- c) Berikutnya diadakan *public expose*
- d) Evaluasi dari Bapepam yang meliputi:
- 1) kelengkapan dokumen
  - 2) kelengkapan dan kejelasan informasi
  - 3) keterbukaan dari aspek hukum, akuntansi keuangan, dan manajemen
- e) Setelah evaluasi selesai dilakukan, selanjutnya Bapepam memberikan komentar tertulis<sup>63</sup>
- f) Pernyataan Pendaftaran emisi dinyatakan efektif terhitung 45 hari sejak penyerahan dokumen lengkap tentang Pernyataan Pendaftaran<sup>64</sup>

Prosedur yang telah diuraikan di atas merupakan prosedur secara umum yang harus dilalui oleh emiten dalam melakukan Penawaran Umum baik obligasi

---

<sup>61</sup> Opini syariah dari DSN-MUI merupakan bagian dari informasi yang diperlukan oleh Bapepam sehingga sudah tercakup dalam ketentuan ini.

<sup>62</sup> Sapto Rahardjo. *Loc.cit.*

<sup>63</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 98-99

<sup>64</sup> Sapto Rahardjo. *Op.cit.* hal. 92

ataupun sukuk. Sedangkan untuk sukuk secara khusus diatur dalam Peraturan Nomor IX.A.13 angka 4 huruf (a) Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah yang menjelaskan kewajiban Emiten yang melakukan Penawaran Umum yakni sepanjang tidak diatur dalam peraturan ini, Emiten yang melakukan Penawaran Umum wajib<sup>65</sup>:

- 1) mengikuti ketentuan Peraturan Nomor IX.A.1 tentang Ketentuan Umum Pengajuan Pernyataan Pendaftaran serta ketentuan Penawaran Umum yang terkait lainnya<sup>66</sup>.
- 2) menyampaikan kepada Bapepam dan LK hasil pemeringkatan dan perjanjian perwaliamanatan Sukuk serta Akad Syariah yang terkait dengan penerbitan Sukuk dimaksud.
- 3) Menyampaikan kepada Bapepam dan LK pernyataan bahwa kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a Peraturan ini<sup>67</sup>, dan menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a Peraturan ini.

---

<sup>65</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

<sup>66</sup> Ketentuan ini menunjukkan adanya proses yang sama secara umum antara Penawaran Umum obligasi dan sukuk.

<sup>67</sup> Ketentuan angka 2 huruf a menjelaskan tentang kegiatan usaha yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah:

- 1) perjudian dan permainan yang tergolong judi atau perdagangan yang dilarang.
- 2) menyelenggarakan jasa keuangan yang menerapkan konsep ribawi, jual beli risiko yang mengandung *ghrarak* 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
- 4) 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

- 4) Menyampaikan pernyataan dari Wali Amanat Sukuk bahwa Wali Amanat Sukuk mempunyai penanggungjawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal; dan
- 5) mengungkapkan informasi dalam Prospektus yang sekurang-kurangnya meliputi:
  - a) kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a Peraturan ini, dan Emiten menjamin bahwa selama periode Sukuk kegiatan usaha yang mendasari penerbitan Sukuk tidak akan bertentangan dengan ketentuan angka 2 huruf a Peraturan ini.
  - b) Wali Amanat Sukuk mempunyai penanggungjawab atas pelaksanaan kegiatan perwaliamanatan yang mengerti kegiatan-kegiatan yang bertentangan dengan Prinsip-prinsip Syariah di Pasar Modal.
  - c) jenis Akad Syariah dan skema transaksi Syariah yang digunakan dalam penerbitan Sukuk.
  - d) ringkasan Akad Syariah atau Perjanjian berdasarkan Syariah yang dilakukan oleh para pihak.
  - e) sumber pendapatan yang menjadi dasar penghitungan pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
  - f) besaran nisbah pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.

- g) rencana jadwal dan tata cara pembagian dan atau pembayaran bagi hasil, margin, atau fee.
- h) Kemampuan Emiten untuk mengungkapkan kepada masyarakat hasil pemeringkatan Sukuk setiap tahun sampai dengan berakhirnya sukuk.

### **b. Saat Emisi**

Penawaran Umum obligasi atau sukuk pada saat emisi dapat dibedakan menjadi dua tahapan sebagai berikut

#### 1. Pasar Perdana (*Primary Market*)<sup>68</sup>

Penawaran Umum obligasi atau sukuk di Pasar Perdana terbagi dalam tahapan-tahapan sebagai berikut<sup>69</sup>:

##### a. Masa pengumuman dan pendistribusian prospektus

Setelah masa pendaftaran dinyatakan efektif oleh Bapepam, emiten mengumumkan prospektus ringkas melalui penjamin emisi dan sindikat penjamin emisi serta agen penjual kepada masyarakat melalui surat kabar. Selain itu, Penjamin emisi dan agen penjual juga menyediakan dan menyebarkan prospektus lengkap kepada pemodal.

##### b. Masa penawaran

Sindikasi penjamin emisi dan agen penjual akan melakukan penawaran kepada investor, baik investor perorangan ataupun lembaga. Pada masa

---

<sup>68</sup> Pasar perdana (*Primary market*) merupakan pasar modal yang memperdagangkan efek-efek atau sekuritas yang dijual untuk pertama kalinya (penawaran umum) sebelum efek-efek atau sekuritas tersebut dicatatkan dibursa. Sunariyah. *Op.cit.* hal. 13

<sup>69</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 101-104

penawaran ini investor memesan obligasi atau sukuk dengan cara mengisi formulir pemesanan yang telah disediakan penjamin emisi atau agen penjual.

c. Masa penjatahan

Penjatahan obligasi atau sukuk yang ditawarkan perlu dilakukan apabila permintaan terhadap obligasi atau sukuk tersebut melebihi yang ditawarkan oleh emiten. Hal ini berarti ada kemungkinan pihak investor yang memesan obligasi atau sukuk tidak memperoleh jatah sebanyak obligasi atau sukuk yang dipesan.

d. Masa pengambilan dana

Masa pengambilan dana merupakan kelanjutan dari masa penjatahan dimana tidak semua pesanan dapat dipenuhi. Pemodal atau investor mengambil kembali dananya sebagai akibat dari tidak terpenuhinya semua pesanan.

e. Masa penyerahan

obligasi atau Sukuk yang telah dipesan dan telah memperoleh kepastian untuk dipenuhi harus diserahkan penjamin emisi kepada investor melalui agen penjual.

## 2. Pasar Sekunder (*Secondary Market*)<sup>70</sup>

Tahapan Penawaran Umum sukuk di Pasar Sekunder meliputi<sup>71</sup>:

- a. Emiten mencatatkan (*listing*) sukuknya di Bursa Efek, setelah transaksi di Pasar Perdana selesai dilaksanakan.

---

<sup>70</sup> Pasar Sekeunder (*Secondary Market*) perdagangan efek atau sekuritas setelah melewati penawaran pada Pasar Perdana dan diperjualbelikan secara luas. Sunariyah. *Loc.cit.* Bursa Efek yang merupakan tempat bagi Pasar Sekunder dalam masalah perdagangan sukuk masih menjadi masalah dalam transaksi keuangan Islam. Hal ini karena transaksi jual beli sukuk yang dilakukan di Pasar Sekunder sama dengan jual beli utang yang diharamkan oleh mayoritas ulama karena sukuk yang diperjualbelikan belum habis masa jatuh temponya. Namun demikian, terdapat Pasar Sekunder untuk sukuk di Malaysia. Iggi H. Achsien. *Op.cit.* hal. 69

<sup>71</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 105-106

- b. Setelah pencatatan dilakukan emiten melalui penjamin emisi, barulah dapat dilakukan transaksi jual-beli sukuk di Bursa Efek.

### **c. Sesudah Emisi**

Adapun beberapa hal yang harus dilakukan oleh emiten sesudah dilakukan emisi obligasi atau sukuk adalah sebagai berikut<sup>72</sup>.

- a. Pembuatan laporan keuangan yang dibuat secara berkala, yakni laporan keuangan tahunan (maksimal 120 hari setelah tanggal penutupan laporan) dan laporan tengah tahunan (maksimal 60 hari setelah tanggal penutupan laporan).
- b. Pembayaran kupon (suku bunga)/bagi hasil/margin/fee secara teratur kepada pemegang obligasi atau sukuk
- c. Menyelenggarakan RUPO/RUPSukuk dengan pemberitahuan KTUR (Konfirmasi tertulis untuk RUPO/RUPSukuk) melalui KSEI (Kustodian Sentral Efek Indonesia).
- d. Memberikan laporan pengumuman kejadian material kepada pemegang obligasi atau sukuk lewat media masa yang meliputi:
  1. Informasi yang penting, yakni di antaranya rencana akuisi dan merger
  2. Adanya perubahan manajemen
  3. Adanya transaksi perusahaan yang material

Secara sederhana proses Penawaran Umum obligasi atau sukuk dapat dilihat dalam tabel berikut<sup>73</sup>:

---

<sup>72</sup> Sapto Rahardjo. *Op.cit* hal. 97

Sebelum Emisi		Emisi		Sesudah Emisi
Intern Perusahaan	Bapepam-LK	Pasar Perdana	Pasar Sekunder	Pelaporan
1. Rencana <i>go public</i> 2. RUPS 3. Menunjuk: <i>Underwriter</i> , profesi penunjang, dan lembaga penunjang 4. Mempersiapkan dokumen 5. Konfirmasi sebagai agen penjual oleh penjamin 6. Kontrak pendahuluan dengan Bursa Efek 7. Penandatanganan perjanjian 8. <i>Public expose</i>	1. Pernyataan Pendaftaran 2. Ekspose terbatas di Bapepam-LK. 3. Tanggapan atas: kelengkapan dokumen; kecukupan dan kejelasan informasi; keterbukaan (aspek hukum, akuntansi, keuangan, dan manajemen) 4. Komentar tertulis dalam waktu tertentu 5. Pernyataan Pendaftaran dinyatakan efektif	1. Penawaran oleh sindikasi penjamin dan agen penjual 2. Penjatahan kepada pemodal oleh sindikasi penjamin dan emiten 3. Penyerahan sukuk kepada pemodal	1. Emiten mencatatkan sukuknya di Bursa 2. Perdagangan obligasi/sukuk di Bursa	1. Laporan berkala (terdiri: laporan tahunan dan laporan semesteran) 2. Pembayaran kupon/bagi hasil/margin/fee secara periodic 3. Menyelenggarakan RUPU/RUPSukuk 4. Laporan kejadian penting dan relevan

## F. Hubungan Para Pihak dalam Penerbitan Sukuk

Hubungan hukum para pihak dalam penerbitan sukuk disini akan dilihat dari sudut pandang hubungan hukum muamalahnya di dalam Islam sebagai suatu konstruksi 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.<sup>74</sup>

<sup>73</sup> Andri Soemitra. *Bank & Lembaga Keuangan Syariah*. (Jakarta: Kencana, 2009) hal. 129

<sup>74</sup> A. Setiadi. *Op.cit.* hal. 49

Selain hal tersebut di atas, peran atau fungsi dari penjamin emisi efek juga meliputi beberapa hal sebagai berikut<sup>75</sup>:

1. membantu emiten mempersiapkan pernyataan pendaftaran berikut dokumen-dokumen pendukung;
2. 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;
3. melakukan penjaminan terhadap efek yang diemisikan
4. melakukan evaluasi terhadap kondisi perusahaan
5. menentukan harga efek bersama-sama dengan emiten
6. sebagai pembentuk pasar (*market maker*)<sup>76</sup> di Bursa Paralel<sup>77</sup>

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,

---

<sup>75</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 124

<sup>76</sup> 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.* hal. 172

<sup>77</sup> Bursa Pararel (*Over the Counter Market*) merupakan bursa di luar bursa efek dengan tata cara dan syarat yang lebih ringan dari tata cara dan persyaratan bursa efek. Ridwan Khairandy. *Loc.cit.*

dilihat dari segi peran penjamin emisi, antara penjamin emisi efek dengan emiten terdapat hubungan hukum yang berdasarkan kepada akad *wakālah* (perwakilan)<sup>78</sup>.

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*.<sup>79</sup> Jasa-jasa tersebut terdiri dari<sup>80</sup>:

1. Jasa manajemen (*management fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada penjamin pelaksana emisi.
2. Jasa penjaminan emisi (*underwriting fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada semua penjamin emisi secara proporsional.
3. Jasa penjualan (*selling fee*), yakni jasa yang dibayar emiten kepada agen penjual yang ditunjuk berdasarkan perjanjian yang dibuat

---

<sup>78</sup> *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 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) hal.41-43

<sup>79</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 4059

<sup>80</sup> Ridwan Khairandy. *Op.cit.* hal. 134

penjamin emisi dengan agen penjual yang besarnya disesuaikan dengan jumlah efek yang telah terjual.

## **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*.<sup>81</sup>

## **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).<sup>82</sup> Tugas pokok Wali Amanat adalah bertindak mewakili dan melindungi kepentingan pemegang sukuk.<sup>83</sup>

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

---

<sup>81</sup> *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 membangun sebuah rumah. Abu Ishaq Ibrahim bin ‘Ali bin Yusuf al-Fairuzabadi al-Syairazi. *Al-Muhadzdzab fi Fiqh al-Imām al-Syāfi’i*. (Beirut: Dar al-Fikr, tth) hal. 395

<sup>82</sup> lihat Undang-undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

<sup>83</sup> Gunawan Widjaja & Jono. *Op.cit.* hal. 86

ditawarkan kepada umum. Setelah penunjukkan Wali Amanat oleh emiten, maka antara emiten dengan Wali Amanat harus dibuat suatu perjanjian yang disebut dengan perjanjian perwaliamanatan.<sup>84</sup> 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.<sup>85</sup>

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.

Sebagaimana yang sudah dijelaskan jasa penanggungan (*guarantor*) 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

---

<sup>84</sup> *Ibid.* hal. 81

<sup>85</sup> *Ibid.* hal. 76

pertanggung jawaban ini dilaksanakan oleh bank atau lembaga keuangan bukan bank yang mempunyai reputasi sangat baik.<sup>86</sup> Dengan demikian, penjamin bukanlah hal yang diwajibkan atau diharuskan ada dalam penerbitan obligasi atau sukuk.

Sebagaimana yang bisa dilihat dari istilah ‘penjamin’ itu sendiri maka bentuk hubungan hukum antara emiten dan penjamin dari sudut pandang muamalah merupakan suatu bentuk *kafālah* (penjaminan)<sup>87</sup> dimana penjaminnya disebut dengan *kafīl* sedangkan yang dijamin disebut dengan *makfūl bihi*.

### **5. 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 *shāhib 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.

