

BAB III
BAGI HASIL PADA AKAD APLIKASI MULTI SUKUK DI BURSA EFEK
INDONESIA SURABAYA

A. Bursa Efek Indonesia

1. Sejarah singkat PT. Bursa Efek Indonesia

Pada 9 Mei 2006 ketua BAPEPAM Fuad Rahmani menyampaikan pandangannya bahwa proses merger BES-BEJ sebagaimana telah dicanangkan sebelumnya tetap berlangsung.¹ Pada tanggal 6 Desember 2006, BES menyelenggarakan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa (RUPSLB) dengan agenda rapat meminta persetujuan atas Rencana Kerja Anggaran Tahunan (RKAT) dan persetujuan prinsip merger BES-BEJ. Dalam putusan pemberian persetujuan prinsip kepada direksi diminta agar penggabungan memperhatikan 3 hal yakni bahwa kepentingan karyawan tidak boleh dirugikan, penyelesaian Unit Bagi Hasil (UBH) dan kepentingan pemegang saham harus optimal.

Proses merger dilakukan lebih intens dengan diadakannya pertemuan regular di BAPEPAM dan LK yang di mulai pada tanggal 14 Desember 2006 untuk membahas persetujuan prinsip penggabungan BES-BEJ. Dalam pertemuan yang diadakan pada tanggal 20 Desember 2006 dihadiri direksi BES-BEJ telah

¹ Hamid, wawancara, *Gika Manjement Consultant*, Surabaya 22 Mei 2012.

dibahas beberapa isu penting terkait dengan rencana merger serta pembentukan tim kecil dan disepakati masing-masing bursa akan menunjuk 2 orang anggota direksi.

Setelah melalui beberapa kali pertemuan, pada awal bulan Juni 2007 Tim Merger BES mulai menyusun paper yang diawali dengan sebuah paper yang berjudul Pokok-pokok Pikiran Penggabungan BES-BEJ. Paper pertama ini berisi tentang pemikiran dan pandangan Tim Merger BES antara lain visi dan misi bursa hasil penggabungan, manfaat dan tujuan penggabungan BES-BEJ, pengembangan bursa hasil penggabungan, resiko penggabungan dan sinergi yang akan dihasilkan dari penggabungan BES-BEJ serta organisasi bursa hasil penggabungan di masa datang.²

Selanjutnya, Tim Merger BES menyelesaikan ke-6 paper lainnya, yang meliputi paper kedua tentang Perdagangan, paper ketiga tentang Emiten tercatat di BES, paper keempat tentang Pemegang Saham dan Anggota Bursa, paper kelima tentang Teknologi Informasi, paper keenam tentang Sumber Daya Manusia BES dan paper ketujuh tentang Usulan Kerangka Merger. Setelah penyusunan masing-masing paper selesai, Tim menyampaikan paper tersebut kepada Konsultan Hukum Hadinoto Putranto dan rekan, Konsultan Keuangan Ernst dan Young dan Konsultan Sumber Daya Manusia Daya Dimensi Indonesia

² Hamid, *wawancara*, Gika Manejement Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

untuk dapat digunakan sebagai bahan masukan dalam penyusunan rancangan penggabungan BES-BEJ.

Pada tanggal 30 Agustus 2007 diselenggarakan pertemuan koordinasi antara BES-BEJ dengan ketiga konsultan (HP, E dan Y serta DDI). Pertemuan ini merupakan pertemuan penentu untuk memastikan kesiapan seluruh materi rancangan penggabungan. Pada kesempatan tersebut BES kembali menyampaikan usulan mengenai nama bursa hasil penggabungan dengan nama Bursa Indonesia atau *Indonesian Exchange* dan memutuskan untuk tidak membuat logo dalam bentuk gambar, akan tetapi membuat logo dalam bentuk tulisan INDONEX. Pada tanggal 1 November 2007, BEJ dan BES resmi bergabung.

2. Struktur Organisasi

Penentuan masa kerja dewan komisaris dan direksi bursa hasil penggabungan untuk pertama kali menjadi perdebatan yang hangat, sementara ada usulan agar masa kerja dewan komisaris hanya satu bulan dan direksi sampai RUPS tahunan 2007.³

Sesuai dengan anggaran dasar perusahaan, bahwa kekuasaan tertinggi terletak pada Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS). Di dalam struktur organisasi PT. BEI terdapat 7 dewan komisaris yang terdiri dari satu orang komisaris utama dan 6 orang komisaris, serta dewan direksi yang terdiri dari 7

³ Hamid, *wawancara*, Gika Manegment Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

orang yaitu 1 orang direktur utama dan 6 orang direktur lainnya sebagai direktur yang membidangi pekerjaan tertentu serta membawahi suatu departemen-departemen. Lihat skema struktur organisasi PT. Bursa Efek Indonesia yang ada pada lampiran.

3. Visi dan Misi Bursa Hasil Penggabungan

Visi bursa hasil penggabungan tidak terlepas dari latar belakang dilakukannya penggabungan BES-BEJ sebagaimana dituangkan dalam Master Plan Pasar Modal 2005-2009 yakni adanya suatu keinginan untuk memiliki suatu bursa yang kuat, bernilai, kredibel, kompetitif dan berdaya saing global. Visi bursa hasil penggabungan tersebut antara lain:⁴

- a. Mampu menghasilkan produk-produk pasar modal yang bernilai jual tinggi.
- b. Mampu menyediakan infrastruktur teknologi yang berkualitas.
- c. Mampu memberikan kepuasan kepada konsumen.
- d. Mampu memperkuat keamanan para investor.
- e. Mampu menciptakan integritas dan transparansi pada pasar modal.
- f. Mampu menciptakan karyawan yang berkompentensi tinggi.

4. Manfaat Penggabungan

Manfaat penggabungan BES-BEJ dapat dilihat dari berbagai aspek, antara lain:⁵

- a. Aspek bisnis

⁴Hamid, *wawancara*, Gika Manajemen Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

⁵Hamid, *wawancara*, Gika Manajemen Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

Dengan adanya penggabungan BES-BEJ dapat meningkatkan jumlah emiten yang tercatat, meningkatkan perkembangan instrumen yang sudah mulai diperdagangkan, dan dapat menumbuhkan instrumen-instrumen baru yang dapat diperdagangkan di bursa.

b. Aspek operasional

Penghentian biaya operasional yang timbul akibat adanya penggabungan BES-BEJ antara lain biaya penyediaan sistem dan sarana perdagangan, biaya penyediaan *web site*, biaya penyediaan jaringan biaya, biaya penyediaan *band width*.

c. Aspek pelaku

Penggabungan BES-BEJ bermanfaat bagi para pelaku di pasar modal, antara lain:

- 1) Bagi emiten.
- 2) Bagi anggota bursa dan partisipan.
- 3) Bagi investor.
- 4) Serta bagi pemegang saham.

5. Peranan Bursa Efek Indonesia

Bursa efek adalah lembaga atau perusahaan yang menyelenggarakan fasilitas sistem pasar untuk mempertemukan penawaran jual beli efek, baik itu perusahaan atau perorangan yang sudah tercatat (*listing*) di bursa efek.

Bursa efek juga merupakan pihak yang menyelenggarakan dan menyediakan sistem dan atau sarana untuk mempertemukan penawaran jual beli efek pihak-pihak lain dengan tujuan memperdagangkan efek di antara mereka (Pasal 1 ayat 4 UUPM).⁶

Bursa efek menyelenggarakan dua fungsi, yaitu:

- a. Sebagai perantara efek, anggota bursa bertindak selaku agen dan melakukan transaksi untuk dan atas nama nasabah. Fungsi perantara efek adalah sebagai perantara dalam aktifitas jual beli efek, dikarenakan investor tidak boleh melakukan kegiatan jual beli secara langsung, tetapi harus melalui perantara atau *broker*. Terdapat dua perantara efek yaitu:
 - 1) Makelar (*Broker* atau *pialang*) merupakan perantara dalam aktifitas jual beli efek, karena investor tidak boleh melakukan kegiatan jual beli secara langsung tanpa melalui perantara.
 - 2) Komisioner, merupakan pihak yang melakukan pembelian dan penjualan efek demi memperoleh imbalan, baik diri sendiri atau orang lain.
- b. Sebagai pedagang efek, anggota bursa bertindak sebagai *principal* yang melakukan transaksi bagi kepentingan perusahaan anggota. Dalam hal ini, anggota bursa selaku sebagai investor dengan menanggung resiko (potensi keuntungan atau kerugian).

⁶ Undang-undang Pasar Modal Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

Bursa efek merupakan pasar sempurna (*perfect market*) dalam arti ekonomi, maksudnya terpenuhinya pengetahuan penjual dan pembeli atas kondisi pasar, sehingga dalam bursa tercapai suatu bursa kompetisi bebas dalam penentuan harga berjalan yang sesuai dengan hukum penawaran dan permintaan (*supply and demand*) kecuali pada waktu darurat. Dengan dasar berkumpulnya dua pihak yang bertransaksi dalam satu tempat, maka tercapailah kesepakatan antara mereka dengan satu harga standar baik di dalam maupun di luar bursa.

6. Instrumen yang diperdagangkan di Bursa Efek Indonesia

Bursa Efek Indonesia adalah tempat dimana penjual dan pembeli bertemu. Adapun instrumen yang diperdagangkan yaitu berupa surat berharga atau *securitas* (efek) sebagaimana yang telah dijelaskan dalam Pasal 1 ayat 5 UUPM.

Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham obligasi, tanda bukti utang, unit penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas efek dan setiap *deivative* dari efek. Untuk itu akan dijelaskan beberapa instrumen di bursa efek, secara umum instrumen tersebut dapat digolongkan pada 3 (tiga) kelompok, yaitu: a) Instrumen utang (*debt instrument*) termasuk dalam instrumen ini adalah obligasi. b) Instrumen penyertaan (*equity instrument*) yang termasuk dalam instrumen ini adalah saham. c) Instrumen lain (*others instrument*) yang

merupakan pengembangan dari efek utama saham dan obligasi, yaitu *Indonesian Depository Receipt* (IDR) dan Efek Beragun Aset seperti *option*, *warrant* dan *right*.

Selanjutnya Munir Fuady mengemukakan dari keseluruhan jenis efek tersebut dapat dikategorikan menjadi 4 (empat) hal, yaitu:

- a. Efek penyertaan, yaitu efek yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk ikut serta dalam *equity* suatu perusahaan. Yang termasuk dalam penyertaan ini adalah:
 - 1) Saham beserta jenisnya.
 - 2) Setiap *derivative* seperti, *right*, *warrant*, dan *option* (*put* atau *call*).
 - 3) Unit penyertaan kontrak investasi kolektif.
 - 4) Kontrak berjangka atas efek.
- b. Efek utang, yaitu efek yang penerbitannya mengeluarkan atau menjual surat utang. Pada waktunya wajib menebus kembali sesuai kesepakatan di antara para pihak, termasuk ke dalam efek ini adalah obligasi, *commercial paper*, surat pengakuan utang dan bukti utang.
- c. Efek konversi, disebut juga dengan obligasi konversi yaitu efek yang sebenarnya termasuk efek utang tetapi pada saat yang ditentukan dapat menukarkan efek utang tersebut dengan efek penyertaan, baik diwajibkan atau pilihan pemegang efek yang bersangkutan.

- d. Efek derivative, yaitu beberapa jenis efek yang ditawarkan kepada public sebenarnya melanjutkan efek yang telah dahulu dipasarkan seperti *right*, *warrant*, dan *option*.