---

<sup>86</sup> *Ibid.* hal. 60

<sup>87</sup> Janji yang diberikan oleh seseorang (*kafīl*) kepada kreditur (*makfūl lahu*) untuk menjamin bahwa debitur (*makfūl bihi*) akan memberikan kepastian untuk membayar utang atau dendanya. Liaquat Ali Khan Niazi. *Islamic Law of Contract*. (Lahore: Research Cell, Dyal Sing Trust Library, tth) hal.276

### **G. Batasan-Batasan Sukuk dalam Pembiayaan**

Obligasi ataupun sukuk merupakan suatu bentuk instrumen pasar modal yang digunakan untuk pembiayaan. Namun demikian, sukuk tidak seperti obligasi yang bisa melakukan pembiayaan dalam berbagai bentuk kegiatan usaha. Sukuk terikat dengan batasan-batasan dalam melakukan pembiayaan sebagai suatu bentuk kepatuhan syariah sehingga tidak semua jenis atau kegiatan usaha bisa dilakukan pembiayaan dengan menerbitkan sukuk. 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 Syariah<sup>88</sup>:

- 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*)

---

<sup>88</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK Nomor: Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

- 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
- 4) 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 Syariah<sup>89</sup> yang meliputi<sup>90</sup>:

- 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.

---

<sup>89</sup> lihat Fatwa DSN-MUI No. 32 /DSN/IX/2002 tentang Obligasi Syariah

<sup>90</sup> lihat Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/IV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah

## BAB III

### SUKUK DALAM TINJAUAN FIQIH MUAMALAT

#### A. Sukuk dan Kemashlahatan

##### 1. Permasalahan Riba<sup>1</sup> dalam Obligasi Konvensional

###### a. Teori tentang Bunga dan Permasalahannya

Obligasi konvensional sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya merupakan suatu instrumen utang yang salah satu bentuk keuntungannya di dasarkan pada bunga<sup>2</sup>. Ada tiga unsur yang selalu berkaitan dengan masalah bunga yakni: (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

---

<sup>1</sup> Riba secara bahasa berarti “tambahan”. Abu Bakar bin Ibn al-‘Arabi. *Aḥkām al-Qur’ān*. (Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah, 2008) Juz. 1 edisi keempat. hal. 320. Sedangkan menurut istilah, sebagaimana pendapat Prof. Dr. ‘Umar bin Abd al-‘Aziz al-Matrak ketika menyimpulkan berbagai definisi ulama tentang riba, mendefinisikan riba sebagai tambahan yang dikhususkan dan tambahan terhadap hutang yang ditunda pembayarannya secara mutlak. ‘Umar bin Abd al-‘Aziz al-Matrak. *al-Ribā wa al-Mu’āmalāt al-Mashrafiyyah fī Nazhr al-Syarī’ah al-Islāmiyyah*. (Riyadh: Dar al-‘Ashimah, 1418 H) cet. III hal. 43. Dasar pelarangan dalam al-Qur’an disebutkan dalam surah al-Baqarah ayat 275 yang berbunyi;...”*Dan Allah menghalalkan jual beli serta mengharamkan riba...*” Abu Fuad al-Hafizh Ibn Katsir al-Dimasyqi. *Tafsīr al-Qur’ān al-‘Azhīm*. (Beirut: Dar al-Fikr, 1997) Juz. 1 hal. 360. Sedangkan dasar pelarangan riba berdasarkan sunah sebagaimana hadis Rasulullah yang diriwayatkan dari Abu Sa’id al-Khudri bahwa Rasulullah saw bersabda: “*Janganlah kalian menjual emas dengan emas kecuali semisal dengan semisalnya, dan janganlah kalian menambah sebagian atas sebagian yang lain. Janganlah kalian menjual uang dengan uang kecuali semisal dengan semisalnya, dan janganlah kalian menambah sebagian atas sebagian yang lain. Dan janganlah kalian menjual barang tersebut (emas dan uang) yang belum ada dengan kontan.*” (H. R. Muslim). Abu al-Husain Muslim bin al-Hajjaj al-Qusyairi al-Naisyaburi. *Shahīḥ Muslim*. (Beirut: Dar al-Fikr, 2007) juz. II hal. 40 Riba menurut ulama secara umum terbagai kepada dua jenis yakni; (1) riba al-nasi’ah atau riba jahiliyyah yaitu pinjam meminjam sejumlah harta yang ditentukan tempo pembayarannya disertai dengan syarat adanya tambahan akibat adanya penundaan dalam pembayarannya; (2) riba fadhhal yaitu suatu bentuk jual beli atau pertukaran dua jenis benda (barang) yang disertai adanya kelebihan atau tambahan pada salah satu benda (barang) tersebut. Muhammad ‘Ali al-Shabuni. *Rawā’i’u al-Bayān Tafsīr Ayāt al-Aḥkām min al-Qur’ān*. (Jakarta: Dar al-Kutub al-Islamiyyah, 2001) juz. 1 hal. 307

<sup>2</sup> Kata “bunga” seringkali disinonimkan dengan riba, sehingga jika berbicara tentang bunga dalam Islam tidak bisa dilepaskan dari berbicara tentang riba. Nicholas Dylan Ray. *Arab Islamic Banking and the Renewal of Islamic Law*. (London: Graham & Trotman, 1995) hal. 29

digunakan sekarang untuk waktu yang akan datang.<sup>3</sup> Masalah ini merupakan sesuatu yang muncul dari adanya hubungan antara konsep uang dan bunga dalam ekonomi konvensional. Bunga dalam ekonomi konvensional merupakan salah satu bentuk pendapatan modal (*income capital*) disamping selain sebagai keuntungan selain dari pada 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. Dengan demikian, setiap bunga bisa menjadi keuntungan namun tidak setiap keuntungan adalah bunga. Bunga maupun keuntungan tersebut memiliki dua fungsi yakni; (1) sebagai insentif untuk suatu penundaan kepuasan dan (2) sebagai upah terhadap suatu inovasi dan penanggungan suatu risiko.<sup>4</sup>

Teori Keynes tentang hubungan uang dan bunga mengakui sifat spekulatif tersebut. Menurut Keynes, ada tiga motif yang dapat mendorong seseorang untuk melakukan permintaan terhadap uang yakni: (1) motif transaksi (*the transactions motive*) yaitu permintaan uang untuk membeli barang dan jasa (2) motif pencegahan atau berjaga-jaga (*the precautionary motive*) yaitu permintaan uang untuk keadaan yang tidak menentu dan (3) motif spekulasi (*the speculative motive*) yaitu permintaan uang untuk digunakan di masa depan dan belum diketahui keuntungannya. Dari ketiga motif tersebut, hanya motif spekulasi yang berhubungan dengan tingkat bunga. Permintaan terhadap uang menurut Keynes akan meningkatkan tingkat bunga. Semakin besar jumlah uang yang tersedia

---

<sup>3</sup> Irfan UI Haq. *Op.cit.* hal. 121

<sup>4</sup> Karl E Case & Ray C. Fair. *Op.cit.* hal. 280

maka semakin turun tingkat bunganya, demikian sebaliknya semakin berkurang jumlah uang yang tersedia akan cenderung menaikkan tingkat bunga. Tingkat bunga dalam teori Keynes merupakan suatu bentuk analogi terhadap harga pada pasar bebas dimana tingkat bunga akan menjadi stabil pada posisi permintaan sama dengan penawaran.<sup>5</sup>

Apabila investasi pada obligasi dilakukan disaat tingkat bunga naik, maka akan dapat mengakibatkan kerugian *capital gain*. Sebaliknya, apabila tingkat bunga turun, permintaan terhadap obligasi akan naik, hal ini berarti harga obligasi akan meningkat. Investor akan mendapat keuntungan jika menjual obligasi tersebut. Seorang investor akan melakukan investasi pada saat harga obligasi turun dan akan menjual obligasi tersebut pada saat harga obligasi naik. Jadi, jumlah uang tunai untuk motif spekulasi tergantung pada harga atau tingkat bunga. Pada tingkat bunga turun, investor memperkirakan bahwa tingkat bunga akan segera naik, sehingga investor melakukan permintaan uang untuk menyiapkan diri terhadap penurunan harga obligasi. Sebaliknya, pada saat tingkat bunga tinggi, investor akan memperkirakan bahwa tingkat bunga akan segera turun dan harga obligasi akan naik, akibatnya permintaan uang akan menjadi menurun, sedangkan permintaan obligasi akan meningkat.<sup>6</sup> Hubungan antara permintaan uang, obligasi, dan tingkat bunga jelas merupakan sesuatu yang spekulatif. Keynes menggambarkan hubungan tersebut dengan penekanan motif spekulatif dalam memegang uang.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Dudley Dillard. *Op.cit.* hal. 160-161

<sup>6</sup> Sunariyah. *Op.cit.* hal. 88

<sup>7</sup> Adiwarmarman A. Karim. *Op.cit.* hal. 95

Selain itu bunga dalam ekonomi konvensional juga dihubungkan oleh faktor waktu. Frank E. Vogel dan Samuel L. Hayes misalnya mengilustrasikan pada transaksi kenaikan harga atau transaksi dengan pembayaran ditangguhkan lainnya, penjual memperkirakan potensi keuntungan yang akan dikorbankannya dengan memberikan barang selama jangka waktu yang ditentukan. Ia juga harus memperkirakan kemungkinan kegagalan (resiko tidak dibayar), atau pembeli melarikan diri sehingga ia perlu melibatkan pengadilan untuk mendapatkan pembayaran. Pembeli juga harus memperkirakan keuntungan yang dapat diperolehnya dengan menerima penggunaan barang sebelum pembayaran. Jumlah riil yang dimasukkan ke dalam kenaikan harga jual beli tersebut akan mewakili keseimbangan antara harga yang diminta dengan harga yang ditawarkan. Di dalam ekonomi konvensional, seperti inilah proses ditetapkannya beban bunga.<sup>8</sup>

Waktu dalam ekonomi konvensional memiliki harganya sendiri sehingga dikenal istilah “waktu adalah uang” (*time value of money*). Bagi ekonomi konvensional ada dua alasan yang menjadi dasar argumentasi konsep *time value of money*<sup>9</sup>:

---

<sup>8</sup> Frank E. Vogel & Samuel L. Hayes, III. *Hukum Keuangan Islam: Konsep, Teori dan Praktik* (penerjemah: M. Sobirin dkk). (Bandung: Nusamedia, 2007) hal. 245. Contoh yang dijelaskan oleh Frank E. Vogel & Samuel L. Hayes seperti tidak membedakan antara utang uang dan utang barang, padahal ada perbedaan antara kedua jenis utang tersebut. Utang yang terjadi karena pinjam meminjam uang tidak boleh ada tambahan, kecuali dengan alasan yang pasti dan jelas, seperti biaya materai, biaya notaris, dan studi kelayakan. Tambahan lainnya yang sifatnya tidak pasti dan tidak jelas, seperti inflasi dan deflasi, tidak diperbolehkan. Sedangkan untuk utang yang terjadi karena pembiayaan pengadaan barang harus jelas dalam satu kesatuan yang utuh atau disebut harga jual. Muhammad Syafi'i Antonio. *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktik*. (Jakarta: Gema Insani bekerja sama dengan Tazkia Cendikia, 2008) cet.XII. hal. 60. Contoh yang dijelaskan oleh Frank E. Vogel & Samuel L. Hayes lebih kepada utang yang bersifat pembiayaan barang, sehingga perkiraan-perkiraan yang disebutkan merupakan sesuatu yang belum pasti yang karenanya tidak dapat dijadikan sebagai justifikasi pembolehan bunga.

<sup>9</sup> Adiwarmanto A. Karim. *Ekonomi Makro Islami. Op.cit.* hal. 112

a. *Presence of Inflation*

Katakanlah tingkat inflasi 10% per tahun. Seseorang dapat membeli sepuluh potong celana dengan membayar seharga Rp 500.000,-. Namun apabila dia membeli tahun depan dengan harga yang sama maka ia hanya mendapat sembilan potong celana. Hal ini karena dia meminta kompensasi untuk hilangnya daya beli uangnya akibat inflasi.

b. *Preference present consumption to future consumption*

Secara umum, konsumsi saat ini lebih disukai daripada konsumsi pada masa yang akan datang. Misalkan tingkat inflasi nihil, sehingga uang Rp 500.000,- seseorang tetap dapat membeli sepuluh potong celana hari ini sama dengan tahun depan. Secara umum, menggunakan (mengonsumsi) sepuluh potong celana hari ini lebih disukai daripada menggunakan (mengonsumsi) pada tahun depan. Atas penundaan konsumsi tersebut, ia meminta kompensasi.

Namun demikian, tidak ada alasan yang kuat dari para ekonom konvensional mengapa bunga harus dibayarkan. Para ahli ekonomi klasik seperti Adam Smith, Ricardo, dan lain-lain menganggap bunga sebagai ganti rugi yang dibayarkan si peminjam dengan menggunakan uang dari pihak yang meminjamkan. Tetapi para penganut mazhab ini tidak menjelaskan bagaimana hubungan antara laba yang kemungkinan berubah dengan bunga yang bersifat tetap. Ekonom klasik yang lain melihat dari sudut penyediaan modal. Senior menjelaskan bahwa pandangan penyediaan modal atau tabungan memerlukan pengorbanan dan penahanan diri. Tetapi ide menahan diri tersebut juga dikritik dengan argumen bahwa hal ini

mengesankan adanya ketidaksenangan yang tegas, sekalipun banyak orang kaya menabung tanpa kegelisahan sedikitpun. Marshall mengganti istilah ‘menahan diri’ dengan ‘menunggu’. Menurutnya, bila seseorang menabung, dia bukan berarti tidak menggunakan konsumsi untuk selamanya, tetapi hanya menunda konsumsi sekarang untuk waktu yang akan datang. Suatu rangsangan sangat diperlukan untuk mendorong penundaan semacam itu atau menunggu, dan rangsangan untuk itu adalah bunga. Hal ini juga menjadi keliru karena tidak mungkin untuk mengembangkan kriteria seragam untuk menilai harga ‘menunggu’. Selain itu, hal itu juga mengabaikan segi permintaan, karenanya bersifat berat sebelah dan tidak lengkap.<sup>10</sup> Kenyataan lainnya, kreditor hanya akan meminjamkan uang berlebih dari yang ia perlukan. Oleh karenanya, ia tidak boleh menuntut imbalan terhadap sesuatu yang tidak dilakukannya tersebut.<sup>11</sup>

Teori Produktivitas memandang produktivitas sebagai suatu sifat yang terkandung dalam modal, oleh karenanya adanya bunga disebabkan modal menghasilkan produksi yang lebih besar daripada bila tanpa modal. Namun hal ini juga keliru karena jika bunga harus dibayar karena produktivitas modal maka bunga tersebut harus berubah karena produktivitas itu sendiri cenderung berbeda dari satu industri ke industri lainnya, di negara yang sama pada suatu masa tertentu. Selain itu, pinjaman konsumsi tidak dianggap produktif, namun bunganya harus dibayar. Hal ini menimbulkan ketidakjelasan mengapa bunga tertentu harus dibayar.<sup>12</sup>

---

<sup>10</sup> M. Abdul Mannan. *Teori dan Praktek; Ekonomi Islam* (penerjemah: M. Nastangin). (Yogyakarta: PT Dana Bhakti Wakaf, 1997) hal. 121-122

<sup>11</sup> Muhammad Syafi'i Antonio. *Op.cit.* hal. 70

<sup>12</sup> M. Abdul Mannan. *Op.cit.* hal. 122

Aliran ekonomi Austria seperti Bohm-Bawerk memasukkan ide mengenai preferensi waktu dalam menjelaskan mengapa bunga dibayarkan. Menurutnya bunga menjadi ada karena orang lebih menyukai barang pada waktu yang akan datang, dan karena kepuasan di masa itu, kalau dinilai dengan pendirian waktu sekarang, mengalami diskonto, maka bunga adalah diskonto harga. Bohm-Bawerk memberikan tiga alasan tentang mengapa orang lebih menyukai kepuasan sekarang dibandingkan dengan kepuasan yang akan datang: (1) pandangan rendah terhadap perspektif masa depan; (2) kelangkaan relatif barang sekarang dibandingkan dengan barang di masa yang akan datang; dan (3) keunggulan teknik atas barang di masa yang akan datang. Namun seorang ahli ekonomi Amerika, Irving Fisher, tidak sependapat dengan dalil ketiga yang dikemukakan oleh Bohm-Bawerk. Menurutnya keunggulan teknis barang di masa sekarang ini merupakan khayalan dan sebenarnya adalah suatu bentuk tersendiri dari teori produktivitas. Keynes mengkritik teori ini dengan alasan bahwa imbalan tidak perlu dibayarkan kepada siapa pun karena menabung. Menurutnya orang menabung apabila penghasilan dan tingkat hidupnya memungkinkan berbuat demikian atau untuk persediaan di masa sulit. Dengan demikian menabung merupakan tindakan sukarela sehingga tidak memerlukan imbalan. Walaupun Keynes berbeda pendapat dengan kedua ekonom sebelumnya, namun sedikit banyak teorinya tersebut analog dengan teori bunga Bohm-Bawerk dan Irving Fisher. Apa yang dinamakan Bohm-Bawerk pandangan rendah perspektif masa depan dan disebut Fisher preferensi waktu, disebut oleh Keynes kecenderungan untuk mengkonsumsi. Semuanya menunjukkan preferensi barang sekarang

daripada barang di masa yang akan datang.<sup>13</sup> Baik teori preferensi waktu yang dikemukakan oleh Bohm-Bawerk ataupun juga Irving Fisher juga mengandung kekeliruan. Karena kenyataan menunjukkan bahwa orang menahan keinginannya di masa kini demi untuk memenuhi keinginan masa depan, padahal mereka tidak dapat memperkirakan apa yang akan terjadi pada masa yang akan datang. Manusia mengupayakan berbagai cara untuk meraih masa depan yang lebih baik.<sup>14</sup>

#### b. Riba dan Obligasi

Untuk melihat permasalahan obligasi dari segi hukum muamalah, maka ada baiknya untuk menganalisis pendapat ulama dewasa ini yang menyikapi permasalahan obligasi dan sertifikat investasi. Dalam menyikapi permasalahan tersebut, setidaknya ulama ini terbagi kepada tiga pendapat sebagai berikut<sup>15</sup>:

1. Ulama yang berpendapat bahwa obligasi dan sertifikat investasi merupakan instrumen keuangan yang tidak diperbolehkan (diharamkan) dengan tidak membedakan jenis obligasi ataupun sertifikat investasi tersebut. Pendapat ini merupakan pendapat kebanyakan ulama di antaranya Syaikh Syaltut, Dr. Muhammad Yusuf Musa, Dr. Muhammad Ustman Syabir, Dr. Yusuf Qardhawi, Dr. Abdul Aziz al-Khiyat, dan Dr. Ali al-Salusi. Ulama tersebut mendasarkan dalilnya pada dua alasan sebagai berikut:

---

<sup>13</sup> *Ibid.* hal. 122-124

<sup>14</sup> Muhammad Syafi'i Antonio. *Op.cit.* hal. 74-75

<sup>15</sup> Muhammad Shabri Harun. *Aḥkām al-Amwāl al-Māliyyah: Al-Asham wa al-Sanadāt; Dhawābith al-Intifā' wa al-Tasharruf bihā fī al-Fiqh al-Islāmī.* (Yordania: Dar al-Nafa'is, 1999) hal. 249-253

- a) Obligasi merupakan bentuk pinjam meminjam baik secara persekutuan atau perorangan yang didasarkan kepada suatu waktu dengan disertai adanya keuntungan yang disyaratkan dan ditetapkan.
  - b) Obligasi suatu bentuk yang menyerupai bentuk deposito pada bank konvensional dengan menentukan adanya keuntungan. Deposito tersebut tidak dimaksudkan agar bank menjaga simpanan tersebut sebagaimana dalam perjanjian amanah, melainkan menggunakan simpanan tersebut untuk dikembangkan secara khusus disertai tanggung jawab untuk mengembalikannya pokok dan tambahannya.
2. Ulama yang berpendapat bahwa sertifikat investasi<sup>16</sup> merupakan sesuatu yang diperbolehkan syara' dan keuntungan yang diperoleh dari obligasi tersebut adalah keuntungan yang halal. Ulama berpendapat sebagaimana tersebut antara lain Syaikh Ali al-Khafif, Dr. Muhammad Sayid Thanthawi, Prof. Dr. Ahmad Syulbi, Syaikh Muhammad Salam Madkur, Syaikh Abdul Azhim Barkah, Syaikh Al-Ghazali, Syaikh Abdul Mun'im al-Namr, Syaikh Muhammad Abduh, dan Prof. Abdul Wahab Khalaf.

---

<sup>16</sup> Ada tiga bentuk sertifikat investasi, yakni;

1. sertifikat investasi dengan tempo sepuluh tahun. Sebelum jatuh tempo pemegang sertifikat tersebut tidak boleh mengambil nilai sertifikat tersebut. Apabila telah jatuh tempo maka pemegang sertifikat tersebut berhak atas nilai sertifikat tersebut dan ditambah dengan keuntungan yang disepakati
2. sertifikat investasi yang memberikan kepada pemegangnya keuntungan yang nyata setiap tahun atau setiap enam bulan secara terus menerus dengan ketentuan pengembalian nilai sertifikat apabila telah jatuh tempo.
3. sertifikat investasi dengan persentasi yang keuntungannya disesuaikan dengan persentasi modalnya sebagai suatu bagian sehingga keuntungan yang diperoleh oleh pemegang sertifikat tersebut tidak tetap. *Ibid.* hal. 238

Ulama tersebut mendasarkan dalilnya dengan alasan-alasan sebagai berikut:

- a) Sertifikat investasi merupakan suatu bentuk akad mudharabah sehingga hukumnya dibolehkan menurut syara'.
- b) Sertifikat investasi merupakan suatu bentuk muamalah yang ada di zaman modern ini yang memberikan manfaat baik kepada perorangan maupun orang banyak, dan asal dari muamalah itu adalah halal selama muamalah itu memberikan manfaat.
- c) Sertifikat investasi yang dibeli oleh seseorang adalah dengan niat membantu negara untuk mempercepat pertumbuhan dan menopang kekurangan, dimana negara melaksanakan hal tersebut dengan memberikan keuntungan kepada pemegang sertifikat tersebut. Sertifikat investasi ini merupakan suatu bentuk *wadī'ah* (penitipan/deposito) yang disertai adanya izin dari pemegangnya untuk mengembangkan sejumlah nilai atau modal dari sertifikat tersebut dan hal ini tidak sama dengan pinjaman sebagaimana yang dilakukan di bank.
- d) Keuntungan yang didapat oleh pemegang sertifikat investasi tersebut merupakan bentuk suatu bentuk kompensasi atau hadiah.
- e) Transaksi tersebut didasarkan pada asas saling ridha di antara kedua belah pihak. Adanya saling ridha tersebut menjadikan transaksi tersebut dibolehkan.

- f) Adanya batasan keuntungan merupakan suatu hal yang sifatnya *darūri* (darurat) karena banyaknya manusia di zaman sekarang ini yang mungkin saja berbuat curang atau perbuatan tercela lainnya sehingga pembatasan tersebut tergolong suatu bentuk kemaslahatan.
3. Ulama yang berpendapat bahwa tidak semua sertifikat investasi diharamkan. Ada jenis sertifikat investasi yang diperbolehkan, yakni sertifikat investasi dengan persentasi. Ulama tersebut mendasarkan dalilnya dengan alasan sebagai berikut:
- a) sertifikat investasi dengan persentasi memberikan manfaat yang nyata baik untuk perorangan maupun orang banyak, sehingga hal ini merupakan kemaslahatan yang jelas sedangkan kemafsadatannya masih diragukan. Adapun hukum tidak dapat didasarkan pada sesuatu yang masih diragukan
  - b) sertifikat investasi dengan persentasi termasuk dalam wilayah perjanjian dengan suatu persentasi yang diperbolehkan oleh sebagian fuqaha.

Perbedaan pendapat ulama yang telah disebutkan terjadi hanya dalam masalah sertifikat investasi. Pendapat ulama golongan pertama lebih kepada menyamakan antara obligasi dan sertifikat investasi. Sementara pendapat ulama golongan kedua dan ketiga membedakan antara obligasi dan sertifikat investasi. Bagi ulama golongan kedua dan ketiga sertifikat investasi lebih mirip kepada *mudharabah*, sehingga mereka memperbolehkannya. Dengan demikian dapat

disimpulkan, bagi golongan kedua dan ketiga obligasi tetap merupakan hal yang tidak diperbolehkan dalam Islam karena obligasi didasarkan pada perjanjian utang piutang. Hal ini sebagaimana yang dikemukakan oleh Dr. Asyraf Muhammad Dawabah bahwa semua jenis obligasi konvensional diharamkan oleh syara'<sup>17</sup>, namun sertifikat investasi termasuk hal yang diperbolehkan.<sup>18</sup> Oleh karenanya obligasi merupakan instrumen keuangan yang diharamkan oleh hampir semua ulama.

Untuk melihat apakah obligasi tergolong pada transaksi yang mengandung riba atau tidak dapat digunakan ketentuan-ketentuan mengenai riba yang dijelaskan oleh Imran Ahsan Khan Nyazee. Menurutnya dalam kitab-kitab fikih klasik disebutkan ada ketentuan-ketentuan yang harus dipenuhi sebelum suatu transaksi digolongkan sebagai transaksi yang mengandung riba. Ketentuan-ketentuan tersebut antara lain<sup>19</sup>:

1. Suatu transaksi yang mengandung riba merupakan pertukaran dua nilai yang berbeda (*counter-value*).
2. Riba dianggap ada ketika kepemilikan atas barang yang dipertukarkan beralih kepada pihak lainnya.
3. Riba terdapat di dalam pertukaran barang yang sama atau spesies dari genus yang sama.
4. Kelebihan terjadi kepada pihak lain baik dalam satu item maupun dalam kedua item yang dipertukarkan.

---

<sup>17</sup> Asyraf Muhammad Dawabah. *Op.cit.* hal. 173

<sup>18</sup> *Ibid.* hal. 177

<sup>19</sup> Imran Ahsan Khan Nyazee. *Fikih Korporasi; Membincang Hukum Organisasi Bisnis Islam. Op.cit.* hal. 237-238

Setelah memaparkan ketentuan-ketentuan tentang riba tersebut, selanjutnya diberikan suatu perumpamaan dalam contoh sebagai berikut<sup>20</sup>.

1. Diumpamakan bahwa memberikan A Rp 100.000,- kepada B dengan akad *mudhārabah*. B bekerja dengan uang itu selama satu tahun dan memperoleh keuntungan sebesar Rp 40.000,-, yang disepakati untuk dibagi dengan A dengan nisbah masing-masing 50%. Kerjasama *mudhārabah* berakhir setelah setahun dan B mengembalikan sebesar Rp 120.000,- kepada A. Dalam hal ini terdapat pertukaran mata uang dengan penundaan selama setahun. Lebih jauh, kelebihan sebesar Rp 20.000,- diberikan kepada A. Hal seperti ini seharusnya diharamkan seperti halnya pertukaran mata uang lainnya dengan penundaan dan kelebihan, namun tidak demikian.
2. diumpamakan A dan B membentuk persekutuan (*musyārahah*) dan masing-masing memberikan kontribusi modal sebesar Rp 100.000,- dengan syarat keuntungan tersebut akan dibagi secara rata. Dana terkumpul dipegang oleh B, yang menjadi manajer. Setelah satu tahun diperoleh keuntungan sebesar Rp 40.000,-. Setelah persekutuan berakhir, B memberikan Rp 120.000,- kepada A. Dari kasus ini berarti A memberikan Rp. 100.000,- kepada B, dan setelah berakhir persekutuan B memberikan Rp 120.000,-. Dalam hal ini terjadi pertukaran mata uang dengan penundaan dan kelebihannya diberikan

---

<sup>20</sup> *Ibid.* hal. 252-254

setelah selesai persekutuan. Transaksi ini serupa dengan yang pertama, dan mestinya tidak diperbolehkan, namun tidak demikian.

3. Kasus ketika ini adalah kasus transaksi pinjaman. A memberikan Rp 100.000,- kepada B (yang tidak memiliki dana) dengan syarat B akan mengembalikan uang itu setelah setahun ditambah 50% dari keuntungan yang diperoleh. B memperoleh keuntungan Rp 40.000,- dan memberikan kepada A sebesar Rp 120.000 setelah setahun. Dalam transaksi ini juga terjadi pertukaran mata uang dan setelah masa penundaan ada kelebihan yang diberikan kepada A. Dengan demikian tidak ada perbedaan antara transaksi ini dengan dua transaksi di atas, namun transaksi seperti ini diharamkan.

Dalam setiap kasus yang dikemukakan di atas, terjadi pertukaran uang dan setelah penundaan, kelebihan dan modal yang ditanamkan tersebut diberikan kepada investor, namun ada hal yang menyebabkan terjadinya pembolehan dan larangan dalam kasus-kasus tersebut. Untuk menyelesaikannya digunakanlah ketentuan-ketentuan mengenai riba. Ketentuan pertama mengetakan bahwa dalam transaksi nilai yang berbeda. Ketentuan ini telah terpenuhi dalam setiap kasus. Ketentuan kedua mensyaratkan bahwa barang-barang yang dipertukarkan harus berupa barang dari spesies/jenis yang sama. Syarat ini juga telah dipenuhi dalam setiap kasus, sebab semua transaksi dilakukan dengan rupiah. Ketentuan ketiga mensyaratkan agar kepemilikan atas barang-barang yang dipertukarkan tidak berpindah kepada pihak lain. Dua kasus pertama telah memenuhi persyaratan ini, sebab kepemilikan tidak berpindah kepada pihak lain. *Mudhārib* dan manajer

memegang dana atas nama investor (*shāhib al-māl*) sebagai agen dan investor masih berstatus sebagai pemilik uang itu. Namun dalam kasus ketiga tidak memenuhi persyaratan ini, sebab kepemilikan telah berpindah kepada pihak lain. Ketika pinjaman diberikan kepada pihak lain, maka kepemilikan selalu berpindah kepada peminjam dan pembayaran kembali menjadi sebuah tanggung jawab. Kasus ketiga dengan demikian merupakan kasus riba.<sup>21</sup>

Dalam masalah obligasi, struktur perjanjian yang menjadi dasarnya adalah perjanjian pinjam meminjam dengan bunga sebagai keuntungannya. Jika dilihat dari ketentuan-ketentuan mengenai riba, maka obligasi memenuhi ketentuan-ketentuan tersebut. Masalah obligasi mirip dengan kasus ketiga yang disebutkan di atas, dengan demikian obligasi tergolong riba.