B. Mekanisme perdagangan Multi Sukuk

Di pasar sekunder, investor yang berminat untuk membeli atau menjual obligasi syariah (sukuk) dapat menghubungi pelaku perdagangan (*broker* atau *dealer*). Selain menggunakan jasa transaksi, investor juga dapat meminta saran atau pendapat dari *broker/dealer* mengenai investasi seperti apa yang sebaiknya dilakukan. Walaupun demikian sebaiknya investor mempunyai data dan informasi baik kuantitatif maupun kualitatif yang lengkap. Hal lain yang perlu diperhatikan investor sebelum memutuskan untuk melakukan investasi adalah menetapkan tujuan dari investasi, misalnya apakah ingin mendapatkan bagi hasil atau *fee* tertentu dalam jangka pendek, menengah atau panjang, bagaimana risikonya, berapa dana yang tersedia untuk investasi.

Guna memudahkan pelaku pasar dan investor dalam memperoleh informasi pasar, BEI menyediakan sistem perdagangan dan informasi sukuk, yaitu: *Over The Counter Fixed Income Service* (OTC-FIS). Melalui informasi yang dihasilkan OTC-FIS, investor dapat mengetahui referensi/acuan harga sukuk di pasar. Selain itu OTC-FIS memudahkan pelaku pasar dan investor dalam melakukan penawaran jual dan beli sukuk.⁷

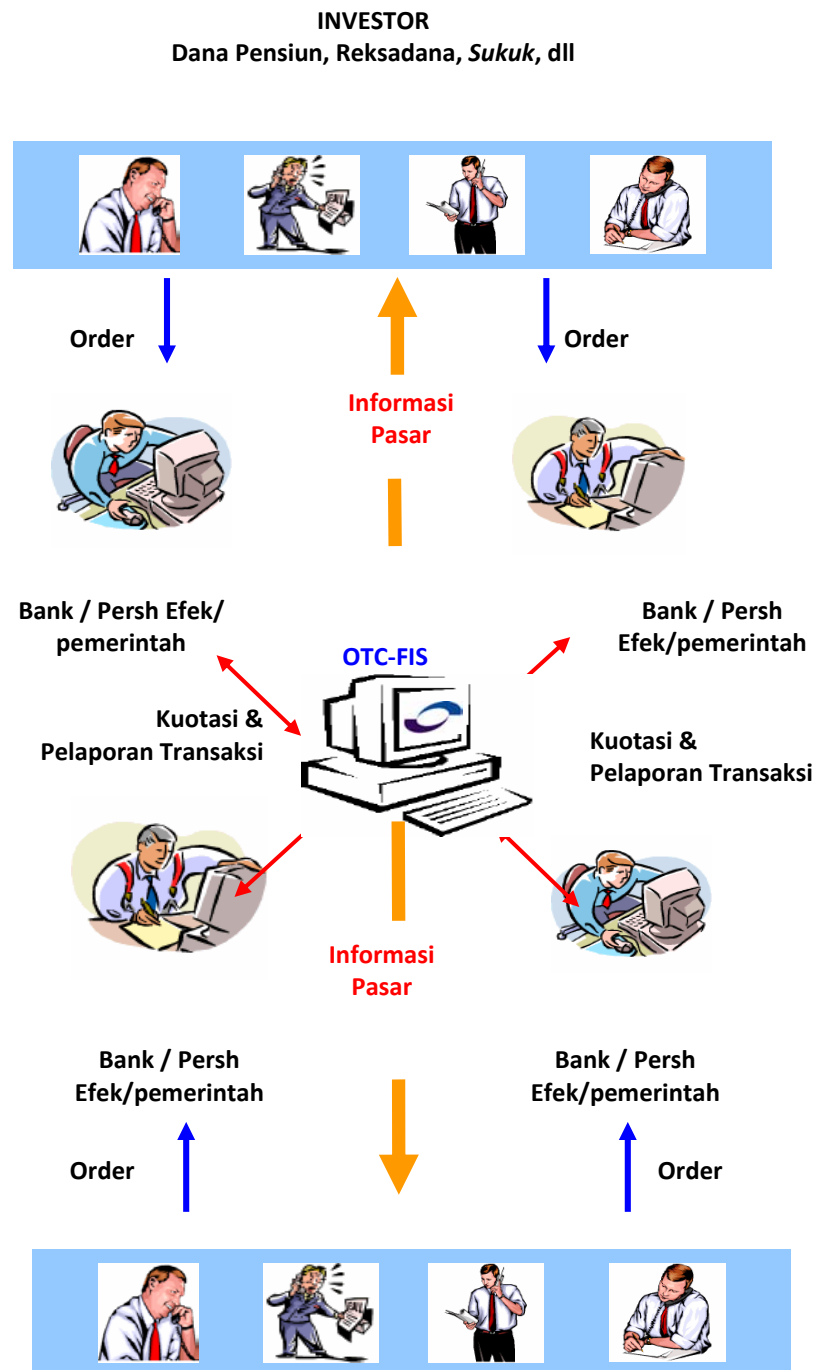
⁷ Hamid, *wawancara*, Gika Manegment Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

Setelah memutuskan untuk membeli/menjual sukuk, investor dapat meminta *broker* atau *dealer* tersebut memasukkan penawaran jual atau beli ke sistem OTC-FIS, sehingga dapat dilihat oleh pelaku lain secara *real time*. Melalui OTC-FIS, pelaku dapat melihat harga penawaran terbaik (*best bid/offer*) atas sukuk yang dapat dijadikan dasar untuk melakukan negosiasi ataupun transaksi. Partisipan dapat melakukan negosiasi (*dealing*) melalui fasilitas komunikasi di dalam OTC-FIS. Partisipan juga dapat mengubah atau menarik kuota tersebut setiap saat.

Transaksi yang terjadi baik antar partisipan maupun antara partisipan dengan pihak lain yang dilaporkan melalui OTC-FIS akan menghasilkan informasi pasar. Dalam rangka menjamin adanya keterbukaan informasi atas emiten, OTC-FIS juga menyediakan informasi tentang emiten seperti *corporate action*, perubahan *rating*, pengumuman RUPO (Rapat Umum Pemegang Obligasi), serta informasi terkait lainnya yang dibutuhkan pelaku dalam kebijakan investasinya.⁸

⁸ Hamid, *wawancara*, Gika Manejement Consultant, Surabaya 22 Mei 2012.