## **2. Sukuk sebagai Suatu Kemashlahatan**

### **a. Pendekatan *Ushūl al-Fiqh***

Sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya bahwa obligasi dari segi hukum Islam tergolong sebagai bentuk transaksi yang mengandung riba, namun demikian pada sisi yang lain obligasi di zaman modern ini telah menjadi suatu kebutuhan bagi suatu perusahaan atau institusi yang memerlukan modal untuk pembiayaan. Modal merupakan unsur penting dalam setiap kegiatan bisnis di zaman modern ini, namun tidak dapat dipungkiri bahwa tidak semua perusahaan atau institusi dapat memenuhi kebutuhan akan modal tersebut sehingga memerlukan pembiayaan atau pinjaman dari pihak lain untuk mencukupi kebutuhan akan modal tersebut. Obligasi menjadi salah satu cara bagi perusahaan

---

<sup>21</sup> *Ibid.* hal. 254-253

atau institusi yang kekurangan modal untuk mencukupi kekurangan atau kebutuhan akan modal tersebut. Dengan demikian urgensi obligasi sebagai suatu kebutuhan terhadap modal atau pembiayaan menjadi suatu yang sifatnya kemashlahatan. Apalagi dalam konteks negara di mana suatu negara memerlukan dana untuk kelangsungan kegiatan-kegiatan negara yang tentunya berhubungan langsung dengan upaya peningkatan kesejahteraan masyarakatnya. Dalam konteks ini nyatalah bahwa obligasi sebagai alternatif pembiayaan menjadi hal sulit untuk bisa dihindari, namun demikian hal ini tidaklah merubah ketentuan diharamkannya obligasi sebagai instrumen keuangan yang memiliki unsur riba selama masih ada alternatif lain yang dapat menjadi alternatif dari obligasi tersebut.

Sekarang ini sukuk dianggap sebagai instrumen keuangan islami yang menjadi alternatif dari obligasi yang mengandung unsur riba. 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 sukuk. Dengan demikian sukuk merupakan suatu yang sifatnya kemashlahatan.

Kemashlahatan sukuk tersebut harus dilihat dari segi *maqāshid al-syarī'ah* (tujuan-tujuan hukum). Syatibi merumuskan tiga hal pokok dalam *maqāshid al-syarī'ah* tersebut, yakni *dharūriyyāt* (kebutuhan pokok/primer), *hājiyyāt* (kebutuhan biasa/sekunder), dan *taḥsīniyyāt* (kebutuhan penyempurna/tertier).<sup>22</sup> Tujuan dari ketiga hal pokok tersebut adalah untuk memastikan tujuan utama

---

<sup>22</sup> Muhammad Khalid Masud. *Islamic Legal Philosophy; A Study of Abu Ishaq Al-Shatibi's Life and Thought*. (Islamabad: Islamic Research Institute, 1984) hal. 226

yang berupa kemashlahatan umum kaum muslimin, baik di dunia maupun di akhirat, terwujud dengan cara yang terbaik.<sup>23</sup> *Dharūriyyāt* yakni sesuatu yang harus ada untuk menjaga lima hal pokok yakni, *hifzh al-dīn* (menjaga agama), *hifzh al-nafs* (menjaga jiwa), *hifzh al-‘aql* (menjaga akal), *hifzh al-nasl* (menjaga keturunan), dan *hifzh al-māl* (menjaga harta). *Hājjiyyāt* yakni sesuatu hal yang tidak mengharuskan terpenuhinya lima hal pokok, namun menjadi kesulitan apabila hal tersebut tidak terpenuhi, maka diperintah untuk memenuhi ketentuannya karena adanya kebutuhan manusia untuk menghilangkan kesulitan tersebut. *Tahsīniyyāt* yakni hal yang apabila tidak dilaksanakan tidak akan menyebabkan kesulitan apapun, namun hal tersebut hanya sebagai upaya memelihara prinsip untuk melakukan hal yang baik dan menjauhi hal yang kurang baik, yang disertai dengan kemuliaan akhlak dan kebaikan perilaku atau kebiasaan.<sup>24</sup>

Sukuk sebagai instrumen keuangan alternatif telah menjadi suatu kemashlahatan yang bersifat *dharūriyyāt* jika ditinjau dari dua segi sebagai berikut:

1. Sukuk sebagai instrumen keuangan memiliki fungsi yang sangat penting dalam upaya suatu perusahaan atau institusi yang kekurangan dana untuk melakukan kegiatan usahanya dengan cara menerbitkan sukuk untuk menutupi kekurangan dana tersebut. Apalagi hal ini jika dilihat dari konteks negara. Kebutuhan akan modal untuk melakukan

---

<sup>23</sup> Wael B. Hallaq. *Sejarah Teori Hukum Islam; Pengantar untuk Usul Fiqh Mazhab Suni* (penerjemah: E. Kusnadiningrat & Abdul Haris bin Wahid). (Jakarta: PT RajaGrafindo Persada, 2001) cet. II hal. 247-248

<sup>24</sup> Muhammad Sa'id Ramadhan al-Buthi. *Dhawābith al-Mashlahah fi al-Syarī'ah al-Islāmiyyah*. (Damaskus: Mu'assasah al-Risalah, 1973) edisi. II hal 110-111

pembiayaan dalam suatu kegiatan usaha dewasa ini telah menjadi suatu kebutuhan mengingat tidak semua perusahaan bisa memenuhi kebutuhan akan modal tersebut untuk melakukan ekspansi bisnisnya. Baik dalam konteks sukuk yang diterbitkan oleh negara ataupun korporasi yang melakukan kegiatan usahanya pada negara tertentu, akan berdampak terhadap upaya peningkatan kesejahteraan masyarakat negara tersebut.

2. Sukuk sebagai kebutuhan terhadap instrumen keuangan yang berdasarkan pada prinsip-prinsip syariah menjadi alternatif bagi obligasi yang berunsur riba. Jika obligasi telah menjadi kebutuhan dalam upaya memenuhi kebutuhan akan modal yang sulit dihindari oleh sebagian pelaku usaha, maka sudah seharusnya sukuk menjadi alternatif lain dari obligasi tersebut sehingga menjadi instrumen keuangan yang halal bagi pelaku usaha muslim karena pelaku usaha muslim pun sulit untuk menghindar dari upaya pemenuhan kebutuhan akan modal ketika terjadi kekurangan modal dalam melakukan kegiatan usaha.

Selain itu, etika konstruksi sukuk terhadap aspek pencapaian tujuan hukum (*maqāshid al-syari'ah*) yang bermuara pada menghindari kemafsadatan dan mencapai kemashlahatan harus selalu menjadi pertimbangan yang melandasi dibentuknya suatu hukum. Rambu-rambu larangan atau batasan-batasan sukuk sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya setidaknya sudah dapat mencapai empat dari lima tujuan syariah dalam perkara yang daruriyat yakni *hifz al-dīn*

(memelihara agama) dengan mentaati untuk tidak melakukan larangan-larangan tersebut, *hifz al-nafs* (memelihara jiwa) dan *hifz al-'aql* (memelihara akal) dengan tidak mengonsumsi barang yang diharamkan dan merusak baik untuk kesehatan jiwa maupun akal seperti minum-minuman keras dan makanan yang mengandung zat-zat yang berbahaya, serta *hifz al-māl* (memelihara harta) dengan tidak melakukan transaksi atau kegiatan yang bersifat gharar, maysir, tadtis, riba, dan maksiat sehingga harta yang diperoleh adalah harta yang halal lagi mengandung kebaikan.

Legitimasi Sukuk juga dapat ditinjau dari segi penerapan kaidah-kaidah fiqh (*qawā'id al-fiqhiyyah*). Setidaknya ada empat kaidah yang bisa digunakan untuk meligitimasi sukuk sebagai berikut.

1. *"Pada dasarnya, segala sesuatu boleh dilakukan kecuali ada dalil yang mengharamkannya".*<sup>25</sup> Makna dari kaidah ini adalah bahwa segala sesuatu yang ada di bumi dibolehkan untuk manusia yang mencakupi makanan, minuman, permasalahan transaksi dan lain sebagainya selama hal tersebut dapat memberikan manfaat dan tidak mengandung mudharat. Hal tersebut tidaklah dilarang selama tidak ada nash yang melarangnya.<sup>26</sup> Kaidah ini mencakupi permasalahan akad-akad dan muamalat dizaman modern selama akad dan muamalat tersebut tidak mengandung unsur riba, kebohongan, mudharat, dan

---

<sup>25</sup> Jalal al-Din 'Abd al-Rahman bin Abi Bakr al-Suyuthi. *Al-Asybah wa al-Nazhā'ir fi Qawā'id wa Furu' Fiqh al-Syāfi'iyyah*. (Beirut: Dar al-Kutub al-'Ilmiyyah, 2007) cet.III hal. 132

<sup>26</sup> Shalih bin Ghanim al-Sadlan. *Al-Qawā'id al-Fiqhiyyah al-Kubra wa mā Tafarra' 'anhā*. (Riyadh: Dar Balnasiyyah, 1417 H) hal. 128

ketidakpastian.<sup>27</sup> Sukuk merupakan suatu bentuk muamalat yang ada di zaman modern ini. Berdasarkan kaidah ini sukuk diperbolehkan selama tidak mengandung unsur riba, kebohongan, mudharat, dan ketidakpastian.

2. *“Kesulitan dapat menarik kemudahan”*.<sup>28</sup> Sukuk sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya sangat dibutuhkan oleh perusahaan atau instansi dalam upaya memenuhi kebutuhan akan modal mengingat tidak semua perusahaan atau instansi tersebut dapat memenuhi kebutuhan modal tersebut. Tanpa usaha menerbitkan sukuk, perusahaan atau instansi tersebut mungkin akan kesulitan untuk memenuhi kebutuhan modalnya, sehingga sukuk diperbolehkan karena akan memudahkan pemenuhan akan modal selama tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.
3. *“Keperluan dapat menduduki posisi darurat”*.<sup>29</sup> Jika sukuk telah menjadi suatu kebutuhan yang sebagaimana yang telah dijelaskan, dengan demikian sukuk dapat menduduki posisi darurat sehingga dibolehkan selama tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah
4. *“Suatu yang menjadi kebiasaan di antara orang yang melakukan transaksi maka menjadi syarat di antara mereka”*.<sup>30</sup> Sukuk sebagai suatu bentuk transaksi modern tentu tidak terlepas dari pengaruh perkembangan transaksi modern tersebut. Selama bentuk transaksi

---

<sup>27</sup> *Ibid.* hal. 134-135

<sup>28</sup> Jalal al-Din ‘Abd al-Rahman bin Abi Bakr al-Suyuthi. *Op.cit.* hal. 157

<sup>29</sup> *Ibid.* hal. 190

<sup>30</sup> Shalih bin Ghanim al-Sadlan. *Op.cit.* hal. 460

modern tersebut tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, maka hal tersebut diperbolehkan.

#### b. Pendekatan Asas-asas Akad Muamalat

Selain menggunakan pendekatan *ushūl al-fiqh*, sukuk juga dapat dilihat dari pendekatan asas-asas akad muamalat. Asas-asas akad muamalat merupakan hal yang mendasari adanya dan diterimanya suatu jenis akad. Pendekatan dengan asas-asas akad muamalat tersebut menjadi penting dikarenakan sukuk mendasarkan konstruksinya pada akad-akad muamalat. Dengan demikian dalam akad atau perjanjian yang menjadi dasar konstruksi sukuk harus terkandung asas-asas muamalat tersebut sehingga sukuk dapat diterima. Asas-asas akad dalam Islam menurut Prof. DR. Syamsul Anwar M.A. terdiri dari delapan asas sebagai berikut<sup>31</sup>:

##### a. Asas kebolehan (*Mabda' al-Ibahah*)

Asas kebolehan merupakan suatu asas umum hukum dalam bidang muamalat secara umum. Asas ini dirumuskan dalam suatu kaidah "*pada asasnya segala sesuatu itu boleh dilakukan sampai ada dalil yang melarangnya*". Asas ini menjadi dasar yang fundamental dan menjadikan konstruksi akad dalam Islam menjadi fleksibel selama akad tersebut tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Sukuk berdasarkan asas ini dapat diterima selama sukuk tidak mengandung unsur-unsur yang bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah.

---

<sup>31</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit* hal. 83-92

b. Asas kebebasan berakad (*Mabda' Hurriyyah al-Ta'aqud*)

Hukum Islam mengakui adanya kebebasan berakad, yaitu suatu prinsip hukum yang menyatakan bahwa setiap orang dapat membuat akad jenis apa pun tanpa terikat kepada nama-nama akad yang sudah ada dalam ketentuan-ketentuan syariah dan memasukkan klausul apa saja ke dalam akad yang dibuatnya itu sesuai dengan kepentingan sejauh tidak berakibat makan harta sesama dengan jalan yang batil. Berdasarkan asas ini, akad-akad muamalat yang digunakan sebagai suatu konstruksi sukuk dapat dibuat dan dilakukan oleh setiap orang yang memenuhi persyaratan untuk melakukan perjanjian.

c. Asas kesepakatan (*Mabda' al-Radha'iyah*)

Asas kesepakatan menyatakan bahwa untuk terbentuknya suatu akad cukup dengan tercapainya kata sepakat antara para pihak tanpa perlu dipenuhinya formalitas-formalitas tertentu. Dalam hukum Islam pada umumnya akad itu bersifat konsensual. Selain itu asas ini juga mengandung makna bahwa tidak boleh ada cacat kehendak dan pemaksaan dalam melakukan perjanjian.<sup>32</sup> Berdasarkan asas ini, perjanjian sukuk harus didasarkan pada kesepakatan dengan disertai keridhaan di antara para pihak.

d. Asas akad itu mengikat

Akad yang dibuat oleh para pihak akan mengikat para pihak tersebut untuk memenuhi isi akad tersebut. Demikian halnya dalam perjanjian sukuk menuntut para pihak yang terlibat dalam perjanjian tersebut untuk memenuhi isi perjanjian yang telah disepakati.