Aplikasi Perdagangan Multi Sukuk melalui OTC-FIS



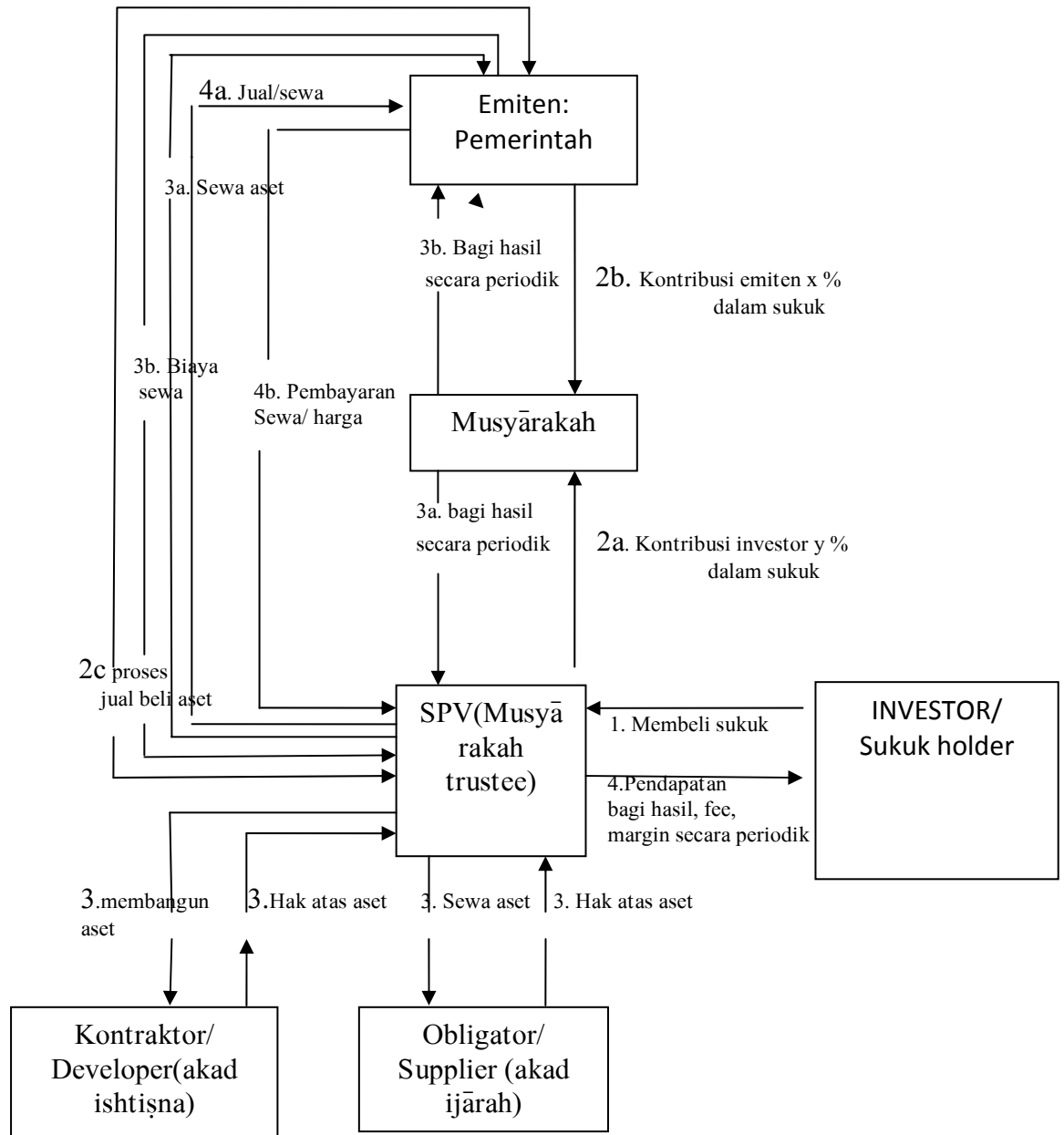
C. Mekanisme Bagi Hasil pada Akad Multi Sukuk di Bursa Efek Indonesia Surabaya

Multi sukuk atau sukuk campuran, yaitu investasi atau pembiayaan yang dilakukan dengan multiple sukuk atau dibiayai dengan gabungan beberapa akad sukuk. Sukuk campuran terjadi bila dalam satu sukuk terjadi tidak hanya satu jenis akad yang ada dalam sukuk, tetapi campuran dua akad sukuk atau lebih.

Multi sukuk ini merupakan penerbitan Sukuk dengan kombinasi 3 akad sekaligus meliputi akad musyārakah, akad istiṣnā' dan akad ijārah. Sebagai contoh penerbitan multi sukuk ini dilatarbelakangi dengan rencana Pemerintah untuk membangun jalan tol dengan total kebutuhan dana sebesar Rp 5.500.000.000.000". Waktu yang dibutuhkan untuk membangunnya adalah dua tahun. Untuk mendanainya pemerintah menerbitkan surat berharga (sukuk) dengan jangka waktu jatuh tempo (tenor) 10 tahun. Proyek pembangunan jalan tol ini setelah beroperasi diestimasi akan memberikan pendapatan ekuivalen 10% dari total investasinya dan pendapatan itu akan tumbuh secara proposional mengikuti jumlah kendaraan. Jumlah kendaraan diestimasi akan tumbuh sebesar 10% pertahun. Pembangunan jalan tol ini akan dikerjakan oleh pemerintah sendiri dengan menunjuk kontraktor dari salah satu BUMN.