---

<sup>32</sup> Ahmad Muhammad al-'Assal & Fata Ahmad 'Abd al-Karim. *al-Nazha'ir al-Iqtishād fī al-Islām; Mabādiuhu wa Ahdāfuhu*. (al-Qahirah: Maktabah Wahbah, 2000) hal. 143

e. Asas keseimbangan (*Mabda' al-Tawazun fi al-Mu'awadhah*)

Hukum perjanjian Islam menekankan perlunya keseimbangan, baik keseimbangan antara apa yang diberikan dan apa yang diterima maupun keseimbangan dalam memikul risiko. Berdasarkan asas ini, sukuk sebagai instrumen keuangan dengan orientasi profit harus mengupayakan adanya pembagian yang proporsional di antara para pihak sehingga tidak ada yang merasa dirugikan.

f. Asas kemashlahatan (tidak menyulitkan atau memberatkan)

Dengan asas kemashlahatan dimaksudkan bahwa akad yang dibuat oleh para pihak bertujuan untuk mewujudkan kemashlahatan bagi mereka dan tidak menimbulkan kerugian (*mudhārat*) atau keadaan memberatkan (*masyaqqah*). Berdasarkan asas ini, perjanjian sukuk harus mengupayakan adanya manfaat bagi para pihak yang terlibat.

g. Asas amanah

Dengan asas amanah dimaksudkan agar masing-masing pihak haruslah beriktikad baik dalam melaksanakan transaksi atau janjinya dengan pihak lainnya dan tidak dibenarkan salah satu pihak mengeksploitasi ketidaktahuan pihak lainnya. Dengan demikian, dalam perjanjian sukuk keterbukaan para pihak menjadi sesuatu hal yang penting. Tidak dibenarkan salah satu pihak menyembunyikan sesuatu yang dapat merugikan pihak lainnya.

h. Asas keadilan

Keadilan merupakan tujuan yang hendak diwujudkan oleh semua hukum. Asas keadilan ini menghendaki hilangnya unsur-unsur penzaliman yang dalam

praktik bisnis di era modern ini sering terjadi. Berdasarkan asas ini, perjanjian sukuk yang berimplikasi pada praktiknya tidak mengandung unsur-unsur yang berakibat pada terjadinya penzaliman terhadap pihak tertentu seperti penipuan, ketidakjelasan dan eksploitasi.

Asas kebolehan, asas kebebasan berakad, asas kesepakatan (konsensualisme), asas perjanjian mengikat, dan asas keseimbangan merupakan asas-asas yang berhubungan dengan ketentuan-ketentuan akad secara praktis yang digunakan dalam konstruksi sukuk. Sedangkan asas kemashlahatan, asas amanah, dan asas keadilan merupakan asas-asas yang berhubungan dengan aspek etika dalam konstruksi sukuk. Aspek etika ini berkaitan erat dengan etika dalam landasan filosofis ekonomi Islam yang dalam aplikasinya berupa rambu-rambu pokok yang berisi larangan-larangan dalam pengembangan harta kekayaan yang meliputi<sup>33</sup>: (a) harus terhindar dari unsur riba; (b) harus terhindar dari unsur *gharar*; (c) harus terhindar dari unsur *maysir*; (d) harus terhindar dari unsur haram; dan (e) harus terhindar dari unsur kebatilan dan ketidakadilan.

## **B. Masalah Penggunaan Akad *Mudhārabah* DAN *Ijārah* Dalam Sukuk**

### **1. Kesesuaian Penggunaan Akad *Mudhārabah* dalam Konstruksi Sukuk**

#### 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 instrumen keuangan mulai dari deposito di perbankan syariah sampai instrumen di pasar

---

<sup>33</sup>Mochammad Nadjib. "Landasan Filosofi Investasi Dalam Islam" dalam: Jusmaliani (Ed.). *Op.cit.* hal. 23-33

modal seperti saham dan obligasi selalu direkonstruksi salah satunya dengan menggunakan akad *mudhārabah* di samping juga akad-akad yang lain.

*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.<sup>34</sup> Pihak pertama, suplier 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*).<sup>35</sup> Namun fuqaha berbeda pendapat ketika *mudhārib* sudah menjalankan usaha dengan modal *mudhārabah*. Jumhur ulama, yakni ulama Hanafiyah<sup>36</sup>, Syafi'iyah<sup>37</sup>, dan Hanabilah<sup>38</sup> berpendapat akad tersebut tetap merupakan akad yang tidak mengikat (*ghairu lāzim*). Sedangkan ulama

---

<sup>34</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. (Damaskus: Dar al-Fikr, 2007) cet. IV hal. 438

<sup>35</sup> *Ibid.* hal. 3929

<sup>36</sup> 'Ala' u al-Din Abi Bakr bin Mas'ud al-Kasani. *Badā'i' al-Shanā'i' fī Tartīb al-Syarā'i'*. (al-Qahirah: Dar al-Hadis, 2005) Juz. VIII hal. 81

<sup>37</sup> Syamsu al-Din Muhammad bin Muhammad al-Khatib al-Syarbaini. *Mughnī al-Muhtāj ila Ma'rifah al-Ma'āni Alfāzhi al-Minhāj*. (Beirut: Dar al-Kutub al-'Ilmiyyah, 2006) juz. II hal. 385

<sup>38</sup> Ibnu Qudamah. *Al-Mughnī*. (Beirut: Dar al-Kutub al-'Ilmiyyah, tth) hal. 179

Malikiyyah berpendapat bahwa akad tersebut berubah menjadi akad yang mengikat (*lāzim*)<sup>39</sup>.

Untuk menentukan sahnya suatu *mudhārabah* maka ada beberapa persyaratan yang harus dipenuhi sebagai berikut<sup>40</sup>.

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

---

<sup>39</sup> Ibnu Rusyd. *Op.cit* hal. 181

<sup>40</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. hal. 440-441

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<sup>41</sup>;

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*.

---

<sup>41</sup> Heri Sudarsono. *Op.cit.* hal. 303-304

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 *shāhib al-māl* dan *mudhārib* dikenal dalam Sukuk Mudharabah sebagai investor dan emiten. Investor berposisi sebagai *shāhib al-māl* dan emiten berposisi sebagai *mudhārib*. Sukuk 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 *tafīq* di antara pendapat mazhab sehingga tidak hanya terkonsentarsi untuk mengambil pendapat jumhur 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<sup>42</sup> dan Hanabilah<sup>43</sup> membolehkan untuk menentukan waktu selesainya *mudhārabah*. Sedangkan ulama Syafi'iyah<sup>44</sup> dan Malikiyyah<sup>45</sup> 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

---

<sup>42</sup> 'Ala' u al-Din Abi Bakr bin Mas'ud al-Kasani. *Op.cit.* hal. 81

<sup>43</sup> Ibnu Qudamah. *Op.cit.* hal. 185

<sup>44</sup> Syihab al-Din Abi al-Abbas Ahmad bin Muhammad bin Ali Ibni Hajar al-Haitami. *Tuhfah al-Muhtāj bi Syarh al-Minhāj*. (Beirut: Dar al-Kutb al-'Ilmiyyah, 2005) cet. II juz. II hal. 421.

<sup>45</sup> Ibnu Qudamah. *Loc.cit.*

asas keadilan<sup>46</sup>, serta sesuai dengan kaidah “*suatu yang menjadi kebiasaan di antara orang yang melakukan transaksi maka menjadi syarat di antara mereka*”<sup>47</sup>

## 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*.<sup>48</sup> 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.

---

<sup>46</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit* hal. 83-92

<sup>47</sup> Shalih bin Ghanim al-Sadlan. *Op.cit.* hal. 460

<sup>48</sup> Ibnu Qudamah. *Op.cit.* hal. 179

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.<sup>49</sup> *Mudhārib* tidak diperbolehkan secara khusus menjamin modal investor sekalipun hal tersebut sebagai suatu kebaikan atau suka rela (*tabarru'*) di antara mereka.<sup>50</sup> 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.<sup>51</sup> 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*.

---

<sup>49</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. hal. 108

<sup>50</sup> *Ibid.* hal. 449

<sup>51</sup> Nathif J. Adam & Abdulkader Thomas. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. (London: Euromoney, 2004) hal. 10

Penjaminan tersebut merupakan perbuatan yang 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 Sukuk Muqaradhah<sup>52</sup>.

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*”<sup>53</sup>. 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 modern sekarang ini tidak selalu terhubung langsung dengan pihak yang memerlukan modal, biasanya ada

---

<sup>52</sup> Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-Amine. *Sukūk Market: Innovations and Challenges*. <http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/> hal. 4-6

<sup>53</sup> *Ibid.* hal. 190

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.<sup>54</sup> 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

---

<sup>54</sup> Abd al-Rahman al-Jaziri. *Op.cit.* hal. 47-48

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; (1) tanggung jawab dalam *mudhārabah musytarīkah* tersebut ada karena adanya upah yang diberikan kepada partner yakni perantara transaksi keuangan tersebut; (2) 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' 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'*).<sup>55</sup>

---

<sup>55</sup> Muhammad 'Ustman Syabir. *Al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah fī al-Fiqh al-Islāmī*. (Yordania: Dar al-Nafa'is, tth) hal. 308

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.

#### b. 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 berhaknya keuntungan tersebut yakni, kepemilikan (*al-milk*), pekerjaan (*al-‘aml*), dan tanggungjawab (*al-dhamān*).<sup>56</sup>

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.<sup>57</sup> 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 berhaknya 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

---

<sup>56</sup> Hasan al-Said Hamid Khata . *Asbāb Istihqāq al-Rubḥ: Dirāsah Tathbīqiyah Muqāranah baina Ahkām al-Syirkāt fī al-Fiqh al-Islāmī*. (Qahirah: Itirak li al-Nasyr wa al-Tauzi’, 2001) hal. 259

<sup>57</sup> *Ibid.* hal. 98

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.<sup>58</sup> 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

1. Tidak mengkonstruksi transaksi dengan akad pinjam-meminjam yang telah menyebabkan bunga menjadi riba.
2. 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 konvensional karena memiliki kemungkinan nisbah bagi hasil yang lebih tinggi dari tingkat bunga obligasi.
3. 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 *Ijārah* dalam Konstruksi Sukuk**

### **a. Modifikasi Akad *Ijārah* dalam Sukuk Ijarah**

Akad *ijārah* sebagaimana *mudhārabah* juga merupakan akad yang fleksibel dan terbuka untuk dilakukan penggabungan beberapa akad pada keadaan tertentu.

---

<sup>58</sup> Veithzal Rivai & Andi Buchari. *Islamic Economics; Ekonomi Syariah Bukan Opsi, Tetapi Solusi*. (Jakarta: PT Bumi Aksara, 2009) hal. 518-519

Fleksibilitas tersebut memungkinkan akad tersebut digunakan untuk pengembangan beberapa bentuk kontrak yang mungkin sesuai pada tujuan-tujuan yang berbeda.<sup>59</sup>

*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.<sup>60</sup> Pada dasarnya *ijārah* merupakan jual beli manfaat sesuatu.<sup>61</sup>

Adapun rukun *ijārah* menurut ulama Hanafiyah hanya terdiri dari ijab dan kabul. Sedangkan menurut jumhur 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 *shīghah* atau lafaz akad.<sup>62</sup>

Baik ulama Hanafi<sup>63</sup>, Maliki<sup>64</sup>, Syafi'i<sup>65</sup>, maupun Hanbali<sup>66</sup> berpendapat bahwa akad *ijārah* merupakan akad yang mengikat (*lāzim*).<sup>67</sup> 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

---

<sup>59</sup> 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

<sup>60</sup> Abdul Ghofur Anshori. *Op.cit.* hal. 45

<sup>61</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. *Op.cit.* hal. 3804

<sup>62</sup> Abd al-Rahman al-Jaziri. *Op.cit.* hal. 73-75

<sup>63</sup> 'Ala'u al-Din Abi Bakr bin Mas'ud al-Kasani. *Op.cit.* Juz. VI hal. 35

<sup>64</sup> Malik bin Anas al-Ashbahi. *Al-Mudawwamah al-Kubrā*. (Beirut: Dar al-Fikr, tth) Jilid III hal. 356

<sup>65</sup> Abu al-Hasan 'Ali bin Muhammad bin Habib al-Mawardi. *al-Hāwī al-Kabīr*. (Beirut: Dar al-Fikr, 1994) Juz. IX hal. 208

<sup>66</sup> Muhammad bin Yunus bin Idris al-Buhuti. *Kasasyāf al-Qinā' 'an Matn al-'Iqnā'* (Beirut: Dar al-Fikr, 1982) Jilid 4 hal. 23

<sup>67</sup> Ibnu Rusyd. *Op.cit.* hal.173

tanpa persetujuan pihak lain.<sup>68</sup> Namun demikian, menurut ulama Hanafi meninggalnya pihak yang menyewakan dapat membatalkan akad *ijārah*<sup>69</sup>, 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. Diperyaratkan 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 adanya harga sebagaimana dalam akad jual beli.<sup>70</sup>

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.<sup>71</sup>

Sukuk 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,

---

<sup>68</sup> Syamsul Anwar. *Op.cit.* hal. 80

<sup>69</sup> Ibn 'Abidin. *Hāsyiyah Radd al-Muhtār*. (Beirut: Dar al-Fikr, 1992) Jilid 6 hal. 21

<sup>70</sup> Wahbah al-Zuhaili. *Op.cit.* hal. 3833-3834

<sup>71</sup> *Ibid.* hal. 3809

tanpa diikuti dengan pemindahan kepemilikan aset itu sendiri<sup>72</sup>. Secara teknis, Sukuk Ijarah dapat digambarkan sebagai berikut<sup>73</sup>:

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 Sukuk Ijarah yang nilainya sama dengan sejumlah aset yang dimiliki kepada investor.
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 Sukuk 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 Sukuk Ijarah sebenarnya bukanlah akad *ijārah* pada umumnya, melainkan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk*. Hal ini karena dipersyaratkan kepemilikan hak sewa kembali kepada

---

<sup>72</sup> Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah*. <http://www.dmo.or.id>.

<sup>73</sup> Heri Sudarsono. *Op.cit.* hal. 301-302

emiten pada waktu jatuh tempo Sukuk 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 Sukuk 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.<sup>74</sup> 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.

---

<sup>74</sup> Abu al-Hasan ‘Ali bin Muhammad bin Habib al-Mawardi. *Op.cit.* hal. 228

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).

Sukuk Ijarah dalam praktiknya dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk*. *Ijārah 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.<sup>75</sup>

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

---

<sup>75</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. hal. 394

sampai akhir periode sewa belum mencukupi harga beli barang tersebut beserta margin keuntungan yang ditetapkan oleh pihak bank. Karena itu, untuk 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.<sup>76</sup>

Bentuk aplikasi akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* yang dipraktikkan pada perbankan syariah dan Sukuk Ijarah memiliki perbedaan yang prinsipil. Dalam praktik Sukuk 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 yang semula yakni emiten.

---

<sup>76</sup> Helmi Haris. *Pembiayaan Kepemilikan Rumah (Sebuah Inovasi Pembiayaan Perbankan Syari'ah)* <http://journal.uii.ac.id/index.php/JEI/article/viewFile/1050/975> hal 122

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 Sukuk Ijarah.

b. Sukuk Ijarah dan *Bai' al-ṭinah*

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

*Bai' al-ṭinah* 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.<sup>77</sup> Jual beli tersebut merupakan jual beli yang dilakukan seseorang yang menjual sesuatu dengan menentukan pembayaran secara angsuran tetapi kemudian dia membeli kembali sesuatu tersebut pada waktu sekarang. Misalnya seseorang yang menjual pakaian seharga Rp 22.000 kepada pembeli secara angsuran selama 1 bulan. Disyaratkan pada saat itu bahwa pembeli harus menjual

---

<sup>77</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. hal. 44

pakaian tersebut kembali kepada penjual yang pertama secara tunai seharga Rp 20.000. Apabila masa angsuran sebagaimana yang ditentukan dalam akad pertama berakhir, maka pembeli yang menjual kembali baju tersebut harus melunasi angsurannya sebesar Rp 22.000 kepada penjual.<sup>78</sup> 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.<sup>79</sup>

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 Sukuk 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 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 berubah

---

<sup>78</sup> Wahbah al-Zuhaili *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. hal. 3454

<sup>79</sup> *Ibid.* hal..3457

menjadi riba yang diharamkan.<sup>80</sup> Oleh karenanya, Sukuk Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* tidak sesuai dengan prinsip-prinsip syariah.

### C. Perdagangan Sukuk di Pasar Sekunder

#### 1. Perdagangan Sukuk dan *Bai' al-Dayn* (Jual Beli Utang)

Perdagangan obligasi di pasar sekunder menjadi penting, karena tujuan likuiditas. Transaksi yang terjadi di pasar sekunder memungkinkan terjadinya perdagangan sukuk sebelum habis masa temponya. Oleh jumbuh ulama perdagangan sukuk sebelum habis masa temponya digolongkan kepada *bai' al-dayn* (jual beli hutang). Pendapat ini diterima luas, karenanya peluang untuk pasar sekunder sukuk menjadi sangat kecil, tetapi di Malaysia terdapat pasar sekunder untuk sukuk. Penerbitan sukuk sebagai sertifikat utang Islam melalui proses sekuritisasi aset berdasarkan prinsip *murābahah bi tsaman ajil*, karena objek penjualan dalam hukum Islam adalah komoditas yang mempunyai nilai tertentu, oleh karenanya sekuritisasi dilakukan untuk membuat surat hutang ini sebagai klaim atas aset yang dijamin. Kemudian sukuk ini dikeluarkan melalui IPO (*initial public offering*) melalui mekanisme tawar menawar (*bidding process*) dengan diskon.<sup>81</sup> Jual beli utang didasarkan pada anggapan bahwa utang adalah komoditas yang memiliki nilai seperti makanan dan metal, dengan demikian dapat diperjualbelikan sebagaimana makanan atau metal tersebut.<sup>82</sup> Hal ini menjadi kontroversi yang besar, karena pendapatan yang didapat dari jual beli

---

<sup>80</sup> Shalah Ash-Shawi & Abdullah Al-Mushlih. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. (Penerjemah: Abu Umar Basyir). (Jakarta: Darul Haq, 2008) cet. II hal. 245

<sup>81</sup> Iggi H. Achsien. *Op.cit.* hal. 69-70

<sup>82</sup> Zaky Badawi. *Debt Trading and Securitization*. [http://www.islamic-world.net/economics/debt\\_trading.htm](http://www.islamic-world.net/economics/debt_trading.htm).

utang adalah riba. Hutang tetap akan tetap menjadi hutang walaupun ditunjang dengan *underlying asset*.<sup>83</sup>

## 2. Ketentuan tentang Perdagangan Sukuk

Dalam masalah pendapatan sukuk berbeda dengan obligasi. Obligasi memungkinkan untuk dijual dan dibeli dengan harga yang sangat ditentukan oleh naik turunnya tingkat suku bunga pasar. Selisih dari harga jual dan harga beli (*capital gain*) menjadi salah satu pendapatan bagi obligasi. Berbeda dengan obligasi, sukuk tidak mendasarkan pendapatannya pada *capital gain* karena walaupun terjadi perdagangan sukuk, namun sukuk dijual sama dengan nilai nominal sukuk tersebut. Dengan demikian, jual beli tersebut tidak menghasilkan keuntungan (*capital gain*). Jual beli yang dilakukan tersebut hanya untuk mengalihkan hak kepemilikan suatu aset yang secara otomatis juga mengalihkan hak-hak atas pendapatan dari aset tersebut. Sebagai contoh untuk Sukuk Mudharabah apabila investor pertama berkeinginan menjual sukuk yang dipegangnya kepada investor yang lain untuk kepentingan likuiditas, maka investor yang pertama hanya boleh menjualnya pada nilai nominal sertifikat sukuk tersebut. Apabila sukuk tersebut dibeli oleh investor yang lain, maka kepemilikan atas sejumlah modal yang direpresentasikan oleh sertifikat sukuk berpindah kepada investor yang membelinya dan diikuti juga perpindahan kepemilikan hak keuntungan (bagi hasil) atas modal tersebut.

Ketentuan perdagangan sukuk yang dijual dengan harga nominalnya merupakan ketentuan yang diaplikasikan untuk semua jenis sukuk. Sebagaimana

---

<sup>83</sup> Iggi H. Achsien. *Op.cit.* hal. 70

yang telah dijelaskan perdagangan ini dilakukan untuk suatu kepentingan likuiditas. Jual beli sukuk sebenarnya merupakan salah satu jenis jual beli utang (*bai' al-dayn*) ketika sukuk tersebut dikonstruksi dengan akad yang bersifat *mu'awadhah* seperti jual beli dan sewa menyewa.

Tidak semua bentuk jual beli utang diharamkan oleh ulama. Jual beli utang yang diharamkan oleh ulama hanyalah jual beli utang dengan pembayaran harga yang ditunda baik kepada orang berutang atau kepada orang lain<sup>84</sup>, sedangkan selain dari bentuk jual beli hutang dengan pembayaran harga yang ditunda ulama berbeda pendapat tentang kebolehan dan keharamannya.

Jual beli sukuk dengan harga nominal sukuk tersebut merupakan bentuk jual beli utang kepada orang lain (bukan orang yang berutang) dengan pembayaran yang disegerakan. Jual beli utang ini merupakan bentuk jual beli utang yang masih diperselisihkan tentang kebolehannya. Juhur ulama di antaranya ulama Hanafiyyah, Hanabilah, dan Syafi'iyah melarang bentuk jual beli utang ini. Sedangkan ulama Malikiyyah membolehkan bentuk jual beli utang ini dengan syarat harus terhindar dari riba, *gharar*, dan semua hal yang dilarang dengan memenuhi delapan syarat, yakni<sup>85</sup>:

1. Pembeli harus menyegerakan pembayaran harganya. Apabila pembayaran harganya ditunda maka akan menjadi jual beli utang dengan utang yang diharamkan.
2. Utang tersebut merupakan sesuatu yang diperbolehkan menjualnya sebelum memilikinya (*qabl qabdh*). Dikecualikan dari hal ini adalah

---

<sup>84</sup> Umar bin 'Abd al'Aziz al-Matruk. *Op.cit.* hal. 293 dan 302

<sup>85</sup> Nazid Hammad. *Qadhāyā Fiqhiyyah Mu'āshirah fī al-Māl wa al-Iqtishād*. (Damaskus: Dar al-Qalam, 2001) hal. 204-205

makanan, karena tidak diperbolehkan menjual makanan yang belum dimiliki.

3. Penjualan tersebut disyaratkan harus sama dengan nilai utangnya baik sejenis atau ataupun tidak sejenis.
4. Tidak boleh menukar atau membayar emas dengan perak atau sebaliknya.
5. Diharuskan bagi orang berutang tersebut berada dalam wilayah tempat transaksi supaya diketahui keadaan orang yang berutang tersebut apakah kaya atau miskin.<sup>86</sup>
6. Utang yang ada pada orang yang berutang adalah utang yang pasti, karena apabila orang yang berutang tersebut mengingkari utangnya maka utang tersebut tidak boleh dijual
7. Tidak ada rasa permusuhan antara pembeli dan orang yang berutang
8. Pembeli tidak bermaksud untuk mencelakakan orang yang berutang.

Pendapat ulama Malikiyyah ini diikuti oleh ulama kontemporer antara lain Dr. Wahbah al-Zuhaili<sup>87</sup>, Dr. Nazid Hammad<sup>88</sup>, dan Syaikh Dr. ‘Umar bin ‘Abd al’Aziz al-Matruk.<sup>89</sup> Dengan demikian pendapat ulama Malikiyyah dapat menjadi landasan hukum diperbolehkannya jual beli sukuk di pasar sekunder pada harga nominal sukuk tersebut.

---

<sup>86</sup> Dalam konteks modern, syarat ini bisa saja tidak mengharuskan orang yang berutang tersebut berada di dalam wilayah transaksi, karena akses teknologi dan prinsip keterbukaan serta kejujuran menjadi aspek penting dalam dunia bisnis sekarang ini. Misalnya untuk mengetahui sebuah perusahaan tergolong kaya cukup hanya dengan melihat laporan keuangan laba rugi perusahaan tersebut atau dilihat dari aset yang dimilikinya.

<sup>87</sup> Wahbah al-Zuhaili. *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuhu*. hal. 3408

<sup>88</sup> Nazid Hammad. *Op.cit.* hal. 206

<sup>89</sup> ‘Umar bin ‘Abd al’Aziz al-Matruk. *Op.cit.* hal. 301

Adapun sukuk yang dikonstruksi dengan akad *mudhāranah* harus mengikuti beberapa ketentuan sebagai berikut<sup>90</sup>:

1. Jika suatu proyek yang didanai dengan modal *mudhārabah* belum beroperasi maka tidak diperbolehkan melakukan penjualan terhadap Sukuk Mudharabah tersebut, karena bentuk modal masih berupa uang.
2. Apabila proyek tersebut telah mulai beroperasi, maka ada dua hal yang harus diperhatikan:
  - a. Apabila bentuk modal berupa utang, maka tidak diperbolehkan menjual Sukuk Mudharabah tersebut karena akan menjadi jual beli utang dengan utang
  - b. Apabila bentuk modal tersebut berupa campuran aset, manfaat riil, uang tunai, dan utang dengan ketentuan bahwa aset tunai dan manfaat riil lebih mendominasi maka diperbolehkan menjual Sukuk Mudharabah tersebut.

Selain hal yang telah dijelaskan, Bapepam-LK juga membuat ketentuan tentang mekanisme perdagangan sukuk di Pasar Sekunder dengan memenuhi hal-hal sebagai berikut<sup>91</sup>:

1. Seluruh dana hasil Penawaran Umum Sukuk telah diterima oleh emiten
2. Dana yang diterima sudah mulai digunakan sesuai dengan tujuan penerbitan sukuk

---

<sup>90</sup> Muhammad Utsman Syabir. *Op.cit.* hal. 191

<sup>91</sup> lihat Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

Ketentuan tentang mekanisme perdagangan sukuk di Pasar Sekunder yang dijelaskan oleh Bapepam-LK tersebut masih belum memadai apabila ditinjau dari segi fiqih muamalahnya. Ketentuan tersebut seharusnya juga memuat tentang perdagangan sukuk yang diperbolehkan apabila telah jatuh tempo dan harganya sesuai dengan nilai nominal yang tertulis pada sertifikat sukuk. Hal ini agar perdagangan sukuk di Pasar Sekunder dapat terjaga dari jual beli utang yang diharamkan oleh mayoritas ulama.

#### **D. Sukuk dan Investasi terhadap Instansi yang Bercampur Usaha atau Komoditas halal dan Haram**

Selain persoalan konstruksi akad dan mekanisme transaksi, aktivitas usaha yang dilakukan oleh emiten juga menjadi persoalan penting. Berdasarkan Fatwa DSN-MUI bahwa aktivitas utama (*core business*) emiten merupakan aktivitas usaha yang halal dan tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No. 20 /DSN-MUI/IV/2001 yang menjelaskan berbagai jenis kegiatan usaha yang dilarang karena bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah, antara lain; (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; dan (4) usaha yang memproduksi, mendistribusi, dan atau menyediakan barang-barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat.<sup>92</sup> Usaha yang halal dan batasan-

---

<sup>92</sup> Burhanuddin S. *Op.cit.* hal. 59-60

batasan tersebut akan menentukan kehalalan suatu pendapatan yang akan dibagikan kepada para investor.

Dari hal tersebut di atas, diketahui bahwa aktivitas usaha suatu emiten harus merupakan usaha yang bersih dari unsur non-halal atau haram. Secara umum sesuatu yang dikategorikan haram dapat dibagi menjadi dua; (1) haram berdasarkan zatnya seperti babi, khamar, dan yang sejenisnya, (2) haram karena proses yang ditempuh untuk mendapatkannya. Dalam masalah haram berdasarkan zatnya mungkin akan lebih mudah dihindari oleh suatu perusahaan emiten dalam melakukan usahanya, namun masalah haram karena suatu proses yang ditempuhnya tentu tidak mudah bagi suatu emiten untuk menghindarinya.

Dalam praktiknya lembaga keuangan Islam bukan lembaga independen yang berdiri sendiri dan terlepas sama sekali dengan lembaga keuangan konvensional yang ribawi. Misalnya penggunaan dana investor yang dihimpun oleh emiten belum tentu dapat sepenuhnya terbebas dari unsur ribawi atau yang haram. Suatu ilustrasi contoh adalah ketika emiten sukuk itu adalah negara, maka tidak ada jaminan bahwa bagi hasil atau *fee* yang diberikan negara kepada pemegang sukuk 100% sepenuhnya berasal dari usaha negara yang halal, sementara itu pendapatan negara dari unsur pajak telah bercampur dengan pajak-pajak tempat hiburan malam atau pajak penjualan minuman keras ataupun pajak dari unsur non-halal lainnya. Demikian halnya, ketika emiten sukuk tersebut merupakan suatu perusahaan besar yang memiliki beberapa anak perusahaan. Mungkin saja bagi perusahaan induknya untuk menjalankan aktivitas bisnis yang terbebas dari unsur-unsur yang haram, tapi tidak ada jaminan dengan anak

perusahaannya yang masih satu manajemen dengan perusahaan induknya bebas dari aktivitas usaha-usaha yang haram. Contoh paling riil dalam masalah ini adalah bank konvensional yang membuka unit syariah. Walaupun bank konvensional tersebut membuka unit syariah namun tidak ada jaminan pemisahan aset yang independen antara bank konvensional dan unit syariahnya.

Apabila dalam praktiknya unsur-unsur non-halal atau haram tersebut tidak dapat dihindari sepenuhnya, maka harus ada landasan hukum yang dapat melegitimasi bercampurnya unsur halal dan haram tersebut, sehingga hal tersebut tidak menjadi kesulitan yang berat bagi seorang muslim dalam menjalankan bisnis di zaman modern ini.