Skema Penerbitan multi sukuk ini dapat dijelaskan melalui skema sebagai berikut:

Contoh Aplikasi Penerbitan Multi Sukuk



Investor yang membeli sertifikat multi sukuk dengan akad musyārahkah berarti telah menyertakan modal pada emiten yang komposisinya adalah sebesar rasio total nilai sertifikat sukuknya dibagi total modal yang dibutuhkan. Komposisi ini juga merupakan porsi pembagian hasil pengelolaan dana sukuk tersebut. Total modal yang terkumpul pada SPV dari para investor di *share*-kan oleh SPV dengan modal dari emiten. Misalnya, komposisi sukuk musyārahkah $y\%$ dan komposisi emiten sebesar $x\%$. Maka, pembagian hasil antara SPV dan emiten disesuaikan dengan komposisi modal masing-masing. Pendapatan bagi hasil akan diterima secara periodik oleh SPV, kemudian SPV membagikannya juga secara periodik kepada para pemegang sukuk sesuai komposisi kepemilikan (penyertaannya) masing-masing. Pokok sudah dibayar kembali pada saat jatuh tempo sebesar nilai penyertaan masing-masing investor. Dengan keterlibatan SPV (Musyarakah *trustee*), produsen menerbitkan multi sukuk, kemudian menjualnya kepada investor (sukuk holder) dengan akad istishna dan akan mendapatkan pendapatan bagi hasil dari margin keuntungan penjualan aset secara kontan atau secara periodik sesuai dengan nisbah yang telah disepakati dan pokok sukuk akan dibayarkan pada saat jatuh tempo. Dana yang telah terkumpul dan penjualan sertifikat sukuk kemudian diproses oleh SPV untuk memesan dan membeli aset kepada produsen. Pembayaran proyeknya dapat dibayarkan secara kontan setelah aset selesai diproduksinya

dan disepakati di awal akad. Aset yang telah selesai diproduksi akan diterima oleh penerbit multi sukuk dengan akad istishna-pihak SPV-kemudian dijual kepada pembeli berikutnya atau *end user* dengan margin keuntungan tertentu. Keuntungan yang diperoleh akan didistribusikan kepada para investor secara proposional sesuai dengan nisbah yang disepakati dalam akad sukuk istishna. Dengan keterlibatan SPV (Musyārahkah *trustee*) dalam akad iṣṭisnā' ada akad sewa (ijarah) terjadi antara pihak SPV dan pihak penyewa.

Akad musyārahkah dengan nisbah bagi hasil 85% untuk pemegang sukuk dan 15% untuk pemerintah (BUMN operator jalan tol) berlaku selama umur sukuk yaitu selama delapan tahun masa operasi jalan tol tersebut. Diasumsikan pendapatan yang diperoleh BUMN 100% disetor ke pemerintah. Musyārahkah *trustee* yang membuat kontrak dengan akad iṣṭisnā' dan akad ijārah jangka menengah dua tahun atau selama pembangunan jalan tol berlangsung dengan nisbah pembagian margin keuntungan adalah 70% untuk pemegang sukuk dan 30% untuk pemerintah (BUMN) yang berlaku selama umur sukuk. Untuk menarik investor maka pemerintah memberikan insentif yaitu membebaskan pajak pendapatan dari sukuk tersebut.

1) Akad ishtisna' dan akad ijarah

Pemerintah dengan pemegang Sukuk (Investor) kemudian bersepakat untuk membentuk Musyārahkah Trustee di mana Musyārahkah Trustee tersebut membuat kontrak dengan akad iṣṭisnā' kepada Pemerintah

(kontraktor BUMN) untuk pembangun jalan tol, serta di dalam akad Istisna' ini ada akad ijarāh untuk persewaan alat-alat berat dalam pembangunan jalan tol.