Para ulama tidak secara mutlak melarang transaksi yang bercampur antara unsur halal dan haram. Izz al-Din bin Abd al-Salam menjelaskan apabila yang halal lebih dominan sebagaimana bercampurnya satu dirham yang haram dengan seribu dirham yang halal maka transaksi tetap diperbolehkan. Hal yang semakna juga dijelaskan oleh al-Kasani bahwa segala sesuatu yang tercemar dengan haram, tetapi yang halal tetap mendominasi maka hal itu tidak menjadi persoalan. Ibnu Taimiyah juga menjelaskan bahwa apabila yang halal lebih dominan maka hal tersebut tidak bisa mengharamkan muamalat.<sup>93</sup>

Dalam masalah jual beli *gharar* ulama juga tidak memutlakan keharamannya. Jual beli *gharar* merupakan suatu bentuk jual beli yang tidak bisa ditetapkan atau dipastikan.<sup>94</sup> Ulama fiqih sepakat tentang ketidakabsahan jual beli

---

<sup>93</sup> Securities Commission. *Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council*. (Kuala Lumpur: Securities Commission, 2006) Second Edition. hal. 154-155

<sup>94</sup> Ala 'Eddin Kharofa. *Transactions in Islamic Law*. (Kuala Lumpur: A.S. Noordeen, 2004) cet.III hal. 80

*gharar*, seperti menjual anak onta yang masih dalam kandungan, ikan di dasar kolam, dan lainnya. Ketidakbasahan ini tidak secara mutlak karena apabila nilai *gharar* itu relatif kecil (*gharar yasir*) oleh ulama Malikiyyah dan Hanabilah tidak dipermasalahkan selama hal itu sudah menjadi kebiasaan masyarakat.<sup>95</sup> Contoh dalam hal ini seperti seorang yang ingin membeli sehelai baju dan konsumen ini meminta kepada penjual diambilkan tiga helai, dengan syarat mana yang disukainya itulah yang dibelinya. Dalam kasus seperti ini sejak semula barang yang dipilih untuk dibeli belum jelas, karena yang dibeli hanya sehelai baju dari tiga contoh yang diminta. Selain terkait dengan barang yang dibeli, masalah ini seperti juga terkait dengan harga atau nilai tukar.<sup>96</sup> Mazhab Hanafi memberikan batas toleransi dalam masalah manipulasi harga dengan ketentuan 5% untuk barang-barang biasa, 10% untuk binatang yang digunakan untuk tunggangan, dan 20% untuk aset-aset yang bersifat tetap.<sup>97</sup> Hal ini yang kemudian membedakan antara riba dan *gharar* dimana riba dilarang baik banyak atau sedikit, sedangkan *gharar* masih diperbolehkan apabila sedikit atau relatif kecil.<sup>98</sup>

Bolehnya transaksi yang bercampur antara unsur yang halal dan haram dengan syarat yang halal lebih dominan serta permasalahan bolehnya jual beli *gharar* yang relatif kecil dapat menjadi dasar legitimasi bolehnya transaksi modern yang sulit untuk memisahkan antara unsur yang halal dan haram secara mutlak. Hal ini sesuai dengan kaidah “*apabila suatu perkara itu menjadi sulit maka hendaklah dimudahkan*” dan “*apabila suatu perkara menjadi sangat*

---

<sup>95</sup> Dimyauddin Djuwaini. *Pengantar Fiqh Muamalah*. (Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2008) hal. 85-86

<sup>96</sup> Nasrun Haroen. *Fiqh Muamalah*. (Jakarta: Gaya Media Pratama, 2007) cet.II hal. 126

<sup>97</sup> Securities Commission. *Op.cit.* hal. 163

<sup>98</sup> Rafiq Yunus al-Mishri. *al-Jāmi' fi Ushūl al-Ribā*. (Beirut: Dar al-Qalam, 2001) hal. 39

*mudah maka hendaklah dipersulit*". Maksud dari kaidah pertama bahwa apabila terdapat perkara yang menjadikan suatu perbuatan atau masalah menjadi sulit maka diharuskan untuk mendatangkan kemudahan dan melonggarkan kesulitan tersebut. Hal ini dapat membolehkan sesuatu yang tidak diperbolehkan. Sedangkan maksud dari kaidah kedua bahwa apabila kesulitan yang dapat membolehkan sesuatu yang dilarang sudah hilang atau tidak ada lagi, maka perkara tersebut kembali kepada hukum asalnya.<sup>99</sup> Aplikasi kaidah ini dalam konteks dewasa ini dapat menjadi dasar yang membolehkan bercampurnya unsur halal dan haram dalam transaksi modern selama unsur yang haram ini sangat sulit untuk dihindari, namun apabila unsur yang haram tersebut suatu saat sudah tidak menjadi sulit lagi maka yang haram tersebut wajib untuk dihindari. Kebolehan melakukan sesuatu yang dilarang atau diharamkan dalam keadaan sulit juga harus dilakukan seminimal mungkin hanya sekedar untuk menghilangkan kesulitan tersebut sesuai dengan kaidah "*sesuatu yang dibolehkan ketika darurat hanya sebatas ukuran dari kedaruratannya*"<sup>100</sup>. Kaidah ini memberikan batasan ketika hal yang diharamkan tersebut diperbolehkan dalam keadaan sulit, hal itu tidak menjadikannya boleh dilakukan melebihi batas kedaruratannya.

---

<sup>99</sup> Shalih bin Ghanim al-Sadlan. *Op.cit.* hal. 266

<sup>100</sup> *Ibid* hal. 272

## **BAB IV**

### **SIMPULAN DAN SARAN**

#### **A. Simpulan**

Setelah dilakukan pembahasan mengenai konstruksi hukum sukuk berdasarkan fiqh muamalah, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Secara umum, konstruksi hukum sukuk tidak berbeda dengan konstruksi hukum obligasi. Hal tersebut terlihat dalam hal sebagai berikut
  - a. Pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan sukuk (emiten, *underwriter*, wali amanat, penanggung, investor, lembaga kliring, bursa efek, dan profesi penunjang pasar modal yang terdiri dari akuntan publik, konsultan hukum, penilai, notaris, agen pembayaran, serta agen penjual) secara umum sama dengan pihak-pihak yang terlibat dalam penerbitan obligasi. Perbedaan terletak pada masalah fungsi wali amanat yang dapat berperan sebagai *Special Purpose Vehicle* (SPV) dan masalah bursa efek yang masih kontroversial serta keterlibatan DSN-MUI. SPV yang dibuat sebagai badan atau lembaga yang memiliki tujuan khusus dalam masalah penguasaan aset tidak ada dalam fungsi wali amanat obligasi konvensional. Adapun masalah bursa efek sebagai tempat perdagangan sukuk di pasar sekunder masih menjadi kontroversial karena mayoritas ulama mengharamkan transaksi tersebut yang dipandang sebagai bentuk jual beli utang. Penerbitan sukuk juga

melibatkan pihak Dewan Syariah Nasional (DSN) MUI yang bertugas melakukan opini syariah

- b. Mekanisme penawaran umum sukuk dan hubungan hukum para pihak dalam penerbitan sukuk juga tidak berbeda dengan obligasi konvensional, kecuali hanya dalam masalah penawaran umum sukuk di pasar sekunder yang masih kontroversial sebagaimana yang telah dijelaskan sebelumnya.

Walaupun secara umum tidak terdapat perbedaan antara konstruksi hukum sukuk dan obligasi, namun secara khusus masih ada perbedaan dalam hal-hal tertentu yang meliputi hal sebagai berikut

- a. Jenis-jenis sukuk sangat ditentukan oleh akad yang menjadi konstruksi sukuk yang diterbitkan. Adapun obligasi selalu dikonstruksi dengan perjanjian utang piutang walaupun ada berbagai jenis obligasi, sehingga apabila obligasi ditinjau dari segi konstruksi akad atau perjanjiannya maka hanya ada satu macam obligasi saja.
- b. Pendapatan sukuk sangat tergantung dengan akad yang menjadi dasar konstruksi sukuk tersebut. Bagi hasil untuk sukuk yang dikonstruksi dengan akad *mudhārabah* dan *musyārahah*, selisih harga (*margin*) untuk sukuk yang dikonstruksi dengan akad *murābahah*, *salam*, dan *istishnā'*, serta upah sewa (*fee*) untuk sukuk yang dikonstruksi dengan akad *ijārah*. Adapun obligasi yang

mendasarkan konstruksi akadnya pada perjanjian utang piutang menjadikan bunga sebagai pendapatan utamanya.

- c. Sukuk dibatasi oleh ketentuan syariah dalam melakukan pembiayaan. Hal ini dilakukan agar sukuk yang diterbitkan tidak bertentangan dengan prinsip-prinsip syariah. Adapun obligasi bebas untuk digunakan dalam pembiayaan baik yang dipandang halal ataupun haram oleh syariah.

2. Sekarang ini sukuk dianggap sebagai instrumen keuangan islami yang menjadi alternatif dari obligasi yang mengandung unsur riba. 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 sukuk. Oleh karena itu sukuk merupakan suatu yang sifatnya kemashlahatan. Kemashlahatan ini menjadi dasar diterimanya sukuk sebagai suatu bentuk instrumen keuangan Islam. Konstruksi hukum sukuk yang ada apabila ditinjau dari aspek hukum muamalam menimbulkan beberapa persoalan yang meliputi:

- a. Penggunaan akad *mudhārabah* dengan berbagai modifikasinya dalam konstruksi Sukuk Mudharabah dipandang sebagai sesuatu yang tidak bertentangan dengan aspek hukum muamalat, namun penggunaan akad *ijārah muntahiya 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.

- b. Perdagangan sukuk di pasar sekunder yang belum berakhir masa jatuh temponya dipandang sebagai bentuk jual beli utang yang diharamkan oleh mayoritas ulama. Sementara itu perdagangan sukuk di pasar sekunder menjadi urgen karena adanya kepentingan likuiditas. Sebagai solusi dari masalah ini, sukuk boleh diperdagangkan dengan harga sesuai dengan nominal sukuk yang tertulis pada sertifikat sukuk tersebut. Selain kepentingan likuiditas, jual beli dilakukan juga untuk mengalihkan hak kepemilikan suatu aset yang representasikan oleh sertifikat sukuk dan secara otomatis juga mengalihkan hak-hak atas pendapatan dari aset tersebut.
- c. 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. Dalam kenyataannya keharusan untuk memenuhi prinsip-prinsip syariah dalam aktivitas usaha dengan mengeleminasi sepenuhnya unsur-unsur non-halal atau haram akan menimbulkan kesulitan dalam usaha pengembangan instrumen keuangan atau bisnis Islam dewasa ini termasuk sukuk. Oleh karenanya diperlukan dasar legitimasi yang membolehkan bercampurnya unsur-unsur yang halal dan haram dalam melakukan aktivitas usaha. Ulama-ulama

klasik seperti Izz al-Din bin Abd al-Salam, al-Kasani, dan Ibnu Taimiyah membolehkan transaksi atau aktivitas usaha yang bercampur antara unsur yang halal dan haram selama yang halal lebih dominan daripada yang haram. Aktivitas jual beli *gharar* yang nilainya relatif kecil juga diperbolehkan oleh kalangan mazhab Malikiyah dan Hanabilah sebagai suatu toleransi yang menunjukkan pemenuhan prinsip-prinsip syariah secara penuh dengan mengeliminasi unsur-unsur yang dilarang akan menimbulkan kesulitan dalam menjalankan aktivitas usaha. Bolehnya transaksi yang bercampur antara unsur yang halal dan haram dengan syarat yang halal lebih dominan serta permasalahan bolehnya jual beli *gharar* yang relatif kecil dapat menjadi dasar legitimasi bolehnya transaksi modern yang sulit untuk memisahkan antara unsur yang halal dan haram secara mutlak. Hal ini sesuai dengan kaidah “*apabila suatu perkara itu menjadi sulit maka hendaklah dimudahkan*” dan “*apabila suatu perkara menjadi sangat mudah maka hendaklah dipersulit*”. Maksud dari kaidah pertama bahwa apabila terdapat perkara yang menjadikan suatu perbuatan atau masalah menjadi sulit maka diharuskan untuk mendatangkan kemudahan dan melonggarkan kesulitan tersebut. Hal ini dapat membolehkan sesuatu yang tidak diperbolehkan. Sedangkan maksud dari kaidah kedua bahwa apabila kesulitan yang dapat membolehkan sesuatu yang dilarang sudah hilang atau

tidak ada lagi, maka perkara tersebut kembali kepada hukum asalnya. Walaupun demikian kebolehan melakukan sesuatu yang dilarang atau diharamkan dalam keadaan sulit juga harus dilakukan seminimal mungkin hanya sekedar untuk menghilangkan kesulitan tersebut sesuai dengan kaidah “*sesuatu yang dibolehkan ketika darurat hanya sebatas ukuran dari kedaruratannya*”. Kaidah ini memberikan batasan ketika hal yang diharamkan tersebut *āboleh* dilakukan melebihi batas kedaruratannya.

## **B. Saran-saran**

Dengan selesainya tesis ini, maka penulis memberikan saran-saran sebagai berikut:

1. Tidak memaksakan aplikasi akad yang terlalu jelas upaya *hilah* hukumnya sebagaimana yang terdapat pada Sukuk Ijarah yang dikonstruksi dengan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* sehingga berpeluang membuka pintu masuknya riba.
2. Merekonstruksi Sukuk Ijarah yang telah diterbitkan berdasarkan akad *ijārah muntahiya bi al-tamlīk* dengan akad yang lebih sesuai dengan aspek hukum muamalat seperti akad *mudhārabah*.
3. Mengembangkan jenis sukuk dengan skim akad yang lain seperti *musyārahah*, *murābahah*, *salam*, dan *istishnā'* karena kebanyakan sukuk yang diterbitkan dewasa ini khususnya di Indonesia hanya menggunakan skim *mudhārabah* dan *ijārah*.

4. Membuat regulasi perdagangan sukuk di pasar sekunder secara khusus, baik melalui fatwa DSN-MUI ataupun peraturan Bapepam-LK yang sesuai dengan prinsip-prinsip syariah disertai batasan-batasannya dengan tetap memperhatikan aspek kepentingan likuiditas.