Selama dua tahun pembangunan proyek jalan tol selesai, maka Pemerintah (sebagai kontraktor) kemudian menyerahkan asset tersebut kepada musyārahkah *trustee* sesuai dengan tenggang waktu yang disepakati. Keuntungannya adalah 10% dari nilai proyek:

$$\begin{aligned}\text{Keuntungan} &= 10\% \times \text{Rp. } 5.500.000.000.000,- \\ &= \text{Rp. } 550.000.000.000\end{aligned}$$

Keuntungan sebesar Rp. 550.000.000.000 akan dibayarkan dua kali selama masa pembangunan atau Rp. 275.000.000.000 per tahun kepada pihak pemerintah (kontraktor BUMN) dan investor sesuai nisbah yang telah disepakati. Dengan *cash flow*:

Periode tahun ke	Pendapatan (Rp.)	Bagi hasil untuk investor(70%)(Rp.)	Bagi hasil untuk pmrinth(30%)(Rp.)
1	275.000.000.000	192.500.000.000	82.500.000.000
2	275.000.000.000	192.500.000.000	82.500.000.000
Total penerimaan	550.000.000.000	385.000.000.000	165.000.000.000

2) Akad Musyārahkah

Pemerintah dan investor bersepakat untuk bermusyārahkah dalam pembangunan jalan tol. Investor setuju untuk berkontribusi berupa modal uang sedangkan Pemerintah setuju berkontribusi semua aset selain uang.

Pemerintah sebagai agen dari musyārakah kemudian akan menerbitkan Sukuk untuk Investor atas kontribusi yang berupa uang tersebut. Selama delapan tahun setelah pembangunan jalan tol, multi sukuk dengan akad musyārakah mulai berjalan. Pada akad musyārakah, yang menjadi emiten atau mudharib sekaligus operator jalan tol adalah pemerintah. Maka dana yang harus dikeluarkan pemerintah pada saat jatuh tempo sukuk adalah sebagai berikut:

Periode tahun ke	Pendapatan tumbuh 10% pertahun selama masa operasional	Nisbah bagi hasil untuk investor (shahibul mal): 85%	Nisbah bagi hasil untuk pemerintah (mudharib): 15%
3	Rp. 550.000.000.000	Rp. 467.500.000.000	Rp. 82.500.000.000
4	Rp. 605.000.000.000	Rp. 514.250.000.000	Rp. 90.750.000.000
5	Rp. 665.500.000.000	Rp. 565.675.000.000	Rp. 99.825.000.000
6	Rp. 732.050.000.000	Rp. 622.242.500.000	Rp. 109.807.500.000
7	Rp. 805.255.000.000	Rp. 684.466.750.000	Rp. 120.788.250.000
8	Rp. 885.780.500.000	Rp. 752.913.425.000	Rp. 132.867.075.000
9	Rp. 974.358.550.000	Rp. 828.204.767.500	Rp. 146.153.782.500
10	Rp. 1.071.794.405.000	Rp. 911.025.244.250	Rp. 160.769.160.750
Total	Rp. 6.289.738.455.000	Rp. 5.346.277.686.750	Rp. 943.460.768.250
Bagi hasil sukuk ishtiṣna		Rp. 385.000.000.000	Rp. 165.000.000.000
Total pendapatan		Rp. 5.731.277.686.750	Rp. 1.108.460.768.250
Total investasi		Rp. 5.500.000.000.000	
Akumulasi tingkat pendapatan investor sukuk (%)		104,21	
Tingkat rata-rata pendapatan investor sukuk (%)		10,42	

Pengeluaran pemerintah = nilai pokok sukuk-pendapatan pemerintah dari sukuk

$$= \text{Rp. } 5.500.000.000.000 - \text{Rp. } 1.108.460.768.250$$

$$= \text{Rp. } 4.391.539.231.750,-$$

Dari keterangan di atas bahwa bagi hasil pada akad-akad yang digunakan pada aplikasi multi sukuk yaitu: akad musyārahah yang terjadi antara pemerintah (sebagai emiten atau mudharib sekaligus operator jalan tol) kepada investor (pemegang sukuk) kemudian di dalam akad musyārahah ini terdapat akad ishtiṣnā dan akad ijārah antara Musyārahah *trustee* dengan pemerintah (sebagai kontraktor) secara sekaligus sesuai dengan proporsi nisbah bagi hasil masing-masing akad.