## DAFTAR PUSTAKA

- ‘Abidin, Ibn. 1992. *Hāsyiyah Radd al-Muhtār*. Beirut: Dar al-Fikr. Jilid 6
- Achsien, Iggi. H. 2000. *Investasi Syariah di Pasar Modal; Menggagas Konsep dan Praktek Manajemen Portofolio Syariah*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama.
- Adam, Nathif J. & Abdulkader Thomas. 2004. *Islamic Bonds: Your Guide to Issuing, Structuring and Investing in Sukuk*. London: Euromoney.
- Amine, Muhammad Al-Bashir Muhammad Al-. *Sukūk Market: Innovations and Challenges*. <http://www.irti.org/irj/go/km/docs/documents/IDBDevelopments/>
- Anoraga, Pandji & Piji Pakarti. 2006. *Pengantar Pasar Modal*. Jakarta: PT Rineka Cipta. edisi revisi cet. V
- Anshori. Abdul Ghofur. 2006 *Pokok-Pokok Perjanjian Islam di Indonesia*. Yogyakarta: Citra Media.
- Antonio, Muhammad Syafi’i. 2008. *Bank Syariah: Dari Teori ke Praktik*. Jakarta: Gema Insani bekerja sama dengan Tazkia Cendikia. cet.XII
- Anwar, Syamsul. 2007. *Hukum Perjanjian Syariah: Studi tentang Teori Akad dalam Fikih Muamalat*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada.
- ‘Arabi, Abu Bakar bin Ibn al-. 2008. *Ahkām al-Qur’ān*. Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah. Juz. 1 edisi keempat.
- Arabi, Oussama. 2001. *Studies in Modern Islamic Law and Jurisprudence*. The Netherlands: Kluwer Law International.
- Ashbahi, Malik bin Anas al-. tth. *Al-Mudawwamah al-Kubrā*. Beirut: Dar al-Fikr. Jilid III
- ‘Assal, Ahmad Muhammad al- & Fata Ahmad ‘Abd al-Karim. 2000. *al-Nazha’ir al-Iqtishād fī al-Islām; Mabādiuhu wa Ahdāfuhu*. al-Qahirah: Maktabah Wahbah.
- Badawi, Zaky. *Debt Trading and Securitization*. [http://www.islamic-world.net/economics/debt\\_trading.htm](http://www.islamic-world.net/economics/debt_trading.htm)
- Bank Negara Malaysia. 2007. *Shariah Resolutions in Islamic Finance*. Malaysia: BNM.

- Bannani, Al-. 1995. *Hasyiyah al-Bannani 'ala syarh al-Jalal Syams al-Din Muhammad al-Mahali*. Beirut: Dar al-Fikr. Jilid. 1
- Billah, Mohd. Ma'sum. 2003. *Modern Financial Transaction Under Shari'ah*. Malaysia: Ilmiah Publishers.
- Buhuti, Muhammad bin Yunus bin Idris al-. 1982. *Kasysyāf al-Qinā' 'an Matn al-'Iqnā'*. Beirut: Dar al-Fikr. Jilid 4
- Bukhari, Abu Abd' Allah Muhammad bin Ismail bin Ibrahim bin al-Mughirah bin Bardazbah al-. 1995. *Matan Masykul al-Bukhari*. Beirut: Dar al-Fikr. juz. II
- Bukhari, Abu al-Barkati 'Abd Allah bin Ahmad Al-. 1997. *Kasyf al-Asrar 'an Ushul Fakh al-Islam al-Bazdawi*. Beirut: Dar al-Kutub al-Ilmiyyah. Juz. I
- Buthi, Muhammad Sa'id Ramadhan al-. 1973. *Dhawābith al-Mashlahah fi al-Syarī'ah al-Islāmiyyah*. Damaskus: Mu'assasah al-Risalah. edisi. II
- Case, Karl E & Ray C. Fair. 1996. *Principles of Economics*. The U.S.A: Prentice-Hall,Inc. edisi IV cet. X
- Dawabah, Asyraf Muhammad. 2006. *Shanādīq al Istitsmār fi al Bunūk al Islāmiyyah baina al Nazhariyyah wa al Tathbīq*. Al-Qahirah: Dar al Islam. cet. II
- Dillard, Dudley. 1958. *The Economics of John Maynard Keynes*. Tokyo: Prentice-Hall,Inc. cet. VIII
- Dimasyqi, Abu Fuad al-Hafizh Ibn Katsir al-. 1997. *Tafsīr al-Qur'ān al-'Azhīm*. Beirut: Dar al-Fikr. Juz. 1
- Direktorat Kebijakan Pembiayaan Syariah Departemen Keuangan. *Mengenal Sukuk: Instrumen Investasi & Pembiayaan Berbasis Syariah*. <http://www.dmo.or.id>.
- Djuwaini, Dimyauddin. 2008. *Pengantar Fiqh Muamalah*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar.
- Edukasi Profesional Syariah. 2005. *Sistem Kerja Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Renaisan.
- Fadl, Khaled M. Abou Al-. 2004. *Atas Nama Tuhan; Dari Fikih Otoriter ke Fikih Otoritatif* (penerjemah: R. Cecep Lukman Yasin). Jakarta: Serambi.

Haitami, Syihab al-Din Abi al-Abbas Ahmad bin Muhammad bin Ali Ibn Hajar al-. 2005. *Tuhfah al-Muhtāj bi Syarh al-Minhāj*. Beirut: Dar al-Kutb al-‘Ilmiyyah. cet. II juz. II

Hammad, Nazid. 2001. *Qadhāyā Fiqhiyyah Mu’āshirah fī al-Māl wa al-Iqtishād*. Damaskus: Dar al-Qalam.

Hallaq, Wael B. 2001. *Sejarah Teori Hukum Islam; Pengantar untuk Usul Fiqh Mazhab Suni* (penerjemah: E. Kusnadinigrat & Abdul Haris bin Wahid). Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. cet. II

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

Haris, Helmi. *Pembiayaan Kepemilikan Rumah (Sebuah Inovasi Pembiayaan Perbankan Syari’ah)*  
<http://journal.uui.ac.id/index.php/JEI/article/viewFile/1050/975>

Haroen, Nasrun. 2007. *Fiqh Muamalah*. Jakarta: Gaya Media Pratama. cet.II

Harun, Muhammad Shabri. 1999. *Aḥkām al-Amwāl al-Māliyyah: Al-Asham wa al-Sanadāt; Dhawābith al-Intifā’ wa al-Tasharruf bihā fī al-Fiqh al-Islāmī*. Yordania: Dar al-Nafa’is.

Huda, Nurul & Mustafa Edwin Nasution. 2008. *Investasi pada Pasar Modal Syariah*. Jakarta: Kencana. cet. II

Jaziri, ‘Abd al-Rahman al-. 2002. *Kitab al-Fiqh ‘ala al-Mazhib al-Arba’ah*. Beirut: Dar al-Fikr. Juz. III

Jusmaliani (Ed.). 2008. *Investasi Syariah; Implementasi Konsep pada Kenyataan Empirik*. Yogyakarta: Kreasi Wacana.

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

Karim, Adiwarman A. 2007. *Ekonomi Makro Islami*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. edisi II

Kasani, Ala’u al-Din Abi Bakr bin Mas’ud al-. 2005. *Badā’i’ al-Shanā’i’ fī Tartīb al-Syarā’i’*. al-Qahirah: Dar al-Hadis. Juz. VIII

Khairandy, Ridwan. 2008. *Hukum Pasar Modal*. Yogyakarta: Program Magister Hukum Fakultas Hukum. bahan kuliah Hukum Pasar Modal dan Investasi.

Kharofa, Ala 'Eddin. 2004 *Transactions in Islamic Law*. Kuala Lumpur: A.S. Noordeen. cet.III

Khata, Hasan al-Said Hamid. 2001 *Asbāb Istihqāq al-Rubḥ: Dirāsah Tathbīqiyyah Muqāranah baina Ahkām al-Syirkāt fī al-Fiqh al-Islāmī*. Qahirah: Itirak li al-Nasyr wa al-Tauzi'.

Kidwell, David S. & Richard L. Peterson. 1990. *Financial Institutions, Markets, And Money*. U.S.A.: The Dryden Press. fourth edition.

Listiaji. *Sukuk dan Jenis-Jenis Sukuk*. <http://listiaji.wordpress.com>.

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

Mannan, M. Abdul. 1997. *Teori dan Praktek; Ekonomi Islam* (penerjemah: M. Nastangin). Yogyakarta: PT Dana Bhakti Wakaf.

Masud, Muhammad Khalid. 1984. *Islamic Legal Philosophy; A Study of Abu Ishaq Al-Shatibi's Life and Thought*. Islamabad: Islamic Research Institute.

Matrak, 'Umar bin Abd al-'Aziz al-. 1418 H. *al-Ribā wa al-Mu'āmalāt al-Mashrafiyyah fī Nazhr al-Syarī'ah al-Islāmiyyah*. Riyadh: Dar al-'Ashimah. cet. III

Mawardi, Abu al-Hasan 'Ali bin Muhammad bin Habib al-. 1994. *al-Hāwī al-Kabīr*. Beirut: Dar al-Fikr. Juz. IX

Mishri, Rafiq Yunus al-. 2001. *al-Jāmi' fī Ushūl al-Ribā*. Beirut: Dar al-Qalam.

Munawwir, Ahmad Warson. 2002. *Al-Munawwir; Kamus Arab-Indonesia*. Surabaya: Pustaka Progresif. cet. XXV

Na'im, Abdullahi Ahmed An-. 1994. *Dekonstruksi Syariah: Wacana Kebebasan Sipil, Hak Asasi Manusia, dan Hubungan Internasional dalam Islam*. (penerjemah: Ahmad Suaedy dan Amiruddin Arrani). Yogyakarta: LKiS bekerja sama dengan Pustaka Pelajar.

\_\_\_\_\_. 1999. *Toward an Islamic Reformation; Civil, Liberties, Human Rights, and International Law*. New York: Syracuse University Press. cet. VI

Naisyaburi, Abu al-Husain Muslim bin al-Hajjaj al-Qusyairi al-. 2007. *Shahih Muslim*. Beirut: Dar al-Fikr. juz. II

Niazi, Liaquat Ali Khan. tth. *Islamic Law of Contract*. Lahore: Research Cell, Dyal Sing Trust Library.

Nyazee, Imran Ahsan Khan. 1994. *Theories of Islamic Law: The Methodology of Ijtihād*. Islamabad: The International Institute of Islamic Thought & Islamic Research Institute.

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

Qudamah, Ibnu. tth. *Al-Mughnī*. Beirut: Dar al-Kutub al-‘Ilmiyyah.

Rahardjo, Sapto. 2004. *Panduan Investasi Obligasi*. Jakarta: PT Gramedia Pustaka Utama. Cet. II

Rahman, Afzalur. 2003. *Doktrin Ekonomi Islam*. (penerjemah: Soeroyo & Nastangin). Yogyakarta: PT Dana Bhakti Wakaf.

Ray, Nicholas Dylan. 1995. *Arab Islamic Banking and the Renewal of Islamic Law*. London: Graham & Trotman.

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

Rusyd, Ibnu. tth. *Bidayah al- Mujtahid wa Nihayah al-Muqtashid*. Beirut: Dar al-Fikr. juz. II

S, Burhanuddin. 2009. *Pasar Modal Syariah; Tinjauan Hukum*. Yogyakarta: UII Press.

Sadlan, Shalih bin Ghanim al-. 1417. *Al-Qawā'id al-Fiqhiyyah al-Kubra wa mā Tafarra' 'anhā*. Riyadh: Dar Balnasyiyah.

Securities Commission. 2006. *Resolutions of the Securities Commission Shariah Advisory Council*. Kuala Lumpur: Securities Commission. Second Edition

Setiadi, A. 1996. *Obligasi dalam Perspektif Hukum Indonesia*. Bandung: PT. Citra Aditya Bakti.

Shabuni, Muhammad ‘Ali al-. 2001. *Rawāi’u al-Bayān Tafsīr Ayāt al-Ahkām min al-Qur’ān*. Jakarta: Dar al-Kutub al-Islamiyyah. juz. 1

- Shawi, Shalah Ash- & Abdullah Al-Mushlih. 2008. *Fikih Ekonomi Keuangan Islam*. (Penerjemah: Abu Umar Basyir). Jakarta: Darul Haq. cet. II
- Soekanto, Soerjono & Sri Mamudji. 2003. *Penelitian Hukum Normatif; Suatu Tinjauan Singkat*. Jakarta: PT RajaGrafindo Persada. cet. VII
- Sudarsono. Heri. 2007. *Bank dan Lembaga Keuangan Syariah; Deskripsi dan Ilustrasi*. Yogyakarta: EKONISIA. Edisi III
- Sunariyah. 2006. *Pengantar Pengetahuan Pasar Modal*. Yogyakarta: YKPN. edisi V
- Sutedi. Adrian. 2009. *Aspek Hukum Obligasi & Sukuk*. Jakarta: Sinar Grafika.
- Suyuthi, Jalal al-Din ‘Abd al-Rahman bin Abi Bakr al-. 2007. *Al-Asybah wa al-Nazhā’ir fī Qawā’id wa Furu’ Fiqh al-Syāfi’iyyah*. Beirut: Dar al-Kutub al-‘Ilmiyyah. cet.III
- Syabir, Muhammad ‘Ustman. tth. *Al-Mu’āmalāt al-Māliyyah al-Mu’āshirah fī al-Fiqh al-Islāmī*. Yordania: Dar al-Nafa’is.
- Syairazi, Abu Ishaq Ibrahim bin ‘Ali bin Yusuf al-Fairuzabadi al-. tth. *Al-Muhadzdzab fī Fiqh al-Imām al-Syāfi’ī*. Beirut: Dar al-Fikr.
- Syarbaini, Syamsu al-Din Muhammad bin Muhammad al-Khatib al-. 2006. *Mughnī al-Muhtāj ila Ma’rifah al-Ma’āni Alfāzhi al-Minhāj*. Beirut: Dar al-Kutub al-‘Ilmiyyah. juz. II
- Udovitch, Abraham L. 2008. *Kerjasama Syari’ah dan Bagi Untung-Rugi Dalam Sejarah Islam Abad Pertengahan (Teori dan Penerapannya)*. (penerjemah: Syafrudin Arif Marah Manunggal). Kediri: Qubah.
- Vogel, Frank E. & Samuel L. Hayes, III. 2007. *Hukum Keuangan Islam: Konsep, Teori dan Praktik* (penerjemah: M. Sobirin dkk). Bandung: Nusamedia.
- Wehr, Hans. 1980. *A Dictionary of Modern Written Arabic*. Beirut: Libraire Du Liban dan Macdonald & Evans LTD. cet. III
- Widjaja, Gunawan & Jono. 2006. *Penerbitan Obligasi dan Peran Serta Tanggung Jawab Wali Amanat dalam Pasar Modal*. Jakarta: Kencana.
- Widoatmodjo, Sawidji. 1996. *Cara Sehat Investasi Pasar Modal: Pengetahuan Dasar*. Jakarta: PT. Jurnalindo Aksara Grafika.

Yahya, Mukhtar & Fatchur Rahman. 1993. *Dasar-dasar Pembinaan Hukum Fiqh-Islami*. Bandung: PT Al-Ma'arif. cet.III

Zuhaili, Wahbah al-. 2007 *al-Fiqh al-Islami wa Adillatuh*. Damaskus: Dar al-Fikr. juz. V cet. III

\_\_\_\_\_. 2007. *al-Mu'āmalāt al-Māliyyah al-Mu'āshirah*. Damaskus: Dar al-Fikr. cet. IV

### **Peraturan-peraturan**

Undang-Undang Nomor 5 tahun 1995 tentang Pasar Modal

Undang-undang Nomor 19 tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara.

Peraturan Nomor IX.A.13 Lampiran Keputusan Ketua Bapepam dan LK No. Kep-130/BL/2006 tentang Penerbitan Efek Syariah

Keputusan Menteri Keuangan Nomor 1548

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

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

Fatwa DSN No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah *Mudharabah*

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